

基金持仓暴减！现金流大跌！收入零增长！全是坏消息，可最近为啥狂涨？（优塾财务估值建模）

注：本文为2019年半年报更新建模报告，《并购优塾》将根据新发布的半年报，对财务数据假设进行更新，更新的假设内容，我们将在前面两段展示。同时，更新后的建模报告，将附在后文，其中更新的参数，以蓝色字体展示。此外，在财务建模中Excel表中，更新的参数以背景标注黄色展示。

优塾团队认为，养成阅读季报、年报的习惯，并基于此长期追踪企业内含价值变动，是价值投资成功的基本前提。耐心阅读、每日精进，必有收获。

10月29日晚间，这家公司发布了2019年三季报——营业收入几乎0增长！其实现营业收入210.98亿元，同比增长0.63%；净利润为71.52亿元，同比增长1.6%；经营活动现金流量净额为17.19亿元，同比下滑70.73%。

在三季报发布当天，它同时还发布了一则回购计划。但市场对其并不看好，次日股价即跌3.12%。



图：股价图（单位：元） 来源：wind

这是白酒行业的多事之秋，近期的“酒鬼酒事件”，更是让整个行业蒙上阴影，各大基金公司纷纷减持。可就是这样，这家公司，却无惧利空，开始反弹。近期，其股价连续上涨，从低位的96.03元，上涨至108.3元。

它，名叫**洋河股份**。

它，是白酒行业内极为特殊的一家公司——唯一拥有多个高端品牌线的白酒公司。其拥有洋河、双沟两个中华老字号，此外还有蓝色经典、珍宝坊、梦之蓝、苏酒等六个驰名商标。而相比白酒行业的“贵五泸”三大巨头，本案拥有的中华老字号、驰名商标更多。

此外，它还被瑞士联合银行集团（UBS AG）、高盛、中央汇金等机构看中。其前十大股东中，极具代表的就是港资，我们翻看股东名单，港资自 2017 年 1 季度新进之后，每个季度都在增持，从起初的持股 1.6%，位列第 7 大股东，一路买买买到 2019 年 1 季度，已经在股东名单排列第四，持股 7.44%。

2019 一季报										
排名	股东名称	方向	期末参考市值 (亿元)	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质	持有其他股票	
1	江苏洋河集团有限公司	不变	671.4790	514,858,939	0	34.1600	0.0000	A股流通股	是	
2	江苏蓝色经典股份有限公司	不变	421.4374	323,138,626	0	21.4400	0.0000	限售流通股A股	是	
3	上海海通证券资产管理有限公司	不变	190.0326	145,708,137	0	9.6700	0.0000	A股流通股	是	
4	香港中央结算有限公司	增加	146.2475	112,135,818	13,998,395	7.4400	0.9300	A股流通股	是	
5	上海海通证券资管(集团)有限公司	不变	80.1502	61,455,475	0	4.0800	0.0000	A股流通股	是	
6	中国证券金融股份有限公司	不变	17.9850	13,790,044	0	0.9200	0.0000	A股流通股	是	
7	中央汇金资产管理有限责任公司	不变	16.6499	12,766,400	0	0.8500	0.0000	A股流通股	是	
8	兴元资产管理有限公司-客户资金	减少	12.8129	9,824,302	-141,800	0.6500	-0.0100	A股流通股	是	
9	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001深	新进	8.5921	6,589,056	0	0.4400	0.0000	A股流通股	是	
10	UBS AG	新进	8.5747	6,574,668	0	0.4400	0.0000	A股流通股	是	
合计			1,573.9613	1,206,840,465		80.0900				

2018 年报										
排名	股东名称	方向	期末参考市值 (亿元)	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质	持有其他股票	
1	江苏洋河集团有限公司	不变	487.6744	514,858,939	0	34.1600	0.0000	A股流通股	是	
2	江苏蓝色经典股份有限公司	不变	306.0769	323,138,626	0	21.4400	0.0000	限售流通股A股	是	
3	上海海通证券资产管理有限公司	不变	138.0147	145,708,137	0	9.6700	0.0000	A股流通股	是	
4	香港中央结算有限公司	增加	92.9558	98,137,423	3,602,054	6.5100	0.2400	A股流通股	是	
5	上海海通证券资管(集团)有限公司	减少	58.2106	61,455,475	-1,768,069	4.0800	-0.1200	A股流通股	是	
6	中国证券金融股份有限公司	不变	13.0619	13,790,044	0	0.9200	0.0000	A股流通股	是	
7	中央汇金资产管理有限责任公司	不变	12.0923	12,766,400	0	0.8500	0.0000	A股流通股	是	
8	兴元资产管理有限公司-客户资金	减少	9.4399	9,966,102	-915,445	0.6600	-0.0600	A股流通股	是	
9	中国人寿保险股份有限公司-招商中证白酒指数分级证券投资基金	新进	8.7467	9,234,299	0	0.6100	0.0000	A股流通股	是	
10	怡和投资管理有限公司	新进	7.9750	8,419,532	0	0.5600	0.0000	A股流通股	是	
合计			1,134.2483	1,197,474,977		79.4600				

2017 年报										
排名	股东名称	方向	期末参考市值 (亿元)	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质	持有其他股票	
1	江苏洋河集团有限公司	不变	592.0878	514,858,939	0	34.1600	0.0000	A股流通股	是	
2	江苏蓝色经典股份有限公司	新进	371.6094	323,138,626	0	21.4400	0.0000	限售流通股A股	是	
3	上海海通证券资产管理有限公司	不变	167.5644	145,708,137	0	9.6700	0.0000	A股流通股	是	
4	上海海通证券资管(集团)有限公司	不变	75.2012	65,827,147	0	4.3700	0.0000	A股流通股	是	
5	香港中央结算有限公司	增加	71.2352	61,943,623	5,787,932	4.1100	0.3800	A股流通股	是	
6	香港中央结算有限公司	减少	25.3575	22,050,000	-5,100,000	1.4600	-0.3400	A股流通股	是	
7	中国证券金融股份有限公司	新进	15.7971	13,736,570	0	0.9100	0.0000	A股流通股	是	
8	中央汇金资产管理有限责任公司	不变	14.8814	12,766,400	0	0.8500	0.0000	A股流通股	是	

图：十大股东明细 来源：wind

但三季度发布之后，其基金持仓数量锐减。基金数量从第二季度的 534 只，到现在仅剩 57 只。易方达、华夏基金、国泰君安、景顺长城等机构纷纷减持，汇添富、国海富兰克林略微增持。

序号	机构名称	机构类型	合并数量(万股)	占流通A股比例(%)	合并数量(只)
1	江苏洋河集团有限公司	一般法人	51,485.89	41.22	1
2	上海海烟物流发展有限公司	一般法人	14,570.81	11.67	1
3	香港中央结算有限公司	陆股通	11,176.83	8.95	1
4	江苏蓝色同盟股份有限公司	一般法人	7,365.86	5.90	1
5	上海捷强烟草糖酒(集团)有限公司	一般法人	6,131.10	4.91	1
6	景顺长城基金管理有限公司	基金	1,796.29	1.44	8
7	中国证券金融股份有限公司	一般法人	1,379.00	1.10	1
8	中央汇金资产管理有限责任公司	一般法人	1,276.64	1.02	1
9	招商基金管理有限公司	基金	1,029.58	0.82	1
10	兴元资产管理有限公司	QFII	787.77	0.63	1
11	国海富兰克林基金管理有限公司	基金	515.02	0.41	5
12	汇添富基金管理股份有限公司	基金	271.58	0.22	3
13	华夏基金管理有限公司	基金	212.18	0.17	2
14	易方达基金管理有限公司	基金	164.00	0.13	4
15	国泰基金管理有限公司	基金	118.40	0.09	1
16	上海东方证券资产管理有限公司	基金	91.16	0.07	1
17	安信基金管理有限责任公司	基金	73.57	0.06	1
18	银华基金管理股份有限公司	基金	61.14	0.05	2
19	鹏华基金管理有限公司	基金	55.92	0.04	2
20	天弘基金管理有限公司	基金	37.78	0.03	1

图：机构持股名单 来源：wind

本报告中，《并购优塾》将根据 2019 年三季报，对其财务模型 Excel 表格进行更新，并未大家梳理中报的核心要点：

第一，从增长质量来看——营业收入同比增长 0.63%，应收账款同比下降 7.5%，应收票据同比下降 18.53%，存货同比增长 4.04%，预收款同比下降 28.61%，经营活动现金流量净额同比下降 70.73%（主要是经营活动收到的现金减少）。

整体来看，营业收入几乎 0 增长，预收情况仍表现不佳，经营活动现金流量金额下降幅度环比减少，但同比降幅仍差距极大。因此，2019 年对于洋河来说，是极具挑战的一年，调整还需时日。

第二，从投入资本回报方面——2019 年 Q3，我们计算剔除现金的 ROIC，为 52.1%。较它中报剔除现金的 ROIC（57.9%），略有下滑。尽管投入资本回报有下滑，但该数据仍可排入 A 股前列。

第三，从盈利能力来看——2019Q3，净利率为 33.9%，较二季度下滑 1.01 个百分点；毛利率为 71.67%，较二季度增加 0.72 个百分点。

第四，从营运资本来看——存货周转率为 0.44，处于行业中较低水平，但较二季度有所提升，调整控货相对有成效；应收账款周转率很高，较上年同期上升；应付账款周转率 4.67，较上年同期下降 0.42。

简单总结这份三季报：陷入深度调整期，营业收入几乎无增长，预收情况仍不容乐观，经销商打款减少，订单减少，从而洋河收到的现金锐减，导致其业绩、现金流并不好看。

这样的数据之下，今天，在对建模报告更新之前，我们必须思考几个问题：

- 1) 三季报发布后，哪些因子值得分析？从财务建模角度，这些变动的因子，将如何影响财务建模？
- 2) 三季报业绩，与之前的预估相差多少？其中，有哪些数据假设需要做更新？
- 3) 此次，根据三季报更新后的数据，在什么样的区间？和之前的数据相比，到底是贵了，还是便宜了？
- 4) 关于“消费税后移”的方案，对于洋河有什么影响？

今天，我们就以洋河股份入手，来继续研究白酒行业的估值建模逻辑。之前我们做过详细财务建模 EXCEL 的，还有贵州茅台，并且，还深度研究过五粮液、山西汾酒、古井贡酒，购买优塾团队的专业版估值报告库，获取部分重点案例财务建模报告、详细 EXCEL 财务模型，以及数十个行业的研究，深入思考产业本质。

— 01 —



2019 三季报

哪些数据，才是真正的核心？



根据三季报，涉及到我们需要更新的估值假设部分，有以下几部分：

1) 收入增速——2019Q3，其实现营业收入 210.98 亿元，同比增长 0.63%，几乎零增长。根据其投资者关系活动披露：前三季度省外市场仍保持增长，但增速有放缓，省内由于调整较深，销售是下滑的。

因此，《并购优塾》更新了省内外销量增速情况，设置情景假设：

乐观情况下——2019 年省内增速为 0，调整过后回升至近 3 年省内增速历史增速 0.69%，随后递减至 0%；3 年省外增速从历史 3 年平均增速 8.57%递减至 GDP 增速 6%，随后以市场机构预测的全国 GDP 增速 5.8%，递减至 5.2%。

保守情况下——省内增速一直为 0，近 3 年省外增速，从历史 3 年平均增速 8.57%递减至 GDP 增速 6%，随后递减至 0。

此外，由于三季报未披露相关销量，因此无法量化出厂价。但目前洋河处于“去库存”阶段，产品仍然以中档酒为主，大概率不会提价。因此，价格增速方面我们也相应更新：

乐观情况下：2019 年，价格不增长，随后白酒价格增速回归 GDP 水平 6%，逐年递减至近三年 CPI 增长率均值 1.92%；

保守情况下：2019 年，价格不增长，随后白酒价格增速按 CPI 增速 3%逐年递减至 0%（不再提价）。

更新后，收入预测增速分别为 3.98%、9.78%、8.71%。综合季报反推法推算，2019 年预测收入增速为 2.14%。差异不大，基本符合预期。

2) 分析师预测——180 天内 35 家机构一致预测，2019 年至 2021 年增速分别为：3.58%、9.7%、11.22%。机构代表公司预测 2019 年至 2021 年增速分别为：2%、5%、12%（天风证券）；3.34%、10.16%、10.55%（光大证券）；2.47%、11.97%、14.81%（西南证券）。

整体来看，外部分析师预期在半年报更新后的假设增速，与我们的预期相差不大。

3) 成本假设——根据 2019 年中报，营业成本增长 0.87%，增幅不大。毛利率为 71.67%(70.95%)，环比略有回升。同时，同行成本占比均值在 25%左右。

因此，我们更新假设：营业成本（剔除折旧摊销）/营业收入的比例为近 2 年均值，为 28.84%（中报假设为历史三年均值，因为行业各家成本均有上升，洋河成本也有所上升，所以做调整）。

4) 费用率假设——2019 年 Q3，销售费用率为 10.76%，管理费用率为 6.47%。考虑管理层仍

对渠道营销方面的投入较多，因此销售费用率仍维持原假设，按历史三年较高比例；管理费用率波动不大，也依旧保持原假设，按历史三年均值。

5) 资本支出——资本支出方面，未发生重大变化，产能足够，管理层在调研中表示未来支出较小，因此维持原假设不变。

6) 营运资本——营运资本方面是本案的焦点，预收仍然继续下挫，经销商库存还未调整结束，打款意愿较低；同时，由于预收下滑，订单减少，导致洋河收到的现金减少，经营活动现金流相较上年同期，下滑近三分之二。

而存货方面，其主动去库存有一定成效，存货周转率环比上升。但相比同行，仍处于偏低水平，因此去库存仍需要还需一些时间。

本次季度更新，将分析“消费税”影响。新发布的监管文件中，提到“将部分在生产（进口）环节征收的现行消费税品目逐步后移至批发或零售环节征收”。

我们认为，该方案会进一步加速白酒行业的调整出清，对于高端白酒影响不大，但对于中低档白酒则有一定影响。

对于中低档白酒厂商来说，若将这部分消费税转嫁给零售终端，可能消费者不买账，下游需求减少；但如果经销商自身承担，那么，其渠道利润率将进一步降低，经销商可能会去寻找高渠道利差的品种。

因此，作为中低端白酒生产厂家，有两种选择：要么厂家以降低出厂价的形式承担这部分成本，要么给予经销商折扣或补贴为其冲减这部分增长成本。

对本案而言，其产品出厂价本就不高，其树立的品牌又是次高端，因此出厂价降低的可能性不高。而零售终端方面提价，目前来看，仅有高端梦系列中，手工班价格有所提升（其占比较小），再无其他提价。因此，大概率会对经销商继续给予一定折扣补贴，对其财务数据并没有影响。

以下，附上更新后的建模报告，以及数据调整后的 Excel 表，大家可以将更新部分和以前的数据做一些仔细对比，深入感受一下——根据半年报，基本面到底发生了哪些细微变化？这些细微的变化因子，将如何影响内含价值？

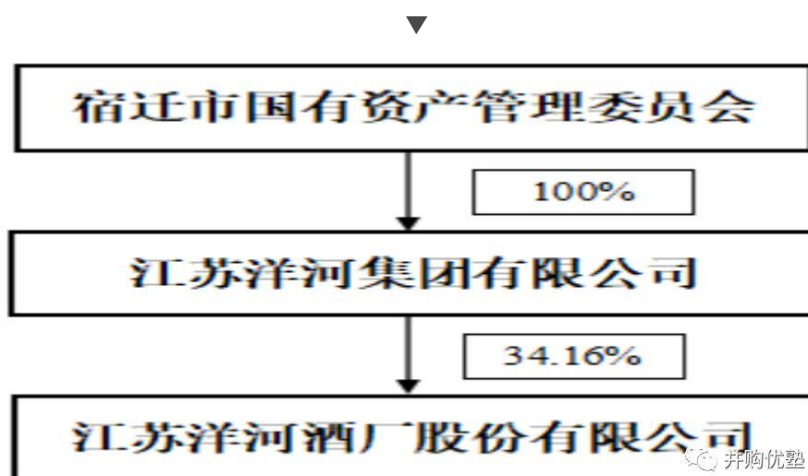
— 02 —



洋河、双沟



洋河股份成立于 1949 年，2009 年上市。主导产品有梦之蓝、洋河蓝色经典、双沟珍宝坊、洋河大曲、双沟大曲等系列白酒。实控人为宿迁市国资委，股权结构如下：



图：股权结构 来源：公司年报

白酒行业，中游的白酒酿造为核心环节，话语权强，议价能力高。具体产业链结构，我们曾经的多篇白酒文章中都分析过，这里不再重复。

本案，洋河股份的上游为高粱、小麦、糯米等原材料供应商，前五名供应商采购额占年度采购总额比例为 32.37%；下游为客户为经销商（经销）和消费者（直销），前五名客户销售额占年度销售总额比例为 4.24%。

我们把视野拉长，来看看过去三年一期的业绩情况：

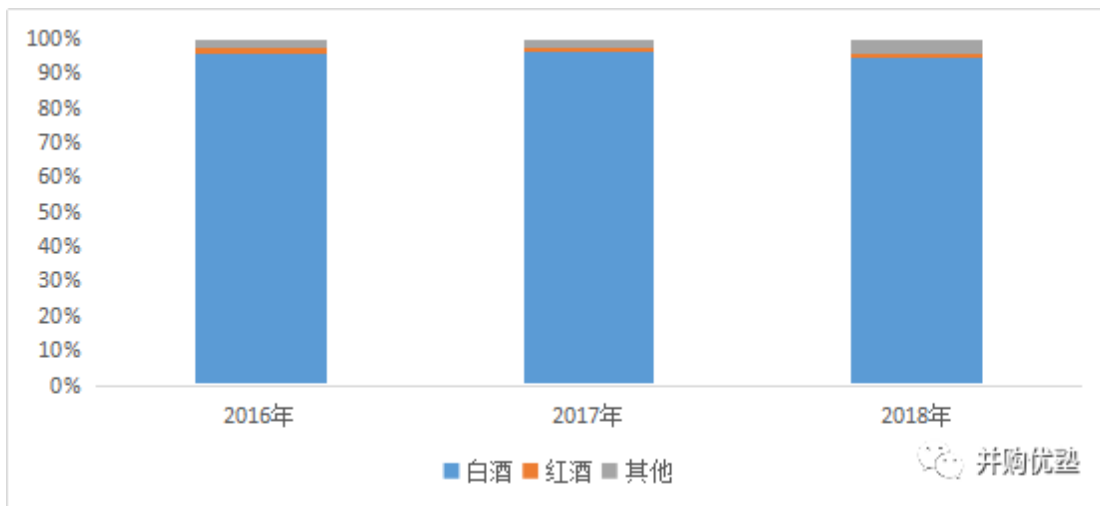
2016 年至 2019Q3，洋河股份营业收入分别为 171.83 亿元、199.18 亿元、**241.6 亿元**、**210.98 亿元**，三年复合增速为 **18.58%**；净利润分别为 58.05 亿元、66.19 亿元、**81.15 亿元**、**71.52 亿元**，三年复合增速为 18.23%；经营活动现金流量净额分别为 74.05 亿元、68.83 亿元、**90.57 亿元**、**17.19 亿元**；毛利率分别为 63.9%、66.46%、**73.7%**、**71.67%**；净利率分别为 33.78%、33.23%、**33.59%**、**33.9%**。

收入以白酒为主，2018 年收入占比为 94.84%，毛利占比 72.52%。我们从其旗下的主打品种，以及价格，来大致看一下：

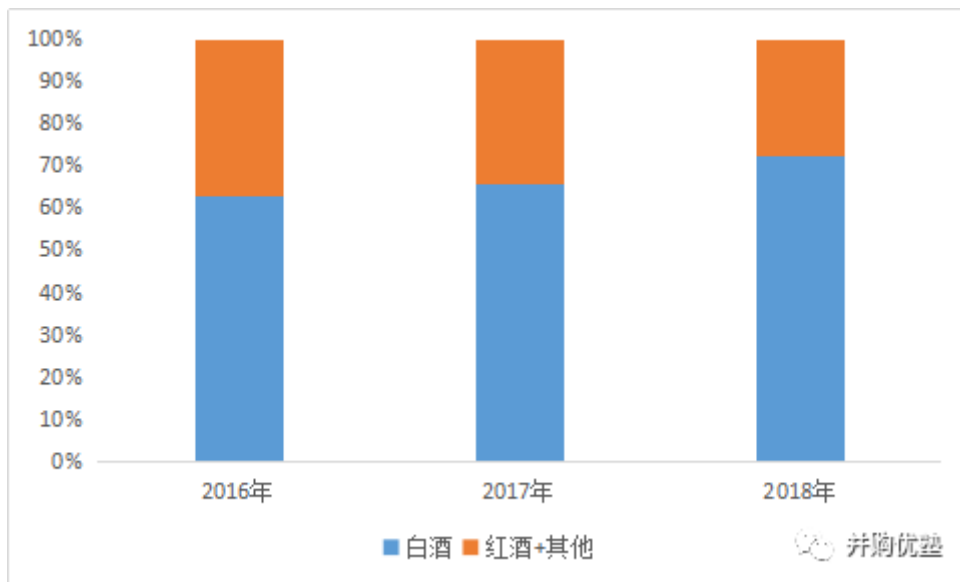
产品价格带	洋河系列	双沟系列
100元以下	洋河大曲蓝瓷/青瓷、洋河美人、洋河敦煌	双沟大曲蓝宝石/金樽/红宝石
100-300元	海之蓝、天之蓝	珍宝坊君坊
300-600元	梦之蓝 M3	苏酒地锦、珍宝坊圣坊
600-900元	梦之蓝 M6	珍宝坊帝坊
1000元以上	梦之蓝 M9、手工班	绵柔绿苏

资料来源：德邦研究

图：洋河产品 来源：德邦证券



图：收入结构（单位：%） 来源：并购优塾



图：毛利结构（单位：%） 来源：并购优塾

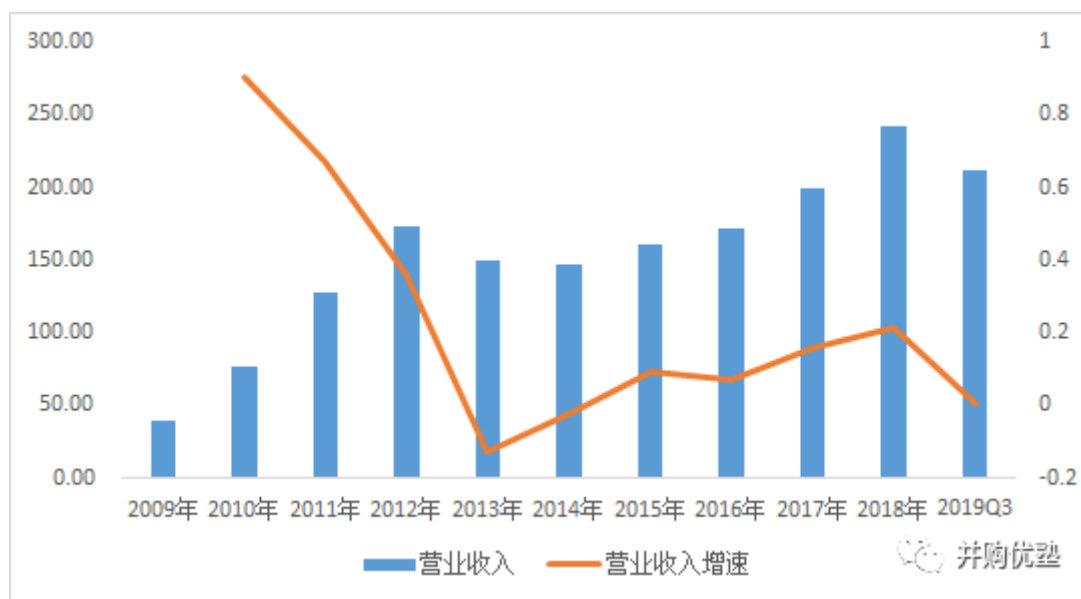
以上的行业特征，形成了本案的财务报表结构：

从资产负债表看，2019年三季报，其总资产为462.97亿元，资产项中占比较大的科目分别为：交易性金融资产（30.87%）、存货（28.73%）、固定资产（15.94%）、其他非流动金融资产（10.49%）；

总负债为100.37亿元，负债项中占比较大的科目分别为：其他应付款（8.89%）、应交税费（4.59%）、预收款项（4.27%）、应付款项（2.8%）。

从利润表来看，2019年三季报其营业收入为210.98亿元，成本花了28.33%，销售费用占了13.32%，管理费用占了10.76%，投资收益获得2.83%，剩下净利率为33.9%。

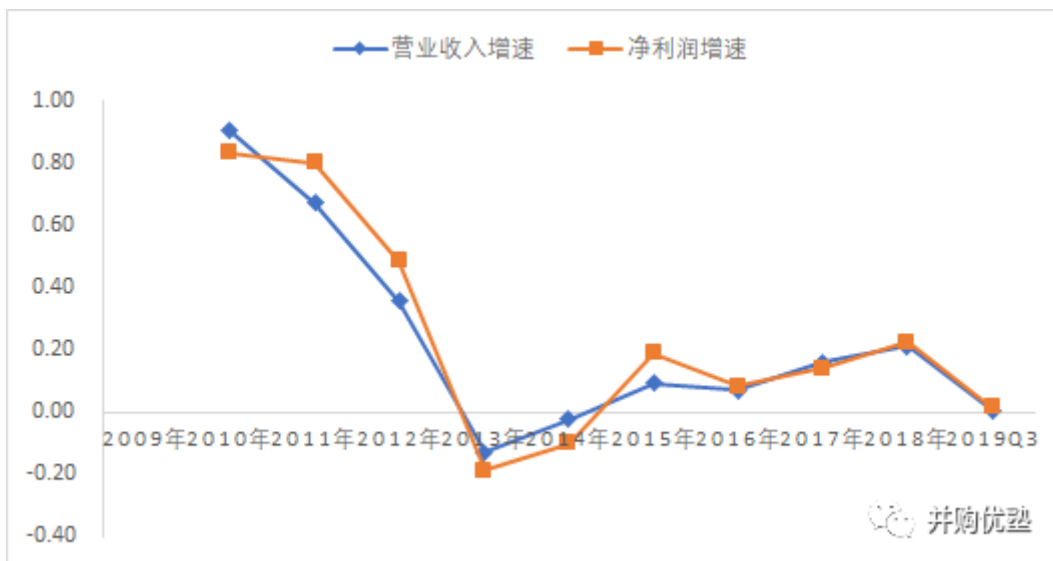
基本面情况到底如何？以下几张图，其实浓缩了大量信息：



图：营业收入及增速（单位：亿元（左）%（右））

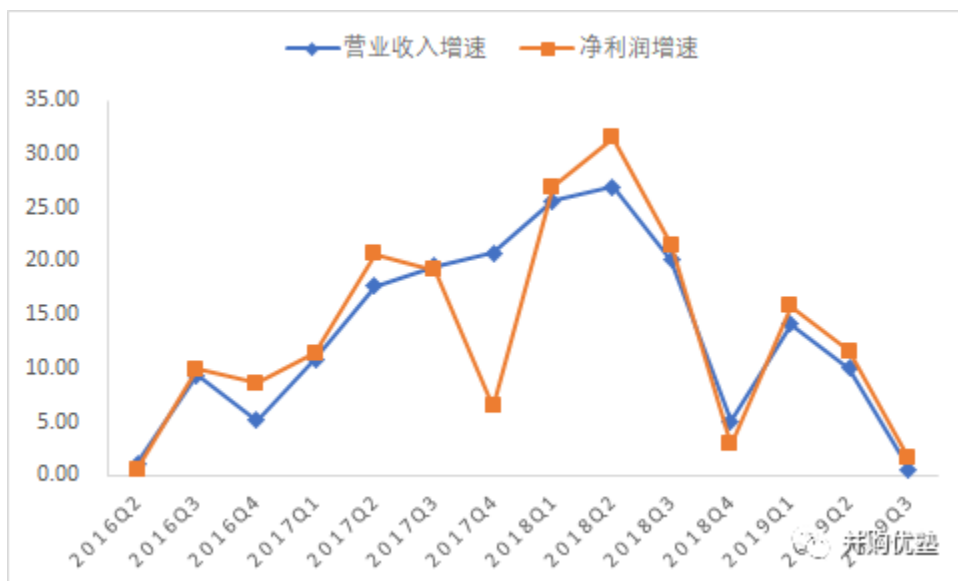
来源：并购优塾





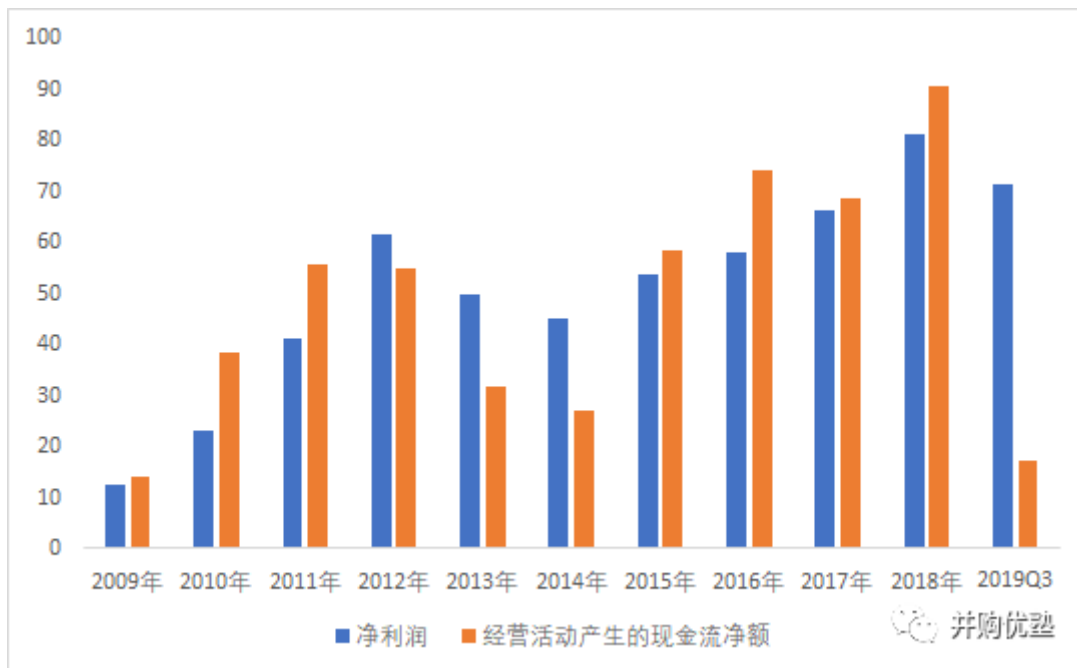
图：营业收入增速、净利润增速（单位：%）

来源：并购优塾



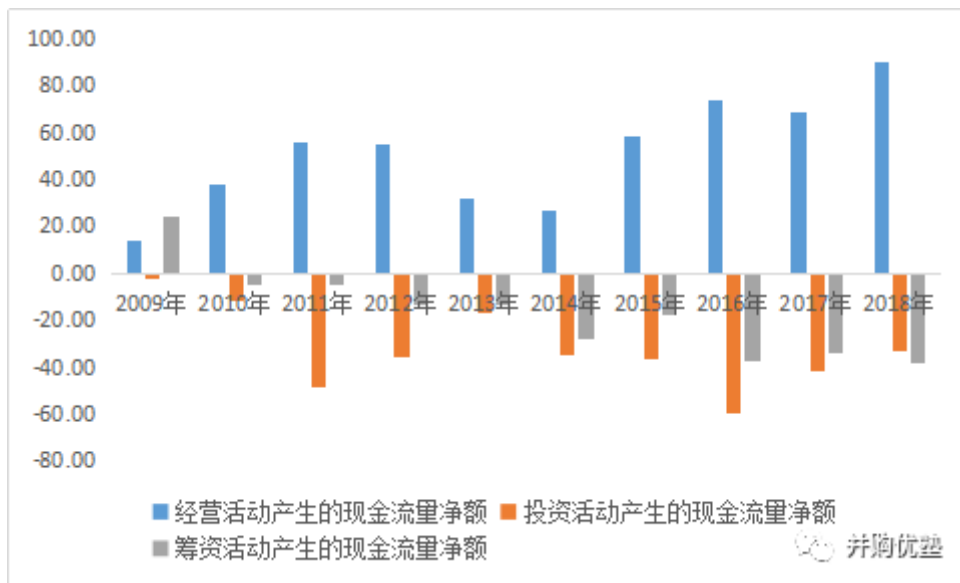
图：季度营业收入净利润增速（单位：%）

来源：并购优塾



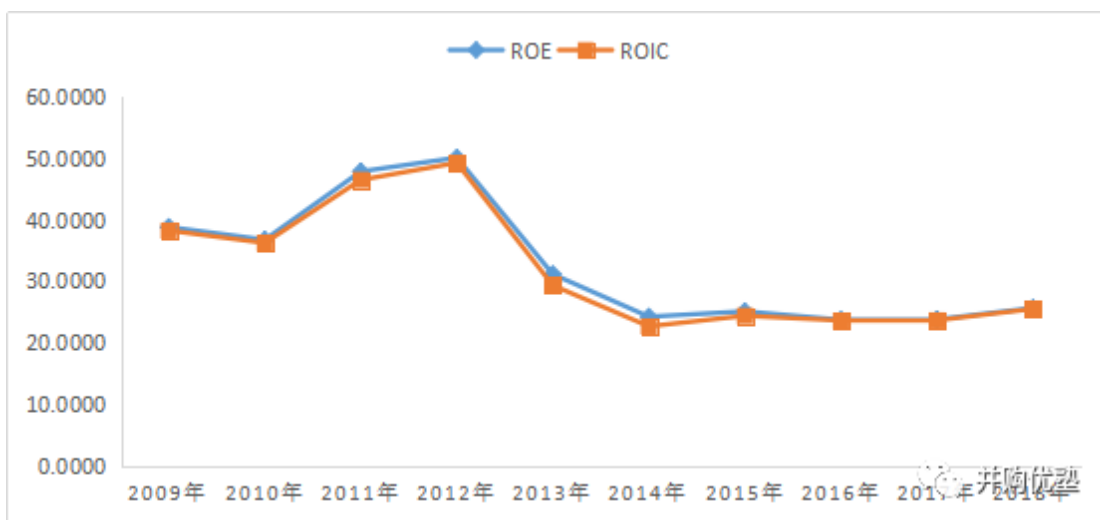
图：净利润和现金流（单位：亿元）

来源：并购优塾

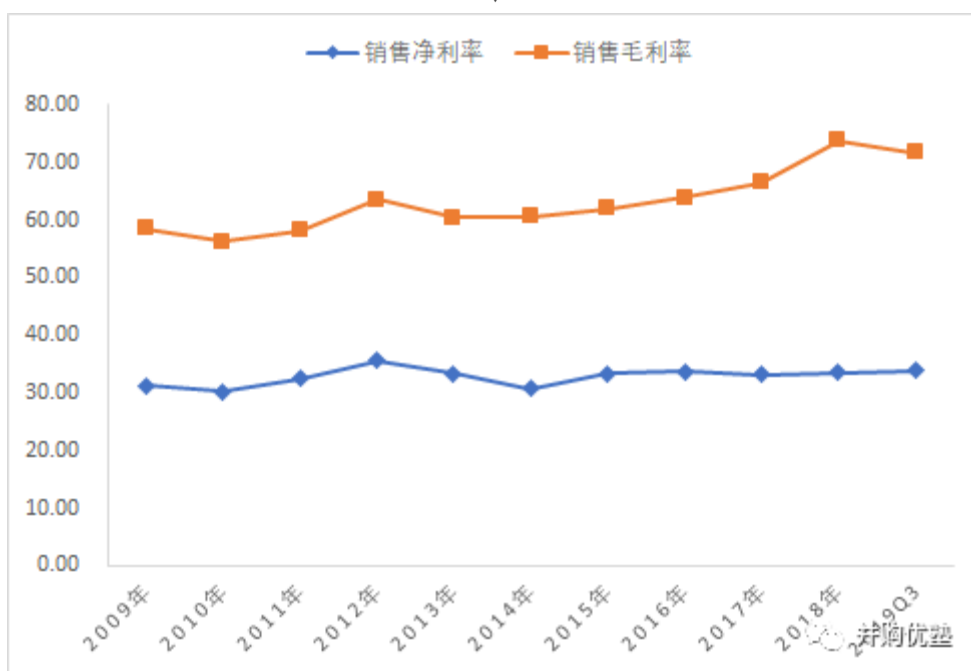


图：现金流情况（单位：亿元）

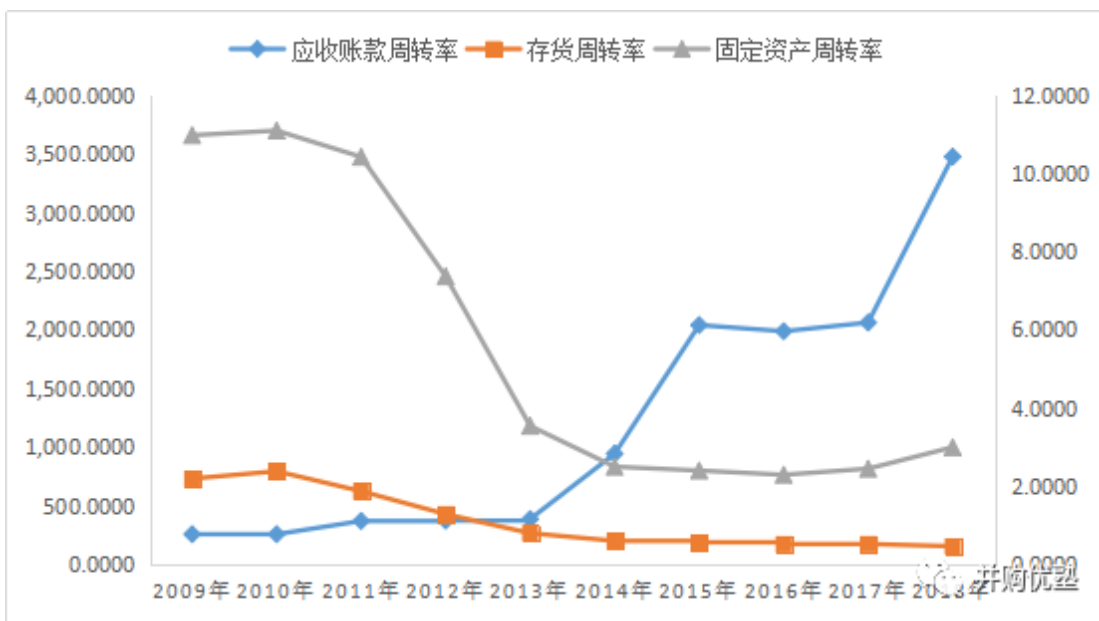
来源：并购优塾



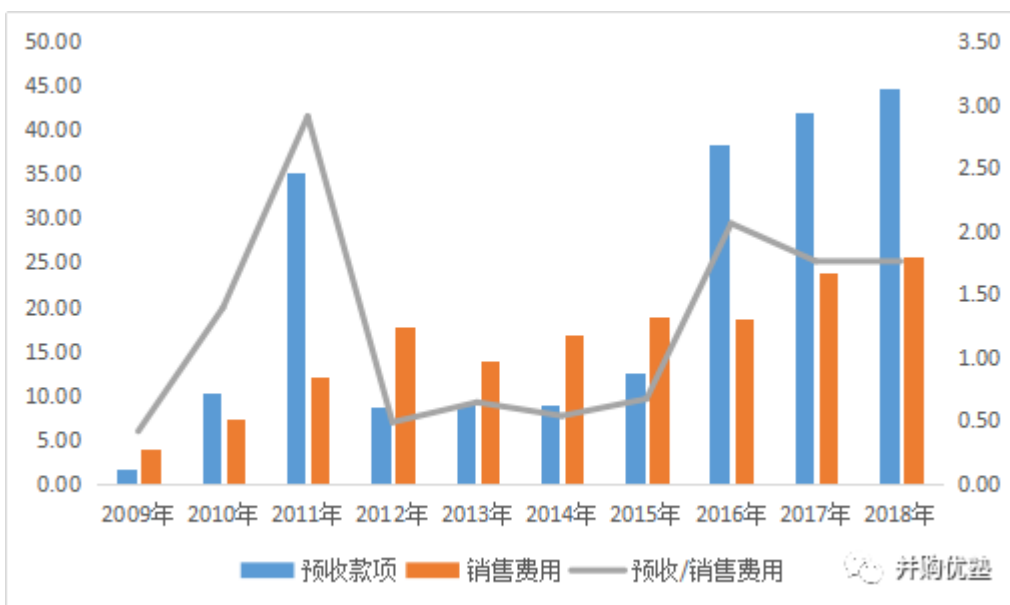
图：ROE&ROIC 来源：并购优塾



图：毛利率、净利率（单位：%） 来源：并购优塾

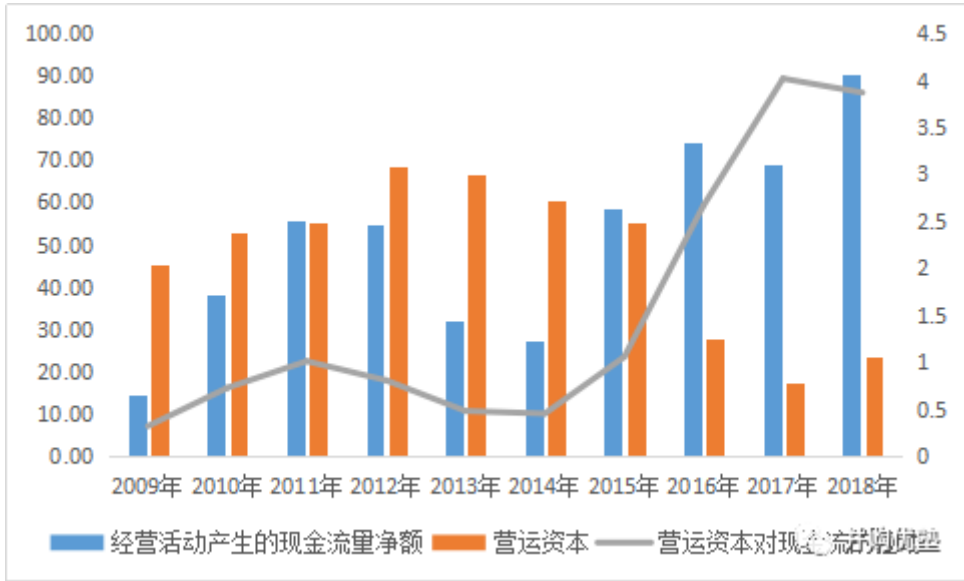


图：周转率情况 来源：并购优塾



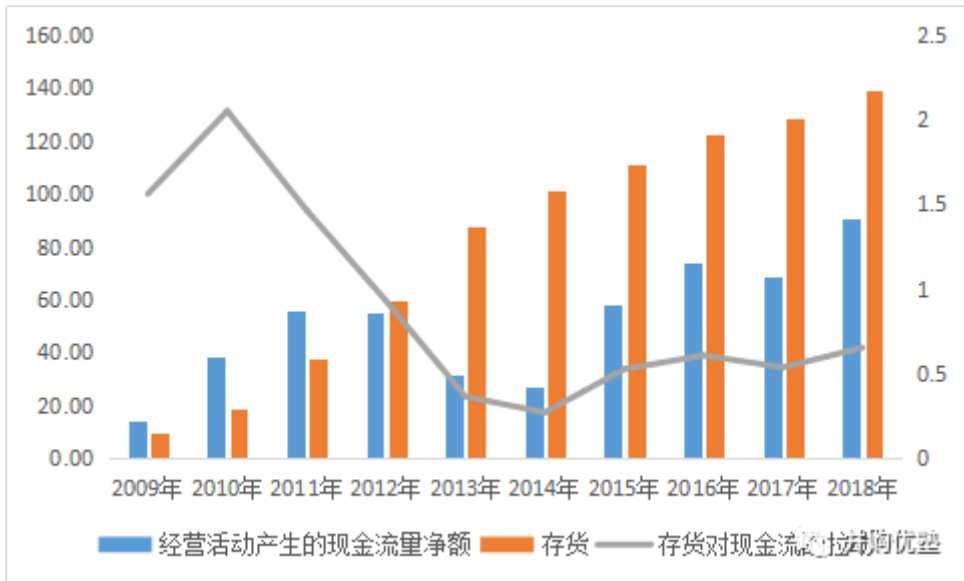
图：销售费用对预收的拉动（单位：亿元（左）%（右））

来源：并购优塾



图：营运资本对现金流的拉动（单位：亿元（左）%（右））

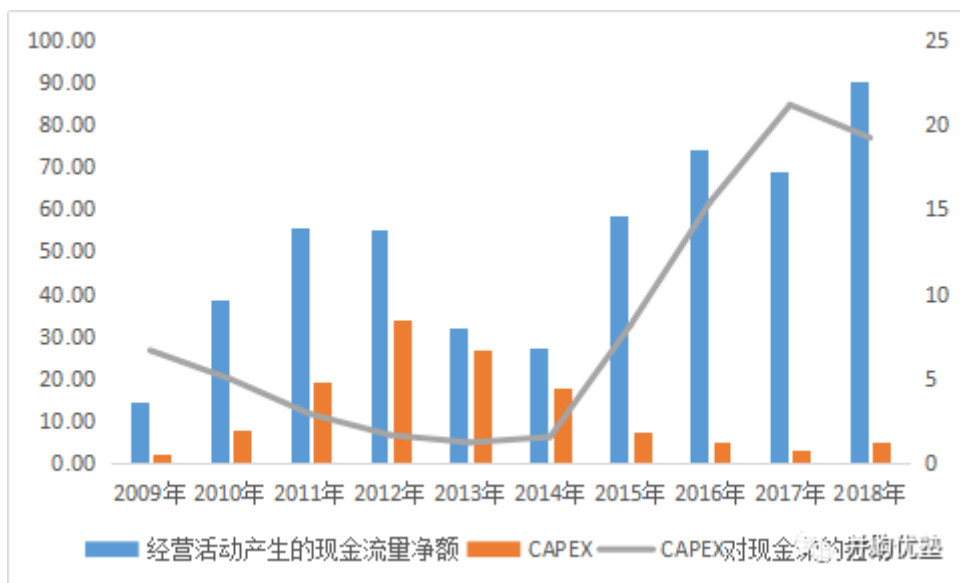
来源：并购优塾



图：存货对现金流的拉动（单位：亿元（左）%（右））

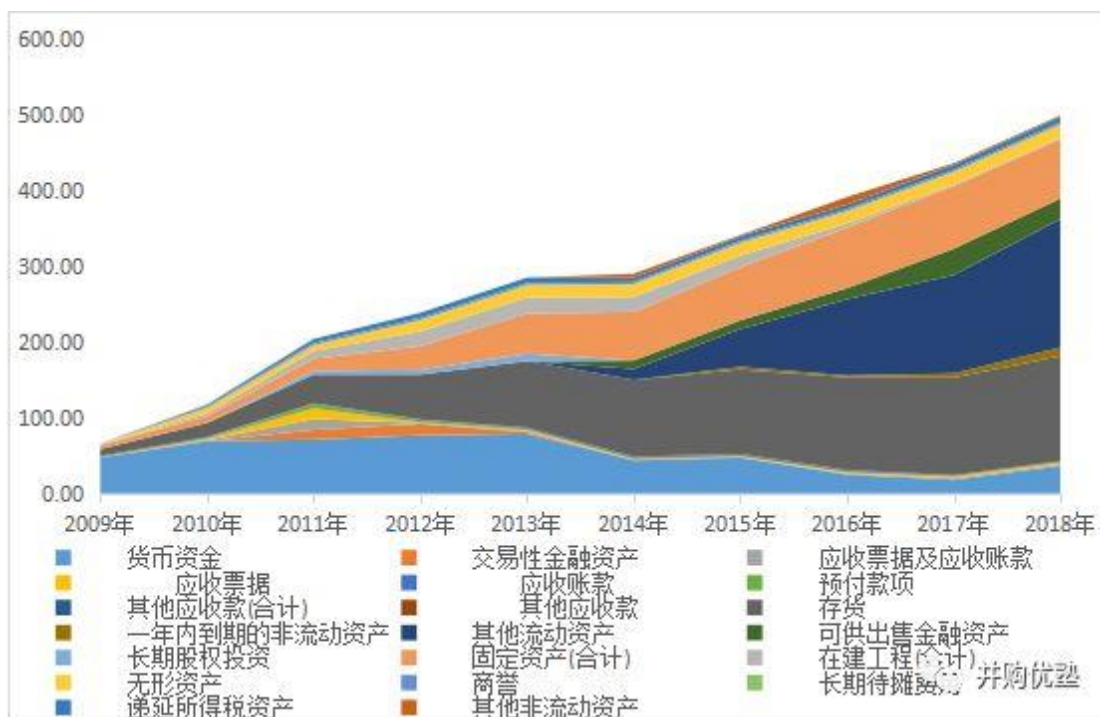
来源：并购优塾





图：CAPEX 对现金流的拉动 (单位：亿元 (左) % (右))

来源：并购优塾



图：资产结构 (单位：亿元) 来源：并购优塾





图：股价-PE 来源：理杏仁

看完以上几个图，如果要对于洋河进行估值建模，其核心要素是：1) 增速驱动力——经济增长、消费升级对白酒行业需求的驱动；2) 利润率情况——看渠道的销售推广情况、产品提价空间。带着两大问题，我们接着往下研究。

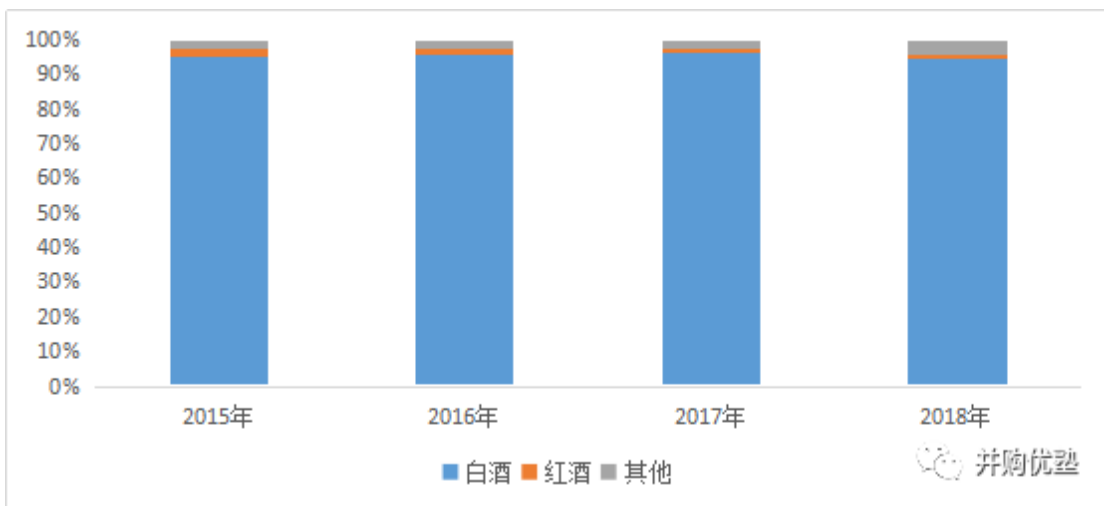
— 03 —



白酒驱动力



在做建模之前，我们根据洋河的业绩驱动以及收入结构情况，将洋河拆分为三类——白酒业务、红酒业务、其他。对于非核心业务，先简单测算增速。

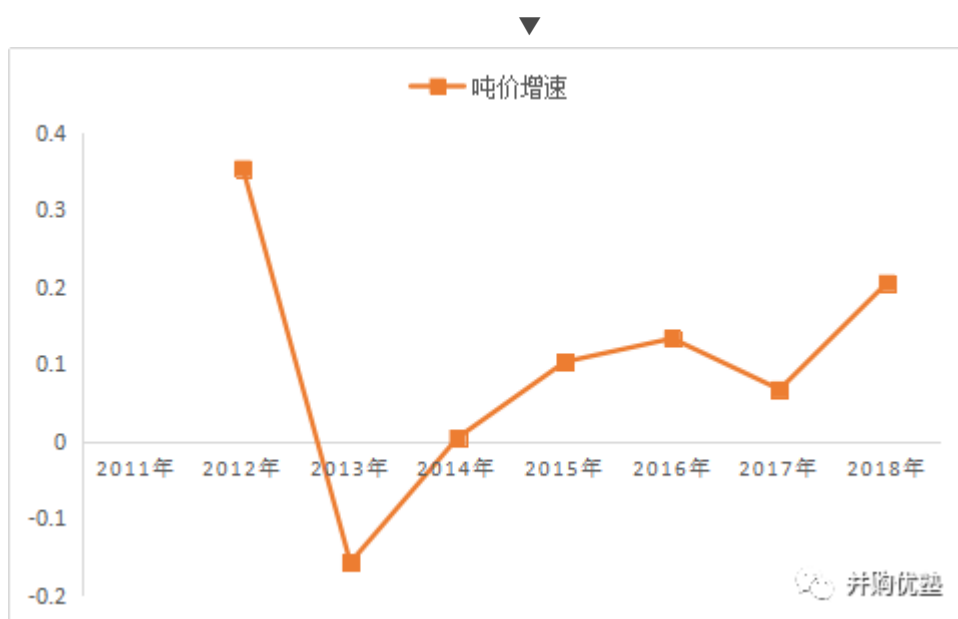


图：收入结构（单位：%）

来源：并购优塾

从收入结构来看，以白酒为主，红酒的占比极小，在1%至2%之间。收入的历史6年复合增速为2.26%，因此，未来红酒业务，我们按其历史复合增速2.26%来做简化预测。其他业务不做预测，保持不变。

接下来，我们重点来看白酒业务收入。其收入，可拆分成“吨价×销量”，来看具体的驱动力情况。先看价格，洋河的历史吨价走势如下：



图：吨价增速（单位：%）

来源：并购优塾

历史上，洋河白酒吨价增速仅出现过一次为负的情况，即2013年“限三公”后，其余时间均不断提价。那么，高端白酒提价的驱动力，到底是什么？

首个假设是：提价，是否由周期驱动？对比观察价格增速与白酒指数，能够发现，自2017年起，价格与指数呈现反向波动：2017年，白酒指数还在上升，但吨价增速开始放缓，2018年，白酒指数下行，但吨价增速反而上升。注意，由于此处我们讨论的数据为上市公司披露的吨价，因此对应的为出厂价。

白酒景气度周期，和高端白酒出厂价提升之间，并无明显关联。这个观察结果，和常识似乎有点违背，为什么景气度周期不影响白酒出厂价提升？

— 04 —

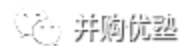
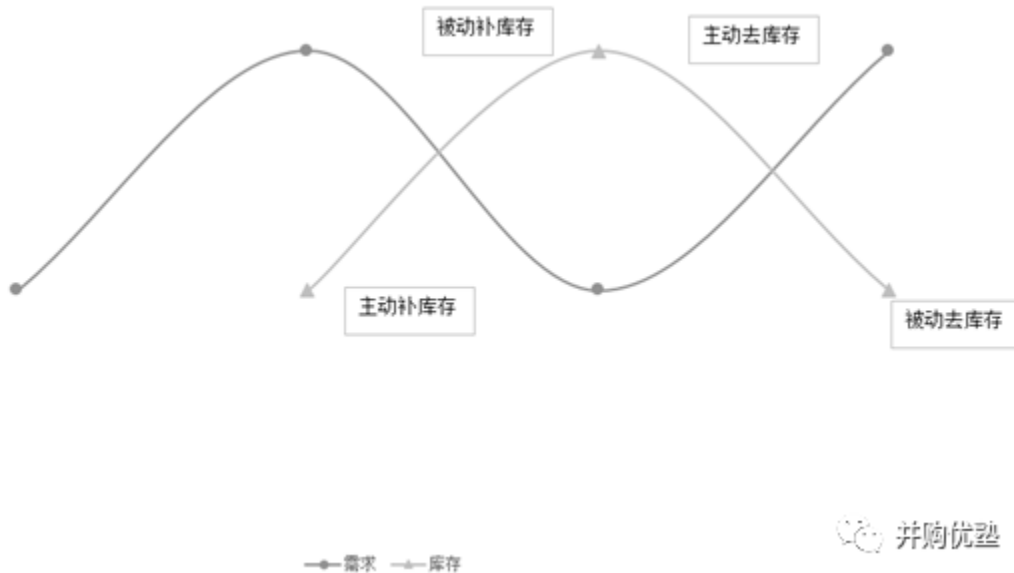


逆周期提价逻辑



根据我们此前在贵州茅台、福耀玻璃等案例中的研究逻辑延伸，周期首先是由库存周期引起，由需求和库存之间的不匹配形成。

按照上述理论上，白酒行业也会遵循这样的周期规律，即：被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存，四个阶段。因此，按照一般的周期规律，在被动补库存、主动去库存阶段，是不可能进行提价的——那么，是什么地方的差异，导致了理论和实际之间的差异？



图：库存周期图 来源：并购优塾

答案：1) 产品保质期属性；2) 高端白酒厂商的渠道策略。

白酒和其他制造业公司不同，保质期时间较长，且储存条件并不是十分苛刻，一般至少能够储存 3-5 年，甚至很多还会“越老越香”。因此，存放 1 至 2 年并不会存在变质的问题。因此，到了“主动去库存”这个阶段，渠道方并不是只有**降价去库存**一个选择，甚至还可以选择继续加库存，低谷过后继续卖。

不过，影响渠道方是否加库存决策的关键因素，有两点：1) 该品牌白酒未来的价格预期；2) 渠道方自身流动性是否充足。

此处以“优塾特曲”高端白酒经销商 A 举例，当进入库存周期下行期时，如果我预判“优塾特曲”高端白酒到行业景气度高点时会好卖，并且还能持续涨价，那么，在 A 不缺资金周转的情况下，就不会急着促销甩卖，因为白酒的保质期长，放两年并不仅不影响销售，甚至还能获取更高的利润。

因此，我们也就看到了高端白酒企业纷纷采用的经营策略：

- 1) 一定要提价，甚至还要逆周期提价，在行业景气度低点给与经销商强劲的预期，典型的如五粮液、古井贡酒、洋河，都曾采用逆周期提价的方式。
- 2) 控制产量，虽然鼓励渠道方加库存，但刺激过度会透支未来的需求；
- 3) 为经销商提供流动性支持，防止经销商因为流动性问题而主动去库存，典型的如五粮液、贵州茅台的**票据打款贴息**，为经销商贴息担保。

这样的策略，其实不仅适用于白酒行业，观察其他的奢侈品行业公司，其实也普遍存在类似情况——以世界奢侈品龙头 LVMH 为例，在 2018 年，全球经济景气度下行之际，其毛利率逆势上涨，从 65.3% 上升至 66.6%。

根据上述逻辑，后续在做估值模型更新时，如果我们仅用白酒的出厂价来作为行业景气度的先行指标，会存在一定的失真，因为不论景气与否，高端白酒几乎都会提价。

那么，高端白酒提价，锚定的标准是什么呢？

— 05 —



宏观驱动因素



答案：城镇居民家庭消费支出。

通过复盘白酒行业的历史周期，我们能够发现，此前白酒行业的消费群体有很大一部分为公费性质，而在 2013 年的“限三公”之后，白酒行业的下游需求结构出现了变化，开始以居民消费为主。

而居民的支出，与**可支配收入**直接相关，我们将 2014 年至 2018 年季度的城镇居民人均可支配收入同比增速，与城镇居民人均消费支出同比增速做了一个相关性测试，两者之间的相关性为 0.61，存在一定正相关关系。

但注意，在研究白酒提价时，我们并不能直接采用城镇居民可支配收入增速这一指标，因为高端白酒属于奢侈品范畴，所以其还受一个变量影响，即：奢侈品消费在消费支出中的占比。

奢侈品消费占比，会随着可支配收入的增长而增长，被称为凡勃伦效应（Veblen Effect）。凡勃伦效应，是指消费者对一种商品需求的程度，会因其标价较高而不是较低而增加。它反映了人们对一些特定消费品（如奢侈品、艺术品等）进行挥霍性消费的心理愿望。对奢侈品、艺术品来说，使用价值主要是为了满足心理预期，因而，商品价格定得越高，消费者越能得到满足。

因此，高端白酒提价的背后理论上存在两大驱动力：1) 可支配收入增速；2) 奢侈品消费占比增速。

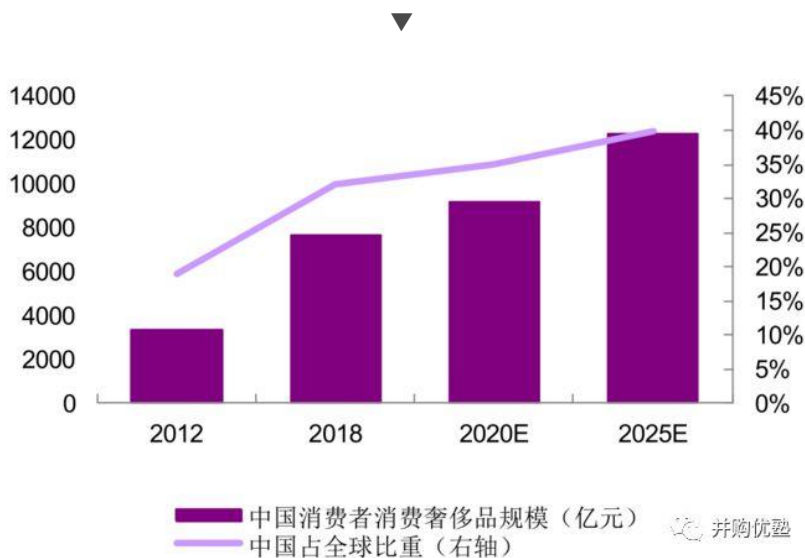
但注意，奢侈品消费占比增速这一数据，我们无法获取具体数据，因此，在做模型预测时，我们仅判断其增速是否为正。

参照日本的历史，其七八十年代轻奢行业开始发展，到 80 年代奢侈品牌蓬勃发展进入成长期。同时，奢侈品消费增长的初期，消费量很大且增长很快的是个人用的奢侈品（高端消费品），而后逐步由具体的奢侈商品转而追求奢侈的生活方式和体验（高端服务业）。



图：中美日人均 GDP 来源：光大证券

目前，我国情况可以类比为日本的七十年代，是消费奢侈品（高端消费品）的快速发展阶段，大多数奢侈品消费集中在**服饰、手表、香水**等个人用品上。



图：中国奢饰品消费情况 来源：光大证券

当时日本的实际消费增速大约在 8.3%左右，这与当前我国居民可支配收入增速相差不多，其中平均数增长率在 8.7%，中位数增长率在 8.6%。

图1 2018年全国居民人均可支配收入平均数与中位数



图：全国居民人均可支配收入平均数与中位数

来源：全球经济数据

2019年上半年，全国居民人均可支配收入为 15294 元，比上年同期名义增长 8.8%，扣除价格因素，实际增长 6.5%。



图：2019年上半年居民人均可支配收入平均数与中位数

来源：国家统计局

综上所述，奢侈品消费增速应该为正，但考虑到行业景气度存在波动，并且洋河和茅台、五粮液尚有一些差距，因此整体取值偏向保守。

此外，2019年，对于洋河来说是深度调整的一年。10月份的投资者关系活动中表示：公司前三季度业绩增速放缓的原因，主要系6月份开始进行主动调整，采取了控货等政策。所以，整体产品不大会提价。

因此，我们更新假设，分乐观、保守两种情景来（三季报数据未披露销量数据，因此无法倒推出近期新的出厂价，但整体价格的预测逻辑基本相同）：

1) 乐观情况下：2019年，价格不增长，随后白酒价格增速回归GDP水平6%，逐年递减至近三年CPI增长率均值1.92%；

2) 保守情况下：2019年，价格不增长，随后白酒价格增速按CPI增速3%逐年递减至0%（不再提价）。

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
乐观：1			0.00%	6.00%	5.49%	4.98%	4.47%	3.96%	3.45%	2.94%	2.43%	1.92%
保守：2			0.00%	3.00%	2.63%	2.25%	1.88%	1.50%	1.13%	0.75%	0.37%	0.00%

图：乐观增速预测
来源：并购优塾

价的预测完成后，我们来做量的预测——高端白酒销量，到底和什么驱动因素相关？

— 06 —



一批价



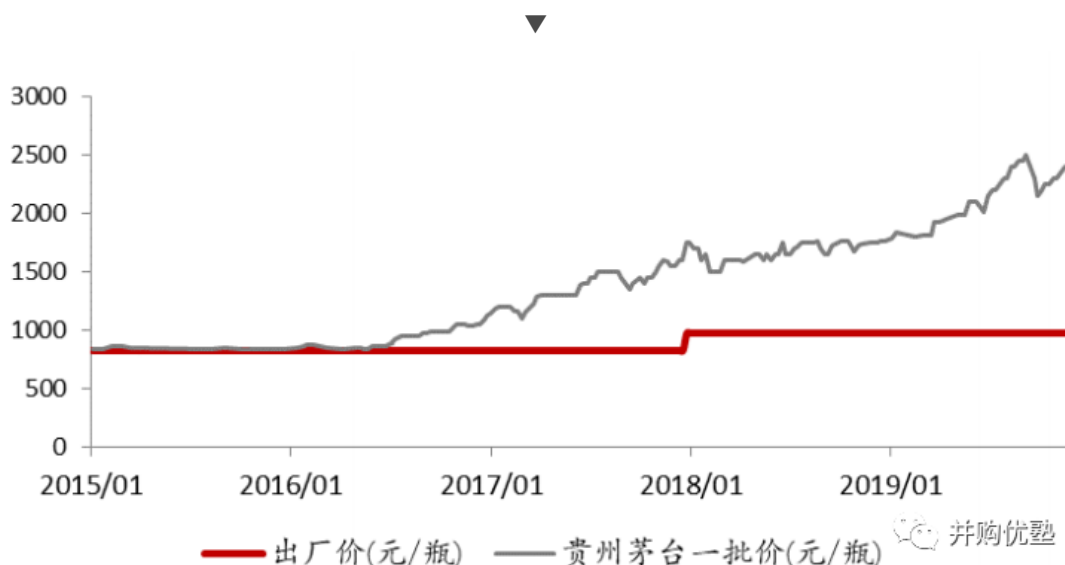
答案：核心在于，一批价。

一批价，即一手经销商从厂家买进产品之后，再出手卖给别人的价格。作为经销商群体，其利润的核心就来自于，一批价与出厂价之间的价差。

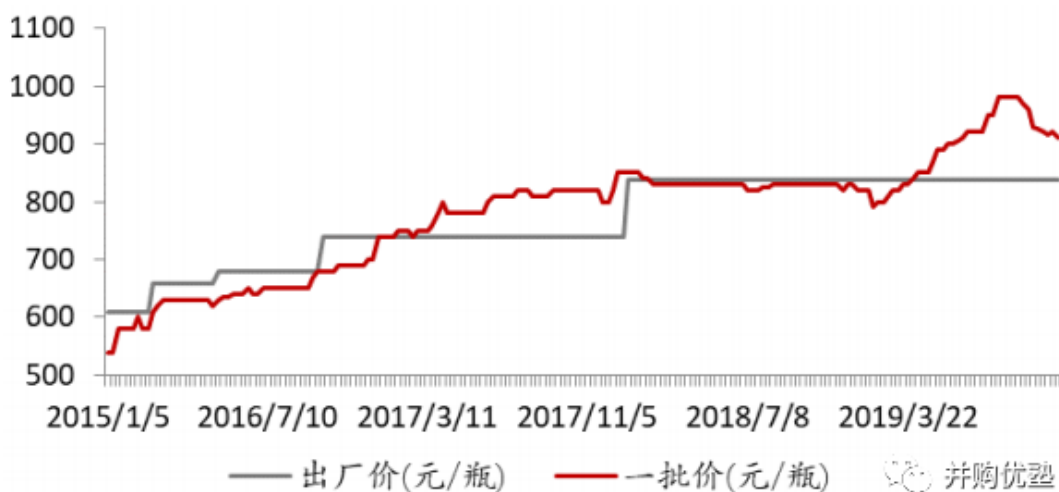
价差越大，经销商的利润率也就越高——典型的就茅台酒，它的出厂价近年都没涨，维持 996 元，但一批价却在不断走高，从一千五六到二千五六不等，价差一路放大。

近期，据川财证券和经销商反馈，茅台方面，主要城市批价稳定在 2350 元至 2400 元左右，较之前上行约 100 元，需求仍较为旺盛。

五粮液方面，批价稳定在 910 元至 920 元左右，近期经销商陆续开始打款，打款比例为 20%至 40%不等，部分大商可用承兑汇票。



图：茅台出厂价与一批价 来源：川财证券



图：普五一批价与出厂价 来源：川财证券

这两张图，非常关键。茅台、五粮液作为龙头梯队，出厂价与一批价之间存在很大差异，一方面为经销商提高了利润空间，另一方面也说明巨大的品牌溢价——经销商倒手卖出，能赚到不少钱。这个区间越大，利润空间越高，经销商越愿意向客户推荐其产品。

而这样的利差空间，在高端白酒上尤为明显，看明白这个，才能看懂各家的经营策略差异。对于护城河强悍的高端品类来说，一批价回调，甚至低于出厂价的区间，属于价格调整阶段，那么，需要做“控量挺价”的经营策略。

接下来，如果“控量挺价”效果不好，则基本面会下滑。而如果效果显著，一批价会扭头往上，这时其实是投资的很好时点。

弄明白以上问题，我们回到本案。

洋河，由于主做中端酒，出厂价与一批价之间的价差较小，渠道利润率较低。注意，据国盛证券测算，连省内的竞争对手今世缘，甚至渠道利润率都比它高 5%-6% 个点。因此，洋河的低利差，叠加严格实行配额制，销售员工直接对接每一个经销商，经销商炒作空间极小。

此处，是个重要的反差——按照行业逻辑，明明是给经销商更高的利润，才能让自己卖的更好，但为什么，洋河偏偏要反其道而行？

注意，这正是洋河和茅台、五粮液走势分化的主要因素。因为，经销商以出厂价采购洋河的产品后，无论是直接对外销售还是囤积所获取的收益，都不如囤积茅台、五粮液。那么，同样的钱在经销商手里，会炒作谁、囤积谁，一目了然。

正是这样的差异，才导致了这样的数据——从近期中报来看，洋河的预收款为 17.79 亿元，较上年同期同比增长-13.53%，同时，考虑到保证金下滑，整体现金流下滑明显。

仔细查看洋河近期的 9 月投资者关系活动，其表示：“这一轮主动调整从今年 5 月开始，主动采取控货措施，在中秋配额上也进行了调整。总的来看，目前已经有一些改善了，主导产品价格已经开始回升，希望到明年上半年有较好的改善。当然市场存在的问

题是复杂的，也有很多不确定性，完全解决还需时日。但只要方向坚持对了，就会有好结果”。

看完投资者关系活动中的官方披露，我们的问题更多了：

- 1) 高端白酒价差更高的情况，其实一直都存在，但为什么偏偏在 2019 年，出现这么明显的分化——高端龙头狂飙，中端龙头出现话语权放宽、历史罕见的现金流下滑？
- 2) 洋河管理层所说的“方向坚持对了”，是什么方向？难道不是走高端酒路线？不去和茅台五粮液 PK，努力让一批价往上走？难道不是让经销商囤积自家产品？
- 3) 如果要和茅台五粮液直线 PK，那么必然要加大品牌投入，努力提升一批价，这是我们作为行业外人士都能看到的東西，可为何洋河偏偏不这么干？
- 4) 在我们对零售白酒商店的走访中，让我们意外的是，零售商永远会把茅台、五粮液并列，摆放在商店极显眼的位置，但洋河的高端品种梦 9、手工班，却没有和它们摆到一起，为什么？既然要和茅台、五粮液 PK，为什么不多投放点品牌费用，把自己和茅、五紧紧放在一起？

— 07 —



减税红利

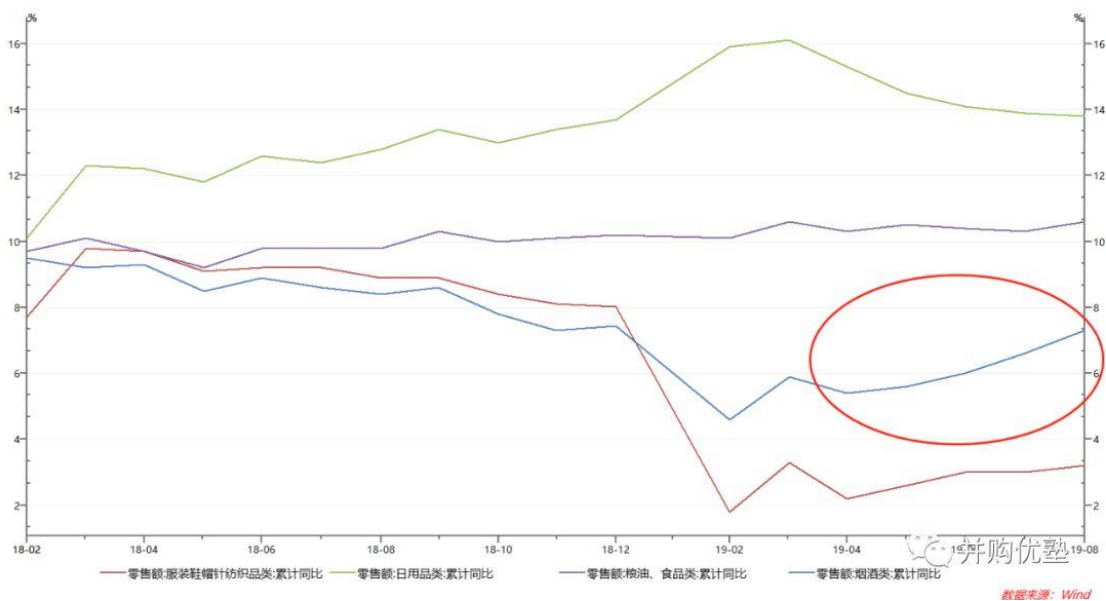


为什么高端、中端白酒出现分化？答案是：减税刺激。

关于减税的逻辑，我们在[上海机场](#)的中报更新中做过详细阐述（可购买专业版研报库查询），2018 年底发生的这波减税，有 2 大特点：1) 高弹性消费品收益更大，典型的就 是白酒；2) 江浙沪地区刺激更加明显。（购买优塾团队核心产品“专业版报告库”，查看上海机场案例，此处不详细叙述）

我们以社零中的各细项来看，烟酒类的走势明显远超粮油、日用品、纺织服装类。



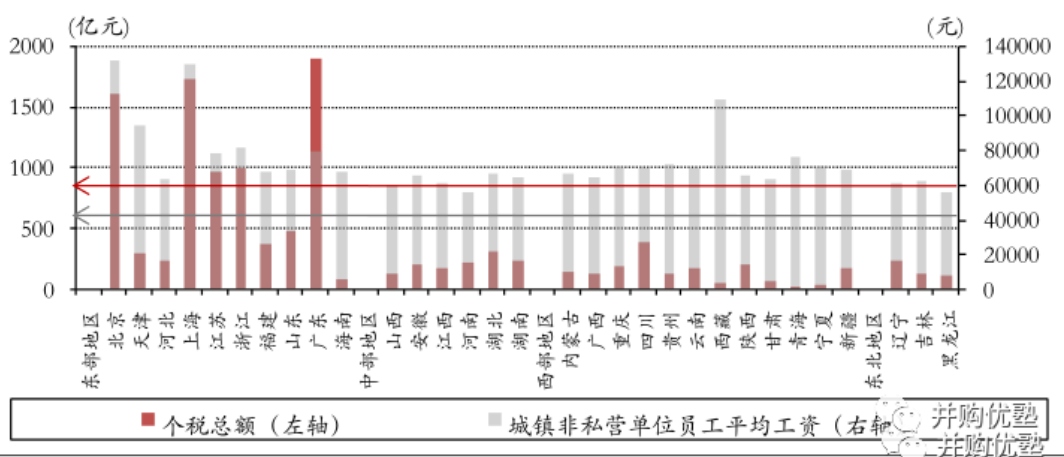


图：社零各细项累计同比增速对比 来源：Wind

此外，以各省缴纳个税和城镇非私营单位员工平均公司来看，上海及上海周边省市（浙江、江苏）等地的平均工资较国内其他地区高，相应的，洋河所在的主要大本营江苏，受到的刺激也更大。



图表 11. 2017 年各省个税总额和城镇非私营单位员工平均工资



图：各省个税总额和城镇非私营单位工资

来源：中银国际证券

分析到这里，本次洋河与整体白酒行业出现分化的逻辑，已经梳理清楚：**下游减税刺激——大本营江苏省受到较大影响——高端白酒景气度快速提升——需求传导到经销商——放大高端白酒价差的获利效应——高端与中端出现明显分化。**

而本次，洋河短期增速放缓的逻辑，本质上在于：高端产品比如梦系列，尽管价格已经提上去，但市场深度还不够，消费者和经销商对其高端属性的认知，仍然和茅台五粮液无法对标，导致其错过了本轮减税刺激的红利。

那么，本次分化后，媒体普遍解读的“压货”问题，到底有多严重？短期增速的下滑，是否会影响我们对其长期确定性的判断？这是否是基本面向下的信号，以后会不会持续，甚至更差？

— 08 —



库存压力-底有多大



库存压力，是否很大？这个问题，我们直接通过供需端，来分析经销商的库存。

根据调研信息纪要，经销商库存问题，江苏省内要高于省外：“不同区域不同经销商的库存情况不一样，整体上省外较省内渠道库存更合理一些。像行业竞争加剧、经销商经济型和经营产品的选择多样化等因素，都有可能造成库存偏高。”

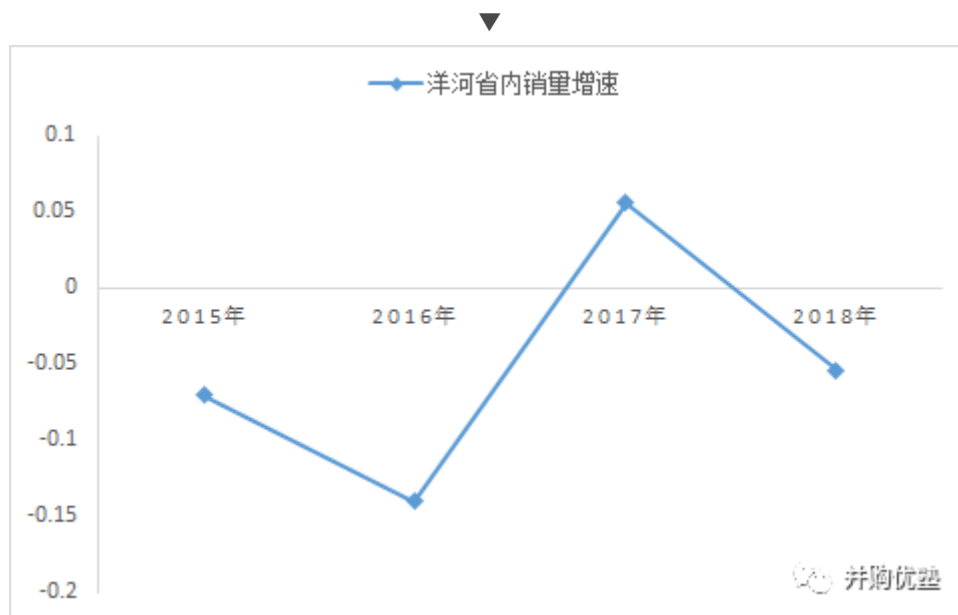
因此，我们重点来看江苏省内的库存问题。经销商的库存=期初库存+供给-需求，我们从这三个因子分别入手。

先看期初库存——根据 2018 年 9 月发布的投资者关系记录，洋河表示公司有强大的后道保障能力，不允许终端有过大库存，经销商也不需要大库存。

到第三季度，洋河表示：“目前看转型调整效果初步显现，在库存、价格和厂商关系方面都有好的转变。公司对于本次转型调整有耐心，给的时间也比较长，期望能彻底解决问题，为企业下一阶段发展积蓄动能。”

再看供给端——洋河 2015 年至 2018 年，省内的销量增速长期维持较低位置，仅有 2017 年的增速为正。并且，据北京商报报道，2019 年初，海天梦产品在江苏市场有控量、减少向经销商投放的措施。

并且，直到三季度，也一直主动采取控货等政策。其存货周转率为 0.44，与上年同期周转率持平。



洋河江苏省内销量增速 来源：并购优塾

然后，看需求端——江苏省内社零增速在第三季度再次放缓；此外，投资者关系活动中披露：“分地区看，前三季度省外市场仍保持增长态势，但增速有放缓，省内由于调整较深，销售是下滑的；分产品看，梦系列仍保持增长，海、天产品有所下滑。”

此外，通过洋河的预收款来看，第三季度的预收款项为 19.79 亿元，较上年同期同比增长-28.61%，环比增长 11.24%。说明第三季度与经销商之间的问题有所缓解，打款比例较上半年略有回暖。

市场份额方面，其省内主要竞争对手为今世缘。在江苏省，洋河占据龙头地位，市占率 35% 以上。今世缘占比约 10%。

从规模上看，洋河仍然具有绝对优势。2018 年，洋河省内营业收入为 116 亿元，今世缘为 35 亿元，洋河是今世缘的 3 倍左右。从白酒销量吨数来看，洋河 2018 年省内销量为

109328 吨，今世缘 2018 年销量为 26812 千升，相当于 24370 吨，洋河相当于今世缘的 4.49 倍。

此外，洋河省内销量吨数增速为-5.57%，今世缘的销售吨数增速为-0.51%。从数据来看，今世缘尽管增速快，但也没有大幅抢占洋河的市场。

从影响经销商库存的三个因子来看，我们可以得出结论：产品需求端的问题仍然严峻，并且对省外还产生了一定影响，使其增速放缓。那么，这种情况下，洋河近期还在做什么补救？

— 09 —



调价，高端



首先，洋河就高端产品系列，调整价格。

12 月 6 日，洋河发布关于 2019 版 52 度梦之蓝手工班价格调整的通知，通知内容显示，2020 年 1 月 1 日起，2019 版 52 度梦之蓝手工班结算价在原价格的基础上上调 100 元/瓶，团购指导价最低上调 200 元/瓶。

这个消息，乍一看似乎是回暖的标志，但注意，此处并不宜过度解读，因为这是洋河高端系列中，很小的一个品种，洋河的梦系列分为 M1\M3\M6\M9\手工班。

洋河没有广泛提价高端线，也可以从侧面印证，当前的渠道库存方面，好转的没有那么快。综合来看，洋河的库存仍在深度调整期。市场对洋河近期的举措也并不看好。这个调整期还将持续，因此，接下来其第四季度的形式或许也不会有太大的改观。

同时，通过国金证券与洋河经销商的交流内容来看，也印证了这点。

“Q: 您怎么看 2020 年洋河的终端销售表现？”

我认为春节档的销售不一定要有多大的修复，可能过了春节档以后，在明年的端午节可能会有所提升。2020 年二季度才能看到调整后是否能形成良性循环。

Q: 怎么理解洋河 6 月份开始控货，怎么定义控货？”

就是不发货。只要保证的基础库存，把原来库存消化。公司情愿牺牲第三季度的销量来把价格稳定住，各个层面如果都有利润，还有继续良性发展的空间。”

那么，长期来看，洋河如何走出库存压力，恢复增长呢？

— 10 —



奢侈品 VS 快消品



洋河的应对之道，其实正站在一个分岔点上。道路无非两种，而且很难兼得：

1) 聚焦高端路线，往奢侈品走——加大高端方向的投入，烧钱猛做梦 9、手工班品牌，走茅台五粮液相同的奢侈品路径；

2) 聚焦中端路线，往快消品走——在全国范围内，全渠道推进，并基于广泛的渠道优势，不断通过收购，建立中端品牌组合，也就是走我们之前分析过的“平台+应用”模式；

注意，这两方面的选择，才是看懂本案经营策略的关键之处。未来将影响长期假设的关键变量：如果做奢侈品，量的长期假设，来源于和茅台、五粮液的竞争格局；如果做快消品，量的长期假设，来源于渠道拓展情况，以及品牌组合的数量。

先看高端化。目前高端的格局，确实供不应求，头部三家为茅台、五粮液、泸州老窖。从 2019 年 8 月数据来看：

1) 贵州茅台——由于一批价上涨实在太猛，所以加大直营放量，控制一批价。根据 2019 年 8 月茅台发布的公告，其 2019 年向直营渠道投放的量为 2018 年净资产的 5%，对应约为 56 亿，这个数据占 2018 年收入的 7.8%。（注意，2018 年，茅台前五大客户占总销售额仅 4.87%，意味着放量很猛）

据安信证券的调研数据，茅台自营店的投放存在明显增加，较年初计划投放量增加 100%。直营会在一定程度上缩小一批价与出厂价之间的价差，因为其增加了茅台的可获得性（降低了经销商大幅囤货的可能性），即从根本上解决“到底有多少茅台被喝了”的问题。

一句话总结，就是：实在太赚钱了，不得不扩量，以让一批价不要太过凶猛。当然，反过来解读，也可以解读为其价格有泡沫了。

2) 五粮液——涨价，放量。价方面，2019 年 8 月 10 日，第八代普五零售指导价提高到 1399，团购价 1199 元，批价 1006 元。量方面，8 月以来，五粮液的营销活动较多，如“老酒回家”、“一生酒柜”等。

3) 泸州老窖——涨价，控量。价方面，根据微酒报道，2019 年 8 月 2 日，52 度国窖 1573 酒计划外价格提升 30 元每瓶，建议团购价为 919 元每瓶，终端建议零售价为 1099 元每瓶；

38 度国窖 1573 酒计划外价格提升 30 元每瓶，建议团购价为 680 元每瓶，终端建议零售价为 799 元每瓶。量方面，国窖 1573 产能呈现饱和，2019 年 8-9 月 52 及 38 度国窖经典装产品配额按扣减 30% 执行。

整体来看，茅台五粮液很吃香，泸州老窖有压力。这种情况下，如果洋河在这个节点选择高端路线，和茅五泸竞争，会是什么样呢？

高端品牌的建设并不是一蹴而就，即使五粮液，一旦大幅增加高端的供给，也会出现如 2012、2014 年时一批价与出厂价倒挂的尴尬局面。其股价，也会大幅下挫。



图：五粮液股价 来源：wind

即便品牌强如五粮液，也可能存在价格倒挂引发渠道问题的风险。而作为行业老三，在两座大山之下，泸州老窖的也有不小的压力。

谁能保证洋河的梦 9、手工班，能短期内干过老窖、追上五粮液？

虽然目前有不少公众号文章吹捧梦 9、手工班，但至少从我们对白酒零售店的草根调研来看，目前仍然较难——在上海，我们随机走进三家零售店，茅、五，都在核心的显眼位置，而商家并未将梦 9、手工班和茅、五并列摆放。

这意味着，至少在零售商眼中，两位至尊王者的地位，梦 9 还无法撼动。这样的摆放排位虽是细节，但却和如今洋河、茅台、五粮液的分化相印证。背后核心的原因就在于：高端属性，深度仍然不够，梦 9、手工班还得继续下苦功夫。

同时，在高端品牌建设无法一蹴而就的情况下，只有另外一条路可以选择。

如果奢侈品化这条路很难走，那么，还有一条路线：快消品化。如果高端阵营很难赶上茅、五，那么，能不能换一个思维：我把中端酒阵营，彻底吃透？

— 11 —



快消品



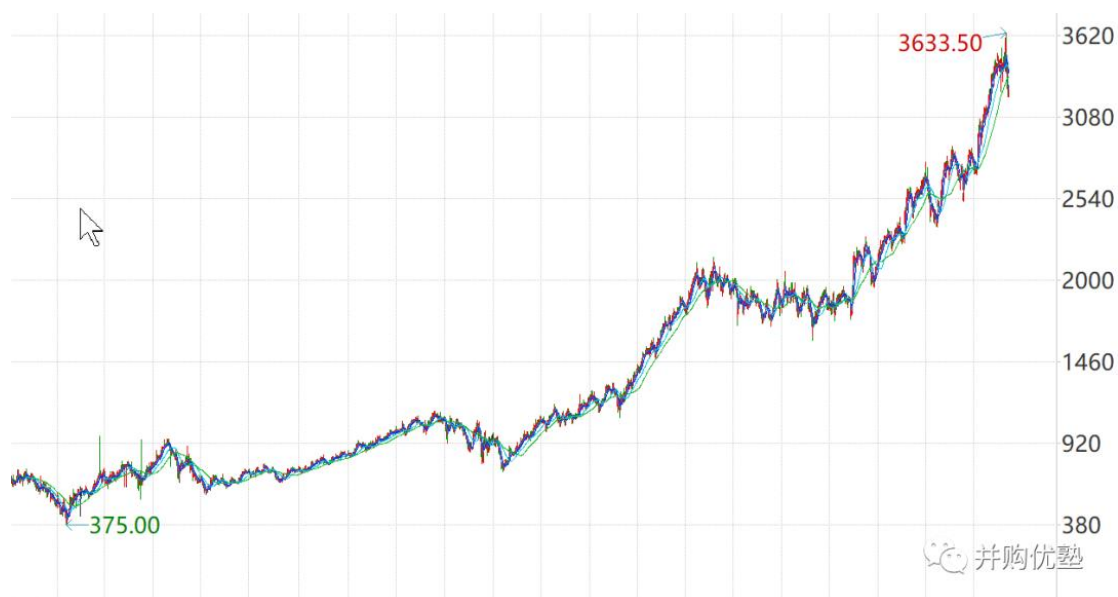
答案：中端市场竞争极为激烈，几乎只有两种存活模式。

一是，安于一隅，做区域品牌。目前，中端酒大多数都是区域性的地方品牌，各自划分领地，日子过得都还不错。

二是，奋力向前，把中端做到机制。如果想做到极致，那么，一个品牌是不够的。只能走“渠道+并购”模式，做到让消费者进入零售店铺，除了高端买茅、五之外，消费者能买的大多数中端产品（100元至300元），都被我囊括。这样操作，仍然能有护城河。

护城河在哪里？渠道。必须先铺设全国化渠道，即销售市场，“平台”建成后，通过并购加载产品放量。如果是这样的路线，那么，就能避开和茅台五粮液的血腥竞争，走出自己的特色。

而这条路，已经有全球巨头画出了路径——比如：靠并购进击的帝亚吉欧。其画风，如下：



在上一轮下行周期时，洋河从专注江苏省市场，开始打造“新江苏”市场——河南、山东、安徽、浙江、上海……这一市场范围的扩容，其实不仅仅是为了卖洋河，而有可能未来卖其旗下的各种中端酒，帮助其放量——比如之前收购的品牌：双沟。

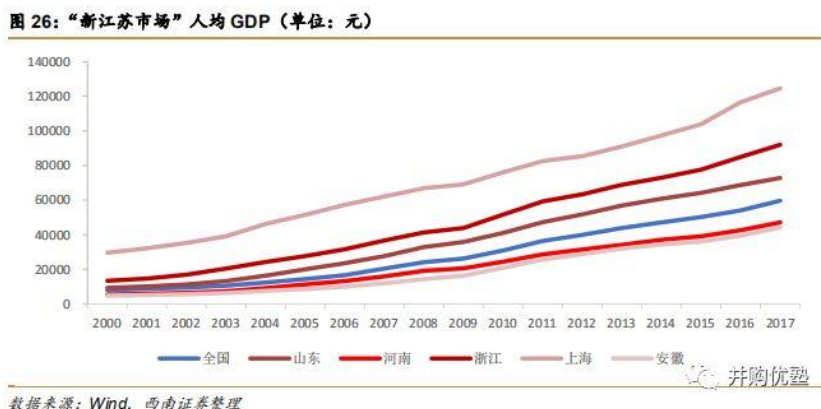
也就是说：高端我干不过你，但我可以在中端酒方面形成差异化竞争。让消费者走进商超、酒类零售店，除了高端酒之外，买的各种中端酒，都是我旗下的。这就是快消品巨头的扩张逻辑，比如亿滋国际、联合利华、可口可乐、雅诗兰黛。

所以，从近三年的数据来看，洋河主要推进的，为省外渠道，省外销量的增速较高（9.12%）的情况下，经销商库存也较为合理。不过注意，到第三季度，根据其10月的投资者关系活动中披露，其省外市场虽仍保持增长态势，但增速放缓。

不过，中长期的逻辑并不没有变，量的增长主要看省外，即**全国化**。洋河涉及的新江苏市场包括山东、河南、浙江、上海、安徽。之所以选择这几处位置扩张，有以下几点原因：

- 1) 省内人均GDP普遍高于全国人均GDP（除河南、安徽），消费水平高，促进高端白酒消费；河南、安徽虽暂时落后，但其人均GDP增速高于全国，未来提升潜力大。





图：新江苏市场人均 GDP 来源：西南证券

- 2) 河南、山东人口大省，饮酒大省。其中，河南产酒小而散（大多数为低端酒），缺乏中高端强势品牌；山东产酒占比大，但大多数为中低端酒，中高端市场同样没有强势品牌。
- 3) 安徽其省内品牌古井贡、口子窖为主要竞争对手，但伴随安徽省消费升级，价格上移，洋河放量抢占高价位酒市场。
- 4) 浙江经济实力强，消费水平高，但缺乏本土白酒品牌，以省外品牌竞争为主（茅五泸等）。
- 5) 上海是中国经济发达的城市之一，各类酒的人均消费高于全国均值，但白酒消费占比却极少。因此，作为一个人口吸引力领先的城市，白酒市场有扩容潜力（通过消费引导，提高白酒消费）。





图：部分省外重点市场情况 来源：安信证券

因此，洋河布局这些市场的特点有如下几个：消费水平高、消费人群多、竞争格局分散。洋河近三年省外收入复合增速为 23.73%，销量（由收入/吨价推算）复合增速 9.12%。

值得注意的是，截至 2019 年上半年，洋河对“新江苏”市场的扩张和管理，成效不错。从渠道数量上来看，洋河新江苏市场，从 2018 年末的 495 个增长到 570 个。

剔除价格影响后，省外市场销量的增速分别为 7.63%、2.41%、9.17%。但根据近期的投资者关系活动中的反馈：“前三季度省外市场仍保持增长态势，但增速有放缓。”

此处，我们更新假设：

乐观情况下——2019 年省内增速为 0，调整过后回升至 3 年省内增速历史增速 0.69%，随后递减至 0%；3 年省外增速从历史 3 年平均增速 8.57%递减至 GDP 增速 6%，随后以市场机构预测的全国 GDP 增速 5.8%，递减至 5.2%。

保守情况下——省内增速一直为 0，3 年省外增速从历史 3 年平均增速 8.57 递减至 GDP 增速 6%，随后递减至 0。

单位: 亿元人民币 (特殊说明除外)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
白酒收入												
1 白酒平均出厂价 (万元/吨)	8.88	10.70	10.70	11.35	11.97	12.57	13.13	13.65	14.12	14.53	14.89	15.17
2 白酒销售吨量 (吨)	115537	109328	109328	110082	110747	111320	111800	112186	112476	112670	112767	112767
3 白酒海外销量 (吨)	100414	104723	113698	121981	129300	136799	144597	152694	161092	169791	178790	188087
4 白酒总销量 备注: 4=2+3	215951	214051	223026	232063	240047	248119	256397	264880	273569	282462	291558	300855
5 白酒收入 备注: 5=1*4	191.83	229.13	238.74	263.32	287.33	311.78	336.58	361.49	386.23	410.51	434.02	456.46
红酒业务收入												
6 红酒收入 FDI 占比小, 维持2018年水平	2.85	2.74	2.74	2.74	2.74	2.74	2.74	2.74	2.74	2.74	2.74	2.74
			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务收入												
7 其他收入 FDI 占比小, 维持2018年水平	4.49	9.73	9.73	9.73	9.73	9.73	9.73	9.73	9.73	9.73	9.73	9.73
			0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
8 总营业收入 FDI	199.17	241.60	251.21	275.79	299.80	324.25	349.05	373.96	398.70	422.98	446.49	468.93
			3.98%	9.78%	9.98%	8.16%	7.65%	7.14%	6.62%	6.09%	5.56%	5.03%

图: 乐观预测 来源: 并购优塾

至此, 收入预测终于完成了。不过, 需要注意的是, 如果我们看的更加长远, 全国化的渠道完成后, 再向后的驱动力是什么呢?

— 12 —



并购的可能性



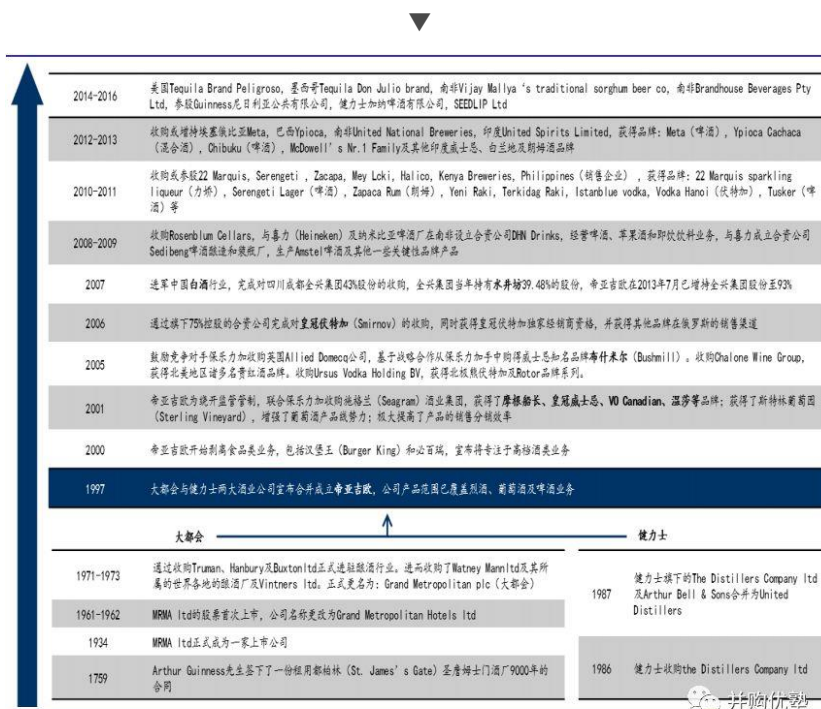
答案: 并购品牌。

由于渠道已经建成, 并购新品牌后可以实现快速铺货, 同样, 多品牌组合也能够更好的抵御外部因素形成的冲击。

在海外成熟的烟酒行业中, 均存在上述逻辑, 典型的如帝亚吉欧, 以及此前我们研究过的英美烟草。那么洋河, 并购方面到底如何?

来看洋河历史上的并购经历——洋河先后并购双沟酒业 (2010 年)、湖北梨花村酒业 (2013 年)、哈尔滨市宾州酿酒厂 (2014 年)、宁乡汨罗春酒业 (2014 年)、贵州贵酒 (2016 年) 等。

虽然并购的形式，在我国白酒行业近些年才兴起。但放眼国外烈酒企业，这种方式早已司空见惯。代表有：世界洋酒巨头——帝亚吉欧（Diageo）、世界第二——保乐力加（PernodRicard）。来看两大巨头收购进程：



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 申万宏源研究

图: 帝亚吉欧收购项目 来源: 申万宏源

时间	收购标的
1985年10月	DistillerieFratelli
1988年8月	Irish Distillers Group PLC
1989年5月	Orlando Wines
1990年9月	Lizas and Lizas
1991年1月	Casella Far East Ltd
1992年2月	CideriesMignard
1992年3月	Pierre Vallade
1992年12月	Skal-Peri-Pol,PeribaKft
1993年3月	Etablissements R Foulon et Cie
1994年4月	Altai
1996年4月	El MucoBebidas
1996年7月	Orlando Wyndham Group Pty Ltd
1996年10月	Perrier Vittel-Ricqles Brand
1996年12月	Bodegas y VinedosEtchart
1997年6月	Larios SA
1998年5月	Yerevan Brandy Co(Armenia)
1999年1月	United Agencies Liquor Group
1999年9月	Agros Holding SA
2000年1月	Tequila Viuda de Romero SA de
2001年2月	Agros Holding SA
2001年5月	Navistar
2001年9月	Salb
2001年10月	Seagram(India)MnfrPvt Ltd
2001年11月	United Agencies Liquor Group
2002年1月	Seagram Romania
2002年5月	Diageo PLC-Ppt Scotch Whiskey
2005年10月	JinroBallantines Co Ltd
2006年3月	Tia Maria Group Of Cos
2008年1月	Lillet
2008年2月	Champagne G H Mumm&Cie
2008年3月	Vin & Sprit AB
2012年6月	PernodRicard Korea Imperial
2014年4月	Kenwood Vineyards
2014年7月	Avion Spirits LLC

资料来源：路透数据库

图：保乐力加收购情况 来源：光大证券

回看我国白酒市场，除了茅台、五粮液两家一线名酒企业全国化，其他大多数其他名酒企业都表现出较强的区域性，很难形成全国化的特征。而这些有实力的酒企普遍拥有强大的资金，因此，并购是快速全国化的有效手段。

但考虑到白酒企业多有国资背景，因此，并购在短期内仍可能存在一定的阻碍，从近两年的并购案例背后，我们也可以看出，产业资本将并购几乎都指向区域性的优质品牌。



图表5：2016年以来白酒行业并购情况（单位：%、万元）

时间	收购方	被收购方	股权转让比例	收购金额（万元）
20160104	付耶成、张方渊	浙江皇太	100%	2000
20160201	劲牌	贵州台轩酒业	95%	17000
201604027	古井贡酒	湖北黄鹤楼酒业	100%	816000
20160618	洋河股份	贵州贵酒	100%	19000
20160630	天洋集团	沱牌舍得	70%	382200
20170116	剑南春	文君酒	55%	90870
20170118	未公开	兰陵美酒	10%	8215
201707	环球佳酿	临邛酒业	70%	12000
20170803	环球佳酿	国粹酒业	70%	280
20170809	泸州老窖	重庆诗仙太白诗众酒业	70%	12879
20170809	泸州汉唐控股集团	泸州老窖	70%	12879
20171107	老白干酒	丰联酒业	100%	139900
20171128	蓝色同盟	洋河股份	21%	/
20180203	汾酒集团	华创鑫瑞（华润）	11%	516000
20180223	通化葡萄酒	白酒电商九润源	49%	拟收购
20180209	泸州老窖	四川发展酒业投资有限公司	30%	1059
201803	花冠集团	金贵酒业（商标）	/	协商中
20180503	江小白	重粮酒业	100%	7813
20180527	中粮酒业	酒鬼酒	31%	

图：白酒行业并购情况 来源：知乎、前瞻产业研究院

从中报数据，以及相关新闻来看，洋河并没有在并购方面有新的动向，但我们认为：不排除某一天突然来一笔，甚至，更不能排除对洋酒品牌的跨境动作。因为，目前在一线城市商超铺货的很多洋酒品牌，普遍价格也在 100 到 300 的“中端”区间。

实际上，今年有这么一则新闻可能被很多人忽略了。洋河已经和帝亚吉欧合资开了公司，未来合资公司的动向值得持续关注。

洋河再造“洋酒梦”:瞄准威士忌市场 能否杀出血路?

新浪 2019年04月24日 14:22

不过,洋河与帝亚吉欧关于“中仕忌”的谋划可能比之更早。据天眼查显示,帝亚吉欧洋酒贸易(上海)有限公司早在2018年2月就在酒类和饮料啤酒两大类中提出了“中仕忌”...

[查看更多相关资讯>>](#) - [百度快照](#)

洋河与帝亚吉欧合资公司揭牌

新浪 2019年04月21日 18:37

2019封藏大典在酒都宿迁举行,洋河股份推出了今年封坛酒“洋河1949·封坛酒”,与世界知名酒业集团帝亚吉欧成立的合资公司也揭牌,双方联合成立江苏洋河帝亚吉欧酒业有限... [百度快照](#)

洋河联手帝亚吉欧进军威士忌市场



新京报 2019年04月20日 15:34

联合成立江苏洋河帝亚吉欧酒业有限公司(曾用名:江苏帝亚吉欧酒业有限公司),并由洋河股份副总裁朱伟出任公司董事长,洋河股份销售总监李继首出任公司总经理,携手推进中式...

[查看更多相关资讯>>](#) - [百度快照](#)

并购优塾

考虑到我国白酒企业区域化、股权背景特性，并购难度不小，很难准确预期。因此我们此处仅做展望，不将其加入模型中考量。好，研究至此，收入增速已经预测完成，但你一定会有一个疑问——这样的预测，靠不靠谱？

— 13 —



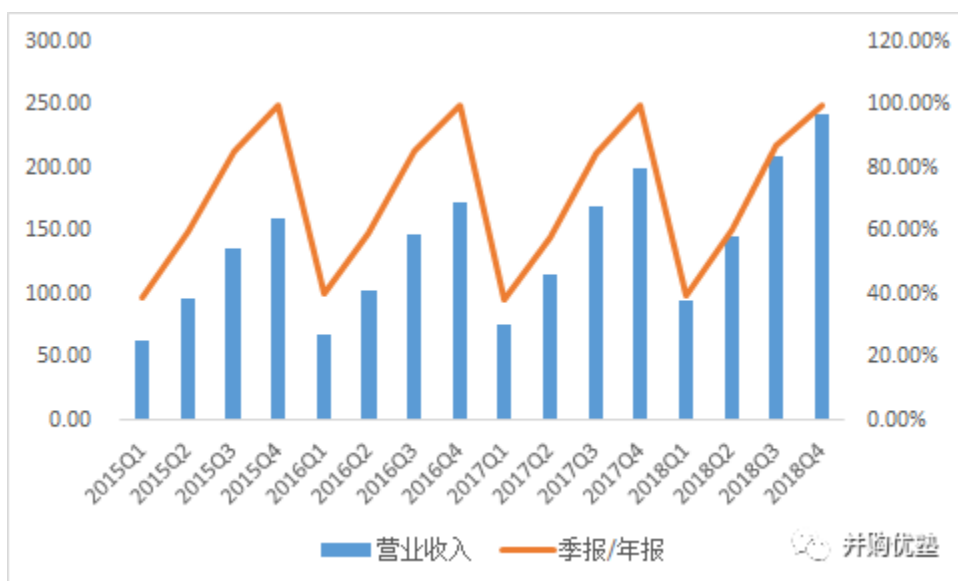
预测交叉验证



仅用一种方法确定增速，可参考性较差。这里，我们再结合增速法、市场法等方法，进行交叉验证。

上述自下而上的方法下，2019年至2020年乐观情况的营业收入增速为3.98%、9.78%、8.71%。

1) 季报倒推法——从历史季报营业收入与年度营业收入的比例关系来看，基本稳定。其中，三季报占年报比重均值维持在85.49%。2019Q3，营业收入为210.98亿元，通过比例关系倒推： $210.98 \div 85.49\% = 246.78$ 亿元，同比增速为2.14%。



图：营业收入比例关系 来源：并购优塾

自下而上法的预测与季报反推差异不大，2019 年略高的原因是我们对省外增速放缓的假设相对乐观。

- 2) 历史增速——洋河历史营业收入增速，近三年复合增速为 18.58%。
- 3) 内生增速——内生增速=净资产回报率*(1-分红率)。其历史近三年分红率均值为 44.56%，ROE 均值为 24.44%，得出内生增速为 13.55%。
- 4) 行业增速——目前白酒行业的增速在 10%左右，预计 2019 年之后增速在 8%左右。
- 5) 机构预测——180 天内 35 家机构一致预测，2019 年至 2021 年增速分别为：3.58%、9.7%、11.22%。机构代表公司预测 2019 年至 2021 年增速分别为：2%、5%、12%（天风证券）；3.34%、10.16%、10.55%（光大证券）；2.47%、11.97%、14.81%（西南证券）。
- 6) 市场法——目前洋河市占率江苏省内为 35%，省外各地均低于 10%以下，但可获取的市场规模数据披露的层次不齐，无法获得准确数据，因此本案不采用此种方法预测。

综上所述，我们的预测与季报数据反推、机构预测的数据，差异不大。整体符合预期。整体来看，我们通过以上方法做的收入预测，有一定逻辑合理性——接下来，更大的问题是：它的钱，都花在了哪里？

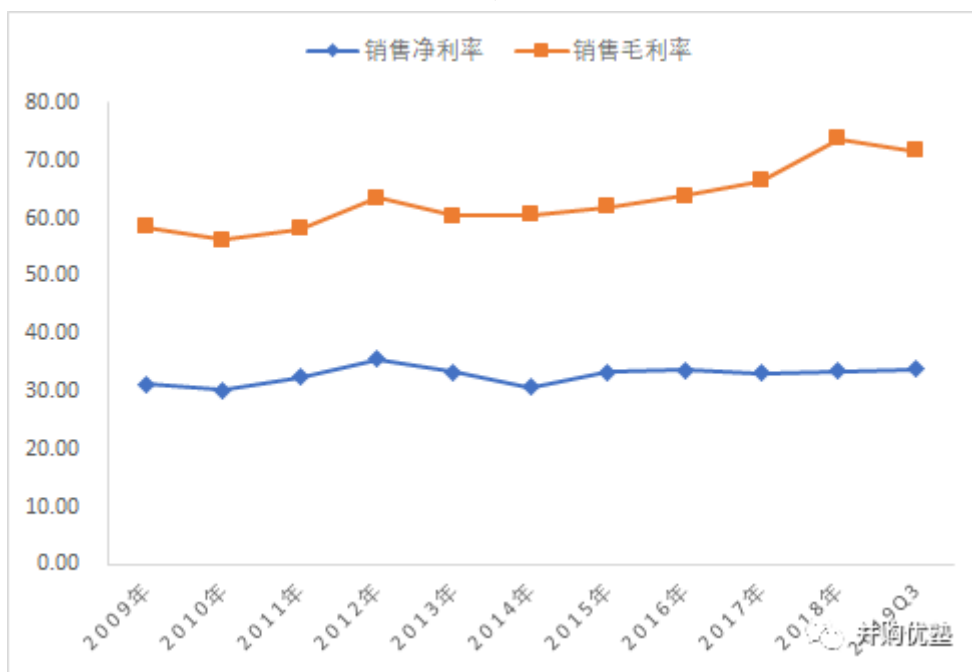
— 14 —



钱，花在哪里



先来回顾它历史的毛利率与净利率波动。注意，近些年洋河的毛利率在逐年攀升，但它的净利率却没有跟随上升，几乎保持稳定的状态。那它都将钱投入了哪些地方呢？我们分别从它的成本和费用中去寻找。



图：毛利率&净利率（单位：%） 来源：并购优塾

先来看营业成本——从历史情况来看，洋河的营业成本（主要为白酒直接材料）呈下降趋势，其中 2018 年其成本增速还负增长。显然，它的花费并不在成本上。

一季度数据表明，其 2019 年一季度营业收入增长 14%，营业成本增长了 25%。它在投资者关系活动中表示：是毛利率较低的其他业务收入增长，其他业务成本相应增加所致，

导致一季度毛利率微降。而一季度扣除其他业务收入后，毛利率与上年同期持平。这表明一件事：主营业务的成本基本没变。

2019年中报营业收入增长 10.01%，营业成本增长 12.15%。此处，由于营业成本的增加，中报毛利率 70.95%较上年同期 71.5%，同比减少 0.77%。此外，2019 年第二季度，同行间其成本都有不同程度的涨幅。其中，古井贡酒同比增加较高，为 33.71%。

季度成本同比增速	2018Q1	2018Q2	2019Q1	2019Q2
洋河股份	-18.25%	-10.37%	25.47%	12.15%
贵州茅台	29.02%	20.46%	12.44%	6.17%
泸州老窖	7.48%	0.15%	1.81%	0.99%
五粮液	24.46%	31.39%	14.34%	22.19%
今世缘	29.41%	25.25%	29.58%	29.31%
口子窖	12.35%	12.69%	-4.36%	5.07%
古井贡酒	6.84%	14.18%	54.06%	33.71%

图：同行季度成本同比增幅来源：并购优塾

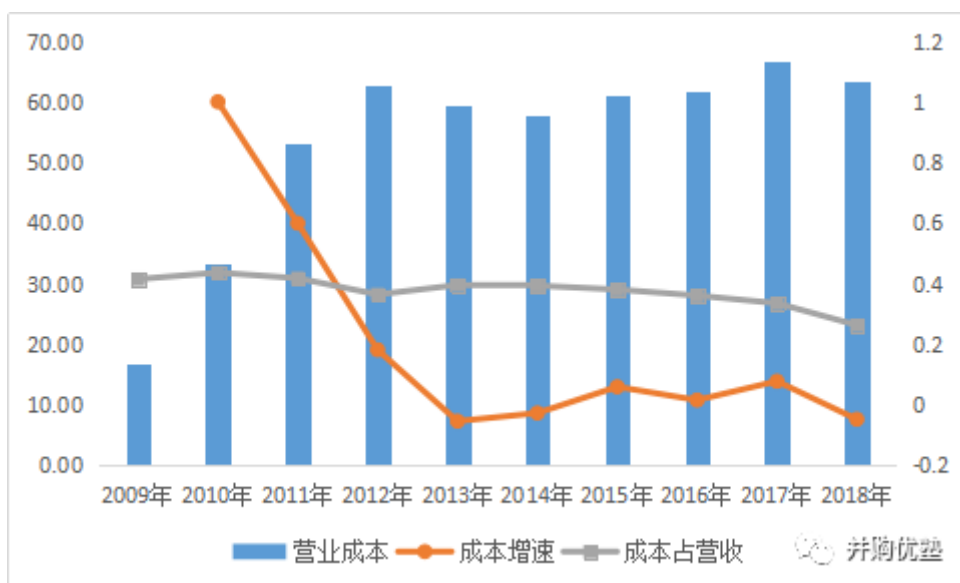
再看近期三季报，营业成本增长 0.87%，增幅极小；毛利率为 71.67%，净利率为 33.9%。与同行相比，洋河的毛利率处于同行低位水平，而净利率与成本率则相对较好，处于中等水平。

证券简称↓	销售毛利率 [报告期] 最新一期(MRQ) [单位] %	销售净利率 [报告期] 最新一期(MRQ) [单位] %	销售成本率 [报告期] 最新一期(MRQ) [单位] %
洋河股份	71.6702	33.9009	28.3298
五粮液	73.8096	35.3790	26.1904
山西汾酒	69.1890	19.8536	30.8110
泸州老窖	81.0693	33.2536	18.9307
今世缘	72.4703	31.4692	27.5297
古井贡酒	76.3053	21.7151	23.5947
贵州茅台	91.4894	53.1919	8.5106

图：同行企业三季度毛利率、净利率、成本率对比 来源：wind

综上，并参考同行销售成本率均值为 25.43%，这里我们更新假设：营业成本（剔除折旧摊销）占收入比例取历史 2 年均值 28.84%。





图：成本情况 来源：并购优塾

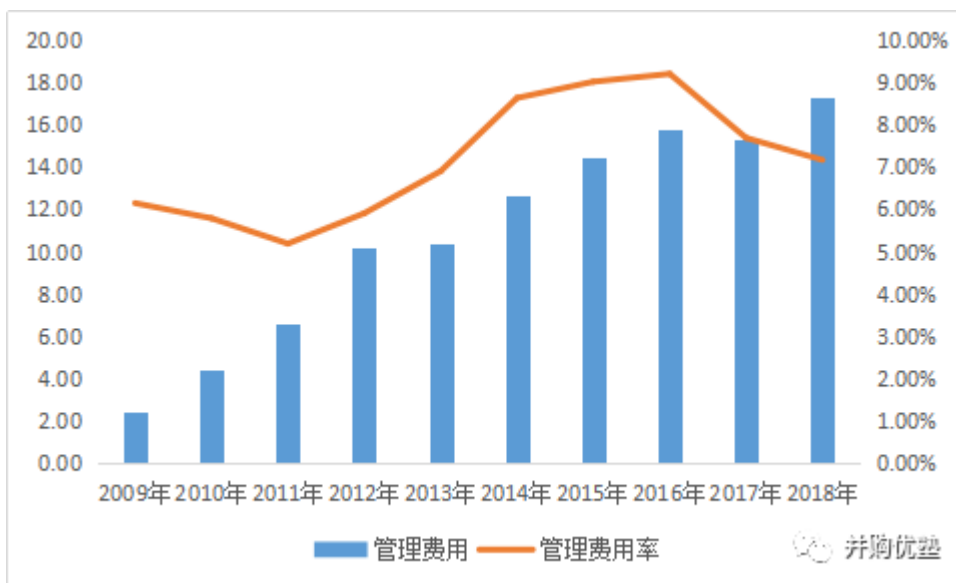
再看期间费用——分为财务费用、管理费用、销售费用。其中，洋河的财务费用均为负，没有借款负债，仅是货币资金增多，产生的利息收入，说明洋河资金情况好，并不缺钱。

管理费用（含研发）从2016年开始逐年降低，主要以职工薪酬为主、折旧费其次。其中，管理费用率的两处高点发生于2014年、2016年，这是由于这两年分别并购了哈尔滨酿酒厂（2014年）、宁乡汨罗春酒业（2014年）、贵州贵酒（2016年），导致并入资产及管理人员增多。

2019年中报，管理费用为9.44亿元，同比增长8.97%。其中，主要为职工薪酬、水电蒸汽费、修理费的增加；其管理费用率为5.9%，较上年同期管理费用率6.05%，略有下降。

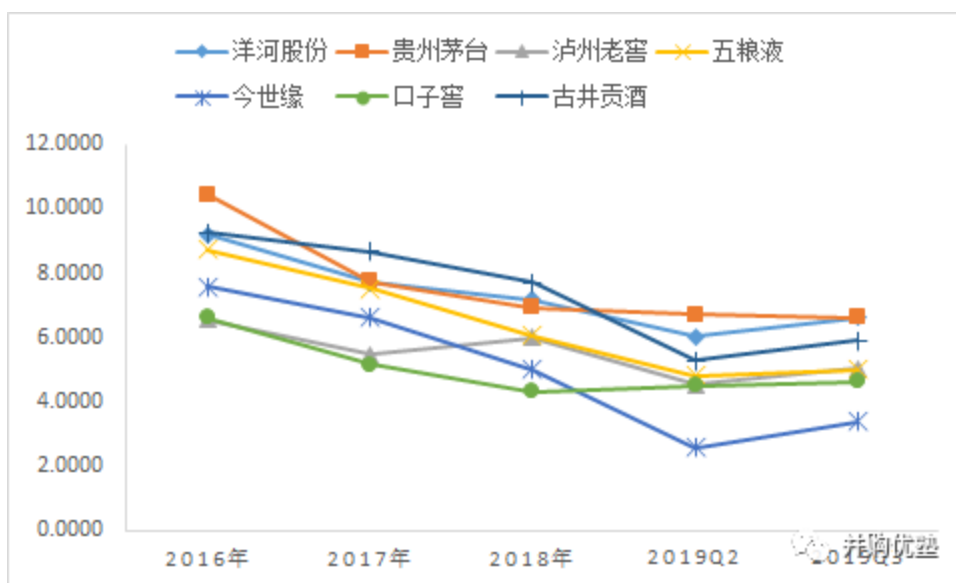
三季度报显示，管理费用为13.65亿元，同比增加4.69%。





图：管理费用情况

从同行层面来看，大家的管理费用率均呈现下滑趋势。三季度，洋河管理费用率略微上升，波动不大。



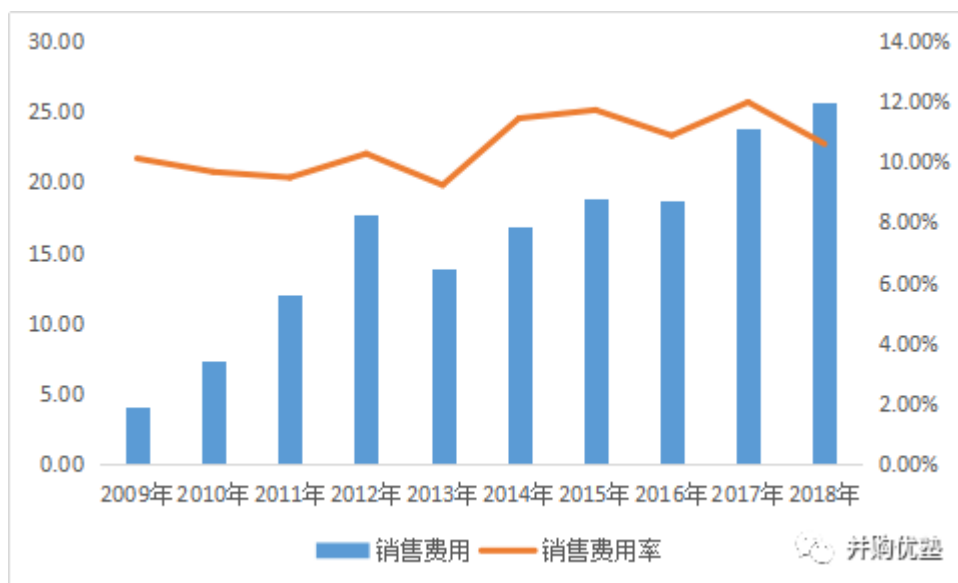
图：同行管理费用率情况

来源：并购优塾

可见，并购会影响的因素很多，这里还影响了管理费用。但未来是否还会发生新的并购，比较难预测。近期，洋河主要解决去库存问题，其并购趋势不明显，暂无发生并购。

因此，我们维持中报假设：管理费用（剔除折旧摊销）维持近三年均值。如果发生并购我们再做调整。

而销售费用率上，洋河一直保持在 10%-12%左右的水平，比例波动不大。

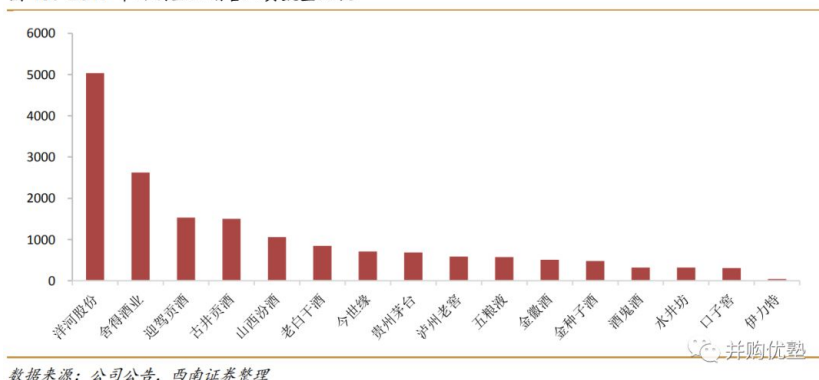


图：销售费用情况 来源：并购优塾

在销售方面，它对渠道营销模式不断升级——从“1+1”营销模式实现渠道扁平化；到“盘中盘”模式以核心酒店为点；再到“4×3”模式保持目标消费群不变，在核心酒店费用过高情况下，向核心企事业单位推荐。

从上市到现在，它与近 1 万家经销商合作，拥有 3 万多名地面推广人员，拥有目前中国白酒行业中较大规模的营销团队，这正是洋河能够同时运作多个高端白酒品牌的原因，也是其和其他白酒品牌相比，重要的护城河。而这样的护城河，也将继续支撑其未来的并购扩张路线。

图 18：2017 年白酒企业销售人员数量比较

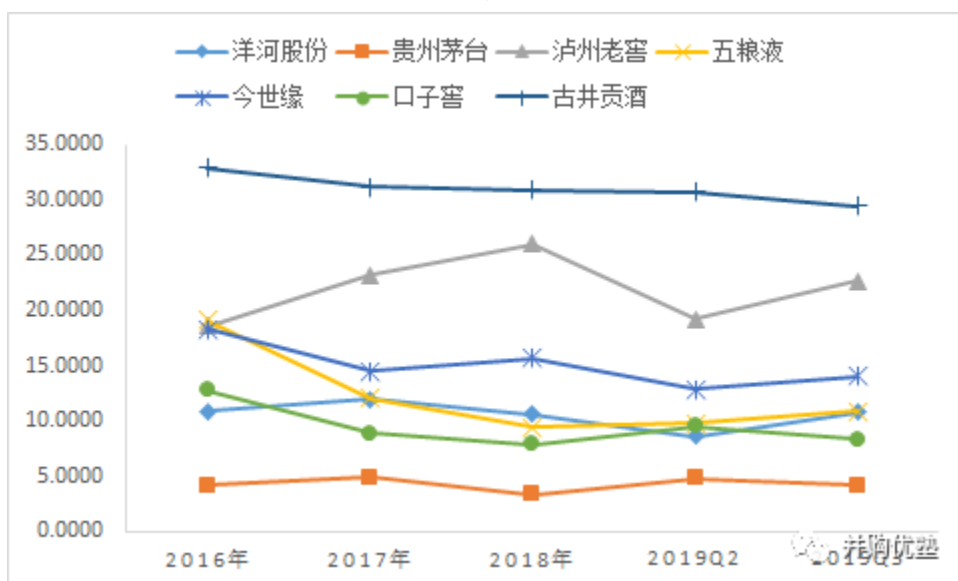


图：同行销售人员对比 来源：西南证券

近期，洋河的销售费用为 13.7 亿元，较同期增长 16.8%。此外，2019 年 7 月的投资者活动中，其也有反馈：“目前在渠道方面的投入多一些，但从长期来看，会更加重视品牌建设”。注意，这样的反馈，与我们前述的推演高度吻合。

2019 年 10 月投资者关系活动中，洋河再次表示：“调整对未来销售费用率短期内可能会产生一定影响，但从长期看，随着调整措施的落地，销售的好转，销售费用率应该还是会呈现一个平稳的态势。”

同时，行业里各家的销售费用情况也各不相同。其中，古井贡酒的更高，对于产品及品牌的推广营销仍有较大投入。反观茅台，投入少，品牌公信力高，无需继续投入。洋河这方面的投入，与口子窖、五粮液的情况差不多，投入处于中低水平。



图：同行销售费用率情况（单位：%） 来源：并购优塾

综上，考虑洋河旗下的多个高端白酒品牌、近期管理层的反馈，我们合理预测——其在渠道上的消耗不会减少。因此，我们维持原假设为：销售费用率（剔除折旧摊销）将保持近三年较高比例 11.98%。）

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
主营业务成本/主营业务收入	34.60%	34.58%	32.36%	25.33%	28.84%	28.84%	28.84%	28.84%	28.84%	28.84%	28.84%	28.84%	28.84%	28.84%
税金及附加/主营业务收入	1.42%	1.80%	5.78%	15.60%	7.73%	7.73%	7.73%	7.73%	7.73%	7.73%	7.73%	7.73%	7.73%	7.73%
销售费用/主营业务收入	11.69%	10.88%	11.98%	10.60%	11.98%	11.98%	11.98%	11.98%	11.98%	11.98%	11.98%	11.98%	11.98%	11.98%
管理费用（不含研发费用）/主营业务收入	6.54%	6.48%	5.41%	5.00%	5.63%	5.63%	5.63%	5.63%	5.63%	5.63%	5.63%	5.63%	5.63%	5.63%
研发费用/主营业务收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他经营损益	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
非经常性损益	0.13	0.13	0.25	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13
所得税率	24.97%	25.21%	25.19%	25.13%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	0.00	0.22	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

图：成本费用假设 来源：并购优塾

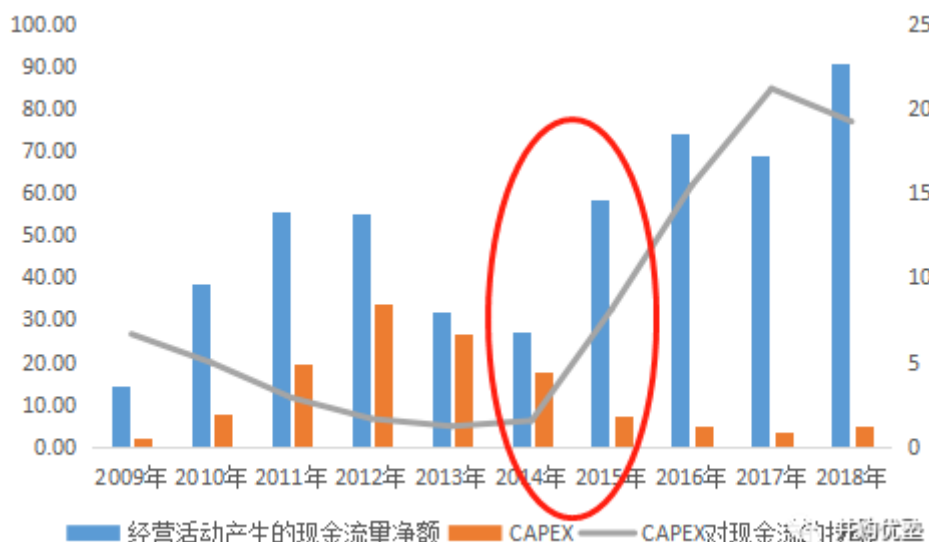
至此，成本费用方面花钱的情况，已经预测完毕。接下来还有一件重要的事——厂房、设备、酒窖、土地使用权等资产，到底花了多少钱？

— 15 —



厂房、设备、酒库

白酒行业的资本支出，比较重要的是厂房、制酒机器设备、酒库及土地使用权等。洋河从上市之后，资本支出开始增大，直到 2015 年其资本支出才减少。



图：CAPEX 对现金流的拉动 来源：并购优塾

当年大幅资本开支，是为了弥补产能不足的缺陷。曾经洋河就因产能不足，向五粮液买过基酒。因此，其开始大兴产能，部分项目如下：

年份	产能投资项目
2009年	名优酒酿造技改项目，每年增加名优基酒9000吨；
	名优酒陈化老熟和包装技改项目，1.5万吨普通白酒生产能力调整为1.5万吨中高档白酒；
	白酒酿造副产物循环再利用项目，每年生产普通基酒2千吨，生产蛋白饲料1.5万吨，高酯调味酒400吨；
2010年	名优酒酿造技改二期，年新增2万吨名优基础酒生产能力
	十万吨名优酒陈化老熟技术改造，建造2400吨、800吨、400吨酒罐及配套厂房和设备
2011年	实现规划扩张，在洋河（10平方公里）、双沟（5平方公里）、来安三地规划建设新的酿酒产业园，迈出公司规模扩张的关键一步
	双沟酒业园区包装物流项目，形成4.5万吨包装能力
	名优酒酿造技术改造工程（三期），形成2.65万吨/年名优基酒新增生产能力
	包装物流中心（二期）配套项目，形成10万吨储酒灌区

图：产能项目 来源：招商证券

从我们研究的多个白酒企业来看，大家的资本支出都不大。洋河的资本支出占总资产的比重约 15%，而像茅台、五粮液分别仅有 9.54%、6.11%——为什么“茅五”的资本支出会比较少呢？

这是因为白酒酿造的技术更迭非常缓慢，百年来酿白酒的工艺大致如下：原料选择→筛选→加水浸泡→沥干→蒸饭→摊凉→加酒曲→糖化→发酵→蒸酒→罐装→成品酒。

而根据不同香型的酒，它们的酿造过程也稍有不同，因此出土时间也有长有短，典型是酱香型茅台需要 4-5 年成品，而其他香型的白酒也需要一年左右的时间。因此，白酒的生产线也可以用很久。

此外，根据国家发改委《产业结构调整指导目录（2011 年本）》，白酒生产线为“限制类”，也有限制白酒行业扩产的作用，但 2018 年 4 月，调整新增备注“白酒优势产区除外”——注意，这也就是说，高端白酒企业的产能优势，会明显超过低端白酒企业。

但综合来看，白酒企业的资本支出不会很大。回到本案，我们根据洋河管理层对投资者关系活动的问题回答来做预测——未来洋河不会进行扩产，因此我们预测其短期内资本支出不会上升。



29、公司目前原酒产能16万吨，是否有继续扩产的规划，以满足未来增长需要，尤其高端产能公司还有规划吗？

公司是中国白酒行业酿酒生产规模第一的企业，目前的产能完全可以满足现在乃至将来相当长时间的市场需求，暂无扩产方面的考虑。谢谢。

图：投资者关系活动 来源：公司公告

再看近期，投资者关系活动中，洋河管理层对资本支出、产能的回应是：

“公司原酒规划产能 20 万吨，目前年产能 16 万吨，足以支撑未来很长时间梦之蓝等高端产品增长需求。未来几年在产能方面的支出应该比较少，资本性支出主要会在后勤保障配套建设方面，总的资本性支出不会太大。”

同时，三季度也没有新的资本开支计划。

结合其固定资产规模占总资产的比重约 15%，因此，我们对资本支出按一定比例简化预测，不做详细资本支出预测表，我们保持原假设不变——1) 固定资产购建/营业收入比例保持近三年均值 2.58%。2) 折旧/期初固定资产比例，保持近三年均值 7.77%。3) 无形资产购置/营业收入，保持历史均值 0.47%。4) 长期待摊费用摊销/期初长期待摊费用，保持近一年比例 18%。



	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
非现金的固定资产/营业收入	3.52%	4.09%	3.78%	3.09%	0.87%	2.58%	2.58%	2.58%	2.58%	2.58%	2.58%	2.58%	2.58%	2.58%	2.58%
在建工程1: 维持性资本支出/上一年固定资产净值	0%	0%	0%	0%	0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
在建工程转出/上一年在建工程	0%	0%	0%	0%	0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
固定资产折旧/期初固定资产	6.03%	6.30%	7.42%	7.57%	8.33%	7.77%	7.77%	7.77%	7.77%	7.77%	7.77%	7.77%	7.77%	7.77%	7.77%
无形资产摊销/无形资产原值	0.83%	0.43%	0.34%	0.32%	0.26%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%
无形资产摊销/期初无形资产	5%	5%	6%	5%	3%	3.83%	3.83%	3.83%	3.83%	3.83%	3.83%	3.83%	3.83%	3.83%	3.83%
新增长期待摊费用/无形资产总收入	0%	0%	0%	0%	0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
长期待摊费用摊销/期初长期待摊费用	14%	23%	100%	55%	18%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%

图：资本支出预测 来源：并购优塾

资本支出完成后，还有几件重要的事情，必须研究——对上下游的话语权，应收预收、应付预付情况，到底未来会如何演变？

— 16 —

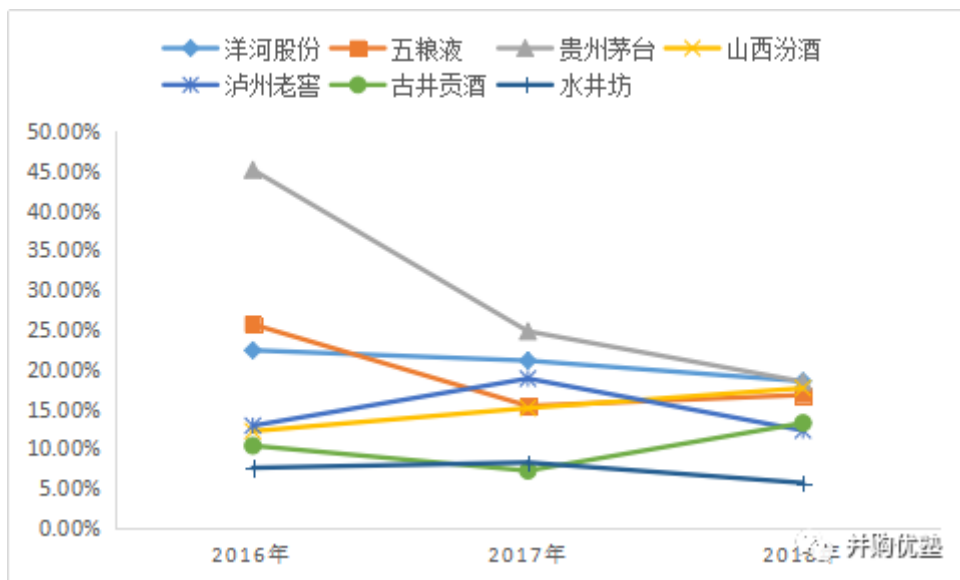


产业链话语权



本案，影响营运资本的方面主要是话语权和存货周转率。而白酒产业链中，中游酿造制酒的话语权较强。我们来看看本案对比同行业巨头，话语权到底如何？

先来看预收款项——洋河与同行之间近三年的预收占比情况：



图：预收/营业收入情况（单位：%） 来源：并购优塾

可见，它的预收比例近三年小幅下滑，这主要原因是配额制导致，经销商不能肆意打款备货，而是根据销售计划来。但与同行相比，洋河占用下游经销商资金的能力，仅次于

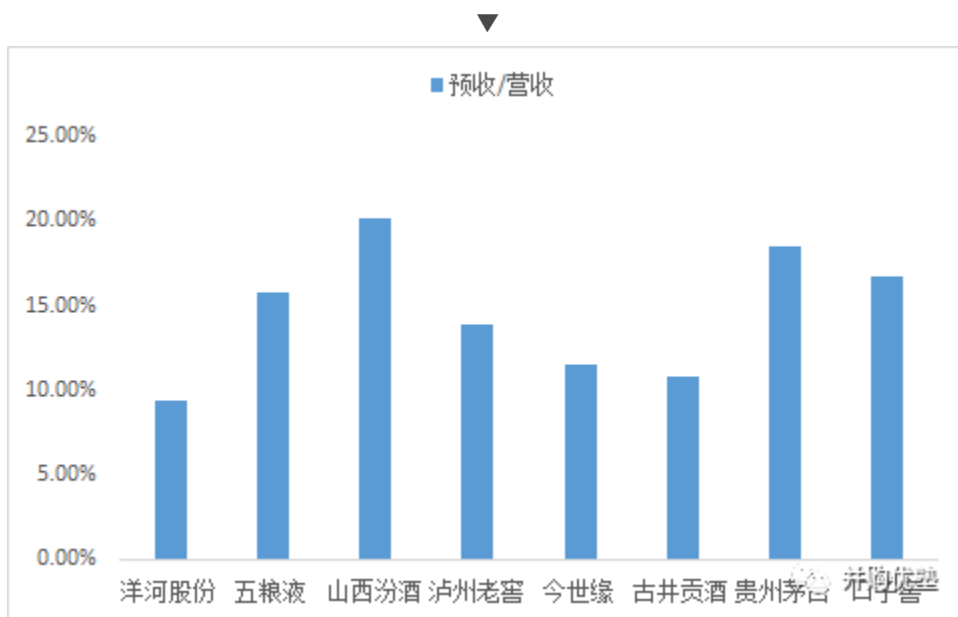
茅台，与五粮液不分上下。可见，洋河对渠道建设成效，品牌力增强，对下游话语权颇强。

中报显示，其预收款为 17.79 亿元，较上年同期同比增长-13.53%，占营业收入的比例为 11.12%。三季报显示，预收款为 19.79 亿元，较上年同期同比增长-28.61%，占营业收入的比例为 9.38%。

很明显，第三季度的预收仍不见好转。与同期其他酒企相比，它的表现垫底。高端白酒三家茅五泸自不用说，但在第二阵营里，也居于下风。

此处预收下滑的问题，我们已经在前文仔细分析，与减税红利、渠道利润率低、高端中端分化三大问题相关，导致经销商热情有限，预收比例减少。

可见，2019 年洋河的处境很艰难，调整难度大。



图：同行企业三季度预收比例情况 来源：并购优塾

由于其预收款项进一步下滑，因此我们更新假设为——预收款项未来占营业收入的比例取 2019Q3 水平，为 9.38%。

此外，中报发布之后，洋河曾被媒体质疑业绩增速掉队，媒体通过推算其现金流与营业收入的勾稽关系，发现约有 24 亿元左右的营业收入金额无法解释。

其实这事很简单，所谓“造假论”，其实欠考量。很多人忽略了“其他应付款”中经销商保证金的变化额，媒体文章中忘记考虑这部分应付款了。

单位：元

项目	期末余额	期初余额
经销商尚未结算的折扣	2,114,357,130.00	2,298,765,700.00
经销商保证金	544,661,102.24	2,929,101,334.21
经销商风险抵押金	728,522,878.46	659,646,746.28
预提费用	244,940,042.51	287,765,353.59
质保金、履约保证金	166,247,503.17	188,186,132.55
其他	132,656,321.08	93,836,244.38
合计	3,931,384,977.46	6,457,301,511.01

图：其他应付款情况 来源：公司中报

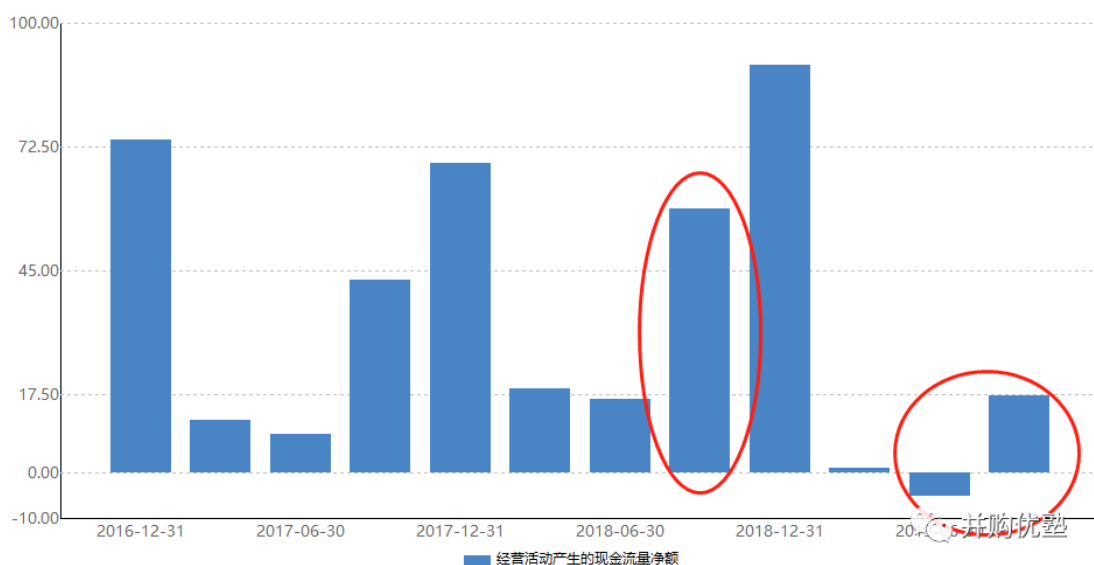
除了预收之外，应付也是体现一个企业强势程度的表现。洋河的其他应付款里，主要是经销商尚未结算的折扣、经销商质保金、经销商风险抵押金。

注意，2019 年上半年，其经销商保证金大幅减少约 24 亿元。这个数据归根结底，还是渠道利润低的问题。尤其是茅台、五粮液的超高渠道利润率，自然导致经销商对其更加热情，而冷落其他品种。

由于其他应付款（保证金）这个科目，我们在建模时将其并入“其他经营性流动负债”科目，因此中报更新中，下调这部分假设，原假设按历史三年均值 134.32%测算。本次，我们谨慎假设：其他经营性流动负债保持历史五年水平 120.67%。

需要补充的是，与上年同期相比。近期三季报的现金流暴跌。2019Q3，其经营活动现金流净额为 17.19 亿元，较上年同期增长-70.73%，蒸发超三分之二；就单三季度而言，其经营活动现金流净额为 22.29 亿元，同比增长-47.12%。

环比来看，2019Q3 现金流由负转正，现金流压力有所放松。



图：经营活动现金流情况（单位：亿元） 来源：wind

关于现金流的大幅下挫，洋河表示，主要系上期末预收经销商货款和备货近增加幅度较大，年初至报告期末经营活动流入现金减少，上年末提高员工工资，年初至报告期末支付给职工以及为职工支付的现金增加，以及支付的各项税费增加，经营活动现金流出相应增加。

2019年Q3，销售商品、提供劳务收入的现金为191.04亿元，较上年同期222.9亿元，同比下滑14.29%；收到其他与经营活动有关的现金从5.62亿元下降至2.15亿元，下滑61.74%。

经营活动现金流出方面，支付给职工及为职工支付的现金从上年同期的12.45亿元上升至16.57亿元，同比增长33.09%；支付的各项税费从上年同期79.77亿元上升至86.52亿元，同比增加8.46%。

归根结底，我们认为，如今现金流的锐减，原因在于前期过度涨价带来的副作用。2018年，洋河先后两次涨价（一次春节，一次7月份）。经销商为在涨价前囤货，争先恐后打款，使其预收账款和经营活动现金流净额高涨。

但注意，这样的涨价，在当时带来的好看的财务数据，也为今年的高库存埋下了伏笔，而库存高了之后，一旦经销商开始去库存，就会带来比较大的负面影响——渠道利差快速收窄。

这时候，没有经销商的抢购，争先打款，预收少了；订单减少，销售商品、提供劳务收到的现金也就锐减。从而导致现金流、业绩惨烈下滑。

注意，洋河 2018 年的涨价，与往年相比是“打破常规”的。比如，同样是春节期间提价，2015 年海之蓝、天之蓝分别提价 3 元/瓶、5 元/瓶，2016 年分别提价 2 元/瓶、4 元/瓶，2017 年分别提价 2 元/瓶、3 元/瓶，而 2018 年则分别提价 4 元/瓶、6 元/瓶。

梦之蓝，则针对不同渠道有不同调价幅度：

- 1) 烟酒店渠道：M3/M6/M9 分别上涨 15 元/瓶、30 元/瓶、60 元/瓶；
- 2) 团购渠道：M3/M6/M9 分别上涨 15 元/瓶、30 元/瓶、60 元/瓶；
- 3) 商超渠道：M3/M6/M9 分别上涨 20 元/瓶、40 元/瓶、60 元/瓶；

其中，梦之蓝 52 度 M9 标价一度超过 2000 元以上，向茅台酒价格贴近。

产品	度数	商超、烟酒店标价
海之蓝	38、42、46	208
海之蓝	52	228
天之蓝	38、42、46	408
天之蓝	52	428
M3	40.8、45	588
M3	52	658
M6	40.8、45	788
M6	52	888
M9	40.8、45	1888
M9	52	2080

图：产品标价 来源：搜狐

除此之外，双沟珍宝坊（君坊提价 2 元/瓶、圣坊提价 3 元/瓶）也进行调价。可见其调价幅度确实高于往年。

因此，总体来看，今年的业绩萎靡，并不是基本面出现了重大逻辑变化，只是前期过度扩张的后遗症。同时，今年的表现，也可视为其高端产品线试图向茅台、五粮液发起冲击受到阻碍。

看到这里，对于洋河的负面消息，我们已经有了一个比较清晰的认知：洋河仍然是那个“进击的洋河”，而非其他偏安一隅的中端品牌，只是中途受挫而已。那么，白酒行业内，近期还会发生的一件大事，后移消费税征收环节，对它究竟有什么影响呢？

— 17 —



消费税后移



2019年10月9日，其“后移消费税征收环节并稳步下划地方”受到市场关注。

方案提出，按照健全地方税体系改革要求，在征管可控的前提下，将部分在生产（进口）环节征收的现行消费税品目逐步后移至批发或零售环节征收，拓展地方收入来源，引导地方改善消费环境。

根据李迅雷对于“后移消费税”的情景测算：假设某白酒生产厂商最后一级对外销售不含增值税的价格为X元/500ml，终端价格（不含增值税）为(X+Y)元/500ml，其中Y为渠道加价部分。根据现行行业消费税规定，厂商需要支付的税费为 $X \times 70\% \times 20\% + 0.5$ 元/500ml，或税务机关核定价格 $\times 20\% + 0.5$ 元/500ml。[2]

若征税环节后移，假设从价、从量税率不变，终端零售价计算暂不涉及内部转移，那么新消费税为 $(X+Y) \times 20\% + 0.5$ 元/500ml，新增税费为 $X \times 6\% + Y \times 20\%$ 。[2]

考虑白酒分档，出厂价分为三档：100元（低档）、500元（中档）、1000元（高档）；对应终端销售价格分别为110元（价格提高10%）、600元（价格提高20%）、1300元（价格提高30%）。分生产、经销、零售三个环节分别承担消费税增额。[2]

在税率和计税方式等因素不变的情况下，征收环节后移会增加消费税税额。对于厂家而言，直接形成减税。由于经销及零售价格必然高于出厂价格，税收增额由经销商及零售终端承担，必然造成零售终端成交价提升。

那么，税负的变化，从产业链参与者博弈的角度，将分为以下三种情况：

情况1——提终端价，白酒消费税完全由消费者承担，则中高档白酒的需求会承压；

情况2——出厂价、零售价不变，白酒消费税完全由经销商承担，中低档白酒经销商收入收到严重影响，会伤害经销商的渠道利润率；

情况3——零售价不变，取消经销商，高档酒厂商收入明显增加。

注意，三种情况中，第三种出现的可能性不大，而第一种和第二种情况中，高端白酒选择哪一种都有可能，大概率会选择情况1，而中低端白酒，则只能选择情况2。

但注意，中低端白酒其实比较难处理，由于终端价提价能力不强，只能被迫选择情况2，如果由经销商承担，那么经销商的利润将进一步压低（本来利润率就不高），经销商很可能更换其他品种酒类。因此，大概率只能由厂家以降低出厂价或补贴折扣的方式来承担税费提高的成本。

总体来看，这会导致高端白酒和中低端白酒的盈利能力，进一步出现分化，高端白酒的盈利能力，很可能会变得更强。而对于本案主打中端的洋河而言，财务数据方面，很可能没有多大影响。

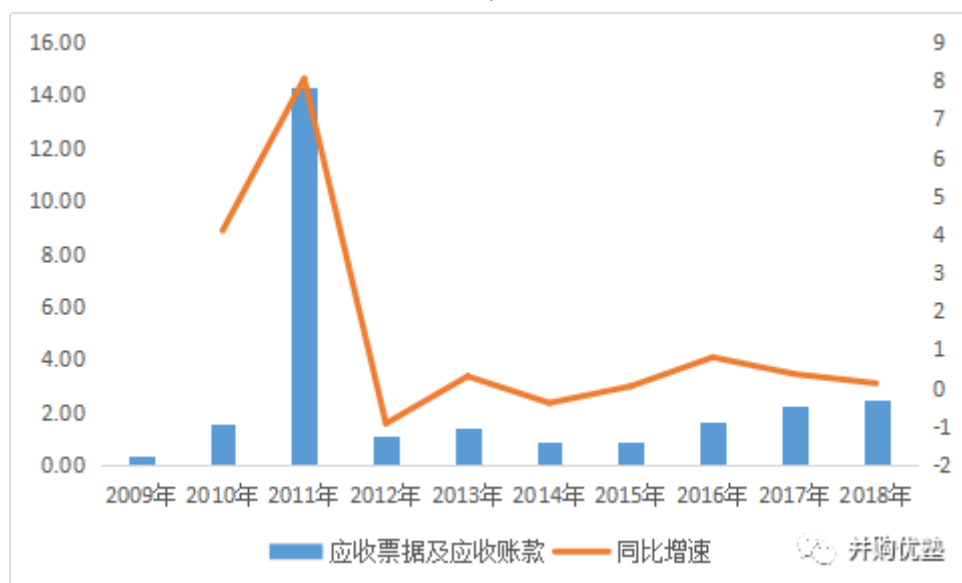


产业链话语权



再看应收款项方面——与多数白酒企业一样，洋河的应收账款很少，应收票据稍高一些。2011年应收票据高企，因此销售收入大幅增加，采用银行承兑汇票与经销商结算货款增加。当时，行业景气度高，洋河为了扩宽渠道，提升品牌力，对经销商放宽信用期来增加自身市场竞争力。

之后，行业调整期之下，其应收款项没有大幅高企，是因为洋河通过控量，以及用红酒和健康酒平滑行业低谷的影响。因此，采用替代品方式，让经销商减少销售白酒压力，减少低谷期加大票据的信用背书风险。随后，行业回暖，配额制实行，让洋河的应收款项控制在一定范围内波动。

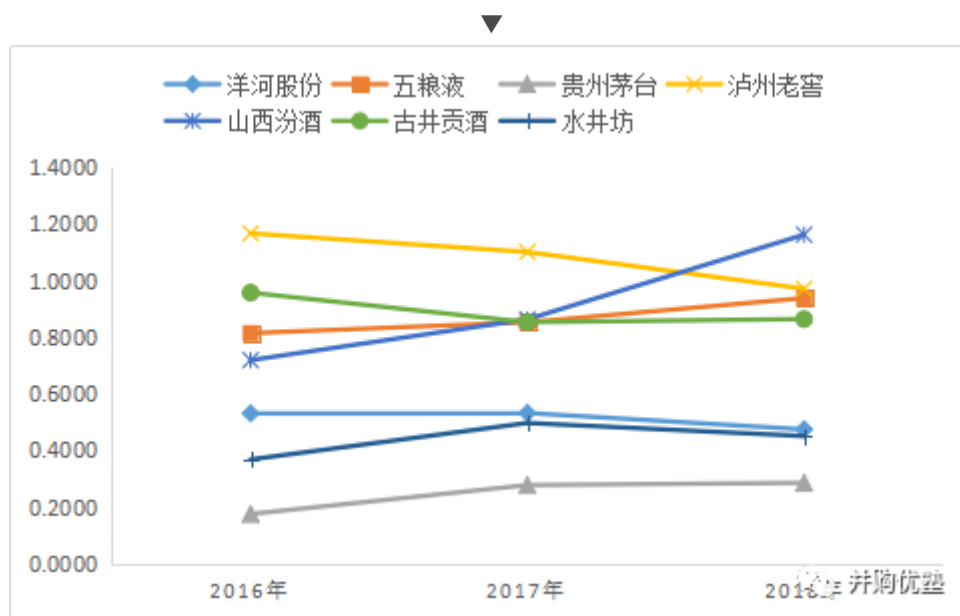


图：应收款项（单位：亿元（左）%（右）） 来源：并购优塾

2019年中报显示，其应收款项（含票据）为4.58亿元，占收入的比例为2.86%，波动不大。2019Q3，应收款项（含票据）为1.04亿元，同占收入比例为0.49%，占比极小且金额减少。

此处，我们仍然维持原假设——应收款项占营业收入的比例为三年均值 1.03%。

然后，看存货周转率——由于白酒行业的酿酒时间较长，造成白酒企业的存货周转率普遍很低。因此，它们的存货远没有快消品的存货周转的快，存货堆积较为普遍。



图：同行存货周转率 来源：并购优塾

2019年中报，洋河的存货为 128.92 亿元，占营业成本的比例为 277.37%。与同行相比，上半年的存货周转率处于偏低位置（除茅台工艺更复杂，完成时限更长）。同为浓香型白酒，五粮液、泸州老窖、古井贡酒、今世缘，都比它存货周转快。

到 2019Q3 显示，洋河的存货为 133.01 亿元，占营业成本的比例为 222.54%，其存货周转率为 0.4396，较中报均有所提升。但与同行相比，仍处于偏低位置。

2019中报存货周转率	
贵州茅台	0.1352
五粮液	0.5974
洋河股份	0.3471
泸州老窖	0.4972
古井贡酒	0.5779
口子窖	0.2810
今世缘	0.4741

图：同行 2019 上半年存货周转率（单位：次） 来源：并购优塾

证券代码	证券简称	存货周转率 [报告期] 最新一期(MRQ) [单位] 次
002304.SZ	洋河股份	0.4396
600519.SH	贵州茅台	0.2195
000858.SZ	五粮液	0.8051
000568.SZ	泸州老窖	0.6474
603369.SH	今世缘	0.5845
600809.SH	山西汾酒	0.7869
603589.SH	口子窖	0.4295
000596.SZ	古井贡酒	0.7567

图：2019Q3 同行企业存货周转率（单位：次） 来源：wind

数据表明，去库存的调控有了一定起色，但库存压力仍未完全解除，还需要时间进行调整。

因此，我们维持原假设——存货占成本的比例存货占成本的比例为三年均值 210.8%（在配额制及去库存调控下，存货占比不会较 2018 年继续上升，会保持在库存合理比例区间内）。

单位：亿元人民币（特殊说明除外）		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
应收账款/主营业务收入	维持近三年平均水平，应收账款增速不大，应收账款比例较小，且呈逐年下降，维持中速增长	0.95%	0.96%	0.94%	1.11%	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%
预付账款/主营业务成本	历史三年平均水平	0.25%	1.36%	1.16%	1.35%	0.31%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%
存货/主营业务成本	维持近三年平均水平，目前经济处于去库存阶段，预期为供需水平波动，库存水平大幅波动，但未来有望随着产能消化而有所增加，维持原假设，存货周转率有所提升，但库存仍高于历史位置，维持原假设	180.68%	188.80%	205.72%	199.57%	227.02%	210.77%	210.77%	210.77%	210.77%	210.77%	210.77%	210.77%	210.77%	210.77%	210.77%
其他经营性流动资产/主营业务收入	维持近三年平均水平	0.80%	0.73%	1.76%	1.15%	0.80%	1.24%	1.24%	1.24%	1.24%	1.24%	1.24%	1.24%	1.24%	1.24%	1.24%
应付账款/主营业务成本	维持近三年平均水平	46.11%	51.59%	29.35%	17.38%	20.61%	22.45%	22.45%	22.45%	22.45%	22.45%	22.45%	22.45%	22.45%	22.45%	22.45%
预收账款/主营业务收入	原假设进一步下降，保守估计近三年平均水平	6.13%	7.84%	22.39%	21.09%	18.49%	9.38%	9.38%	9.38%	9.38%	9.38%	9.38%	9.38%	9.38%	9.38%	9.38%
其他经营性流动负债/营业成本	维持历史平均水平，原假设维持历史三年水平，因上半年发生大额商誉减值计提，商誉减值计提，导致其他流动负债2018年上半年大幅缩水，净负债率为-1.46%，长期来看有修复的空间，因此建议下调至五年平均水平，维持中速假设	93.84%	105.37%	115.21%	125.99%	161.75%	120.67%	120.67%	120.67%	120.67%	120.67%	120.67%	120.67%	120.67%	120.67%	120.67%

图：营运资本预测 来源：并购优塾

研究到这里，建模的重要数据分析已经到位，我们进入本报告核心的部分——估值建模，到底该如何计算？

— 19 —



极为重要的事

估值建模如何测算？



研究至此，我们在进行估值建模之前，总结一下本案的基本面：

1) 在 ROIC 的表现方面（未剔除现金），2018 年洋河维持在 21.7%左右的水平，这个数据低于茅台（32.8%），五粮液（22.08%），但也与恒瑞差不多。而如果剔除超额现金来看，2018 年洋河为 70%，次于茅台五粮液，但仍然远远高于恒瑞，仍然在整个 A 股位列前列。

2) 白酒行业，从价投视角，长期来看将会出现两种逻辑——奢侈品 VS 快消品，奢侈品中，贵州茅台是毫无争议的龙头，而本案的洋河，则属于快消品逻辑中的典型。

3) 关于消费税后移的影响，对高档白酒影响不大。但对中低档白酒企业会有一些影响，转嫁给零售端，消费者可能会不买账，进一步降低下游需求；转嫁给经销商，渠道利润率进一步降低，经销商可能撒手不干，改去做其他高档酒品牌；因此，这部分成本，还是由厂商承担。厂商可以选择降低出厂价或以折扣补贴的形式给予经销商冲减这部分增加成本。因此，需要注意的是：政策会进一步加速白酒行业品牌和渠道的洗牌。

4) 本案目前的重任在于“去库存”，以及为经销商提供折扣补贴，承担消费税后移的增加成本。待库存调整结束，其发展重心仍在于拓展渠道，并且，如果要想长远增长，并购几乎是唯一选项。因为，中端品牌竞争其实非常激烈，如果不通过并购囊括尽可能多的中端品牌（如果国内并购无法突围，那就需要多考虑国外品牌），那么，这条路线很难做大，只能偏安一隅，“中国版帝亚吉欧”之梦也很难实现。

5) 未来护城河方面，主要看全国化渠道推进的进展。

6) 风险点：省外渠道拓张受阻，并购无法实施。

至此，根据以上所有的分析，我们进入本报告核心的部分——财务模型构建、财务报表配平、自由现金流预测、数据建模计算、以及 EXCEL 建模表格……………

如需获取本报告全文

以及部分重点公司详细估值建模表

请购买科创板或专业版报告库

以长江电力、海康威视为例

估值建模部分，样图如下：

以长江电力为例，经配平后的资产负债表预测样图：

长江电力													
资产负债表 Balance Sheet													
单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	538.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	28.3	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	621.1	597.0	568.3	517.5	452.1	381.1	346.8	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	278.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	1,703.7	1,638.8	1,528.1	1,333.4	1,145.6	1,005.2	908.5	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2
股本及资本公积	662.5	663.2	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	1,285.3	1,355.2	1,426.8	1,470.4	1,545.3	1,612.0	1,686.8	1,763.7	1,835.5	1,908.1	1,981.4	2,055.5	2,130.4
负债和股东权益总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
平衡吗？	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK

以海康威视为例，现金流量表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
单位：百万元人民币（特殊说明除外）	2016 A	2017 A	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	23,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,744	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
财务费用				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521
(投资收益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(非经常性或非经营性损益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性现金流减少【期初-期末】				-2,582	-2,338	-2,730	-2,955	-2,494	-2,737	-2,452	-2,432	-2,055	-1,535
长期经营性负债增加【期初-期末】				68	27	83	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,485	40,000
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(固定资产购建)				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
(无形资产购建)				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
(新增长期待摊费用)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-657	-648	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139
融资活动现金流													
(偿还期初融资缺口)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(财务费用)				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	-85
(归属母公司股东的分红)				-5,608	-5,177	-6,902	-8,891	-10,229	-11,778	-13,387	-14,996	-16,509	-17,823
(归属少数股东的分红)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
融资活动现金流				-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045
净现金流				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,276	4,776	5,276
融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752

在接下来的专业版和科技版报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把估值建模、财务风险两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？
- 2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC 和增速对估值的影响有多大？
- 3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？
- 4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的付费用户有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

为好的产品支付合理的价格，是让世界变得更好的方式——大家支付的费用，将有利于我们从全球顶尖大学补充更多的投研精英，也将有利于并购优塾团队从全球范围内，采购更深的行业数据，从而能够不断精进，为大家提供更有干货的研究报告。

如果您对本案的【估值部分】感兴趣，以及更多其他案例，可扫描下方二维码，获取本案的估值建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。同时，之前因诸多原因无法公开发布的报告，以及重大风险点提示，都将包含其中。



扫码阅读核心产品一

专业版 | 估值报告库



扫码阅读核心产品二

科创板 | 以及科技概念报告库

【免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。