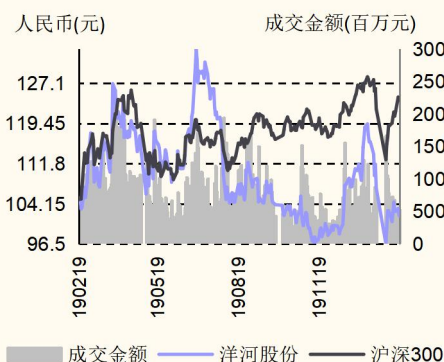


市场价格(人民币): 101.93元
 目标价格(人民币): 135.24-135.24元
 市场数据(人民币)

总股本(亿股) 15.07
 已上市流通A股(亿股) 12.49
 总市值(亿元) 1,536.07
 年内股价最高最低(元) 113.60/96.50
 沪深300指数 4058
 中小板综 10530



改革持续深化, 洋河迈入新征程

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	4.398	5.385	5.465	5.883	6.551
每股净资产(元)	19.59	22.33	24.99	27.87	31.22
每股经营性现金流(元)	4.57	6.01	4.06	5.83	5.93
市盈率(倍)	26.15	17.59	20.22	18.78	16.87
净利润增长率(%)	13.73%	22.45%	1.48%	7.66%	11.35%
净资产收益率(%)	22.45%	24.12%	21.87%	21.11%	20.98%
总股本(百万股)	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **苏酒龙头历史悠久, 改革进行时。**洋河股份是中国第三大白酒企业 2003 年推出蓝色经典系列, 结构优化, 渠道模式创新; 2002-2012 年增长速度领跑行业; 2013-2015 年行业调整率先恢复增长。近年由于公司发展进入成熟期、海天系列产品基数较大、渠道利润降低等, 2015 年以来业绩增速低于行业平均水平。但随着内外部改革持续深化, 2020 年有望迈入新征程。
- **次高端扩容迎机遇, 消费升级促发展。**2015 年伴随消费升级, 消费群体由政商为主变为大众消费为主。次高端占比持续提升, 有望持续扩容。行业稳定竞争格局尚未形成, 洋河梦之蓝有望凭借其强大品牌力与渠道优势突出重围, 打造多个百亿大单品。
- **渠道、产品、品牌三位一体, 具备核心竞争力。**(1) 短期: 渠道利润能否提升? 2019Q3 开始公司全面控货去库存, 渠道库存由之前最高的 3-4 个月消化至 2 个月多, 并将进一步改善达到合理的库存区间, 批价回升, 渠道利润有所恢复。(2) 产品方面: 主打产品蓝色经典系列, 推出“绵柔”型白酒概念, 差异化产品脱颖而出; 海天梦采取梯度定价策略, 产品结构向高端优化。(3) 品牌方面, 全国化程度高, 蓝色经典深入人心; 梦之蓝系列频繁亮相大型媒体与国际活动, 致力于打造具有代表性的中国高端名酒品牌。
- **四个维度思考剖析洋河未来发展。**(1) 短期: 渠道利润能否提升? 洋河主动承压, 控货稳价初显成效, 批价回升, 渠道库存处于历史低位, 渠道利润有所恢复。(2) 中期问题: 内部激励提升能否重新激发活力? 回购股份用于管理层激励, 推动治理结构合理化, 提高销售人员薪酬, 释放新活力。(3) 长期问题: 提升产品势能, 能否解决消费疲劳? 推出新战略单品梦 6+, 提出“品质升级”、“规格升级”、“形象升级”以及“防伪升级”四大升级, 拉高产品形象, 提高消费者对价格的接受度。(4) 未来空间: 省内增速企稳, 省外新市场增长。省内需求依然稳定, 保证价盘和利润是洋河省内首要任务; 持续推进全国化战略, 更多新江苏标杆市场将会出现。

投资建议

- 盈利预测: 预计 2019-2021 年收入 244.71/260.04/286.45 亿元, 同比 +1.3%/+6.3%/+10.2%; 归母净利分别为 82.35/88.66/98.72 亿元, 同比 +1.48%/+7.66%/+11.35%; 对应 EPS 分别为 5.47/5.88/6.55 元, 参考次高端行业估值中枢和洋河的龙头地位, 给予公司 20 年 23 倍市盈率, 目标价 135.24 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 食品安全风险/宏观经济下行/行业竞争加剧

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

内容目录

一、名酒基因积淀深厚，专注变革创造辉煌.....	4
1.1 历史沿革.....	4
1.2 三方共同控股，股权结构健康高效.....	4
1.3 业绩稳步提升，经营水平位居前列.....	5
二、行业情况：次高端扩容迎机遇，消费升级促发展.....	6
2.1 消费升级趋势明显，大众消费崛起.....	6
2.2 省内市场空间广阔，白酒价格带提升明显.....	8
2.3 次高端竞争加剧，马太效应显现.....	9
三、竞争优势：渠道、产品、品牌三位一体.....	11
3.1 渠道端：深度分销，助力全国市场开拓.....	11
3.2 产品端：产品创新，优化价格体系.....	13
3.3 品牌端：时代新国酒，品牌力持续提升.....	14
四、未来展望：“渠道+激励+产品”多维改革助力公司新发展.....	15
4.1 短期问题：渠道利润下滑，主动战略调整.....	15
4.2 中期问题：内部激励提升，重新激发活力.....	17
4.3 长期问题：提升产品势能，解决消费疲劳.....	18
4.4 未来空间：省内稳步发展，省外实现新增长.....	18
4.5 同行对比：各项指标趋势良好.....	20
五、投资建议.....	22
六、风险提示.....	23

图表目录

图表 1：洋河股份历史复盘.....	4
图表 2：2002 年第一次改制后洋河股权结构.....	5
图表 3：2006 年第二次改制后洋河股权结构.....	5
图表 4：公司股权结构（截止至 2019Q3）.....	5
图表 5：2008-2018 年洋河净利润及增速.....	6
图表 6：2011（左）-2018（右）白酒消费群体结构发生变化.....	6
图表 7：2013-2018 居民人均可支配收入（元）.....	7
图表 8：2013-2018 社会消费品零售总额（亿元）.....	7
图表 9：2015 年后，五粮液（52 度）的价格逐渐回升.....	7
图表 10：2015 年后，茅台（53 度）的价格逐渐回升.....	7
图表 11：白酒行业发展趋势.....	7
图表 12：次高端白酒竞争格局.....	8
图表 13：2010-2018 白酒产量前十名省份.....	8
图表 14：江苏人均可支配收入高于全国水平（元）.....	9

图表 15: 江苏居民消费性支出高于全国水平 (元)	9
图表 16: 江苏白酒消费格局.....	9
图表 17: 江苏主流白酒价位上涨 (元)	9
图表 18: 江苏各价位带及主要品牌.....	10
图表 19: 江苏次高端市场竞争格局.....	10
图表 20: 今世缘特 A+收入占比上升.....	11
图表 21: 洋河、今世缘省内营收增长对比.....	11
图表 22: 江苏各地区白酒主流价格水平与竞争格局.....	11
图表 23: 洋河复合营销模式.....	12
图表 24: 2011 年以来销售人员逐年变化对比.....	13
图表 25: 2015-2018 年营收增速对比.....	13
图表 26: 洋河产品结构.....	13
图表 27: 2014-2018 洋河毛利率(%).....	14
图表 28: 2003 年至今洋河品牌营销事件.....	15
图表 29: 2015 年以来毛利率对比.....	16
图表 30: 2015 年以来洋河产品提价一览.....	16
图表 31: 洋河管理层持股情况 (截止至 2019Q3)	17
图表 32: 蓝色经典系列产品结构.....	18
图表 33: 2018 年次高端酒企营收对比 (亿元)	20
图表 34: 2018 年次高端酒企净利润对比 (亿元)	20
图表 35: 2015-2019Q3 次高端酒企净利润对比 (亿元)	20
图表 36: 2015-2019Q3 次高端酒企净利率对比.....	21
图表 37: 近五年次高端酒企 ROE 显著提升.....	21
图表 38: 2015-2019Q3 次高端酒企销售费用率对比.....	21
图表 39: 2015-2019Q3 次高端酒企管理费用率对比.....	21
图表 40: 2015-2019Q3 次高端酒企存货周转天数对比 (天)	22
图表 41: 2015-2019Q3 次高端酒企资产负债率对比.....	22
图表 42: 洋河产品结构分拆.....	22
图表 43: 可比公司估值分析.....	23

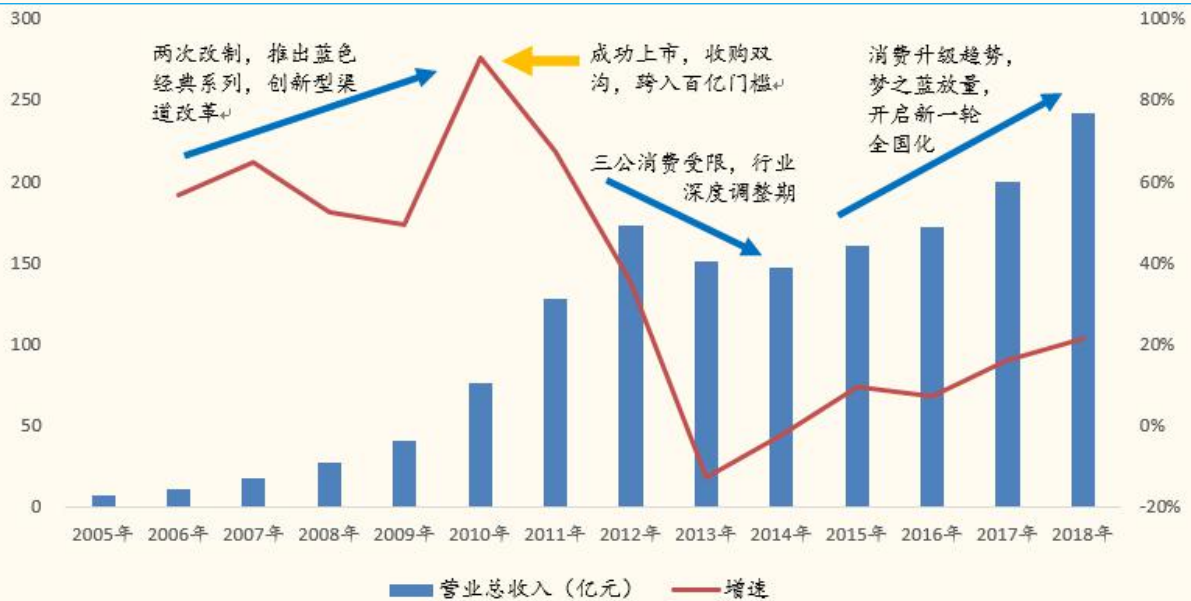
一、名酒基因积淀深厚，专注变革创造辉煌

江苏洋河酒厂股份有限公司，位于中国白酒之都——江苏省宿迁市。公司坐拥“三河两湖一湿地”，下辖洋河、双沟、泗阳三大酿酒生产基地，是白酒行业唯一拥有洋河、双沟两大“中国名酒”和两个“中华老字号”的企业。

1.1 历史沿革

公司历史主要分为五个阶段：1) 1998 年以前：被列为八大名酒之一，但内外问题积累导致陷入低谷；2) 1998-2009 年：股改不断推进，业绩持续增长；3) 2009-2012 年：规模扩大，跨入百亿门槛；4) 2012-2015 年：三公消费受限，寒冬里谋生长；5) 2015 年至今：消费升级趋势明显，谋求新市场新策略。

图表 1：洋河股份历史复盘

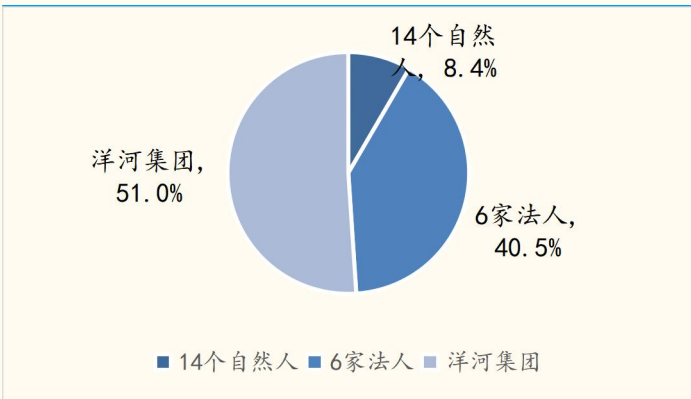


来源：公开资料整理，国金证券研究所

1.2 三方共同控股，股权结构健康高效

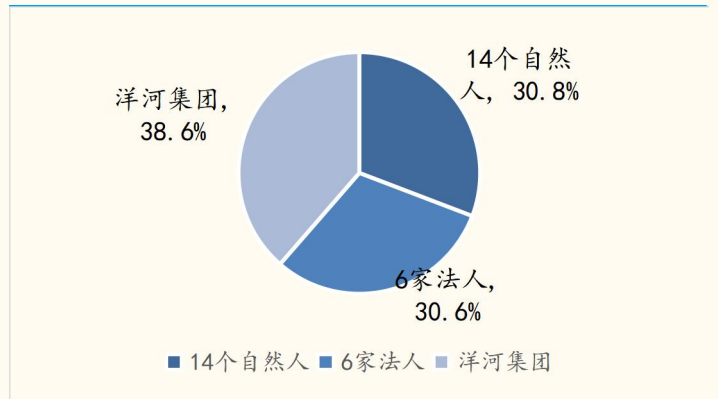
- **两次混改提高经营效率，股权结构更加合理。** 洋河成功抓住了白酒行业发展的黄金十年，在 2002-2006 年进行了两次混改，第一次改制成为国有控股公司，实现了产权改制，由独资公司转变为国有控股公司。第二次实施股权激励，改革后管理层持股达到 30.8%，国资控股下降到 38.6%，实现了股权结构的优化。
- **三位一体，股权结构具有活力。** 洋河由政府、经销商、管理层三方共同控股，管理层、业务、技术骨干、经销商和股东利益高度一致，充分调动经销商和管理层积极性，长期发展动力十足。凭借有效股权激励，洋河管理层的积极性、创造性、能动性被充分激发，公司经营效率处于行业领先水平，盈利能力显著提升，净利率由 2004 年 3.6% 提升至 2008 年 27.7%。

图表 2：2002 年第一次改制后洋河股权结构



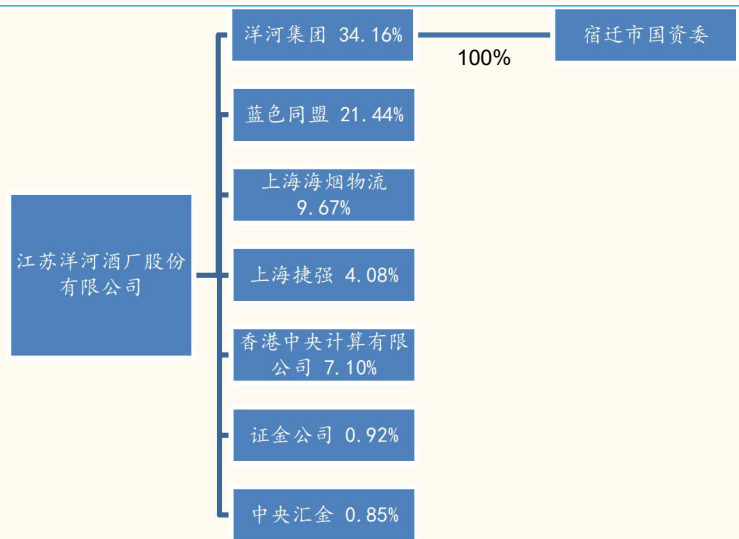
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：2006 年第二次改制后洋河股权结构



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：公司股权结构（截止至 2019Q3）

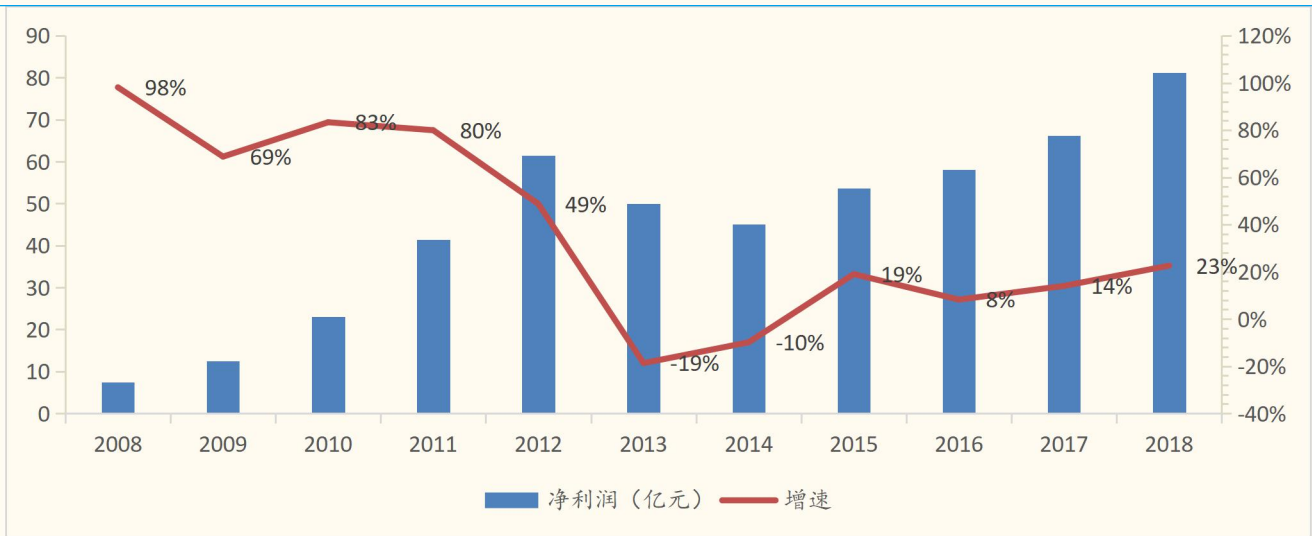


来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 业绩稳步提升，经营水平位居前列

- 2008 年以来，公司的净利润持续高速增长，2013-2015 年行业深度调整期间，净利润增速虽有下滑，但波动相对同行业其他酒企较小，且恢复较快。2015 年公司净利润增速恢复至 19%，并于 2018 年达到 20% 以上，为 2013 年以来最高。随着消费升级趋势不断加强，次高端产品梦系列持续放量，公司有望迎来净利润的进一步增长。

图表 5：2008-2018 年洋河净利润及增速



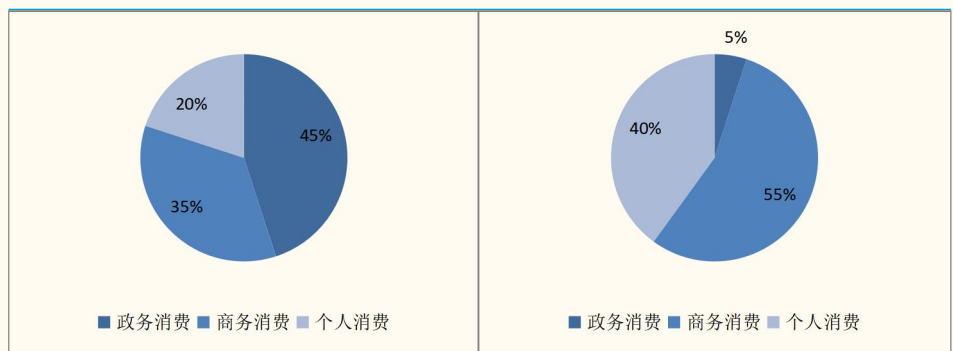
来源：Wind，国金证券研究所

二、行业情况：次高端扩容迎机遇，消费升级促发展

2.1 消费升级趋势明显，大众消费崛起

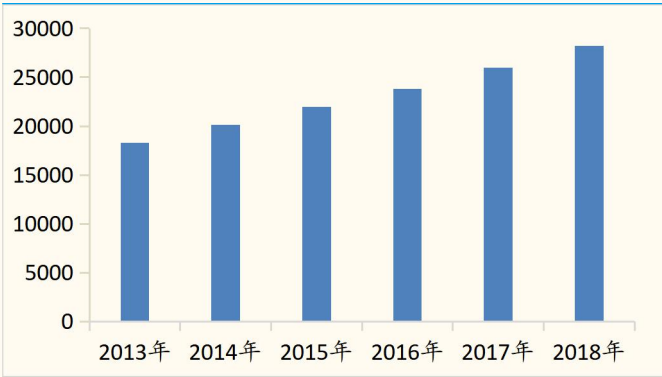
- **人均收入逐步提高，大众消费成为主导。**随着国民经济增长和城镇化率提高，我国居民人均可支配收入从 2013 年的 18,311 元上升至 2018 年的 26,955 元，年化复合增长率达到 8.0%；社会消费品零售总额从 2013 年的 234,380 亿元增长至 2018 年的 380,987 亿元，CAGR10.2%，消费能力显著提升。从行业环境看，由于居民消费能力提升以及政务消费减少，自 2015 年以来，白酒消费群体结构由政务消费逐步实现了向个人消费和商务消费的转变。2011-2018 年，白酒的政务消费比例由 40% 降至 5%，商务消费占比从 42% 上升至 55%，个人消费比重从 18% 大幅上升至 40%，白酒的主要购买群体变为居民，需求波动稳定，受周期性影响减弱。

图表 6：2011（左）-2018（右）白酒消费群体结构发生变化



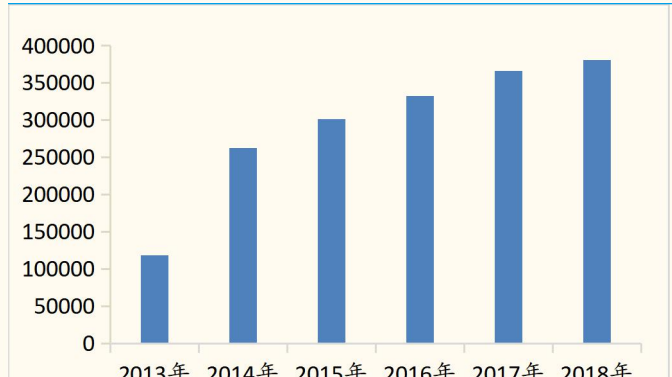
来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：2013-2018 居民人均可支配收入（元）



来源：Wind，国金证券研究所

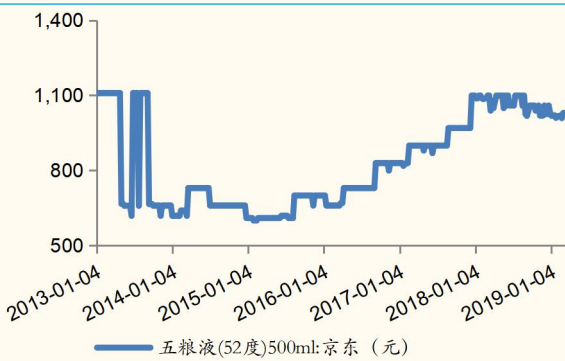
图表 8：2013-2018 社会消费品零售总额（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

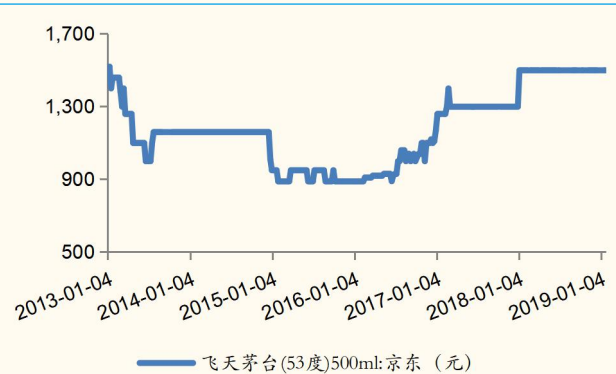
- **高端白酒提价打开价格空间，次高端持续扩容。**2015-2019 年，高端白酒开始逐步提价，茅台、五粮液等高端白酒的批价及零售价稳步上行，五粮液价格涨幅高达 67.3%，茅台飞天涨幅高达 68.8%，泸州老窖各系列产品也频繁提价。高端白酒的提价拉高了白酒行业价格天花板，使得定位紧随其后的梦之蓝、水井坊等次高端白酒提供了广阔的发展空间。根据产业信息网的统计和测算，白酒行业 2018 年高端、次高端、中端和低端市场规模占比分别是 15%、6%、33%和 46%；2022 年预计高端、次高端、中端和低端市场规模占比为 19%、10%、33%和 38%。

图表 9：2015 年后，五粮液（52 度）的价格逐渐回升



来源：渠道调研，国金证券研究所

图表 10：2015 年后，茅台（53 度）的价格逐渐回升



来源：渠道调研，国金证券研究所

图表 11：白酒行业发展趋势

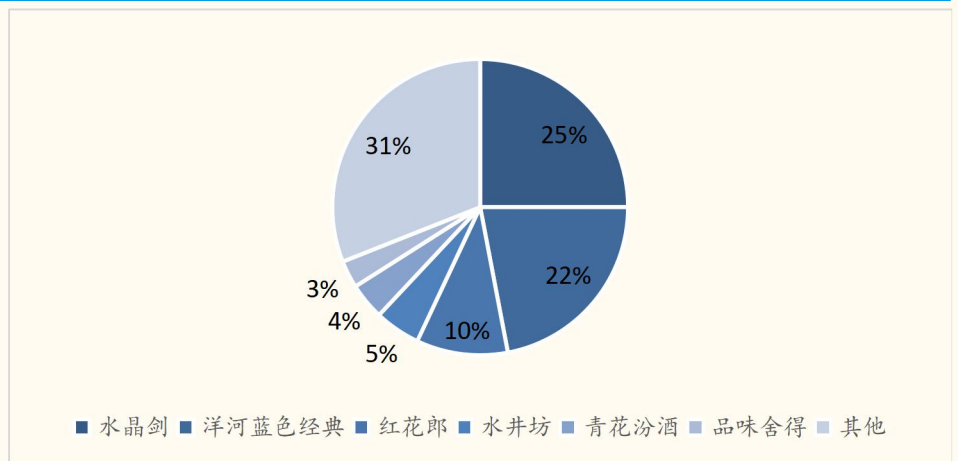


来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- **马太效应明显，呈现挤压式增长。**消费升级趋势下，白酒消费向名优白酒集中趋势愈发明显，行业集中度快速提升。2018年19家白酒上市公司总营收达到2086亿元，占白酒营收总额近40%，总营收同比增长近30%。行业逐渐向高端、次高端龙头企业集中，中低端小型酒企生存空间萎缩。

各大酒企发力次高端，稳定竞争格局尚未形成，具备全国化渠道拓展能力、区域改善的品牌更具优势。次高端白酒目前市场主流认同的酒企有洋河股份、山西汾酒、水井坊、酒鬼酒、舍得酒业、剑南春及郎酒等。从市占率看，剑南春基于其强大的品牌力和产品力，占次高端市场25%。其他名酒依靠各自品牌、渠道、产品力，形成挤压式竞争格局。除了次高端内部存在竞争外，次高端白酒还受到来自高端白酒的挤压与地产龙头的冲击。

图表 12：次高端白酒竞争格局



来源：Wind，国金证券研究所

2.2 省内市场空间广阔，白酒价格带提升明显

- **市场空间：市场规模大，消费档次高。**江苏是白酒产销大省，市场潜力巨大。2018年江苏省白酒产量约为6.92亿升，全国排名第2位，是名副其实的白酒生产大省。销量方面，江苏省白酒市场容量巨大约400亿元，历来是各大品牌商家的必争之地。

图表 13：2010-2018 白酒产量前十名省份

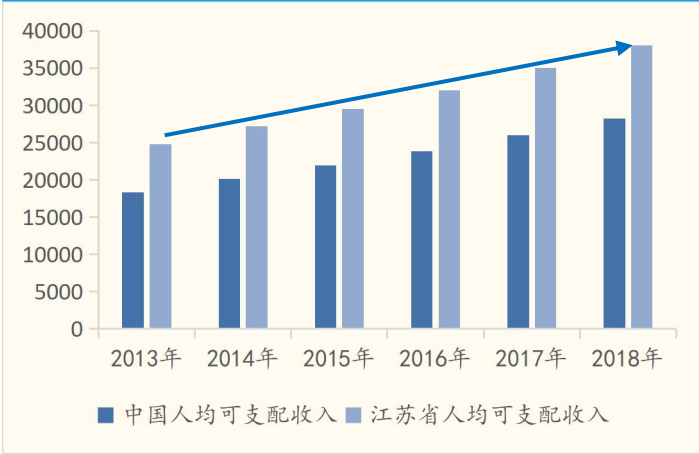
年份	前十名省份
2010	四川、山东、河南、辽宁、江苏、安徽、吉林、湖北、内蒙古、河北
2011	四川、河南、山东、辽宁、江苏、内蒙古、吉林、安徽、河北、湖北
2012	四川、山东、河南、江苏、辽宁、湖北、内蒙古、吉林、安徽、黑龙江
2013	四川、山东、河南、江苏、湖北、内蒙古、吉林、辽宁、黑龙江、安徽
2014	四川、山东、河南、江苏、湖北、内蒙古、吉林、黑龙江、辽宁、安徽
2015	四川、山东、河南、江苏、湖北、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、辽宁
2016	四川、河南、山东、江苏、湖北、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、辽宁
2017	四川、河南、山东、江苏、湖北、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、辽宁
2018	四川、江苏、湖北、北京、安徽、河南、山东、贵州、吉林、山西

来源：公开资料整理，国金证券研究所

- **人均收入水平增长，消费升级趋势明显。**2018年江苏省GDP达到9.26万亿元，稳居全国第二。经济发展带动人民财富和消费的增加，2018年江苏省城镇人均可支配收入达到47,200元，高于全国39,251

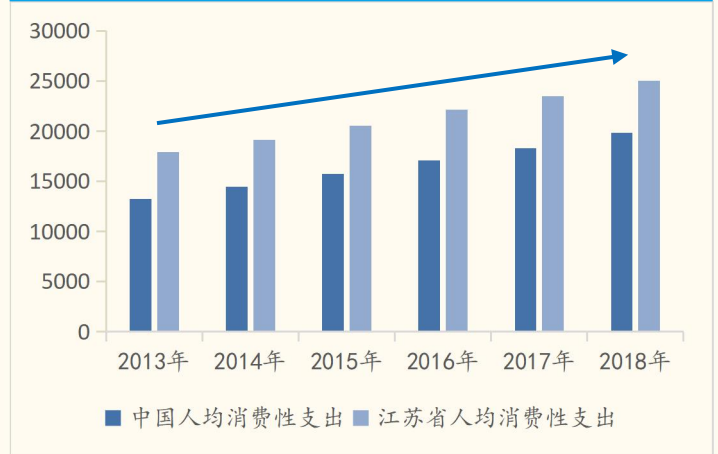
元；城镇居民人均消费支出 2.95 万元，高于全国水平，消费能力强。且 2013-2018 年，江苏省人均可支配收入增长率达 53.76%，居民消费型支出增长率达 39.50%，消费水平持续提升。

图表 14：江苏人均可支配收入高于全国水平（元）



来源：Wind，国金证券研究所

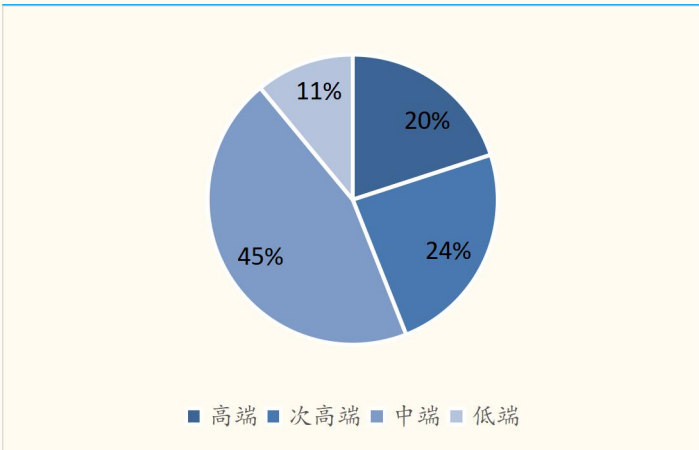
图表 15：江苏居民消费性支出高于全国水平（元）



来源：Wind，国金证券研究所

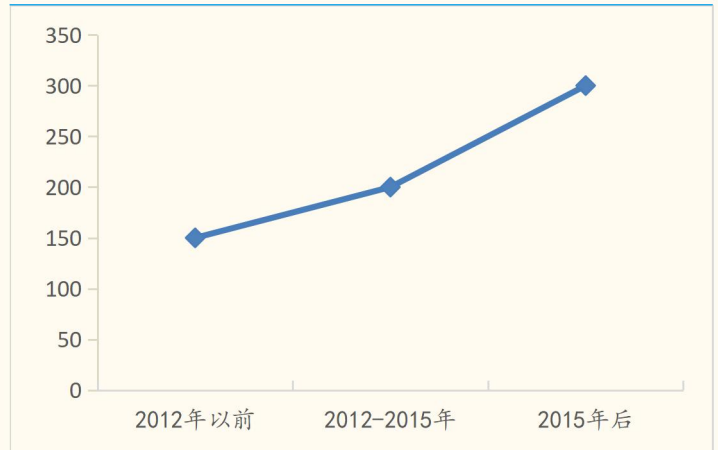
- **次高端成为消费主流，价格带上移明显。**经济的活跃使江苏商务活动频繁，消费升级领先全国。2015 年新一轮周期以来省内主流价位带进一步升级至 300 元以上。从江苏白酒市场的构成来看，18 年次高端酒规模约 85 亿元，占江苏省白酒市场的比例约 24%，高于全国平均水平，同时因消费升级，增长动力强劲，次高端占比较 15 年 15% 提升 9 个百分点，预计未来仍将持续提升。

图表 16：江苏白酒消费格局



来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：江苏主流白酒价位上涨（元）



来源：Wind，国金证券研究所

2.3 次高端竞争加剧，马太效应显现

- **整体上：洋河龙头优势明显，地产酒与全国化品牌百家争鸣，苏、川、徽酒竞争激烈。**公司市占率虽一直居省内首位，但由于 2012 年后将更多精力投入省外市场，为竞争对手留出发展空间。中低端市场方面，江苏毗邻“东不入皖”之称的白酒产销强省安徽，安徽地产酒凭借天然地理优势在江苏低端市场取得一定市场份额。而次高端市场竞争更加激烈且竞品众多，既有剑南春、水井坊、郎酒等全国化或泛全国化品牌，也有今世缘、古井贡等强势地产酒。

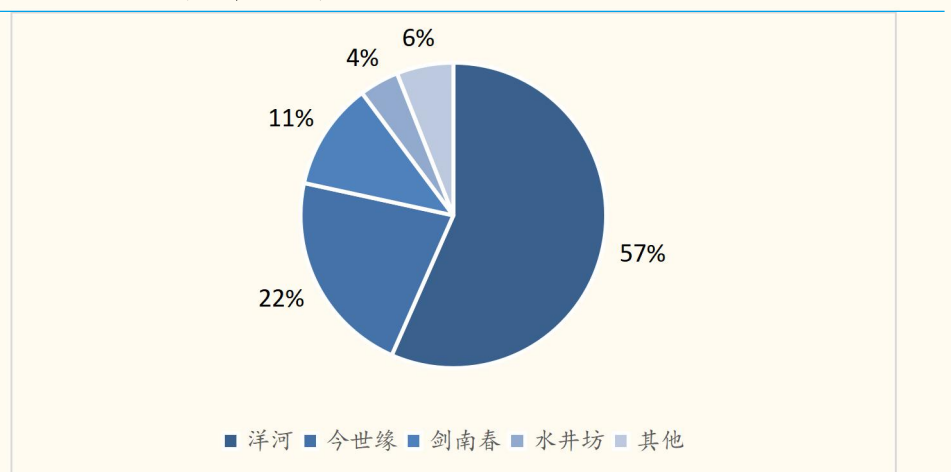
图表 18：江苏各价位带及主要品牌

分类	竞争格局	价位（元）	主要品牌
高端	全国化高端品牌占有较大份额，主要市场集中在苏中和苏南	800+	飞天茅台、52°水晶瓶五粮液、 国窖 1573、梦 9、国缘 V6
次高端	竞争激烈 省外泛全国化品牌加大投入	300-500	天之蓝、梦之蓝 M3、国缘对开、水晶剑、红花郎 10 年、古 16、臻酿八号
	省内洋河股份和今世缘表现强势	500-800	梦之蓝 M6、国缘四开、珍藏级剑南春、红花郎 15 年、古 20、井台
中高端	消费升级明显，市场集中在苏北地区，徽酒和苏酒竞争激烈	100-300	海之蓝、今世缘典藏系列、五粮春、五粮醇、古井原浆 5 年、古 8、口子窖 5 年和 6 年

来源：公开资料整理，国金证券研究所

- **高端：外来品牌控制高端市场，洋河仍处布局阶段。**依托其强大品牌知名度和影响力，飞天、普五等仍是江苏消费者高端产品首选。省外品牌郎酒、国窖等近年来加大在江苏市场投入，目前也在高端市场占有一定份额。省内洋河和今世缘也积极布局高端上沿产品，开发梦之蓝 M9、手工班和国缘 V9，加大力度培育消费者美誉度。
- **次高端：梦之蓝突围次高端，竞争更加激烈。**凭借品牌建设投入、省内渠道布局和渗透率等先发优势，梦之蓝在江苏市场次高端市场保持高占有，市占率超过 50%。与此同时，外来竞争者如剑南春、水井坊、郎酒等也具有独特品牌形象和影响力，企业综合实力较强。2017 年，郎酒在江苏召开客户沟通会，制定了江苏市场 20 亿元的年度销售目标。同期，剑南春也为抢占江苏宴会份额加大对消费者的返利投入。2019 年 11 月，水井坊推出按照江苏当地消费者偏好打造新品 42 度井台 12 作为进攻江苏市场的战略性单品。随着省外对手对华东市场投入加大，次高端格局复杂程度加深。

图表 19：江苏次高端市场竞争格局



来源：Wind，国金证券研究所

- **今世缘立足大本营市场，精耕渠道，借助地缘与渠道优势迅速成长。**今世缘 2004 年推出的国缘系列瞄准次高端市场，抓住消费升级机会迅速放量。2015-2018 年今世缘特 A+ 系列产品复合增速达 23%，省内次高端市场占有率达 22%。相比之下，洋河尽管市占率优势突出，但由于省内产品老化、渠道推力不足等问题，近年省内增速明显放缓。

图表 20：今世缘特 A+ 收入占比上升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 21：洋河、今世缘省内营收增长对比



来源：Wind，国金证券研究所

- **中低端：海之蓝、天之蓝卡位 150、350 元价格带，品牌形象深入人心。**2018 年洋河海之蓝、天之蓝营收 110 亿元，占蓝色经典比例 63%。作为洋河最早走入大众消费者视野的品牌，海之蓝仍具有较强品牌影响力和知名度，其绵柔口感尤其获得省内消费者的青睐，相对其他中低端地产酒竞品具有较大优势。近几年由于海、天渠道利润下滑，产品库存上升，整体销售增速放缓。随着公司积极战略调整后，海之蓝、天之蓝有望实现恢复性增长。

图表 22：江苏各地区白酒主流价格水平与竞争格局



←

来源：公开资料整理，国金证券研究所

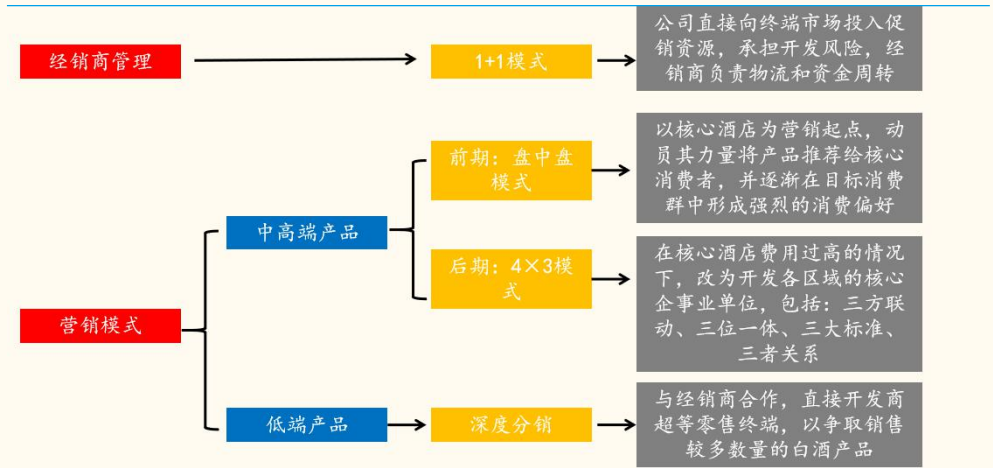
三、竞争优势：渠道、产品、品牌三位一体

3.1 渠道端：深度分销，助力全国市场开拓

- **革新优势：多模式强化渠道深耕，厂家主导趋势明显**

围绕深度分销，洋河开发了“1+1”、“盘中盘”、“4x3”、“522 极致化工程”等多种营销方式，并培养了优秀的核心营销团队，在渠道把控和营销上占据优势，实现了弯道超车。

图表 23：洋河复合营销模式



来源：公开资料整理，国金证券研究所

- **引入快消品营销战略，“1+1”模式强化厂家主导。**在经销商管理上，洋河于2006年引入快消品的渠道管理理念，率先采取“1+1”模式进行厂商合作，即由厂家承担市场开发、品牌推广等责任及开发风险，经销商则主要负责物流和资金周转，降低了经销商的风险投入。

早期洋河的资金与品牌力尚未到达一定水平，难以与茅台、五粮液这些高端品牌抗衡，“1+1”模式有助于厂家在渠道上占据主导地位，加强产销动能。渠道模式趋于扁平化，有利于加强公司对终端的管控能力，从而有效规避经销商操纵市场以及窜货等不良现象。

- **从“盘中盘”到“4x3”模式，持续创新高效营销。**洋河从2001年开始探索“盘中盘”模式，主要应用于酒店终端和团购渠道。“盘中盘”即小盘带动大盘，是指企业首先将资源集中投在核心消费者终端，利用意见领袖的影响力进行推广，以小盘畅销带动市场销售，有利于打开市场，提高推广效率。

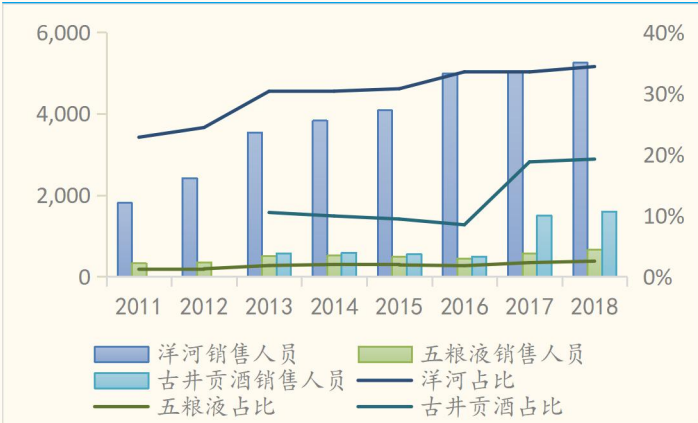
但“盘中盘”模式也存在一定问题：酒店推广成本高且竞争激烈，难以培育核心消费者，并且模式单一易复制，无法建立渠道优势。因此洋河于2005年进一步创新出“4x3”模式：三方联动（集体消费、核心酒店和媒体联动）、三位一体（重点客户部、酒店部、品牌推广部三个部门互相合作撬动市场）、三大标准（经销商的标准要求配合度高、关系网大、资金充裕）和三者关系（明确公司与经销商的责任、权利、义务关系），成功打破了推广地点的局限性，将推广地点由酒店推广到团购及媒体，扩大了终端消费者受众，极大提升了知名度，带动了业绩的稳定增长。

- **“522”极致化带动转型升级，营销体系日趋成熟。**2015年白酒行业逐渐复苏后，洋河提出“522极致化工程”：五个极致化目标（氛围营造极致化、商务团购极致化、家宴市场极致化、新江苏打造极致化、消费升级极致化），两个极致化转型（互联网极致化转型、市场投入转型）以及两个机制化保障（机制保障、组织保障）。从中可以看出：第一，公司从省内市场的深耕走向全国；第二，公司开始重视团购渠道，重视产品的不同消费场景定位，在终端网点的建设上更加精细化，更有针对性。“522极致工程”指明了公司营销体系改革的方向，有助于保持公司渠道的核心竞争力。

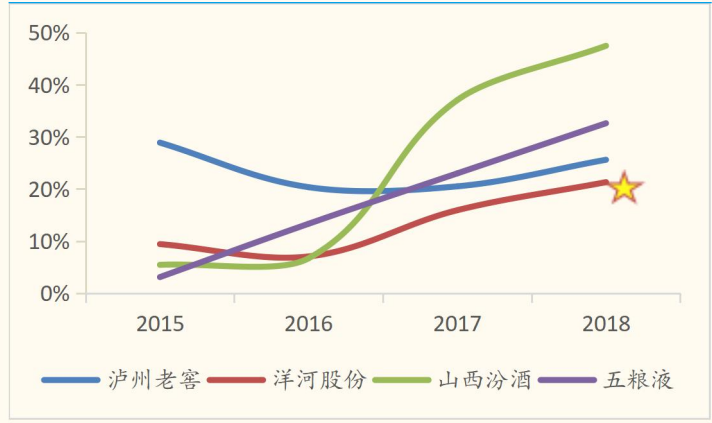
- **销售团队日益壮大，先发优势显著。**在渠道营销模式的带动下，洋河的销售团队日益壮大，在行业内首屈一指。自2011年来，洋河的销售人员总数由1,815人持续增长至2018年的5,259人的大团队，经销商团队也从2015年7,000多家发展到2018年近10,000家，年均复合

增长率达 13%，此外，洋河的地推人员达 3 万多人，远超同行业其他酒企。

图表 24：2011 年以来销售人员逐年变化对比



图表 25：2015-2018 年营收增速对比



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

3.2 产品端：产品创新，优化价格体系

■ 价格带全覆盖，次高端领衔发展

- **收购双沟，产品全价格带布局。**2010 年，公司收购双沟酒业，成立苏酒集团，正式成为苏酒龙头。公司拥有“洋河”、“双沟”两大“中国名酒”和“中华老字号”品牌，确定了双品牌运营的战略。洋河双沟各自推出不同价格定位的产品，互相补充，产品矩阵完整，实现了全价格带覆盖。高档酒有洋河的梦之蓝，包括 M6、M9 及手工班，双沟的苏酒绿苏及苏酒头排酒；次高端有洋河的梦之蓝 M3、天之蓝，双沟的珍宝坊帝坊；中低端有洋河海之蓝，双沟的其他珍宝坊产品。
- **错位竞争优势明显，风险抵抗能力优秀。**不同价格带的产品侧重不同消费群体，彼此相互补充，在市场竞争中更灵活，有利于占据较高的市场份额。此外，产品系列完备还增强了公司的风险抵抗能力及周期调节能力，景气度高时能依靠高端、次高端产品享受行业溢价红利，景气度放缓时可以依托中低端产品满足消费者刚性需求，保证业绩的稳定性。

图表 26：洋河产品结构

品牌	系列	产品	单价 (元/瓶)	档次
洋河	梦之蓝系列	梦之蓝手工班 (2019)	2188	高端
		梦之蓝 M9	1599	
		梦之蓝 M6+	660	次高端
		梦之蓝 M6	495	
		梦之蓝 M3	380	
	天之蓝系列	天之蓝	280	中端
		海之蓝系列	海之蓝	130
	微分子	大 V	635/654	次高端
		小 V	389	
		微客	359	
		无忌	328	
		蓝瓷	88	低端
	洋河大曲	青瓷	63	
		天蓝	55	
新天蓝		59		
双沟		珍宝坊系列	帝坊	578
		圣坊	279	中端

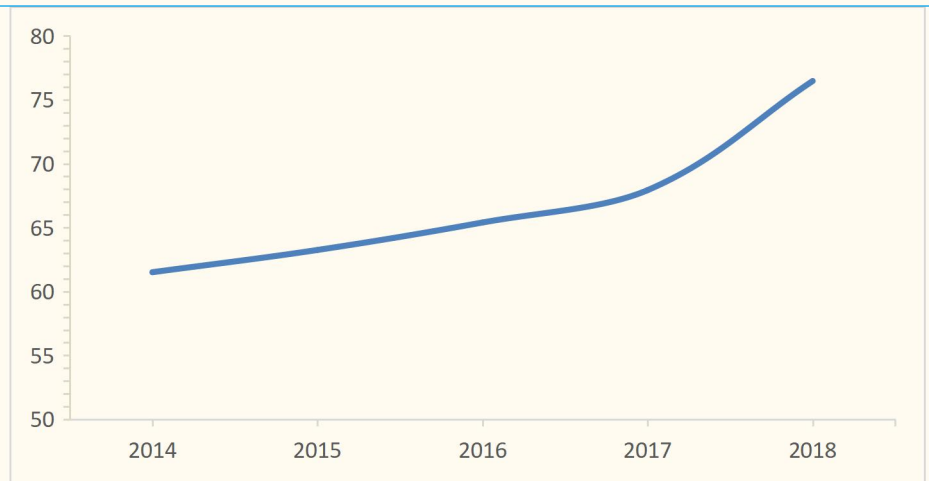
	君坊	129
	醴泉	99
苏酒系列	普苏	106
柔和双沟	红	270
	金	128

来源：京东，公开资料整理，国金证券研究所

■ 以蓝色经典为主力，逐步实现产品结构向高端优化

- **创新“绵柔型”白酒，推出蓝色经典系列。**2003年，公司打破中国白酒酱香、浓香等以香分类的束缚，开创性地提出了注重口感的“绵柔型”白酒的概念，推出以绵柔为特点的蓝色经典系列产品。差异化的产品让消费者眼前一亮，迅速风靡市场。
- **产品结构升级，海天梦接替高增长。**蓝色经典系列刚推出时，海之蓝迅速抢占市场，2003-2006年的复合增速高达198%。之后，天之蓝接替海之蓝实现高速增长，实现产品结构的第一轮升级。2016年后，公司加大对梦之蓝的资源倾斜，叠加消费升级红利，梦之蓝增速提升，连续两年实现了50%的高增长，销售收入超过107亿元，成功跻身百亿单品俱乐部，实现了第二轮升级。
- **高端酒品发力，毛利率提升。**蓝色经典系列营收占比逐年提高，梦之蓝作为公司的高端主导产品增长迅速。展望未来，梦之蓝有望接替海、天保持高增长，收入占比逐渐提升。得益于产品结构升级，公司的毛利率有了显著提升，2016-2018年分别为63.90%、66.46%、73.70%。

图表 27：2014-2018 洋河毛利率(%)



来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 品牌端：时代新国酒，品牌力持续提升

■ 传承名酒基因，蓝色经典深入人心

- **热点追踪，蓝色经典紧跟时代脉搏。**随着曾经的名酒品牌洋河大曲的式微，2003年洋河推出蓝色经典系列产品，传承名酒基因。不同于以往对白酒香型的强调，蓝色经典更注重绵柔的口感。在推出蓝色经典系列的过程中，“洋河蓝色经典”始终跟随时代的脉搏，多次与央视等优质媒体深度合作，并通过高密度的广告投放、参与大型赛事等方式打造品牌形象。

同时在品牌定位上，洋河推出广告语“世界上最宽广的是海，比海更高远的是天空，比天空更博大的是男人的情怀”，突出强调男人情怀，更切合白酒市场从政务消费转向商务消费的时代文化背景，打造出了差异化的品牌形象。

图表 28：2003 年至今洋河品牌营销事件

时间	事件
2003	央视投放广告，“世界上最宽广的是海，比海更高远的是天空，比天空更博大的是男人的情怀”
2008	CCTV 奥运频道，洋河特别播出“洋河酒厂与 CCTV-5 共同见证 2008”奥运火炬传递宣传片
2009	梦之蓝被选为新加坡 APEC 会议“中国之夜”的宴会专用酒 冠名央视 60 周年国庆大典直播，口号“海天梦想，中国力量”
2010	独家冠名“蓝色经典·天之蓝杯第十四届 CCTV 青年歌手电视大赛奖”
2011	与央视 7 套、10 套栏目开展全频道、高频次、覆盖式的联合宣传及公益宣传活动
2016	杭州 G20 峰会，梦之蓝作为新国酒代表迎接四海宾朋 乌镇世界互联网会议，洋河梦之蓝入选宴会专用酒
2017	作为中国白酒首次进入英国上议院宴会厅 北京“一带一路”峰会，宴会菜单白酒选取 M9
2018	青岛上合组织峰会，M9 作为官方指定用酒 携手京东超级品牌日，推出梦系列限定 M1 尊享版
2019	梦之蓝 M6+全新 TVC 正式登陆央视及各大媒体，“下一个十年，更好的时代，值得更好的你”

来源：公开资料整理，国金证券研究所

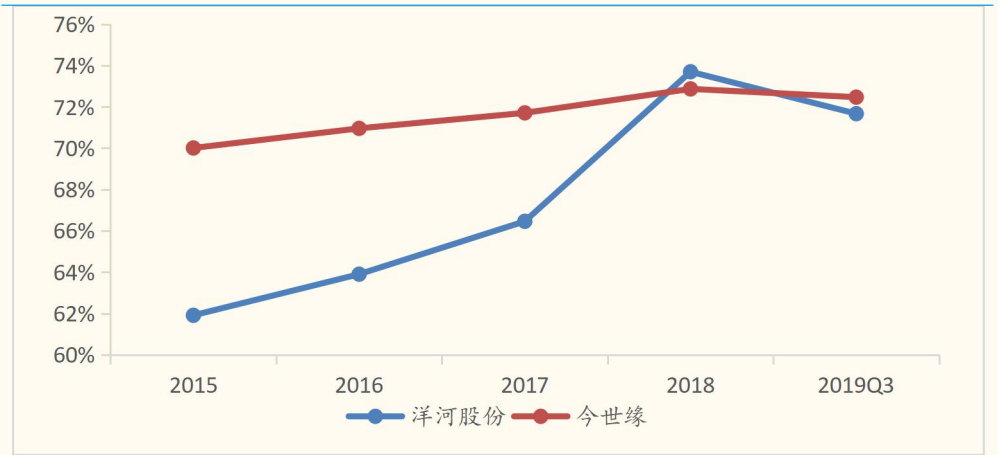
四、未来展望：“渠道+激励+产品”多维改革助力公司新发展

首先洋河的产品线清晰且成功，抗风险能力强；其次，洋河有足够的历史积淀和实力来提升产品的品质，只要厂商重视，品质的改善是可预期的；第三，洋河目前的经营呈现良性，具有庞大的收益，资金较充沛；此外，洋河还拥有战斗力较强的前台销售团队以及积累下来的懂白酒的队伍，这些都是洋河在下一阶段发展中的优势所在。我们从短期、中期、长期分析洋河的问题与出路，探讨洋河未来发展前景。

4.1 短期问题：渠道利润下滑，主动战略调整

- **渠道推力减弱，厂商关系亟待调整。**洋河扁平化的渠道模式带来销量迅速扩张的同时，也带来渠道利润的不断缩窄。在竞争相对不那么激烈的时期，这种厂家承担更多风险的渠道经营模式能够给予经销商更多的保障。但在白酒行业回温后，随着洋河的流通渠道以及产品生命周期的成熟化，利润更加透明，渠道推力降低。
- **终端提价乏力，渠道库存积压。**自 2015 年白酒行业复苏以来，洋河对中低端产品进行了多次小幅提价，同时对高端产品也进行了多次阶段性提价，以期提高渠道利润，增加产品的渠道推力。早期的提价措施较为有效，一定程度上带动了终端价和渠道毛利率的回升，保证了经销商的利益，自 2015~2018 年，洋河毛利率从 61.91% 提升至 73.70%，增长了 18.9%。但自 2018 年春节以来，在提价过程中却出现了利润快速缩窄的现象。2018~2019Q3，毛利率从 73.70% 下跌至 71.67%。其背后原因为：新版海天上市前，老版产品的社会库存和经销商库存均较高，终端消费者更愿意选择价格相对低的老版产品，因此新版产品销量不佳，提价措施难以见效。同时，提价造成经销商提前打款囤货，带来了库存积压的问题。此外，与以往相比，近几年提价的幅度较大且相对密集，因此造成了终端接受度不高的问题。

图表 29：2015 年以来毛利率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：2015 年以来洋河产品提价一览

时间	提价情况/瓶
2015.02	海、天分别提价 3 元、5 元
2016.02	海、天结算价分别上调 2 元、4 元
2017.02	海、天、M3、M6、M9 供货价分别上调 2 元、3 元、10 元、20 元、30 元、30 元
2017.12	M3、M6 分别上调 5 元、10 元（费用减少）
2018.02	海、天、M3、M6、M9 出厂价分别上调 4 元、6 元、15 元、30 元、60 元；君坊、圣坊出厂价分别上调 2 元、3 元
2018.07	海、天出厂价上调 3-5%，海、天、M3、M6、M9 终端价提升 10 元、17 元、27 元、35 元、150 元
2019.05	海、天、梦、双沟、珍宝坊供货指导价提升，最高涨幅 20%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **主动调整业绩承压，渠道梳理效果显露。**针对渠道库存、厂商关系、市场秩序等方面的问题，公司自 2019 年 6 月开始进行主动调整，在新任副总裁刘化霜总的带领下采取构建新型厂商合作关系、理顺价格、多品牌战略、品质革命、柔性考核、强化营销队伍建设六方面措施。虽然短期内销售业绩有所下滑，但目前在渠道库存和主营产品价格上都有了初步的改善。
- **严格控制发货开票，渠道库存达历史低点。**面对渠道库存积压，洋河积极采取控货稳价策略，从 6 月份开始控货，到 8 月份库存仍未达目标，第三季度继续加强控货力度。从公司层面而言，这一轮清库存直接造成了季度业绩的短期阵痛，2019Q3 公司营收同比增速低至 0.63%。这一轮调整相较以往力度更大，时间更持久，可见公司期望彻底解决渠道库存挤压问题的决心。因此从长期来看，这对洋河今后更为健康持续的发展是必要的。
- **柔性考核，着重把控市场价格。**早期由于面临刚性考核方式，分公司在销售目标的压力下往往会向经销商压货，以致渠道库存积压，终端价格受损。自 19 年中秋开始，公司取消了“一刀切”的销量硬性考核

方式，采取弹性、跨期考核，把侧重点更多的放在价格上，引导分公司积极控货，带动终端价格提升。同时，费用投放政策也更加明确化、精准化，减少了隐性投入，价格更加稳定。

- **构建新型厂商合作关系，持续清理渠道团购商。**大商为主，多商补充，在经销商混乱的区域，以一个大商结合几个中小型经销商的模式，进行统一指挥、统一营销。公司目前每个市场基本只有1个渠道商，不能削减只能更换。同时，公司对新增团购商的数量目标降低，更看重团购商背后的品鉴顾问、团购资源、政府资源或者企业资源，要求具备数据支撑，策略上从盲目追求数量转向提高质量。此外，考虑到现存团购商对价格体系的扰乱影响，公司也将持续清理违规的团购商，预计将砍除的数量为1/3。
- **通过调整，公司目前已取得一些成效：**根据渠道调研，省内库存1-1.5个月，处于历史低位；批价稳中向上，海118元，天260元，梦3为360元，梦6为475-480元；终端价也有一定程度的回升，海120元，天270-280元，M6省内510元。随着控货稳价政策的持续进行，洋河渠道利润有所回升，渠道推力有望提高。

4.2 中期问题：内部激励提升，重新激发活力

- **管理层调整，积极应对困境。**公司对管理层也进行了相应的调整，于19年5月任命刘化霜担任销售主管。作为元老级人物，刘化霜曾任洋河蓝色经典总经理及洋河酒业有限公司总经理等多项职务，参与打造洋河蓝色经典系列，经验丰富，上任以来为公司带来了一系列的调整措施。此外，由于杨廷栋、张雨柏等上一届领导班子陆续退出一线，公司现任管理层持股比例相较原来的水平偏低。
- **回购股份，重振军心。**为充分调动公司核心骨干的积极性，洋河将于接下来回购资金总额不低于人民币10亿元（含）且不超过人民币15亿元（含）的股权，回购将全部用于股权激励和员工持股，主要为营销团队的中层干部。该措施有助于完善公司的激励机制，增强销售人员的黏性，保证销售团队的高素养，有效推动公司的长远健康发展。

历史上看，洋河多次通过股改激发了公司的活力，带动业绩迎来新一轮增长，在此时采取股份回购计划，彰显了公司解决管理层激励问题的决心。相信凭借历史成功经验，洋河能够通过合理的激励方案，发挥多年来作为一流酒企的综合能力，重新充分调动管理层与骨干员工的积极性，促使员工恢复信心共同面对此次调整。

图表 31：洋河管理层持股情况（截止至 2019Q3）

高管	职务	合计期末持股数（万股）	蓝色同盟持股比例
丛学年	董事，副总裁，董事会秘书，财务负责人	1890.29	4.99%
冯攀台	监事会主席	1889.44	4.09%
周新虎	董事，副总裁，总工程师	756.38	1.45%
刘化霜	董事	294.06	0.91%
陈太清	监事	294.06	0.91%
王耀	董事长	119.33	0.36%
朱伟	副总裁	116.33	0.36%
郑步军	副总裁	6.00	0.00%

来源：Wind，公开资料整理，国金证券研究所

- **提高员工待遇，加强销售团队建设。**洋河虽具有行业内规模较大、水平较高的营销团队，但近年来在销售人员待遇上却缺乏竞争力，导致人员流动性上升。2020年将有不同的激励机制，同时将减缓考核压力，降低对销售额的考核压力，更侧重于过程。以此改善员工待遇，提高员工稳定性，留住营销经验丰富的员工。

4.3 长期问题：提升产品势能，解决消费疲劳

- **战略性推出 M6+，梦之蓝产品升级。**为应对次高端竞争格局的变化，公司重点升级产品结构，推出梦之蓝手工班和 M6+。M6+在 M6 的基础上提出“品质升级”、“规格升级”、“形象升级”以及“防伪升级”四大升级，拉高产品形象，提高消费者对价格的接受度。品质上加入更多老酒，使酒的口感更加醇厚；规格上加量至 550ml，作为与 M6 的明显区分点，使消费者更容易接受提价；形象上指包装更加凸显质感与高贵，并搭配“更好的时代，值得更好的你”这一广告语，强化产品的高端形象；防伪上引入扫码验货，加强渠道数字化。

M6+具备四点竞争优势：第一，渠道利润上，M6+市场批价约 620 元，渠道利润近 100 元，渠道推力高；且原梦 6 核心消费场景 50%为团购和宴席市场，预计消费者对提价敏感度较低。第二，价格定位上，M6+目前京东定价 760 元，避开了次高端主流的 300-600 元价位，迎合了消费升级趋势。第三，产品品质上，M6+的口感窖香沉香明显，香气浓郁度更强，醇厚的酒质获得了消费者的认可。第四，作为新品，M6+可以凭借其价格不透明获得更高的渠道利润，从而加强渠道的推力。

- **产品结构升级，打开价格空间。**公司采用多品牌战略，重点聚焦主品牌，在蓝色经典系列中，M6+的上市取代了原先位于次高端价格带的 M6，进一步打开了价格空间。在推广顺利的前提下，2020Q4 梦 6+有望实现全面替代老梦 6。同时，公司于 19 年增设高端品牌事业部，专注于 M9 和手工班的推广，区别于 M3/M6。随着消费升级趋势的不断加强，以及控货挺价策略的不断进行，蓝色经典系列产品的价格带也将得到升级，布局结构更加合理化。
- 在产品策略上，洋河由原本的省外主推海天，省内主推梦系列转变为省外加大梦系列的推广，实现产品结构升级，省内主推梦 6+和梦之蓝手工班，以期进一步加强品牌力，打开次高端空间。梦系列在次高端中具有更好的产品组合优势，中端的基础产品海之蓝与天之蓝市场容量大，消费者众多，因此相对其他缺乏基础产品的次高端产品而言，梦之蓝具有更强大的品牌基础，有望在省外持续实现较好的增长。

图表 32：蓝色经典系列产品结构

蓝色经典系列	产品	单价（元/瓶）	档次
梦之蓝系列	梦之蓝手工班（2019）	2188	高端
	梦之蓝 M9	1599	
	梦之蓝 M6+	660	次高端
	梦之蓝 M6	495	
	梦之蓝 M3	380	
天之蓝系列	天之蓝	280	中端
海之蓝系列	海之蓝	120	

来源：公司公告，国金证券研究所

4.4 未来空间：省内稳步发展，省外实现新增长

- **省内梦之蓝为增长点，省外新市场持续突破。**江苏省内白酒市场规模约400亿元，洋河占比约36%，省内增长已经接近天花板。而洋河近10年在省外的营收从6.77亿元增长至115.75亿元，占比从25.58%提高至47.91%，复合增速32.82%，目前省外营收占比已经接近一半，省外市场贡献度高。但随着环江苏样板市场不断扩容，也出现了省外增速放缓的现象，产品主要以中低端为主，有望在未来通过由海天向梦升级实现利润增厚。
- **省内市场：稳定价盘和利润是首要任务，需求稳定有望扭转颓势**

 - **洋河品牌力强，需求稳定，龙头地位稳固。**虽然洋河目前在省内市场上出现了一些问题，但海之蓝和天之蓝省内增速下滑的核心原因在于利润太薄，渠道和终端积极性降低，并非产品本身需求大幅下滑。从市占率而言，洋河省内整体市占率在36%左右，占据首位，较今世缘高出25%左右。分市场来看，南京市场宴席消费中60%为洋河的产品；商超渠道中，天之蓝和国缘对开的销售量之比为8:1，梦3和国缘四开之比为2:1。虽然今世缘放量速度快，但多为库存放量而非消费放量，在宴席市场和商超市场这两个主要市场上的放量还是洋河占主导。在无锡、苏州等体量较大又有扩容基础的苏南城市，洋河同样具有体量优势，但由于基数较大增长较为缓慢，不过目前竞争对手基数较小并无强势品牌，这些地区或将成为公司省内增长突破口。
 - **海、天稳住基本盘，梦系列接力升级。**2015年以来，梦之蓝呈现爆发增长，2016-2018复合增速近50%；海、天2016-2018年复合增速为小双位数。实现梦系列产品的持续扩容将成为省内市场的主攻方向，而梦系列大单品的增长空间主要缘于三方面：一是海、天的消费群体主动升级；二是次高端行业扩容带来的行业红利；三是抢占竞品的市场份额。随着次高端市场竞争加剧，单纯由扩容带来的红利减少，梦系列将更加依靠产品的核心竞争力实现进一步增长。
- **省外市场：样板市场势头良好，重点加大次高端扩容**

 - 河南市场：发展迅猛，省外规模最大市场。**河南省人口基数大，白酒文化浓厚，主流消费价格带为100-300元，与海天价格带相符。河南拥有400亿元左右的巨大市场规模，但地产酒数量多规模小，不具备竞争力强的龙头企业，因此市场相对较为开放，区域壁垒弱，为洋河和古井贡酒等省外品牌留下了较为广阔的发展空间。

洋河将河南作为重点培育对象，通过与区域资源丰富的经销商合作开展团购业务和向终端送柜台、赠酒等方式进行营销工作，不断加强终端执行力。18年收入约36亿元，增速约20-25%。受益于消费升级，天之蓝和梦3将在河南市场迎来增长机遇。
 - 安徽市场：梦之蓝突破地产酒包围，成功卡位次高端。**安徽市场地产酒势力强劲，市场相对封闭，古井贡酒、口子窖等份额达到50%。徽酒主要占据50-300元价格带，而省外品牌在300元以上的次高端和高端市场更具备竞争力。

洋河在安徽市场采取“分公司+事业部”的运营模式，深耕渠道从地市级细化至县级市场。徽酒本地品牌在100-300元的价格带表现较为强势，而洋河在安徽主打300元以上的次高端梦系列，2018年，洋河在安徽市场销售规模达到18亿元，梦之蓝的增幅超过200%，安徽省内次高端的份额高达20%。
 - 山东市场：次高端跑马圈地，洋河表现优秀。**

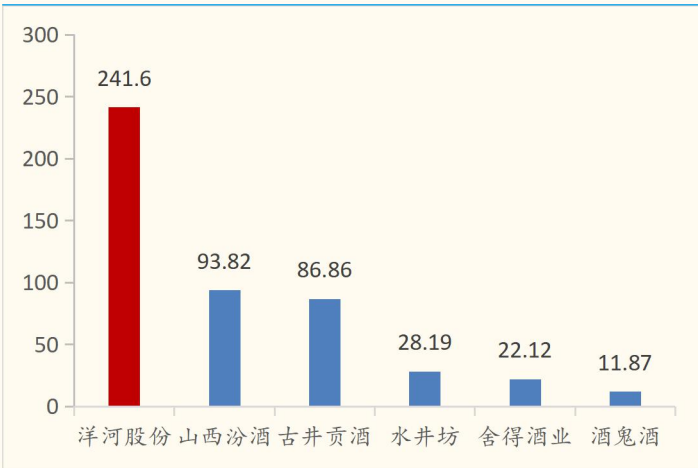
山东省作为白酒产销大省，白酒消费氛围浓厚。省会济南的主流价格带在100-200元，鲁西相对较低，鲁东如青岛等地相对较高。山东省地产酒盘踞百元中低端价格带，次高端和高端市场由全国化品牌主导，且市场份额持续提升。洋河在山东市场大力投入终端陈列、广告宣传等费用，打造高端品牌形象，18年实现收入25亿元，位列山东省第二名，其中以梦之蓝为代表的次高端产品增长快速。

- **展望未来：样板市场消费升级，浙江、福建、海南市场有望取得新突破。**洋河目前已经在河南、安徽、山东等样板市场取得一定成就，预期伴随消费升级趋势，在省外市场方面未来将主要以次高端扩容，梦系列增长为主，预计3-5年梦系列增长能达到20-25%。同时，洋河积极布局浙江、福建、海南等新省外市场，借鉴样板市场成功经验，在这些地区设立办事处和分公司。目前浙江市场已成为新晋十亿级市场；福建和海粤大区增长势头强劲，有巨大潜力向十亿级规模冲刺，期待其未来助力洋河取得全国化进程新突破。

4.5 同行对比：各项指标趋势良好

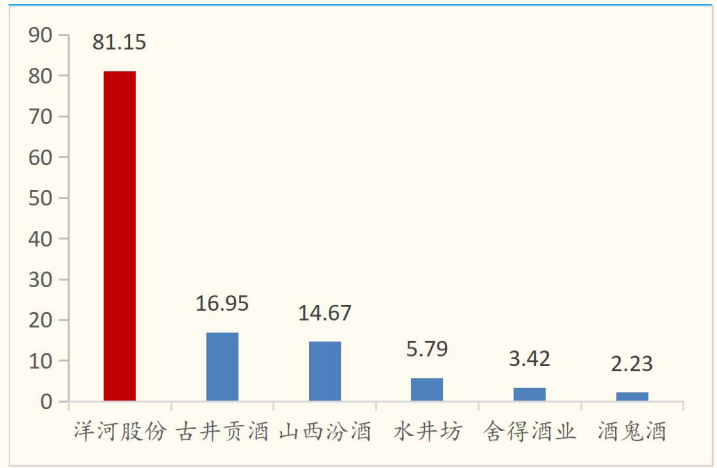
- 在三公消费、行业深度调整期之后，13、14年开始随着消费升级趋势，梦之蓝放量，洋河开启新一轮全国化。2018年，公司收入规模到达241.6亿元，为中国第三大白酒企业，排名仅次于贵州茅台和五粮液。同时，公司净利润明显高于其他次高端酒企。目前公司核心产品梦之蓝定位于次高端，2019年为应对次高端竞争格局的变化，公司重点升级产品结构，推出M6+。目前次高端正处于扩容式发展的窗口期，在这一价位的竞争将在很大程度上决定公司的未来发展，因此我们主要选取5家典型的次高端名优酒企（山西汾酒、古井贡酒、舍得酒业、水井坊、酒鬼酒）进行对比分析。

图表 33：2018 年次高端酒企营收对比（亿元）



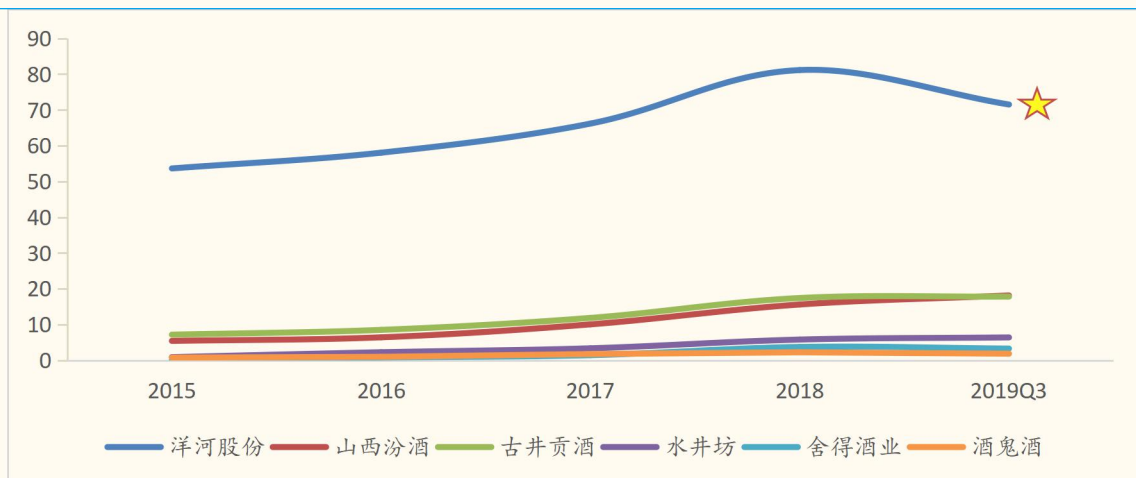
来源：Wind，国金证券研究所

图表 34：2018 年次高端酒企净利润对比（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

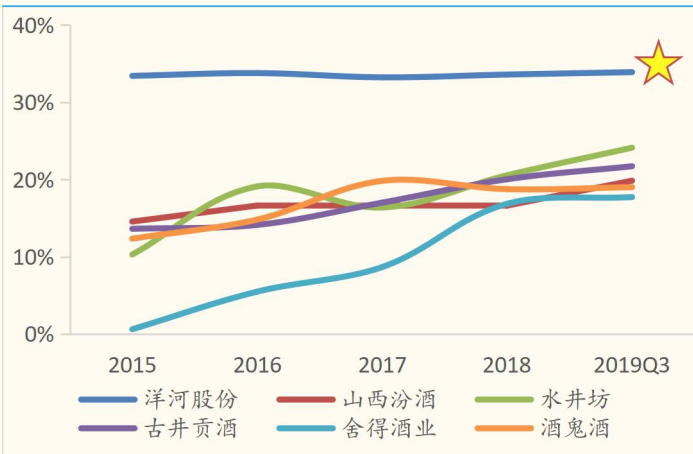
图表 35：2015-2019Q3 次高端酒企净利润对比（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

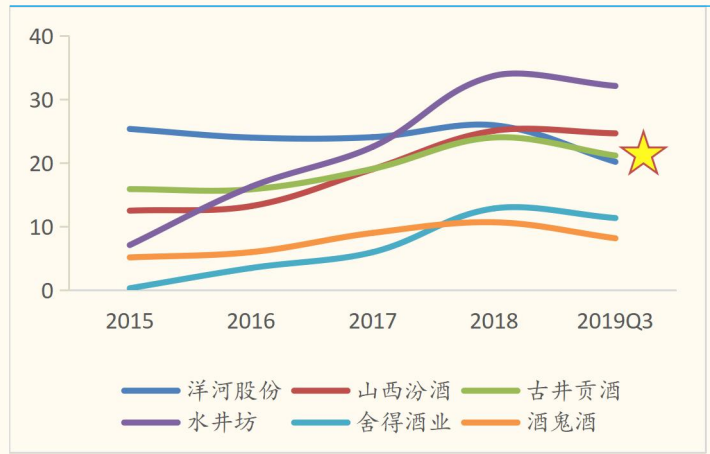
- 13-14 年行业深度调整以来公司盈利能力保持稳步增长态势，始终高于其他 5 家次高端酒企。15-18 年公司净利率分别为 33.42%/33.78%/33.23%/33.59%，18 年洋河净利率明显高于古井贡酒 (+20.04%)，水井坊 (20.55%)，酒鬼酒 (+18.76%)，舍得酒业 (16.86%)，山西汾酒 (+16.63)。此外，公司在 18 年净利润增速突破两位数，我们认为随着消费升级趋势不断加强，次高端产品梦之蓝持续放量，公司的净利润将迎来进一步增长，净利率的增长也更加具有持续性。
- 次高端酒企近三年 ROE 逐年提升，洋河 2018ROE 处于较高水平。2018 洋河 ROE (加权) 为 23.56%，仅次于水井坊 (35.27%) 和山西汾酒 (+25.59%)，高于古井贡酒 (+23.22%)，舍得酒业 (+11.1%)，酒鬼酒 (+9.38%)。

图表 36：2015-2019Q3 次高端酒企净利率对比



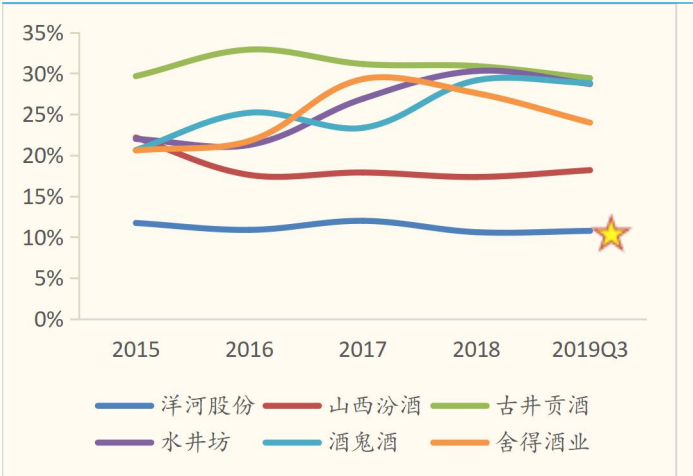
来源：Wind，国金证券研究所

图表 37：近五年次高端酒企 ROE 显著提升



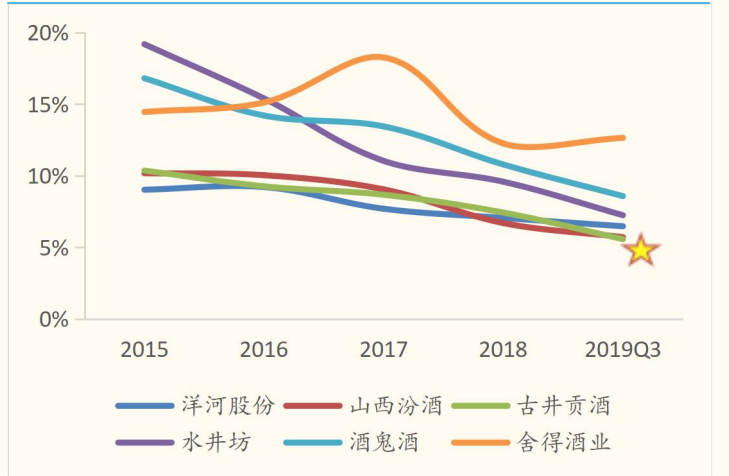
来源：Wind，国金证券研究所

图表 38：2015-2019Q3 次高端酒企销售费用率对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 39：2015-2019Q3 次高端酒企管理费用率对比

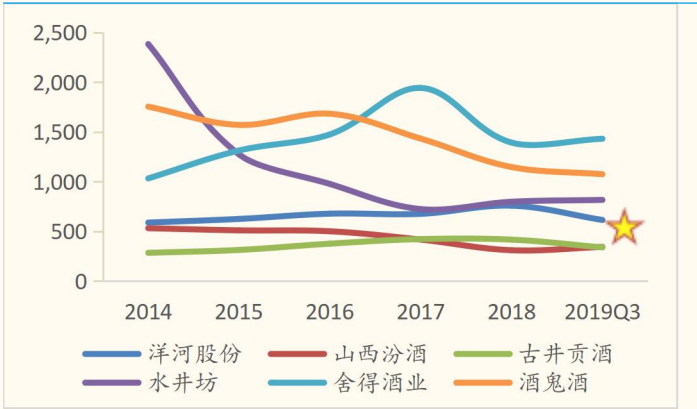


来源：Wind，国金证券研究所

- 销售费用率、管理费用率保持相对平稳，且处于行业较低水平。从费用端来看，公司销售费用率、管理费用率均处于行业较低水平。公司 14-18 年销售费用率分别为 11.45%/11.72%/10.88%/11.98%/10.60%，保持行业最低水平；管理费用率从 16 年的 9.21% 下降至 18 年的 7.05%，在 6 家酒企中处于较低水平，费用投放效率显著提升。
- 存货周转天数和资产负债率处于行业中游水平。18 年公司存货周转天数为 758.05 天低于舍得酒业 (1,392.11 天)，酒鬼酒 (1,146.50 天)，水井坊

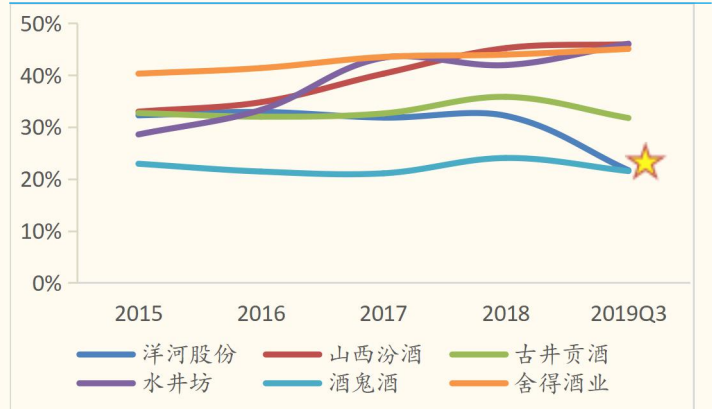
(723.47天)，但高于古井贡酒(416.57天)和山西汾酒(309.78天)。18年洋河资产负债率为32.16%，低于山西汾酒(45.20%)，舍得酒业(43.95%)，水井坊(41.93%)，古井贡酒(35.81%)，高于酒鬼酒(24.04%)。

图表 40：2015-2019Q3 次高端酒企存货周转天数对比(天)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 41：2015-2019Q3 次高端酒企资产负债率对比



来源：Wind，国金证券研究所

五、投资建议

- 白酒消费升级，次高端消费持续扩容，人均可支配收入增长，迎来白酒大众消费的时代。原来的三公消费群体转向消费升级所带来的商务、大众消费群体。2018年白酒消费结构中，个人消费占比提升至40%，商务消费占比提升至55%，白酒主流消费价格带上升加快，进一步推动行业复苏。
- 盈利预测假设如下：1) 价格假设：海之蓝、天之蓝预计价格相对稳定。公司19年底推出高端梦6+，价格提升100元左右，为公司战略大单品。20年，梦6+在局部市场放量，我们预测21年有望全面替代梦6，推动梦系列整体吨价提升。2) 销量假设：海天渠道利润回升，销量有望实现稳步增值。随着次高端扩容，梦6+推广，整体梦系列有望加速放量。区域布局看，公司未来有望加快开发省外潜力市场，例如海南、福建、浙江等。3) 费用率假设：产品结构提升明显，毛利率呈上升趋势。随着产品深度分销，渠道高效运作，费用端，销售费用率、管理费用率有望下降，未来净利率有望提升，费用率改善推动业绩增长。
- 盈利预测：预计2019-2021年收入244.71/260.04/286.45亿元，同比+1.3%/+6.3%/+10.2%；归母净利润分别为82.35/88.66/98.72亿元，同比+1.48%/+7.66%/+11.35%；对应EPS分别为5.47/5.88/6.55元，参考次高端行业估值中枢和洋河的龙头地位，给予公司20年23倍市盈率，目标价135.24元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 42：洋河产品结构分拆

年份	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入合计(百万元)	17,183	19,918	24,122	24,471	26,004	28,645
白酒业务	16,897	19,656	23,871	24,246	25,790	28,439
梦之蓝	2,748	4,169	6,087	7,548	9,283	11,326
YOY		51.71%	46.01%	24.00%	22.99%	22.01%
天之蓝	4,413	4,943	5,635	5,691	5,862	6,096
YOY		12.01%	14.00%	0.99%	3.00%	3.99%
海之蓝	5,129	5,642	7,141	7,486	8,019	8,757
YOY		10.00%	26.57%	4.83%	7.12%	9.20%
其他	4,607	4,903	5,009	3,522	2,626	2,260
销量(吨)						
梦之蓝	2,987	4,435	6,340	7,548	8,841	10,203

天之蓝	10,507	11,768	13,104	12,934	13,322	13,855
海之蓝	30,171	33,188	42,006	41,589	44,550	48,650
价格(万元/吨)						
梦之蓝	92	94	96	100	105	111
天之蓝	42	42	43	44	44	44
海之蓝	17	17	17	18	18	18
毛利率(%)						
梦之蓝	73	74	75	76	77	78
天之蓝	65	65	66	67	67	68
海之蓝	61	61	61	62	62	62

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 43: 可比公司估值分析

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)			PB (倍)	EPS CAGR (%)	PEG (倍)
				2018	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E			
000596	古井贡酒	123.35	553.96	3.37	4.61	5.30	6.30	27	23	20	7.23	20%	1.55
000799	酒鬼酒	33.24	114.46	0.69	0.89	1.35	1.88	44	29	21	4.67	40%	0.58
603589	口子窖	46.35	277.62	2.55	3.04	3.53	4.09	18	15	13	4.24	17%	0.94
600809	山西汾酒	87.40	859.33	1.69	2.32	2.74	3.35	37	30	25	10.50	23%	1.67
600702	今世缘	29.80	375.00	0.92	1.15	1.41	1.70	26	21	18	3.11	23%	0.81
600779	水井坊	46.56	284.72	1.19	1.57	1.82	2.20	30	26	21	11.78	19%	1.60
	平均	61.12	410.85	1.74	2.26	2.69	3.25	30	24	20	6.92	24%	1.19
	中值	46.46	329.86	1.44	1.95	2.28	2.78	28	24	20	5.95	21%	1.25
002304	洋河股份	103.31	1549.64	5.38	5.47	5.88	6.55	19	18	16	4.29	7%	2.51

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 洋河股份、山西汾酒、古井贡酒、酒鬼酒为国金证券研究所预期, 其余为 Wind 一致预期)

六、风险提示

- **食品安全风险:** 公司产品的市场知名度和美誉度较高, 若不法之徒为了追求暴利, 生产销售假冒伪劣产品, 存在食品安全隐患。
- **宏观经济下行的风险:** 高端白酒消费受宏观经济影响较大, 若整体经济下行, 消费疲软, 预计会对公司业绩造成一定的冲击。
- **行业竞争加剧风险:** 长远来看, 随着白酒行业集中度提高, 白酒企业竞争将更加激烈。若公司改革不及预期, 将对公司的行业竞争能力带来负面影响, 从而影响公司业绩。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	17,183	19,918	24,160	24,471	26,004	28,645	货币资金	2,457	1,751	3,615	3,051	4,502	5,946
增长率		15.9%	21.3%	1.3%	6.3%	10.2%	应收款项	273	278	296	305	326	357
主营业务成本	-6,203	-6,681	-6,353	-6,900	-7,280	-7,913	存货	12,222	12,862	13,892	14,178	15,058	16,476
%销售收入	36.1%	33.5%	26.3%	28.2%	28.0%	27.6%	其他流动资产	10,373	13,635	18,071	19,569	21,073	23,079
毛利	10,980	13,237	17,807	17,571	18,725	20,732	流动资产	25,325	28,527	35,875	37,103	40,958	45,858
%销售收入	63.9%	66.5%	73.7%	71.8%	72.0%	72.4%	%总资产	65.3%	65.9%	72.4%	71.4%	72.3%	73.1%
营业税金及附加	-310	-1,152	-3,770	-3,304	-3,485	-3,810	长期投资	1,479	3,462	2,723	3,723	4,723	5,523
%销售收入	1.8%	5.8%	15.6%	13.5%	13.4%	13.3%	固定资产	8,515	8,485	7,988	8,316	8,369	8,418
销售费用	-1,869	-2,387	-2,561	-2,618	-2,730	-2,979	%总资产	21.9%	19.6%	16.1%	16.0%	14.8%	13.4%
%销售收入	10.9%	12.0%	10.6%	10.7%	10.5%	10.4%	无形资产	1,913	1,931	2,059	2,123	2,185	2,246
管理费用	-1,582	-1,532	-1,704	-1,713	-1,768	-1,919	非流动资产	13,479	14,732	13,689	14,882	15,727	16,907
%销售收入	9.2%	7.7%	7.1%	7.0%	6.8%	6.7%	%总资产	34.7%	34.1%	27.6%	28.6%	27.7%	26.9%
研发费用	0	0	-28	-24	-26	-29	资产总计	38,804	43,258	49,564	51,985	56,685	62,765
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	7,219	8,165	9,743	9,912	10,715	11,995	应付款项	10,464	10,939	12,187	10,800	10,940	11,618
%销售收入	42.0%	41.0%	40.3%	40.5%	41.2%	41.9%	其他流动负债	1,973	2,499	3,441	3,108	3,323	3,675
财务费用	9	34	65	29	8	38	流动负债	12,437	13,439	15,628	13,908	14,262	15,293
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.1%	0.0%	-0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-48	-23	-1	0	0	0	其他长期负债	330	324	311	437	437	437
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	12,767	13,763	15,939	14,345	14,699	15,730
投资收益	547	624	918	950	980	980	普通股股东权益	26,053	29,515	33,645	37,660	42,005	47,055
%税前利润	7.1%	7.1%	8.5%	8.7%	8.3%	7.5%	其中：股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507
营业利润	7,727	8,836	10,814	10,951	11,775	13,098	未分配利润	23,049	26,512	30,784	34,800	39,145	44,195
营业利润率	45.0%	44.4%	44.8%	44.7%	45.3%	45.7%	少数股东权益	-16	-20	-20	-20	-20	-20
营业外收支	34	11	26	30	30	30	负债股东权益合计	38,804	43,258	49,564	51,985	56,685	62,765
税前利润	7,761	8,848	10,839	10,981	11,805	13,128	比率分析						
利润率	45.2%	44.4%	44.9%	44.9%	45.4%	45.8%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-1,956	-2,229	-2,724	-2,745	-2,940	-3,256	每股指标						
所得税率	25.2%	25.2%	25.1%	25.0%	24.9%	24.8%	每股收益	3.867	4.398	5.385	5.465	5.883	6.551
净利润	5,805	6,619	8,115	8,235	8,866	9,872	每股净资产	17.288	19.585	22.326	24.991	27.874	31.224
少数股东损益	-22	-8	0	0	0	0	每股经营现金净流	4.914	4.568	6.010	4.057	5.833	5.927
归属于母公司的净利润	5,827	6,627	8,115	8,235	8,866	9,872	每股股利	2.100	2.550	3.200	2.800	3.000	3.200
净利率	33.9%	33.3%	33.6%	33.7%	34.1%	34.5%	回报率						
							净资产收益率	22.37%	22.45%	24.12%	21.87%	21.11%	20.98%
							总资产收益率	15.02%	15.32%	16.37%	15.84%	15.64%	15.73%
							投入资本收益率	20.72%	20.70%	21.69%	19.68%	19.10%	19.12%
							增长率						
							主营业务收入增长率	7.04%	15.92%	21.30%	1.29%	6.26%	10.16%
							EBIT增长率	13.19%	13.11%	19.33%	1.73%	8.11%	11.95%
							净利润增长率	8.61%	13.73%	22.45%	1.48%	7.66%	11.35%
							总资产增长率	14.60%	11.48%	14.58%	4.89%	9.04%	10.73%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
							存货周转天数	686.8	685.2	768.5	750.0	755.0	760.0
							应付账款周转天数	46.6	51.8	68.2	70.0	72.0	74.0
							固定资产周转天数	169.3	151.2	118.3	121.3	115.6	106.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-9.43%	-5.94%	-10.75%	-14.75%	-17.87%	-20.08%
							EBIT利息保障倍数	-806.9	-240.8	-149.6	-341.9	-1,312.9	-314.6
							资产负债率	32.90%	31.82%	32.16%	27.59%	25.93%	25.06%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	7	9	50
增持	0	0	1	1	20
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.13	1.10	1.33

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH