

谨慎推荐（首次）

深度调整，重拾势能

风险评级：中风险

洋河股份（002304）深度报告

2020年4月30日

投资要点：

黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

S0340512090001

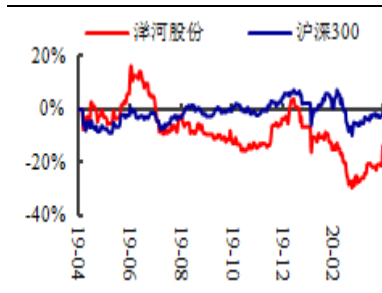
电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

主要数据 2020年4月30日

收盘价(元)	98.44
总市值(亿元)	1483.48
总股本(亿股)	15.07
流通股本(亿股)	12.49
ROE(TTM)	18.41%
12月最高价(元)	133.58
12月最低价(元)	80.34

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **全国化深度推进，省外市场快速拓展。**公司拥有一支行业内最庞大的营销团队，营销网络已经渗透到全国各个地级县市，渠道的高速通路已经基本搭建完毕，为未来的市场拓展和品类延伸奠定坚实的基础。洋河在省内市场具有绝对的垄断地位，在省内市场趋于饱和的情况下已难以维持省内收入的高增长。早于2012年就在省外实施“新江苏市场战略”助跑全国化进程。2015-2018年洋河在省外市场的营收增速维持在20%以上，明显高于省内市场的营收增速。省外市场的营收占比从2014年的35%持续稳步上升至2019年的52%，2019年省外市场的营收首次超越省内市场。
- **迎合消费升级，紧抓次高端扩容机遇。**过去三年次高端白酒规模迎来了快速发展阶段，次高端上市公司三年收入复合增长率达20%。江苏是白酒产销大省，全国白酒消费核心市场之一，白酒消费升级领先全国。从近年来江苏白酒地产龙头洋河和今世缘的产品结构变化趋势可以推断出江苏白酒消费升级的趋势明显，白酒消费的主流价位带逐步向300元以上转移。
- **省内垄断地位凸显，全国化挤占次高端蓝海。**近两年江苏白酒市场的竞争态势有所加剧，但洋河在江苏市场的市占率稳居第一，基本占领苏酒的半壁江山。全国范围内次高端白酒行业集中度明显低于高端白酒，可以说次高端市场尚属于蓝海，洋河正在推进全国化战略有望挤占更多市场份额。
- **短期业绩承压，静待拐点。**公司2019年实现营收231.26亿元，同比下降4.28%，归母净利润73.83亿元，同比下降9.02%。营收和净利润出现双下滑，是五年来首次。虽然业绩增速呈现放缓，但公司的营收和利润规模仍然稳居行业第三。业绩增速出现放缓，主要是公司目前处于营销转型期，由于主动控货稳价等因素导致。公司原本预计到2020年下半年会逐步显现调整效果，但受年初突如其来新冠疫情的影响，调整期可能还会继续延长。
- **投资建议：给予谨慎推荐评级。**预计公司2020-2022年EPS分别为5.04元、5.58元、6.26元，对应PE分别为20倍、18倍、16倍。公司目前处于营销转型期，深度调整后有望重拾势能。次高端市场尚属蓝海，未来扩容趋势性强，公司作为次高端领域头部企业，市场竞争力足，全国化进程持续推进，未来成长潜力仍大。目前估值尚低，中长期配置价值凸显，首次覆盖，给予谨慎推荐评级。
- **风险提示：**经济下行风险、需求不达预期、市场竞争加剧。

目 录

1.公司概况：江苏省白酒龙头	4
1.1 公司简介：绵柔鼻祖	4
1.2 股权结构优化激励充分	4
1.3 产品结构持续升级	5
1.4 品牌塑造提升市场影响力	7
2.全国化深度推进，省外市场快速拓展	8
2.1 渠道营销模式持续创新	8
2.2 营销渠道持续深化	9
2.3 新江苏市场战略助跑全国化进程	10
2.4 省外市场拓展持续推进，占比首超省内	11
3.迎合消费升级，紧抓次高端扩容机遇	12
3.1 次高端白酒扩容趋势强	12
3.2 江苏白酒消费升级领先全国	13
3.3 洋河白酒档次上升，提价促盈利向上	14
4.省内垄断地位凸显，全国化挤占次高端蓝海	15
4.1 洋河是江苏白酒龙头，省内垄断地位凸显	15
4.2 洋河推进全国化挤占次高端蓝海	17
5.财务分析：短期业绩承压，静待拐点	18
5.1 营收和利润规模稳居行业第三	18
5.2 毛利率上行，净利率稳定	18
5.3 预收款和现金流持续攀升	19
6.盈利预测与投资建议	19
7.风险提示	20

插图目录

图 1：公司股权结构图	4
图 2：公司两次改制后的股权结构	5
图 3：2018 年公司产品结构	7
图 4：2018 年海天梦占蓝色经典系列比例	7
图 5：公司持续强化深度分销	9
图 6：公司与同行销售人员数量及占比	9
图 7：公司广告宣传推广费逐年提高	10
图 8：广告宣传推广费占销售费用比例攀升	10
图 9：洋河新江苏市场数量	10
图 10：公司省内外市场营收增长趋势	11
图 11：公司省内外市场营收占比趋势	11
图 12：海天梦产品省内外占比结构图	12
图 13：次高端品牌公司白酒销量增长	12
图 14：次高端品牌公司白酒收入增长	12
图 15：不同档次白酒市场份额变化趋势	13
图 16：江苏白酒产量位列全国第二	13
图 17：江苏白酒市场规模位居前列	13

图 18：江苏居民人均可支配收入高于全国平均	14
图 19：江苏居民人均消费支出高于全国平均	14
图 20：洋河产品结构变化趋势	14
图 21：今世缘产品结构变化趋势	14
图 22：公司白酒销量	15
图 23：公司白酒吨售价	15
图 24：江苏白酒市场消费档次格局	16
图 25：江苏省白酒市场格局	16
图 26：江苏省次高端白酒市场格局	16
图 27：我国高端品牌白酒市场占比	17
图 28：我国次高端品牌白酒市场占比	17
图 29：公司近十年收入和净利润增长趋势	18
图 30：公司全国市占率	18
图 31：公司盈利能力指标趋势	19
图 32：公司期间费用率趋势	19
图 33：预收款和经营现金流净额	19
图 34：现金分红率	19
图 35：洋河股份 PE-Band	20

表格目录

表 1：公司不同档次产品布局概况	6
表 2：洋河历年提升品牌影响力参与的重大活动	7
表 3：2019 全球最有价值烈酒品牌排行榜	8
表 4：公司历年白酒销售情况	15
表 5：江苏省白酒市场不同价位带主要品牌分布	17
表 6：公司利润预测表	21

1.公司概况：江苏省白酒龙头

1.1 公司简介：绵柔鼻祖

洋河是全国大型白酒生产企业，位于我国白酒之都——江苏省宿迁市，坐拥“三河两湖一湿地”，是与苏格兰威士忌产区、法国干邑产区齐名的世界三大湿地名酒产区之一，是江苏省唯一一个没有酸雨的天然氧吧，成就洋河酿酒的风水宝地。

2011年洋河实现对双沟酒业100%控股后，进一步巩固了公司在江苏市场的竞争力。

公司下辖洋河、泗阳、双沟三大酿酒生产基地，总占地面积10平方公里，拥有洋河、双沟两个中国名酒，两个中华老字号，洋河、双沟、蓝色经典、珍宝坊、梦之蓝、苏等六枚中国驰名商标，在全国享有较高的品牌知名度和美誉度。

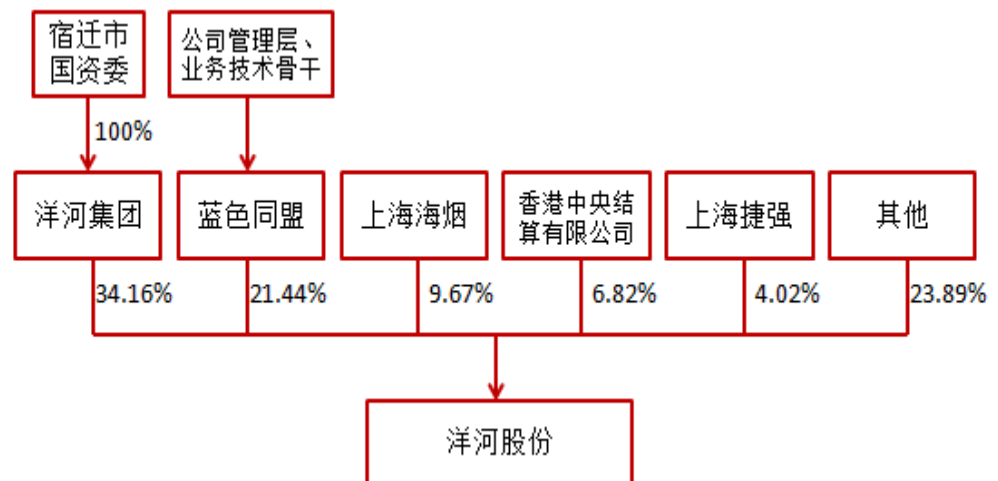
2003年起，公司在洋河大曲的基础上塑造了洋河蓝色经典品牌。并于当年首创“绵柔型白酒”质量新风格，这是洋河产品差异化的定位。2008年，“绵柔型”作为白酒的特有类型被写入国家标准，公司被誉为“绵柔鼻祖”。

1.2 股权结构优化激励充分

目前洋河的实际控制人是江苏宿迁市国资委，第一大股东是洋河集团，截至2020年一季度末，洋河集团持有公司股份的比例是34.16%。第二大股东蓝色同盟是管理层、业务及技术骨干的持股平台，持股比例21.44%。上海海烟和上海捷强是公司的经销商持股平台。

目前洋河股份由政府、管理层及核心骨干、经销商三方共同持股，管理层、业务技术骨干、经销商和股东利益充分绑定，激励到位，公司长期发展的动力足。

图 1：公司股权结构图



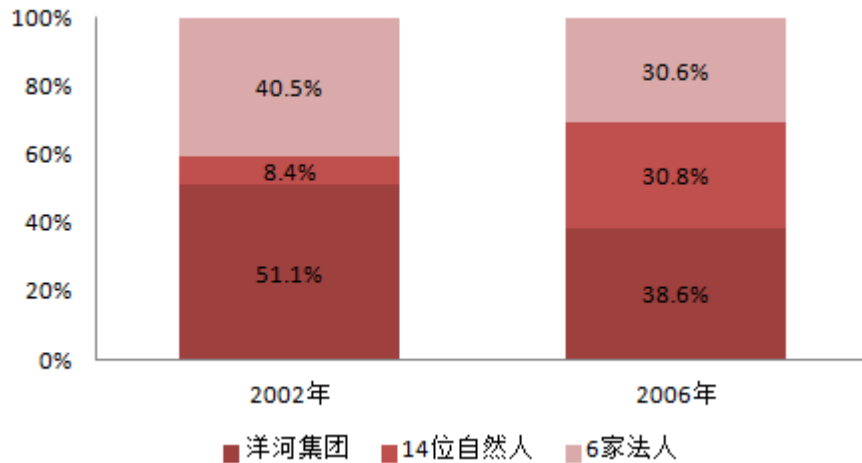
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

洋河股权结构优化的历史沿革：洋河是白酒行业进行国企改革的先行者，进行过2次重要改制，通过2002年改制和2006年增资扩股进行股权结构方面的调整，为公司过去十多年的发展提供了重要的动力。

第一次改制于2002年，由洋河集团作为主要发起人，联合上海海烟、上海捷强等6家法人和洋河集团经营层成员14位自然人共同发起设立了江苏洋河酒厂股份有限公司。其中洋河集团持股51%，14位自然人股东合计持股8.4%，其出资来自于个人资金和集团奖金。这次改制实现了产权改制，将公司由独资公司转变为国有控股公司，改变了当时机制僵硬、效率低下、规模难扩张的局面。

第二次改制于2006年，公司为调动管理层积极性，向管理层、业务和技术骨干实施增资扩股，全部由经营层成员、业务和技术骨干等自然人出资设立的蓝天贸易（持股12.61%）和蓝海贸易（持股11.83%）成为新股东。这次实施股权激励，改革后管理层及核心骨干持股比例达到30.8%，国资控股比例下降到38.6%，实现了股权结构的再度优化。

图 2：公司两次改制后的股权结构



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

1.3 产品结构持续升级

公司产品线丰富，囊括全档次。洋河和双沟是公司旗下两大品牌，洋河强调全国定位，双沟更注重省内布局。2003年起公司在传统产品洋河大曲的基础上顺应市场消费升级的需求，推出中高端洋河蓝色经典系列产品海、天、梦。

目前产品线主要包括洋河蓝色经典、洋河大曲、双沟珍宝坊、双沟苏酒、双沟大曲等绵柔型系列白酒，囊括了高端、次高端、中端、低端全档次的产品序列。

表 1：公司不同档次产品布局概况

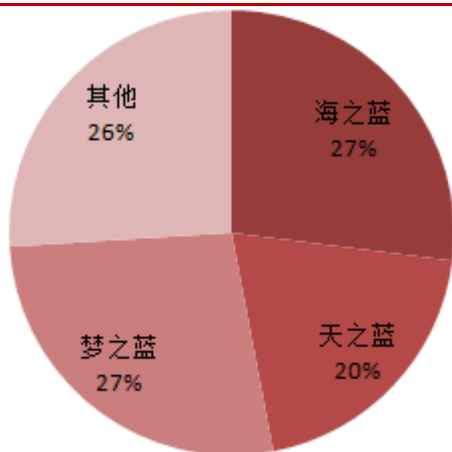
档次	品牌	系列	产品	价格区间	
高端	洋河	蓝色经典	梦9	600元以上	
			梦之蓝手工班		
			梦6（梦6+）		
	双沟	苏酒	微分子		大V
			珍宝坊		帝坊
			苏酒		头排酒
次高端	洋河	蓝色经典	绿苏	300-600元	
			梦3		
			梦1		
			天之蓝		
	双沟	苏酒	遥之蓝（电商）		
			微分子		小V
中端	洋河	蓝色经典	无忌	100-300元	
			海之蓝		
			高之蓝（电商）		
	双沟	苏酒	邃之蓝（电商）		
			珍宝坊		圣坊
			苏酒		君坊
低端	洋河	洋河大曲	普苏	100元以下	
			青瓷		
			蓝瓷		
			小蓝		
	双沟	柔和双沟	天蓝		
			敦煌大曲		绿敦煌
			金敦煌		
			金、银、红		

数据来源：东莞证券研究所整理

蓝色经典系列是洋河的核心大单品。海、天、梦是洋河蓝色经典系列的三大主力单品，分别定位中端、次高端、高端。2018年蓝色经典系列的销量占公司产品总销量的1/3左右，但蓝色经典系列的营收占比高达75%。

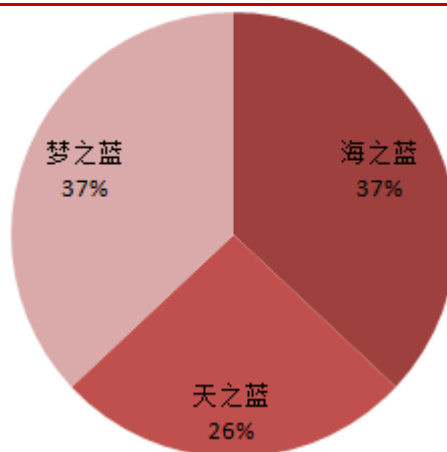
近年来公司产品结构升级的趋势明显，以梦之蓝为代表的次高端及高端产品保持量价齐升的持续增长，2018年增速约50%，占公司销售总额的比例接近30%。而海之蓝和天之蓝处于新老产品过渡阶段，增速有所放缓。海、天、梦产品的营收占总营收的比例大约分别为27%、20%、27%，而海、天、梦占蓝色经典系列的比例大约分别为37%、26%、37%。

图 3：2018 年公司产品结构



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 4：2018 年海天梦占蓝色经典系列比例



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

重点发展次高端，积极布局高端。蓝色经典系列作为洋河的核心大单品，预计仍将是公司未来主力打造的产品。从未来几年看，海之蓝价位将是全国县区、乡镇市场的核心价位段；天之蓝价位将是大众商务消费和宴会的核心价位段，是公司保持稳定增长和份额的重要部分；梦之蓝则将是拉动公司增长的主导品牌。公司正在强化高端的布局，2019 年推出全新的梦 6+ 取替梦 6，并通过打造梦 9 和梦之蓝手工班为代表的高端品牌，进一步拉升梦之蓝高端品牌的形象。

1.4 品牌塑造提升市场影响力

公司多年来重视品牌故事的宣传和品牌价值的提升。“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”、“中国梦·梦之蓝”等广告语较为经典，彰显了高端大气的品牌内涵。为提升品牌影响力，公司积极参与国际国内重大活动，提高出镜率，还通过“洋河 1949 献礼祖国”、“封藏大典”、“谷雨论坛”、“中国头排酒开窖节”等创意营销方式加强与消费者的互动。

表 2：洋河历年提升品牌影响力参与的重大活动

时间	活动
2019 年	梦 6+ 全新 TVC 登陆央视及各大媒体
2018 年	梦 9 作为青岛上合组织峰会官方指定用酒
2017 年	“中国梦·梦之蓝”在国家大剧院新年音乐会上奏响最强音、梦之蓝冠名博鳌高端峰会、“蓝色经典 梦之蓝”牵手中超联赛、梦之蓝冠名央视大型诗词文化音乐节目《经典咏流传》
2016 年	“梦之蓝”牵手腾讯为中国奥运军团加油、郑州东站“梦之蓝号高铁列车”启航、冠名“蒙面唱将”年终盛典
2015 年	为“南马”助跑，洋河舞动“健康”大旗
2012 年	“蓝色经典·天之蓝”冠名 CCTV 青年歌手电视大奖赛、冠名 CCTV 相声大赛
2011 年	洋河独家冠名“CCTV 中国经济年度人物评选”和“CCTV 感动中国年度人物评选”

2009年 洋河以“海天梦想，中国力量”口号冠名央视60周年国庆大典直播

资料来源：东莞证券研究所整理

经过多年的投入和建设，洋河的品牌认知度和品牌价值持续提升。2019年公司以90.6亿美元入选世界知名品牌价值研究机构Brand Finance发布的“2019全球烈酒品牌价值50强”排名全球第三，仅次于我国白酒高端品牌茅台、五粮液。

表 3：2019 全球最有价值烈酒品牌排行榜

排名	品牌	所在地	品牌价值(亿美元)	所属集团
1	茅台	中国	304.70	贵州茅台集团
2	五粮液	中国	160.38	五粮液集团
3	洋河	中国	90.60	苏酒集团
4	泸州老窖	中国	53.71	泸州老窖集团
5	尊尼获加	英国	46.44	帝亚吉欧
6	杰克丹尼	美国	43.35	百富门
7	轩尼诗	法国	38.69	LVMH 集团
8	百加得	古巴	36.57	百加得集团
9	斯米诺伏特加	俄罗斯	34.97	帝亚吉欧
10	古井贡酒	中国	27.03	古井集团

资料来源：互联网，东莞证券研究所

2.全国化深度推进，省外市场快速拓展

2.1 渠道营销模式持续创新

公司根据发展阶段和战略布局的不同，先后推出了多样化的营销模式，包括厂商“1+1”、“盘中盘”、“4×3”、“522 极致化工程”等。持续创新的渠道营销模式凸显了公司的渠道优势，为公司过去几年实现产品销售的快速增长发挥了重要作用。

厂商“1+1”营销模式：厂家与经销商合作开发终端市场，即厂家直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商负责物流和资金周转。这种模式实现渠道深度扁平化，厂家控制终端的能力较强，属于控价模式，同时简化了经销商的盈利模式。

酒店“盘中盘”模式：以核心酒店为营销起点，强调的是动员其力量将产品推荐给核心消费者，并逐渐在目标消费群中形成强烈的消费偏好，以核心消费者的“小盘”带动整个目标消费群的“大盘”。

“4×3”后终端模式：在优化“盘中盘”模式的基础上，对后终端营销模式进行了一定的升级，保持目标消费群不变，主要面向中高端消费者，但在核心酒店费用过高的情况下，改为开发各区域的核心企事业单位。具体措施包括：三方（集团消费、核心酒店、

媒体公关）联动；三位（重点客户部、酒店部、品牌推广部）一体；三大标准（选择经销商的标准：品牌理念合一、社会公关能力强、资金实力强）；三者关系（厂家与经销商明确之间的责任、权利、义务关系）。

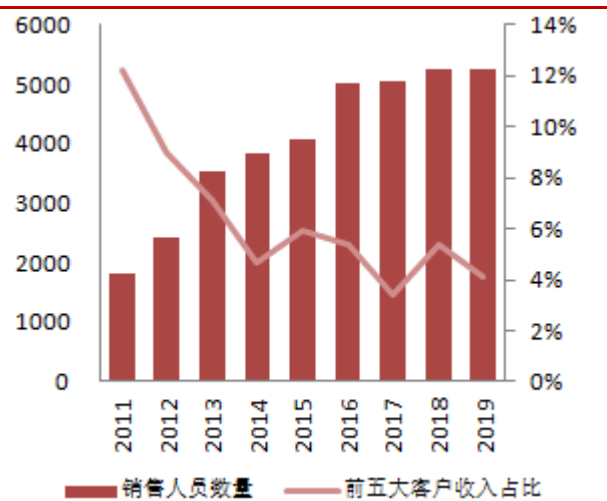
“522 极致化工程”：在“4×3”营销模式的基础上，把握消费升级大趋势，结合“新江苏市场”省外扩张战略，提出了更细致的“522 极致化工程”。强调“五个”极致化目标，即氛围营造极致化、商务团购极致化、家宴市场极致化、新江苏打造极致化和消费升级细致化。“两个”极致化转型，即互联网极致化和市场投入转型。“两个”极致化保障，即机制保障和组织保障。“522 极致化工程”更加精细化公司的营销管理，让洋河继续保持在行业内营销端的优势。

2.2 营销渠道持续深化

公司拥有一支行业内最庞大的营销团队，营销网络已经渗透到全国各个地级县市，渠道的高速通路已经基本搭建完毕，为未来的市场拓展和品类延伸奠定坚实的基础。目前公司销售人员有 5259 人，销售人员数量远超同行水平，销售人员数量占比处于同行第一位，占比达 34.4%。与近万家经销商合作（省外占比 70%左右），拥有 3 万多名地面推广人员。

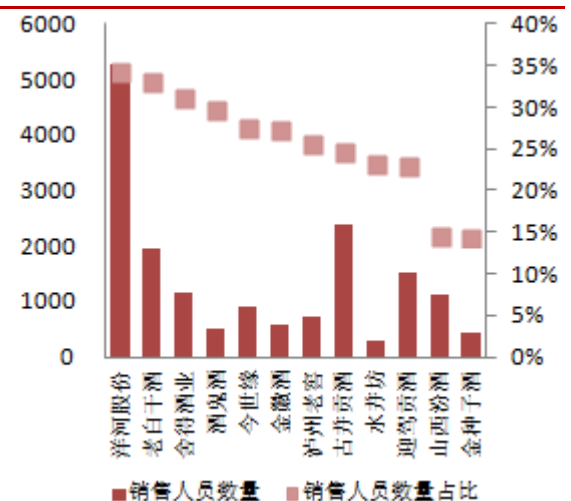
由于洋河对营销渠道的持续深化，近几年前五大客户的收入占比呈持续下降的趋势，2019 年占比下降至 4.11%。

图 5：公司持续强化深度分销



数据来源：Wind，东莞证券研究所

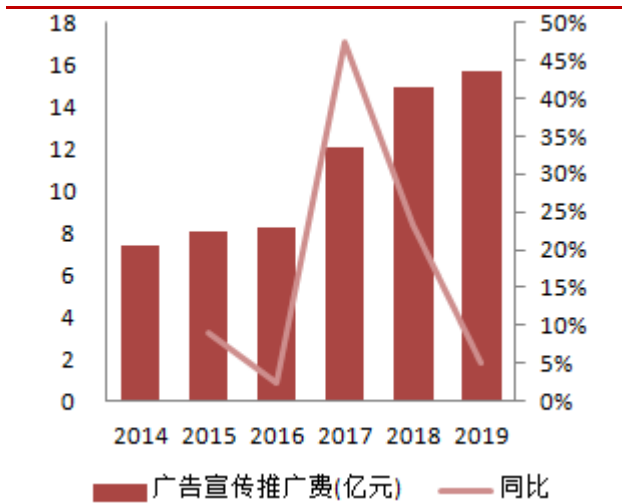
图 6：公司与同行销售人员数量及占比



数据来源：Wind，东莞证券研究所

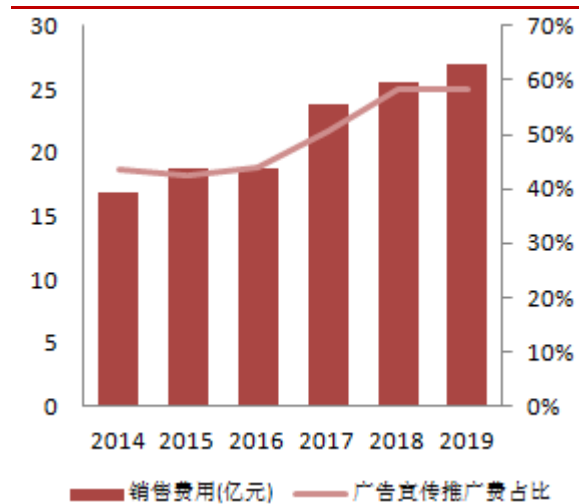
为提高品牌的市场知名度和影响力，向全国化迈进，过去五年公司支出的广告宣传推广费逐年提高，年复合增长 16.35%。广告宣传推广费占销售费用的比例也呈持续攀升的趋势。

图 7：公司广告宣传推广费逐年提高



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 8：广告宣传推广费占销售费用比例攀升



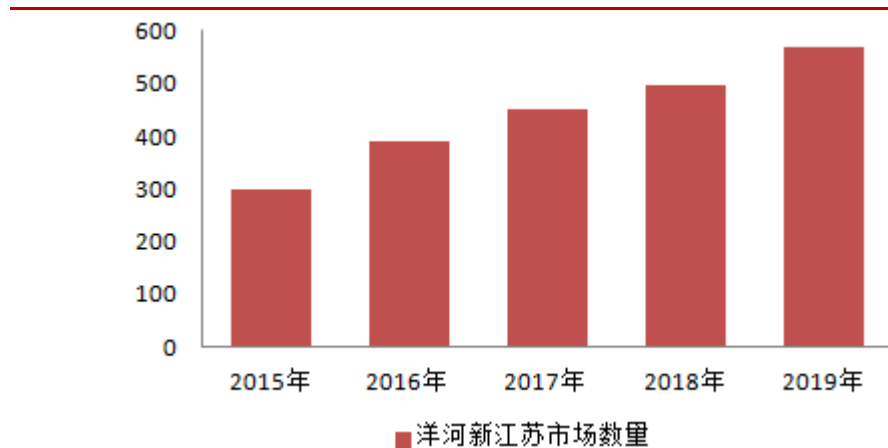
数据来源：Wind，东莞证券研究所

2.3 新江苏市场战略助跑全国化进程

早在 2012 年公司就在省外实施“新江苏市场战略”，主要是针对江苏周边基础较好、销量较大的市县一级市场，推行在江苏市场验证过的成熟做法，给予重点关注和资源倾斜，以促进其更快发展，并实现对于周边市场的发展带动。主要采取的是“5（上海、安徽、浙江、河南、山东）+2（河北、湖北）”市场策略，包括江苏省在内的以上省份属于我国白酒的核心消费区域，其白酒市场容量估算超过全国总量的 30%。

自 2015 年以来，新江苏市场数量每年在稳步增长，销售占比也在持续扩大。2018 年新江苏市场 495 个，增速高于省外平均增速，占省外市场营收的比重超过 70%，2019 年新江苏市场数量已达到 570 个。

图 9：洋河新江苏市场数量



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

目前洋河在人口基数大，白酒文化浓厚，但地产酒薄弱的河南市场发展最为迅猛，河南是洋河首个销售突破 10 亿元的省外市场，也是目前公司营收规模最大的省外市场，2018

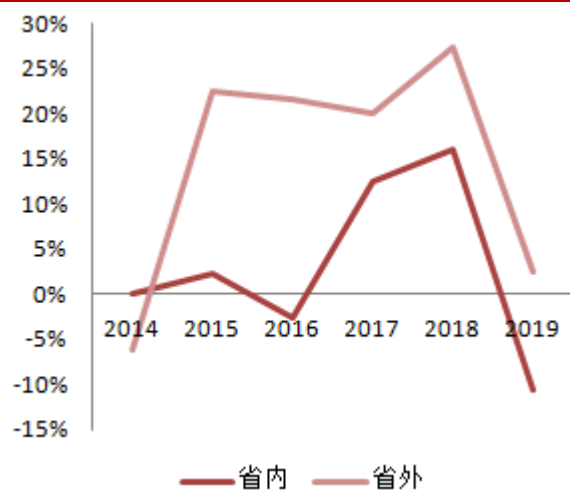
年河南市场销售额达 35 亿元以上。此外，山东、安徽、浙江市场的发展势头良好，销售额均突破 10 亿元，其中山东市场销售额 25 亿元，安徽市场近 20 亿元，浙江市场跨入 10 亿元阵列。借鉴新江苏市场开拓的成功经验，期待洋河在全国化进程中取得新突破。

2.4 省外市场拓展持续推进，占比首超省内

洋河在省内市场具有绝对的垄断地位，在省内市场趋于饱和的情况下已难以维持省内收入的高增长。2015-2018 年洋河在省外市场的营收增速维持在 20% 以上，明显高于省内市场的营收增速。2019 年在公司控货稳价的深度调整中，整体营收增速放缓，省内销售增速下滑至 -11%，省外市场仍有 2.38% 的小幅增长。

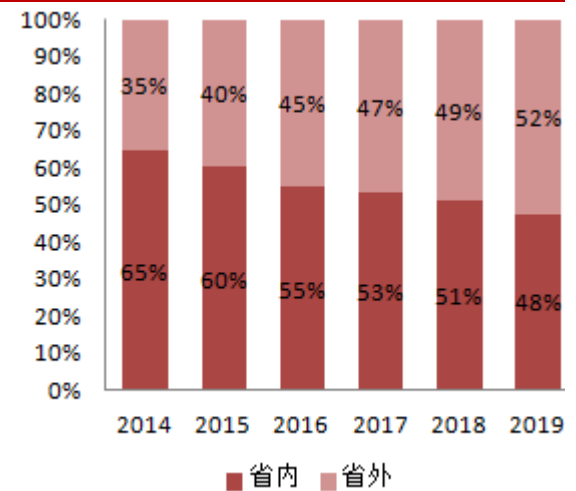
同时省外市场的营收占比不断提升，从 2014 年的 35% 持续稳步上升至 2019 年的 52%，2019 年省外市场的营收首次超越省内市场。

图 10：公司省内外市场营收增长趋势



数据来源：Wind，东莞证券研究所

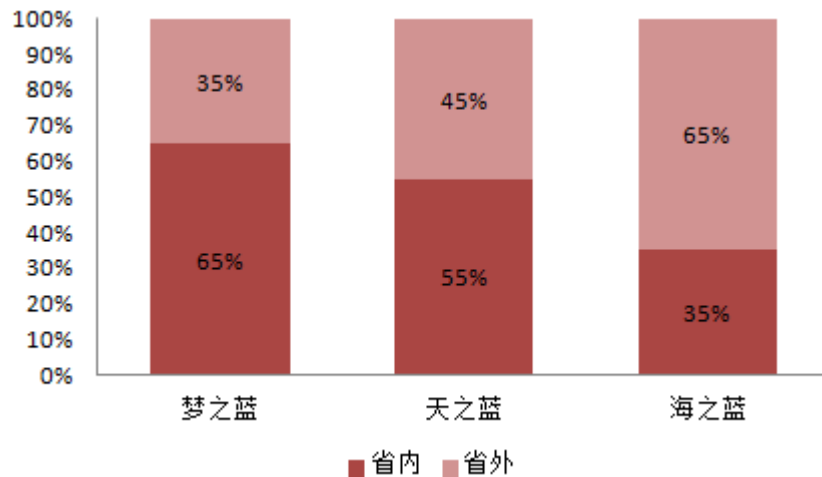
图 11：公司省内外市场营收占比趋势



数据来源：Wind，东莞证券研究所

近几年三大主力单品海、天、梦的省内外占比亦呈省外逐步上升的趋势。2018 年梦之蓝省内外占比大致为 65:35，天之蓝省内外占比大致为 55:45，海之蓝省内外占比大致为 35:65。一方面，随着未来公司对省外广阔的可拓展市场逐渐开发，持续成长的空间还很大；另一方面，公司的高端品牌梦之蓝目前主要还是在省内占比较高，省外市场的重点是海之蓝，未来公司高端品牌在省外市场的发力也值得期待。

图 12：海天梦产品省内外占比结构图



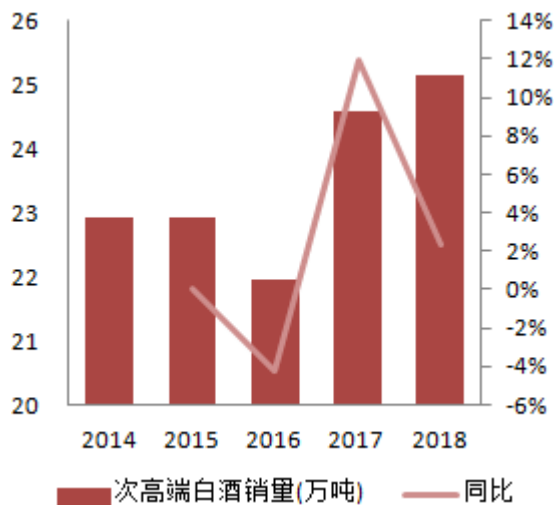
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

3. 迎合消费升级，紧抓次高端扩容机遇

3.1 次高端白酒扩容趋势强

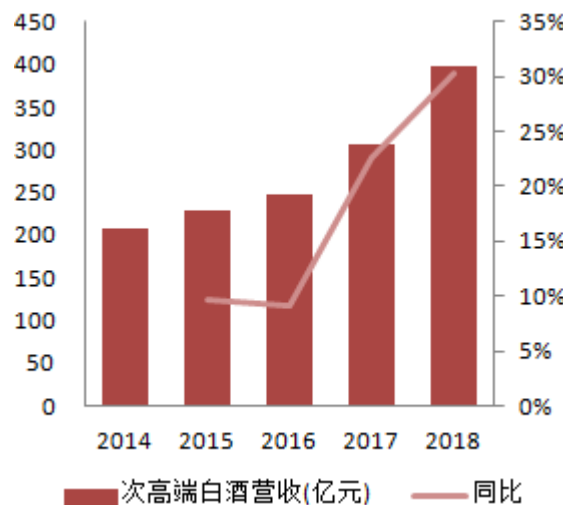
近两年次高端白酒规模扩容明显提速。2015-2018 年次高端白酒规模迎来了快速发展阶段，次高端上市公司三年收入复合增长率为 20.4%，尤其在 2017 年开始增速加快，2018 年次高端白酒规模增长至 400 亿元。假设未来 5 年次高端白酒市场能够维持 20% 的年均增速，规模将达千亿元。

图 13：次高端品牌公司白酒销量增长



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 14：次高端品牌公司白酒收入增长

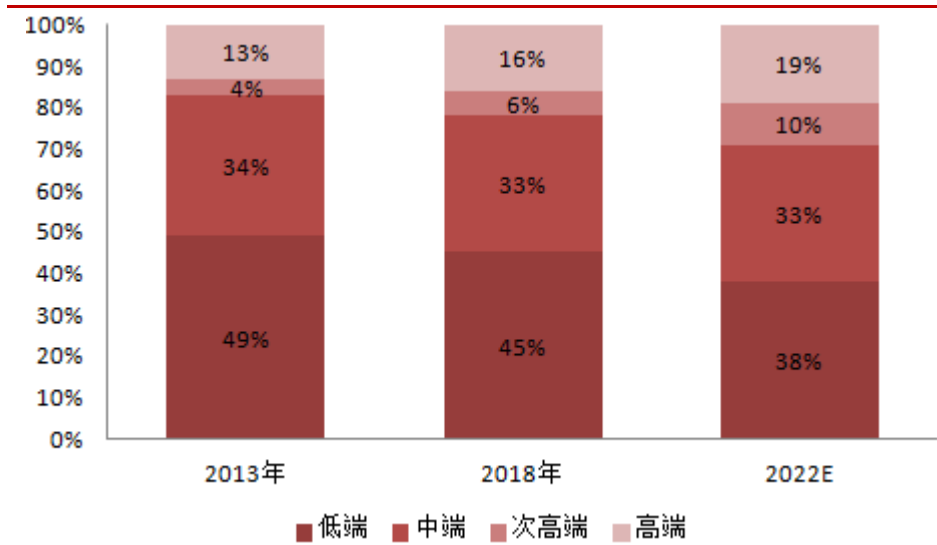


数据来源：Wind，东莞证券研究所

根据过去五年不同档次白酒市场份额的变化，高端白酒和次高端白酒的扩容速度更快。而中低端白酒的容量占比在减少，整个白酒的消费结构在往上提。随着未来消费升级持续深化，我国高端及次高端白酒的消费占比会继续随之上升，低端白酒的消费会逐步被

次高端和高端市场挤压。其中，高端酒的格局最优，预计能够实现量价齐升；次高端酒的量增主要来自于向下享受性价比，向上享受消费升级；中端酒的占比预计相对稳定；而低端酒的消费量会呈下降趋势。

图 15：不同档次白酒市场份额变化趋势

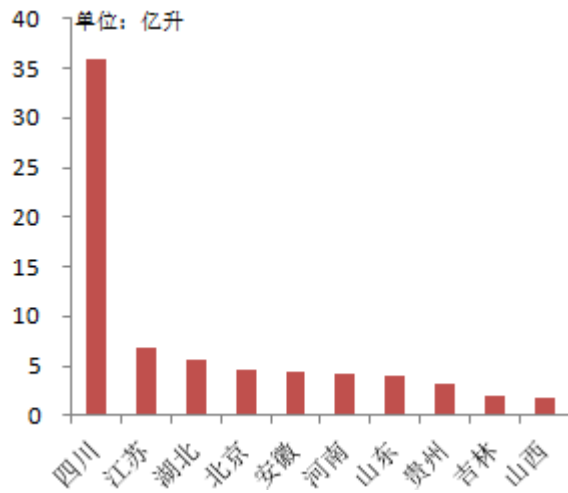


数据来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

3.2 江苏白酒消费升级领先全国

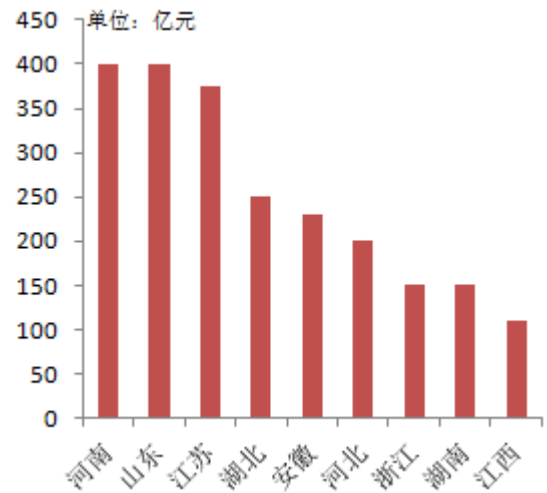
江苏是白酒产销大省，全国白酒消费核心市场之一。江苏省是全国白酒产销大省之一。2018年江苏省的白酒产量为6.92亿升，位列全国第2，约占全国白酒产量的8%。江苏白酒市场规模超过350亿元，位居全国第3，约占全国白酒行业总规模的7%。

图 16：江苏白酒产量位列全国第二



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 17：江苏白酒市场规模位居前列

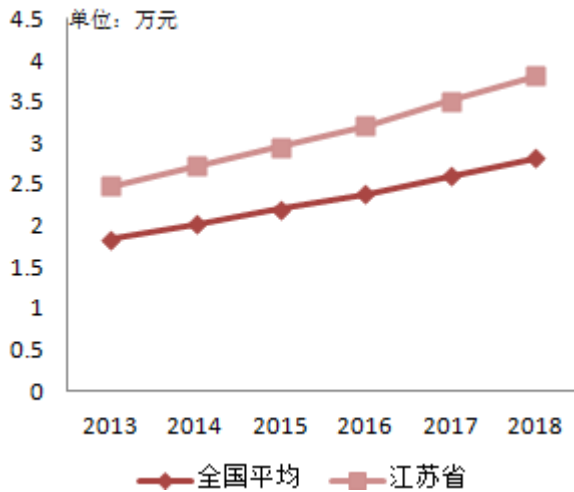


数据来源：Wind，东莞证券研究所

江苏消费升级领先全国。江苏省在人均可支配收入和人均消费支出方面均明显高于全国平均水平，2018年二者分别高出35%和26%，且增长较快。发达的经济更能带动政商

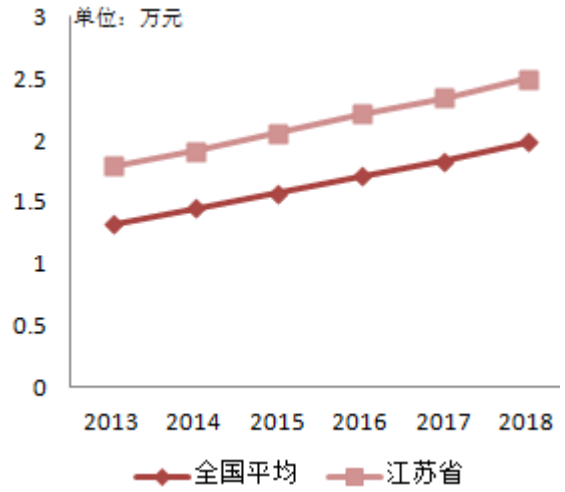
白酒消费，且消费升级趋势更加明显，对于高端及次高端白酒的需求量更大。因此，自2017年白酒行业强复苏以来江苏地区也成为了高端和次高端品牌酒企重点开拓的市场。

图 18：江苏居民人均可支配收入高于全国平均



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

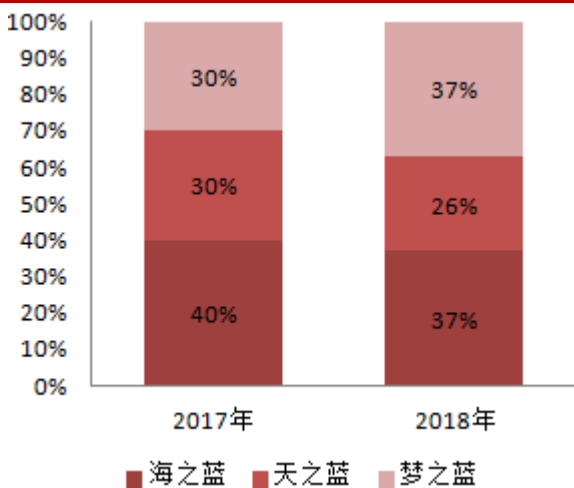
图 19：江苏居民人均消费支出高于全国平均



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

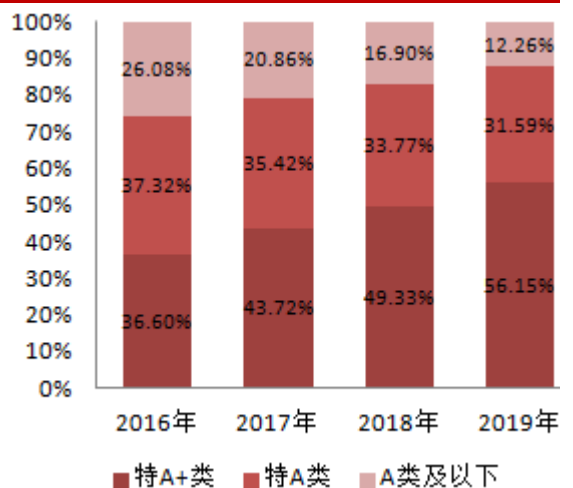
江苏白酒消费升级趋势明显，主流价位带上移。从近年来江苏白酒地产龙头洋河和今世缘的产品结构变化来看，洋河定价在 300 元以上的次高端以上品牌梦系列产品的收入占比在上升，同样，今世缘定价在 300 元以上的次高端以上品牌特 A+类产品的收入占比也在逐年上升。从这两家企业产品的结构变化趋势可以推断出江苏白酒消费升级的趋势明显，白酒消费的主流价位带逐步向 300 元以上转移。

图 20：洋河产品结构变化趋势



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 21：今世缘产品结构变化趋势



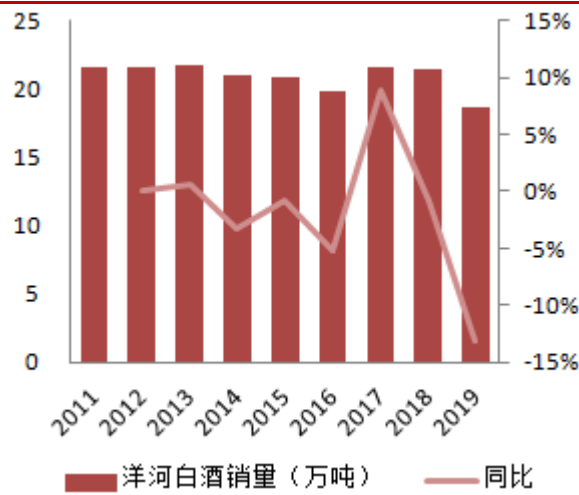
数据来源：Wind，东莞证券研究所

3.3 洋河白酒档次上升，提价促盈利向上

公司产品吨价持续提升。近十年来公司的白酒销量均在 21 万吨左右，销量的变动范围并不大。但公司的营业收入整体是呈上行态势的，主要是公司产品提价的效应，公司白酒产品历年的吨售价呈上升趋势。而提价的实现主要是通过不断的产品升级，包括产品

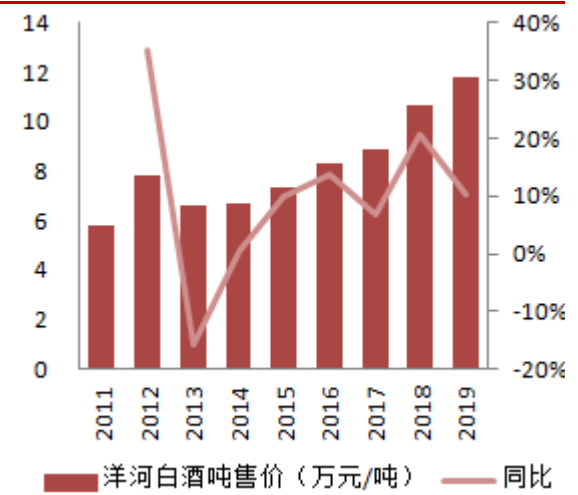
结构调整和品质提升，持续发展中高端产品来带动，公司主流产品的毛利率从低到高依次是海之蓝 < 天之蓝 < 梦之蓝。

图 22：公司白酒销量



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 23：公司白酒吨售价



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 4：公司历年白酒销售情况

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
洋河白酒销量(万吨)	21.63	21.65	21.79	21.08	20.91	19.82	21.60	21.41	18.60
白酒营收(亿元)	125.80	170.35	144.47	140.39	153.16	164.99	191.83	229.13	219.67
白酒吨售价(万元/吨)	5.82	7.87	6.63	6.66	7.33	8.32	8.88	10.70	11.81

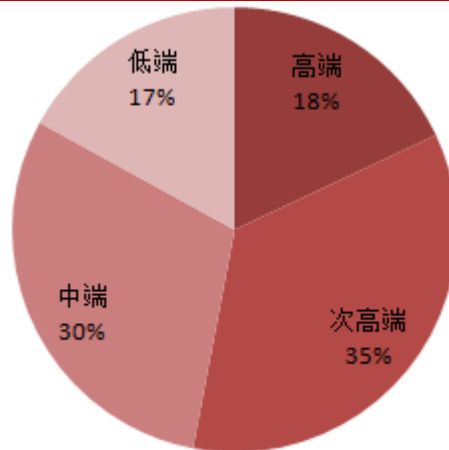
资料来源：Wind，东莞证券研究所

4.省内垄断地位凸显，全国化挤占次高端蓝海

4.1 洋河是江苏白酒龙头，省内垄断地位凸显

江苏人口多、经济发达、消费水平高，其白酒市场一直以来都是竞争较为激烈的市场，不但有全国领先品牌，还有区域性品牌。尤其近两年有不少省外品牌在江苏市场增加招商，加大投入，江苏市场竞争更加激烈。虽然近两年的竞争态势有所加剧，但洋河在江苏市场的市占率稳居第一，基本占领苏酒的半壁江山。

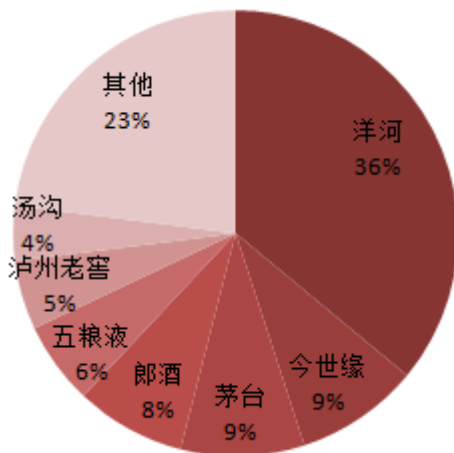
图 24：江苏白酒市场消费档次格局



数据来源：酒业家，东莞证券研究所

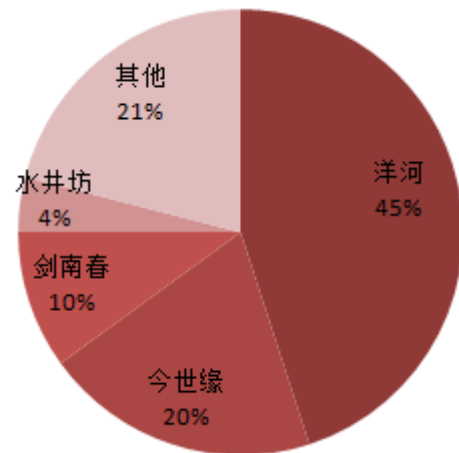
洋河是江苏白酒行业“三沟一河”（双沟、汤沟、高沟和洋河）四大品牌中的龙头企业。洋河在江苏省内的市占率达 35% 以上，而其他品牌的市占率均不到 10%，领先优势非常明显。2018 年江苏省次高端份额 CR2 为 65%，其中洋河占比约 45%，今世缘占比约 20%，二者基本垄断了苏北和苏中的次高端市场。省外次高端品牌主要是在市场相对开放的苏南地区占据一定的份额，省外次高端品牌主要包括剑南春、水井坊、低度五粮液、郎酒、古井等。

图 25：江苏省白酒市场格局



数据来源：华经情报网，东莞证券研究所

图 26：江苏省次高端白酒市场格局



数据来源：公开资料整理，东莞证券研究所

按不同档次市场竞争格局来看，江苏省白酒高端市场主要集中在苏中和苏南，全国化高端品牌占有较大份额，竞品主要是茅台、五粮液。次高端市场竞争较为激烈，省外泛全国化品牌加大投入，省内洋河和今世缘表现强势，竞品主要是今世缘、剑南春等。中端市场消费升级明显，市场集中在苏北地区，苏酒和徽酒竞争激烈，竞品主要是今世缘、古井、口子等。

表 5：江苏省白酒市场不同价位带主要品牌分布

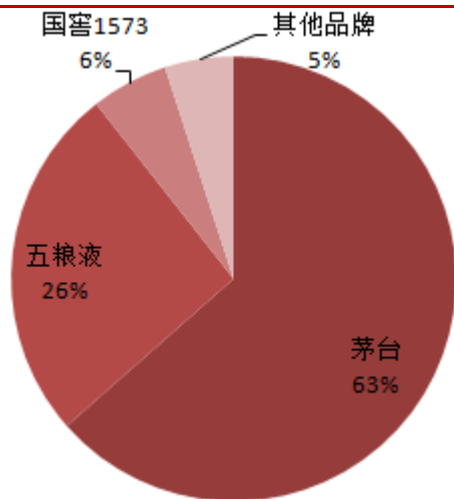
江苏省白酒市场不同价格带品牌分布			
价格带	主流省内品牌		主流省外品牌
	洋河	今世缘	
800元以上	梦9、手工班、苏酒头排酒	国缘V3、V6、V9	飞天、普五、国窖1573
500-800元	梦3、梦6、珍宝坊帝坊	国缘四开	珍藏级剑南春、红花郎15、古井20、古井16、井台
300-500元	天之蓝	国缘对开、K系列	水晶剑、红花郎10、古井8、臻酿八号
100-300元	海之蓝、珍宝坊圣坊、君坊	淡雅、典藏10年、典藏15年	古井5、古井献礼、口子6年、口子5年、五粮春
100元以下	青瓷、蓝瓷、柔和双沟	典藏5年、典藏8年	五粮醇、贵宾郎

数据来源：东莞证券研究所整理

4.2 洋河推进全国化挤占次高端蓝海

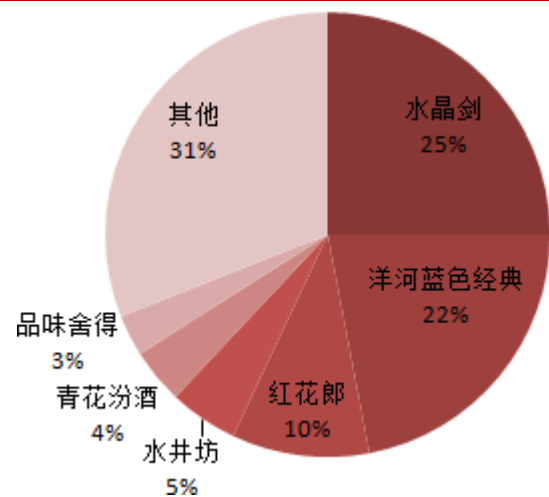
我国高端白酒市场竞争格局清晰且稳定，呈寡头垄断格局。而次高端白酒行业集中度明显低于高端白酒，市场竞争者较多，以全国名酒和区域龙头为主，目前市场主流认同的次高端白酒企业主要包括洋河股份、水井坊、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、剑南春及郎酒等。其中目前水晶剑、洋河蓝色经典、红花郎三大品牌合计约占次高端市场 57% 的份额。此外，区域龙头白酒企业还包括今世缘、古井贡酒、口子窖、老白干酒等。可以说次高端市场尚属于蓝海，竞争较为激烈，且竞争格局存在一定的变数。

图 27：我国高端品牌白酒市场占比



数据来源：公开资料，东莞证券研究所

图 28：我国次高端品牌白酒市场占比



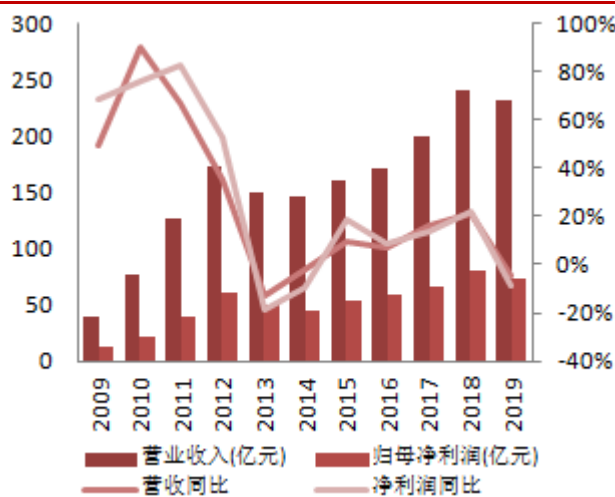
数据来源：公开资料，东莞证券研究所

5.财务分析：短期业绩承压，静待拐点

5.1 营收和利润规模稳居行业第三

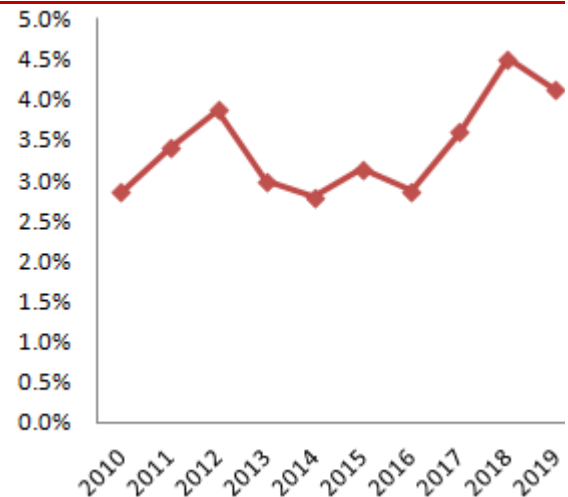
控货稳价业绩承压，五年来首次出现营收和净利润双下滑。自 2015 年白酒行业复苏之后，公司业绩持续稳步攀升，销售规模位居行业第三，紧随茅台、五粮液。2015-2018 年营收年复合增速 13.28%，归母净利润年复合增速 15.84%。2019 年实现营收 231.26 亿元，同比下降 4.28%，归母净利润 73.83 亿元，同比下降 9.02%。公司的营收和净利润出现双下滑，是五年来首次。虽然业绩增速呈现放缓，但公司的营收和利润规模仍然稳居行业第三。全国市占率整体呈攀升趋势，近两年达到 4% 以上。

图 29：公司近十年收入和净利润增长趋势



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 30：公司全国市占率



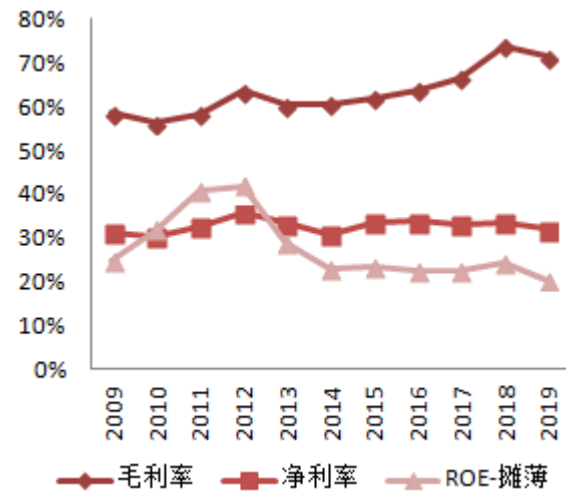
数据来源：Wind，东莞证券研究所

公司业绩增速出现放缓，主要是公司目前处于营销转型期，由于主动控货稳价等因素导致。由于公司产品生命周期的不断成熟带来省内渠道利润变薄，自从 2019 年以来公司的渠道问题集中显现，包括渠道库存较高，价格倒挂，经销商推力不足等 3 个方面。针对问题，自 2019 年 5 月底开始公司进行主动调整，积极采取控货稳价策略，在渠道库存管控、市场价格恢复、经销商信心提振、组织架构、人事调整、改变考核方式等 6 方面采取了一系列措施。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较好的转变。公司原本预计到 2020 年下半年会逐步显现调整效果，但受年初突如其来的新冠疫情影响，公司调整期可能还会继续延长。

5.2 毛利率上行，净利率稳定

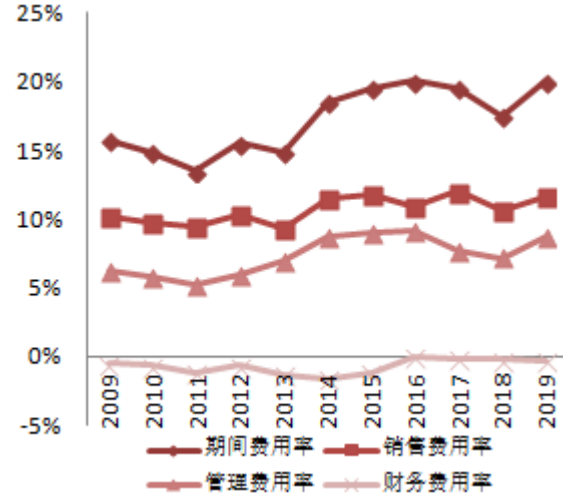
历年来公司整体毛利率呈上行态势，目前达到 70% 以上的毛利率水平，这也是得益于持续消费升级带来的白酒提质提价效应，公司产品销售结构优化，中高端产品销售占比提升。而净利率基本保持稳定，主要系公司为应对日趋激烈的市场竞争，销售费用持续增加等因素的影响。

图 31: 公司盈利能力指标趋势



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

图 32: 公司期间费用率趋势

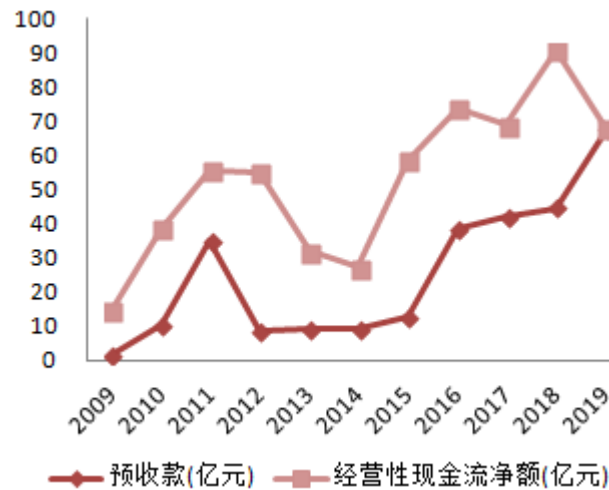


数据来源: Wind, 东莞证券研究所

5.3 预收款和现金流持续攀升

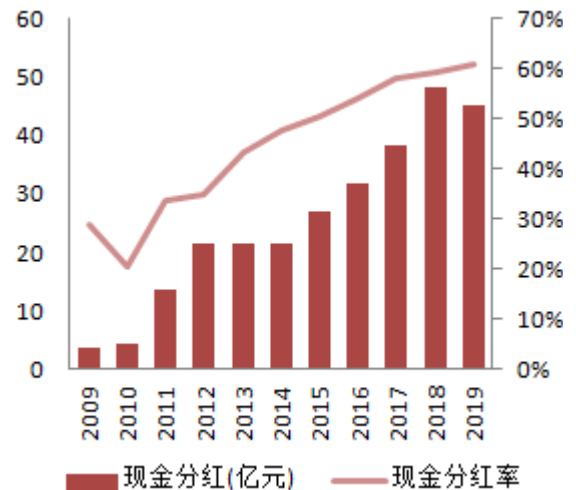
2012 年开始的三公消费限制导致公司的预收款减少, 但自 2016 年本轮白酒行业强复苏之后预收款明显增长, 并在之后几年保持快速上升的趋势。现金流充沛, 自上市以来现金分红率持续上升, 2019 年已经达到 61%。

图 33: 预收款和经营现金流净额



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

图 34: 现金分红率



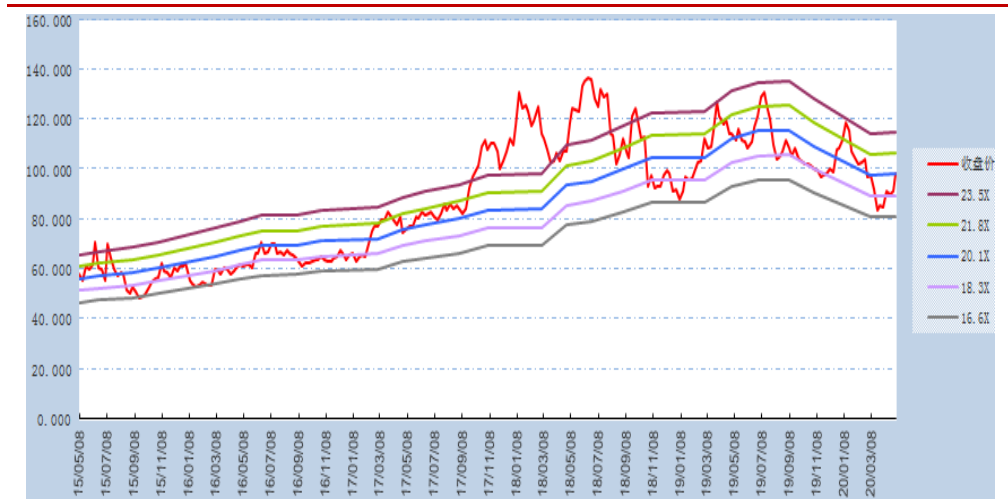
数据来源: Wind, 东莞证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 5.04 元、5.58 元、6.26 元, 对应 PE 分别为 20 倍、18 倍、16 倍。公司目前处于营销转型期, 深度调整后有望重拾势能。次高端市场尚属蓝海, 未来扩容趋势性强, 公司作为次高端领域头部企业, 市场竞争力足, 全国化进程持续推进, 未来成长潜力仍大。目前估值尚低, 中长期配置价值凸显, 首次覆盖, 给予“谨慎

推荐”的投资评级。

图 35：洋河股份 PE-Band



数据来源：Wind，东莞证券研究所

7.风险提示

经济下行风险

需求不达预期

市场竞争加剧

表 6: 公司利润预测表

利润表:					现金流量表:				
科目(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	科目(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	23,126.5	23,107.1	25,303.8	28,203.4	净利润	7,409.54	7,593.52	8,405.56	9,444.85
营业成本	6,626.36	6,616.02	7,180.36	7,925.28	折旧与摊销	783.47	711.13	663.60	611.97
营业税金及附加	3,201.48	3,119.45	3,416.01	3,807.46	财务支出	-3.27	-86.00	-86.94	-92.12
销售费用	2,691.71	2,680.42	2,909.93	3,243.39	投资损失	-850.6	-1,000.0	-1,000.0	-1,000.0
管理费用	1,856.49	1,848.56	1,897.78	1,974.24	净营运资本变动	-359.16	8.56	-380.53	-502.30
财务费用	-78.43	-86.00	-86.94	-92.12	经营性现金流	6,797.9	7,227.2	7,601.7	8,462.4
资产减值损失	-2.25	0.00	0.00	0.00	资本支出	-41,991.3	-155.1	-36.6	34.5
其他经营收益	1,114.19	1,258.68	1,278.68	1,298.68	其它投资	40,698.11	1,000.00	1,000.00	1,000.00
营业利润	9,785.3	10,027.4	11,100.8	12,474.6	投资性现金流	-1,293.2	844.94	963.36	1,034.49
利润总额	9,794.3	10,037.4	11,110.8	12,484.6	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
减 所得税	2,384.71	2,443.92	2,705.27	3,039.76	债券融资	0.00	-0.00	0.01	0.01
净利润	7,409.54	7,593.52	8,405.56	9,444.85	股利分配及其它	-4,822.36	-4,468.10	-4,954.16	-5,572.29
减少数股东损益	3.27	3.35	3.71	4.17	筹资性现金流	-4,822.4	-4,468.1	-4,954.2	-5,572.3
归母公司净利润	7,382.82	7,590.17	8,401.85	9,440.69	货币资金变动	682.31	3,604.0	3,610.9	3,924.6
资产负债表:					主要财务比率:				
科目(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	科目(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4300.1	7904.2	11515.1	15439.7	成长能力 (YOY)				
应收账款	16.1	16.1	17.6	19.6	营业收入	-4.28%	-0.08%	9.51%	11.46%
预付账款	200.1	199.8	216.8	239.3	营业利润	-9.51%	2.47%	10.70%	12.38%
存货	14433.2	14410.7	15639.9	17262.5	归母公司净利润	-9.02%	2.81%	10.69%	12.36%
其它	18856.7	18856.6	18860.2	18864.9	盈利能力				
流动资产合计	37806.3	41387.4	46249.6	51826.0	销售毛利率	71.35%	71.37%	71.62%	71.90%
长期股权投资	25.4	25.4	25.4	25.4	销售净利率	31.92%	32.85%	33.20%	33.47%
固定资产合计	7256.6	6761.2	6216.8	5637.0	ROE	20.23%	19.20%	19.59%	20.22%
长期待摊费用	0.3	-0.0	0.0	-0.0	ROIC	21.60%	17.81%	16.61%	17.17%
其它	3315.8	3255.3	3172.7	3106.1	偿债能力				
非流动资产合计	10597.9	10041.9	9414.9	8768.4	资产负债率	34.86%	32.78%	31.85%	31.16%
资产总计	48404.2	51429.3	55664.5	60594.5	流动比率	2.29	2.50	2.66	2.79
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	速动比率	1.41	1.63	1.76	1.86
应付账款	1330.6	1328.6	1441.9	1591.5	营运能力 (次)				
预收款项	6753.6	6743.1	7318.2	8077.5	资产周转率	0.48	0.46	0.47	0.49
其它	8452.5	8450.8	8633.1	8873.8	存货周转率	0.47	0.46	0.48	0.48
流动负债合计	16536.8	16522.5	17393.3	18542.7	应收账款周转率	2151.31	1437.55	1503.42	1516.09
长期借款	0.1	0.1	0.1	0.1	每股指标 (元)				
其它	212.5	336.9	336.9	336.9	每股收益	4.90	5.04	5.58	6.26
非流动负债合计	212.5	337.0	337.0	337.0	每股经营现金流	451.09	479.58	504.43	561.54
负债合计	16873.7	16859.4	17730.2	18879.7	每股净资产	24.23	26.23	28.47	30.98
实收资本	1507.0	1507.0	1507.0	1507.0	每股股利	0.00	3.02	3.35	3.76
资本公积	741.5	741.5	741.5	741.5	估值指标 (倍)				
留存收益及其它	34246.6	37286.1	40650.5	44430.9	PE	20.09	19.54	17.66	15.71
所有者权益合计	36495.2	39534.6	42899.0	46679.5	PB	4.06	3.75	3.46	3.18
负债和权益总计	53368.9	56394.0	60629.3	65559.2	EV/EBITDA	13.45	13.42	12.12	10.78

数据来源: Wind, 东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn