信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

# 深度调整，势能释放

## —洋河股份(002304)公司深度报告

2020 年 12 月 30 日

马铮 首席研究员
S1500520110001
13392190215
mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

**洋河股份(002304)**

**投资评级** 买入

**上次评级**




*资料来源：万得，信达证券研发中心*

公司主要数据

| | |
|---|---|
| 收盘价（元） | 225.54 |
| 52 周内股价波动区间（元） | 230.80-78.15 |
| 最近一月涨跌幅(%) | 24.26 |
| 总股本(亿股) | 15.07 |
| 流通 A 股比例(%) | 82.78 |
| 总市值(亿元) | 3,398.86 |

*资料来源：信达证券研发中心*

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

# 深度调整，势能释放

2020 年 12 月 30 日

**本期内容提要：**

◆**投资建议：产品升级初见成效，渠道势能开始释放。**自 2019 年下半年起，洋河开始对渠道进行主动调整，市场对其省内的调整情况较为认可，但对省外产品导入进程存疑，作为全国化次高端品牌，公司难以实现全国化性的持续增长。我们认为，一年以来，洋河的调整是积极且有效的，省内的调整已接近尾声，渠道利润明显改善，经销商信心恢复，在春节前的动销旺季下，有望实现 M6+产品的快速动销。同时，新品水晶版 M3 现已上市，在复刻 M6 升级的思路下，预计调整时间将相对缩短。公司调整方向明确且逐步落地，梦之蓝将引领业绩的长期增长，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 5.17、5.47 和 6.26 元，对应 2020 年 12 月 29 日收盘价（225.54 元/股）市盈率 44/41/36 倍，首次给予“买入”评级。

◆**深耕渠道布局，构建新型厂商关系。**近二十年来，公司在渠道上不断创新突破，率先在白酒行业引入快消品的渠道管理理念，打破传统的大商经销模式，创造性的采用厂商“1+1”深度分销，实现渠道扁平化，增强企业的终端掌控力，建立起中国白酒行业最强大的营销网络平台。为充分调动经销商积极性、协调厂商关系、避免压货压价，2019 年公司提出构建“一商为主、多商配称”的新型厂商关系，实现区域市场的经销商结构优化和盈利模式调整，形成和谐的经销商生态圈，共同为洋河双沟的品牌打造赋能。

◆**换代延长产品生命周期，推动产品矩阵优化提升。**蓝色经典系列自 2003 年推出以来，迅速成长为公司主打产品，2019 年收入占比提升至 75%以上，对收入的贡献持续提升。2015 年白酒行业恢复增长以来，海之蓝和天之蓝增速放缓，梦之蓝成为公司新的增长极，收入从 2014 年约 15 亿增长至 2018 年约 67 亿，年复合增速高达 45%左右。虽然受公司主动调整影响，2019 年全年收入下滑，但梦之蓝系列仍保持正向增长。目前 M6+换代已接近尾声，水晶版 M3 刚刚上市，公司梦系列的产品升级正有序推进，未来将继续带动公司整体收入的快速增长。

◆**展望未来，渠道利润增厚为经销商带来信心，省内动销恢复，省外扩张加速。**相比于 2019 年以前过度分销带来的价格透明，M6+的成功导入以及新型厂商关系的构建增厚了渠道利润，目前 M6+的渠道利润约 60 元，较以往有明显提升，经销商信心恢复。我们预计省内的渠道调整将早于省外完成，在 2020 年春节前的销售旺季，M6+有望在省内加快动销，省内收入也将恢复正增长。得益于省外新江苏市场的快速扩张，公司的省外渠道布局逐步深化，已形成河南、山东、安徽三大样板市场，市场规模均在 20 亿以上。在主要导入海、天系列产品的基础上，加快核心市场的产品结构提升，同时辐射扩张更多的新江苏市场，我们预计省外收入将继续保持快速增长。

◆**股价催化剂：**省内消费升级持续

◆**风险因素：**宏观经济不确定风险；行业竞争加剧风险；疫情的不确定性

| 重要财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 24,160 | 23,126 | 21,989 | 24,702 | 27,532 |
| 增长率 YoY % | 21.3% | -4.3% | -4.9% | 12.3% | 11.5% |
| 归母净利润(百万元) | 8,115 | 7,383 | 7,796 | 8,247 | 9,437 |
| 增长率 YoY% | 22.5% | -9.0% | 5.6% | 5.8% | 14.4% |
| 毛利率% | 73.7% | 71.3% | 72.4% | 73.5% | 74.7% |
| 净资产收益率ROE% | 24.1% | 20.2% | 19.6% | 19.2% | 20.1% |
| EPS(元) | 5.39 | 4.90 | 5.17 | 5.47 | 6.26 |
| 市盈率 P/E(倍) | 17.59 | 22.56 | 43.60 | 41.21 | 36.01 |
| 市净率 P/B(倍) | 4.24 | 4.56 | 8.54 | 7.89 | 7.23 |

*资料来源：万得，信达证券研发中心；股价为 2020 年 12 月 29 日收盘价*

# 目 录

1. 投资故事 ..... 6
2. 复盘洋河：黄金十年后，力求突破 ..... 7
2.1 1980-2001：内忧外患，洋河大曲逐渐落伍 ..... 7
2.2 2002-2006：体制改革完成，蓝色经典引领新潮 ..... 8
2.3 2007-2012：高速发展，缔造洋河神话 ..... 9
2.4 2013-2014：行业震荡，洋河调整展现韧性 ..... 11
2.5 2015-2018：调整到位，省外放量驱动新增长 ..... 12
3. 核心优势：蓝色经典接棒名酒基因，创新营销步步深耕 ..... 14
3.1 两次改制完善治理结构，激励充分共筑利益共同体 ..... 14
3.2 名酒基因构建双轮驱动，蓝色经典构筑差异化壁垒 ..... 15
3.3 价格带全覆盖，持续结构升级 ..... 16
3.4 创新营销步步深耕，终端掌控力强 ..... 18
4. 展望未来：主动调整红利即将释放 ..... 20
4.1 构建新型厂商关系，聚焦打造 M6+大单品 ..... 20
4.2 省内：消费升级结构上移，静待梦之蓝放量增长 ..... 20
4.3 省外：新江苏战略持续推进，M6+全国化布局 ..... 23
5. 盈利预测和评级 ..... 24
盈利预测及假设 ..... 24
投资评级 ..... 24
6. 风险提示 ..... 25

# 表 目 录

表 1：洋河产能大幅提升 ..... 10
表 2：洋河、双沟多次上榜全国评酒会 ..... 15
表 3：洋河产品序列全覆盖 ..... 17
表 4：公司收入预测 ..... 24
表 5：可比公司盈利及估值对比 ..... 24

# 图 目 录

图 1：洋河股份近二十年发展概述 ..... 7
图 2：蓝色经典系列上市后发展迅猛 ..... 8
图 3：洋河创新渠道模式 ..... 9
图 4：“1+1”模式渠道掌控力强 ..... 9
图 5：深度分销下前五大客户占比持续下降 ..... 9
图 6：2010 年洋河双沟强强联合 ..... 10
图 7：珍宝坊填补蓝色经典空白价格带 ..... 10
图 8：2007-2012 年洋河营收高速增长 ..... 11
图 9：2007-2012 年洋河毛利率、净利率稳定上升 ..... 11
图 10：2007-2013 年洋河省外初始放量 ..... 11
图 11：洋河全国化市场由点扩面 ..... 11
图 12：面对行业调整洋河表现优于同行 ..... 12
图 13：2015-2018 年洋河重回高速增长 ..... 13
图 14：2015-2018 洋河省外市场快速放量 ..... 13
图 15：洋河省外收入占比持续提升至 50% ..... 13
图 16：2002 年第一次改制解决国有独资问题 ..... 14
图 17：2006 年第二次改制管理层持股比例进一步提升 ..... 14
图 18：洋河股份股权结构图 ..... 14
图 19：蓝色经典系列在包装和广告上的差异化宣传 ..... 16
图 20：梦之蓝 M6 亮相 G20 峰会 ..... 16
图 21：梦之蓝 M9 成为上合峰会指定用酒 ..... 16
图 22：洋河产品线全覆盖发展时间线 ..... 17
图 23：蓝色经典系列收入占比持续提升 ..... 18
图 24：梦之蓝自 2015 年起高速增长 ..... 18
图 25：梦之蓝成长为蓝色经典系列第一大产品 ..... 18
图 26：公司白酒业务毛利率稳步提升 ..... 18
图 27：洋河渠道模式变革历程 ..... 19
图 28：洋河销售人员数量及占比逐年上升 ..... 19
图 29：2019 年洋河销售人员数量远高于其他名酒企业 ..... 19

图 30：江苏省城镇人口比重持续上升.....21
图 31：江苏省城镇居民可支配收入远高于农村居民.....21
图 32：江苏省人均可支配收入高于全国平均水平.....21
图 33：江苏省大部分城市 GDP 增速高于全国.....21
图 34：江苏省固定资产投资增速高于全国.....21
图 35：江苏省白酒市场增速优于主要经济指标.....21
图 36：江苏省白酒市场规模.....22
图 37：江苏省白酒消费价位从 200 元向 300 元以上跃迁.....22
图 38：江苏省白酒消费结构显著高于全国.....22
图 39：2018 年蓝色经典系列省内外收入结构.....23
图 40：洋河快速扩张新江苏市场.....23

# 1. 投资故事

**市场认为，在今世缘快速增长的追击下，洋河面临更大的省内竞争压力。**同时 M6+在省外的动销恢复较缓慢，渠道调整速度不及省内，全国化大单品战略难以实现。各区域酒企也在加快布局次高端价格带，**次高端竞争加剧，洋河的全国化增长持续性不强。**

我们认为，1）**在江苏省消费升级的带动下，省内次高端市场的扩容给予今世缘和洋河这两大竞品更大的成长空间**，二者的竞争并没有想象中的激烈。2）**在新型厂商关系的构建及产品换代升级下，渠道利润改善明显，经销商信心恢复，长期积累的渠道势能将得到释放。**M6+单品将在省内率先实现动销恢复，带动梦系列的持续占比提升。3）**洋河在省外积极布局新江苏市场，从河南、山东、安徽三大样板市场辐射全国，凭借名酒品牌势能导入海、天、梦产品梯队，深入全国市场。**因此，我们认为，在渠道利润增厚为经销商带来信心基础上，洋河将迎来省内动销恢复，省外扩张加速的增长期。

我们对洋河股份的核心推荐逻辑有以下三点：

1、**短期来看，洋河的新型厂商关系及 M6+的顺利导入，增厚了渠道利润，经销商信心恢复，渠道势能增强。刘化霜上任营销负责人后为省内渠道改善作出积极作用。**预计在春节前的动销旺季，M6+的省内动销将加快，梦之蓝系列将进一步放量增长，带动省内收入恢复正向增长。

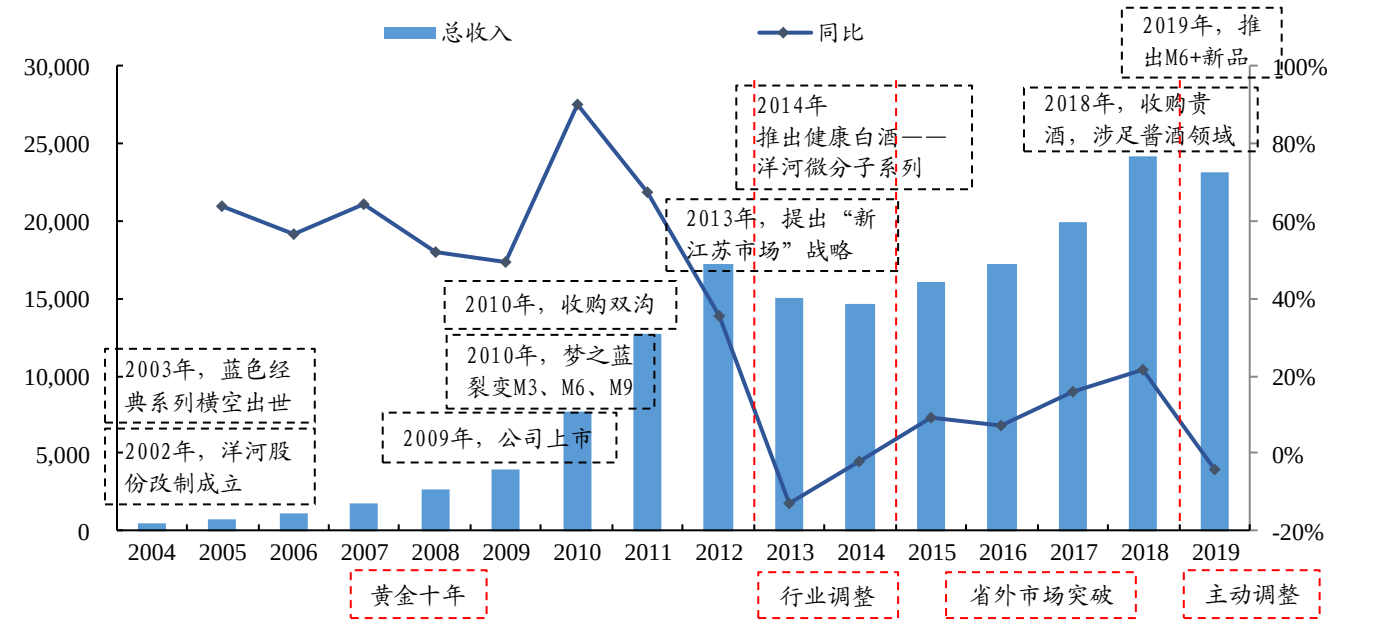
2、**中长期来看，洋河在省外的市场布局进一步深入，新江苏市场快速扩张。**河南、山东、安徽三大 20 亿以上的样板市场将加快 M6+的推广，实现区域产品结构优化。在加快省外全国化布局的同时，打造 M6+全国化单品，支撑省外收入持续快速增长，进一步提高省外收入占比。

3、**员工持股与经销商持股比例高。**洋河目前员工持股占 21.44%，经销商持股占 13.69%，合计持股比例较高，既充分保证了公司治理的有效性和一致性，激发了公司内生发展动力，又构筑了厂商与经销商的利益共同体，有利于公司长期稳定发展。并且，公司正在实施新一轮的股权激励回购计划，在新老班子交替之际，进一步调动骨干员工积极性。

## 2. 复盘洋河：黄金十年后，力求突破

洋河酒厂股份有限公司成立于 2002 年，由洋河集团拿出优质资产洋河酒厂，联合上海海烟物流有限公司、南通投资有限公司、上海捷强烟草糖酒（集团）有限公司等 6 家法人股东和 14 名自然人股份共同发起成立，地处中国白酒之都——安徽省宿迁市，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。2003 年，洋河蓝色经典产品成功开发，公司率先突破白酒香型分类传统，在保持了洋河传统“甜、绵、软、净、香”的风格特点的基础上，首创以“味”为主的绵柔型白酒质量新风格，口味具有“低而不淡、高而不烈、绵长而尾净、丰满而协调、饮后特别舒适”的特点。借势白酒黄金十年，洋河股份开启了近 10 年的高速增长，成为了白酒行业继茅台，五粮液后第三个销售过百亿的全国型白酒公司，缔造了洋河速度。凭借在渠道上的持续创新，公司建立起了中国最大营销网络平台，自 2013 年起开始推进全国市场布局，迎来行业调整后的再一次腾飞。2019 年下半年，公司正视长期积累的渠道问题，主动进行调整，M6+大单品战略蓄势待发。

**图 1：洋河股份近二十年发展概述**




*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

### 2.1 1980-2001：内忧外患，洋河大曲逐渐落伍

**川鲁东进南下，皖豫渗透逼入，苏酒面临严重的现实危机。**90 年代后期，面对外来白酒对江苏市场来势汹汹的抢占，江苏本土白酒产销逐渐被蚕食。曾经白酒行业产销两旺的江苏白酒，在此时期，产销下滑至七位左右。纵使在江苏本地市场，市占率也仅略高于 1/3（1997 年，江苏白酒市场的销售额为 40 亿，而苏酒仅占 13 亿）。究其原因，在此时期江苏白酒企业赋税较重，企业管理体制落后，企业没能及时调整从计划经济到市场经济的经营的自我变革，在企业积累和市场应对等方面均难以和川、徽酒等抗衡。

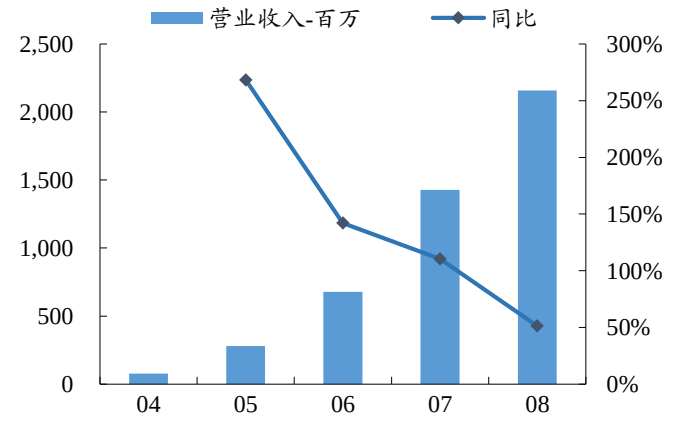
**洋河在此期间不断谋变，但收效甚微。**随着外部市场环境的极大改变，洋河原有的优势瞬间转换为劣势，以致一落千丈，跌落谷底。为了止住公司的下滑势头，公司学习五粮液的买断开发的营销模式，不断开发新的产品来刺激市场。但是由于洋河大曲前期提价失败，开发的产品大多为中低端，市场平均价位都在 12 元以下。产品数量从 71 个急剧扩增到 364 个，但同质化严重，产品线混乱，终端资源投放分散，导致了产品难以推广营销聚成势能，公司的获利能力更是进一步恶化，营收进一步萎缩，酒厂一度濒临倒闭。

## 2.2 2002-2006：体制改革完成，蓝色经典引领新潮

**两次体制改革，激发内生动力。**2002 年，洋河酒厂完成了历史上真正意义上的股份制改革。由江苏国资委拿出优质资产洋河酒产，联合上海海烟、综艺投资、上海捷强、江苏高投、中食发酵等 5 家法人以及杨廷栋、张雨柏、丛学年、范文来等 14 位自然人，共同发起设立洋河集团。此次改制对公司影响深远，洋河国有企业的体制问题得以初步解决，同时引入管理层持股，统一了公司个人利益，保证了公司治理的有效性和一致性，激发了公司内生发展动力。2006 年，公司实施增资扩股，向蓝色同盟和蓝海贸易（均为管理层持股平台）定增 2200 万股。至此，管理层持股总计达到 30.7%，江苏国资委持股下降至 38.6%，管理层持股比例进一步提升，公司股权架构趋于合理。激励机制的到位，充分地调动了管理层和经销商的发展积极性，经营管理效率在行业内首屈一指。

**绵柔型口味创新，蓝色经典差异化打开市场。**2003 年，洋河蓝色经典系列横空出世，一时激起千层浪，为洋河日后的发展立下了汗马功劳。作为公司的全新系列，蓝色经典在品质、外形，定位上均进行了全面创新。公司创新地提出以味定型，首创绵柔型白酒，打破了白酒行业按香气分型的惯例，在保持了洋河传统“甜、绵、软、净、香”的风格特点的基础上，突出了酒体绵柔、淡雅的独特风格，贴合了现代人健康舒适饮酒的消费需求。包装方面，未采用传统白酒的红黄包装颜色，另辟蹊径地选用了代表现代开放纯净的蓝色作为包装的主基调，彰显了品牌的“时尚感”，契合了现代人追求时尚简约的精神内核。采用文学家雨果的经典名言的改编——“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”作为广告语，凸显了蓝色经典“情怀”层面的文化内涵，迎合了消费者在“情怀”的精神诉求。品牌的差异化定位使得品牌迅速进入消费者心智，作为全国八大老名酒之一的洋河大曲，也为蓝色经典系列品牌提供了强有力的品牌背书。差异化的卖点表现出了超强的市场竞争优势和品牌区隔竞争力。

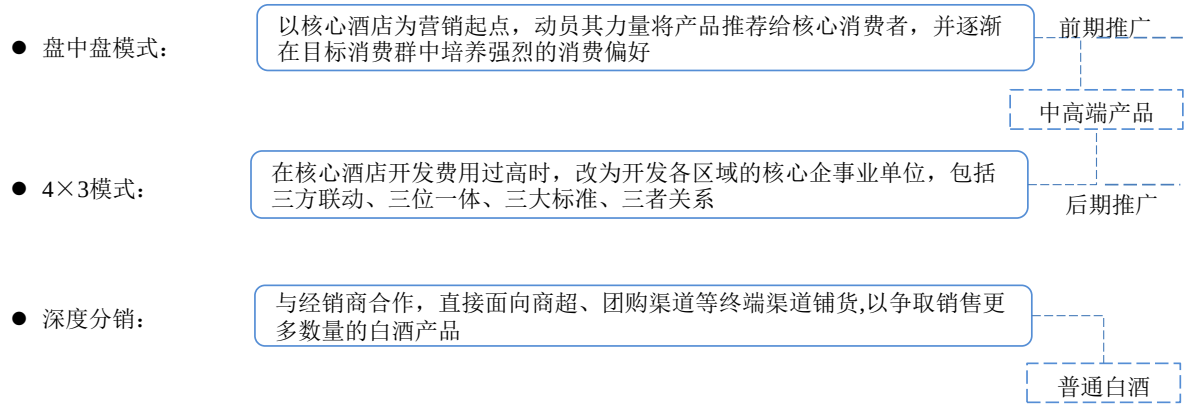
**图 2：蓝色经典系列上市后发展迅猛**




*数据来源：Wind，信达证券研发中心*

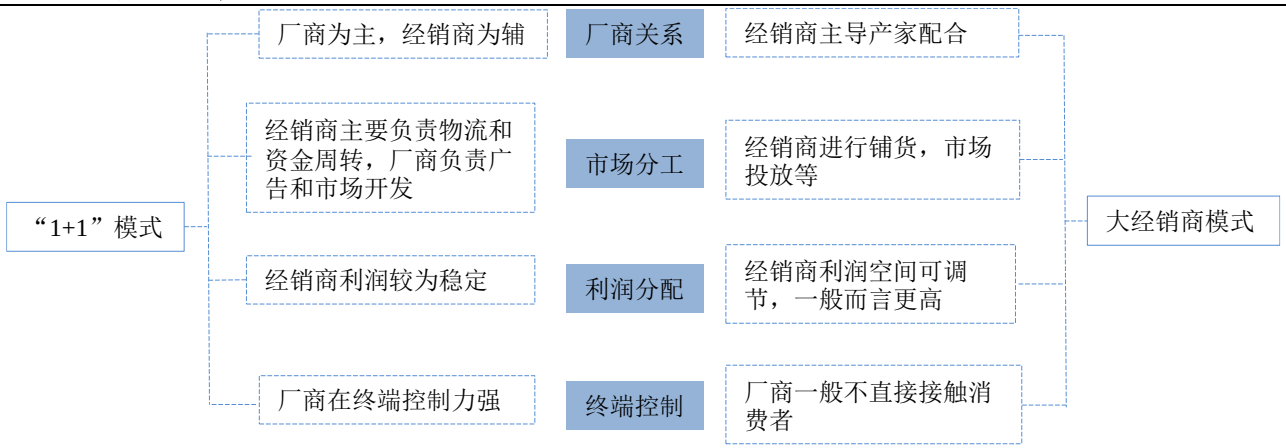
**创新渠道模式，渠道建设迅速发展。**2002 年，公司在酒店渠道建设学习了口子窖的“盘中盘”模式，即以中高端白酒核心消费场所——酒店为营销起点，集中资源将公司产品推荐给核心消费者，逐渐在目标消费群中培养强烈的消费偏好，以此带动整个市场的启动，实现营销渠道小盘（酒店辐射到商超、团购）的迅速扩张。随着品牌知名度的提升，其他酒企逐渐意识到酒店渠道的重要性，核心酒店的开发费用过高，公司创新地提出“4×3 后终端”模式，资源投放紧紧围绕核心消费者，进一步加强了团购酒店等渠道的建设。2004 年，洋河在终端渠道管理上创新地提出了“1+1”模式，即由公司（分公司+办事处）直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商主要负责物流和资金周转。“1+1”模式简化了经销商的盈利模式，降低了其经营风险，使双方能够专注于市场增长而实现双赢。

**图 3：洋河创新渠道模式**



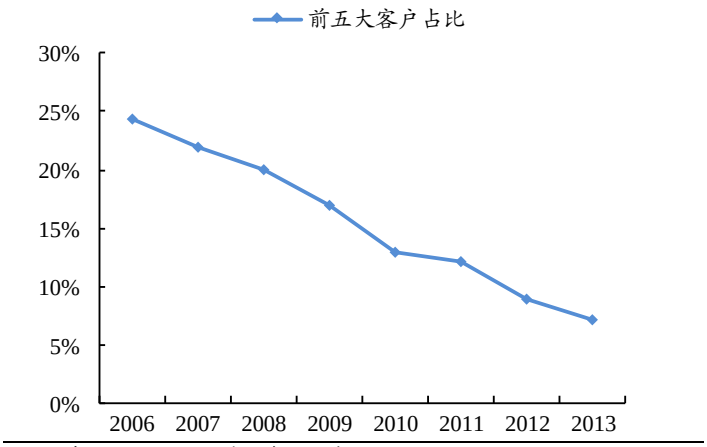

*资料来源：公司公告，信达证券研发中心*

**图 4：“1+1”模式渠道掌控力强**




*资料来源：公司公告，信达证券研发中心*

**图 5：深度分销下前五大客户占比持续下降**




*数据来源：Wind，信达证券研发中心*

## 2.3 2007-2012：高速发展，缔造洋河神话

**登陆主板，募集资金缓解产能瓶颈。**2009 年，公司登陆深圳主板，合计募集资金 8.2 亿。募集资金项目包括 9000 吨名优基酒酿造，15000 吨中高档名优酒陈化老熟等，缓解了因蓝色经典系列增长过快的产能瓶颈。关于公司产能，公司上市前拥有中高端白酒产能 2.6 万吨，普通白酒 6.1 万吨，上市前产能接近饱和运行。上市后这一阶段，公司大量兴建工厂提升产能。

**表 1：洋河产能大幅提升**

| 时期 | 新建产能 | 成品酒 | 基酒 |
|---|---|---|---|
| 上市之前 | | 中高端白酒 2.6 万吨，普通白酒 6.1 万吨 | 基酒产能 2~3 万吨 |
| 2010 | 名优酒酿造技改项目 | 增加 0.8 万吨中高档就和 0.54 万吨普通酒，相应减少 1.5 万吨普通酒 | 增加名优基酒 0.9 万吨，相应减少普通基酒 0.9 万吨 |
| 2010 | 名优酒酿造技改二期 | 新增 1.8 万吨中高档白酒，1.2 万吨普通白酒 | 新增 2 万吨名优基酒 |
| 2011 | 双沟酒业工业区（一期） | 增加 3.6 万吨中高档白酒和 2.4 万吨普通白酒 | 年产原酒 4 万吨 |
| 2011 | 3 万吨名优酒酿造技改工程 | 增加 2.7 万吨中高档白酒和 1.8 万吨普通酒 | 新增 3 万吨名优酒 |
| 2011 | 名优酒酿造技术改造工程（三期） | 增加 2.4 万吨中高档酒和 1.6 万吨普通酒 | 新增 2.65 万吨基酒 |
| | 产能合计 | 中高档白酒 13.9 万吨和普通白酒 13.6 吨 | 基酒 14.55~15.55 吨 |

*资料来源：公司公告，信达证券研发中心*

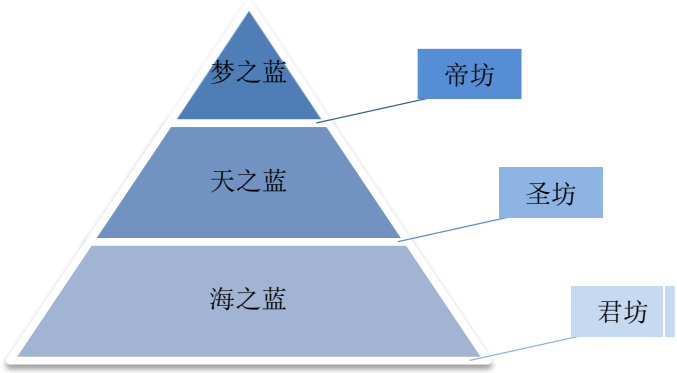
**收购双沟，强强联合。**2010，在市政府的战略布局下，洋河、双沟强强联合。双沟酒业和洋河同属宿迁市，作为江苏老四大名酒“三沟一河”之一，双沟在江苏淮安、徐州、无锡一带具有良好的品牌基础和销售份额，业绩表现良好，2009 年双沟销售收入近 14.66 亿元，在江苏省内销售规模仅次于洋河。收购双沟后，省内市场竞争环境被优化，奠定了公司日后省内一家独大的市场格局。在产能上，纳入双沟年产 4 万吨的基酒产能，解决了公司“迫在眉睫”的基酒产能瓶颈，为持续高速发展注入源泉。在产品上，洋河蓝色经典和珍宝坊系列形成有效优势互补，资源共享。双沟的珍宝坊系列开发于 2005 年，其中，中高档核心产品“珍宝坊”（2005 年推出）三个系列“君坊”、“圣坊”、“帝坊”终端零售价格分别略低于蓝色经典三支产品，一定程度上填补了洋河蓝色经典系列价格带之间的空白，进一步细化和完善公司产品线长度，更加充分地满足了每个阶层消费者的需求。在品牌定位上，蓝色经典的“男人情怀”与珍宝坊“懂得通融，方能从容”形成不同的品牌定位。在渠道上，实现了渠道互补，资源共享。

**图 6：2010 年洋河双沟强强联合**




*数据来源：公司新闻，信达证券研发中心*

**图 7：珍宝坊填补蓝色经典空白价格带**

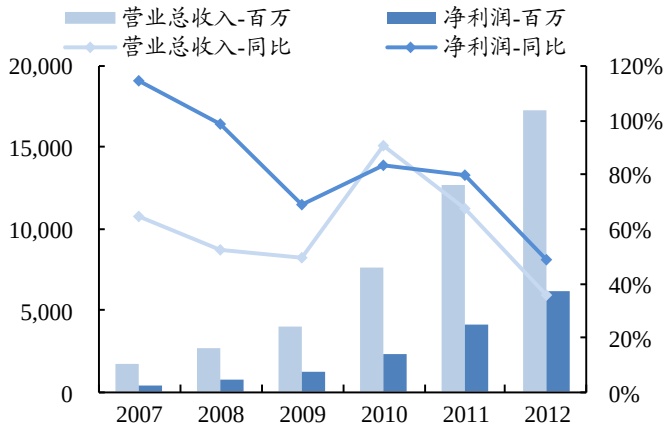



蓝色经典和珍宝坊价格示意图

*数据来源：公司公告，信达证券研发中心*

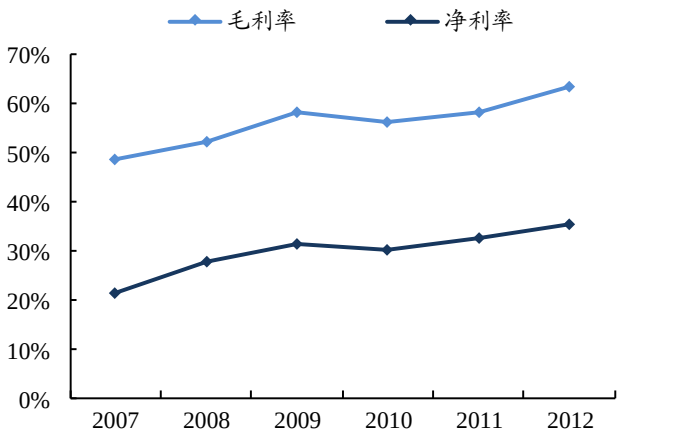
**梦之蓝裂变，产品结构上移。**2010 年，公司考虑到白酒市场消费主流价格带逐渐上移以及蓝色经典系列品牌市场度相对成熟，公司将梦之蓝裂变成 M3、M6、M9，进一步布局白酒超高端（M9）、高端（M6）和次高端（M3）市场。在定价方面，M3、M6、M9 的零售价分别为 428 元、618 元和 1680 元，进一步衔接天之蓝的价格带，为占领次高端白酒市场作好战略准备。2011 和 2012 年由于基数较低，梦之蓝系列经历了快速增长，在 2013 至 2015 的行业调整期，又经历了一段时期的冷冻期。2016 年白酒行业回暖之后，梦之蓝系列增速非常快，成为继海之蓝后的公司第二大全国性大单品，M3、M6 为公司占领次高端市场立下了汗马功劳。回顾来看，在这一阶段将梦之蓝裂变的举措，充分体现了公司敏锐的市场嗅觉和前瞻的战略。

图 8：2007-2012 年洋河营收高速增长




数据来源：Wind，信达证券研发中心

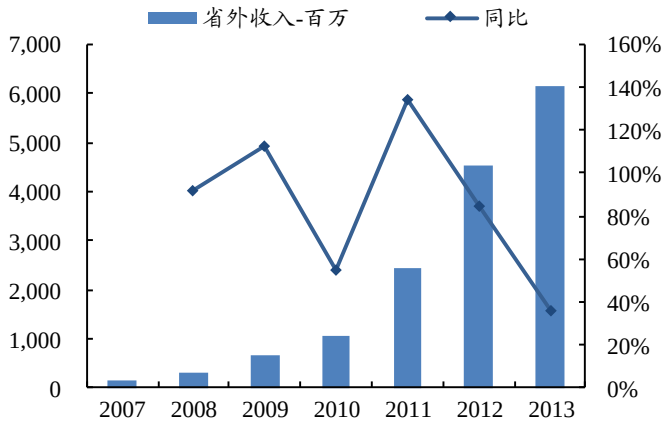
图 9：2007-2012 年洋河毛利率、净利率稳定上升




数据来源：Wind，信达证券研发中心

**华东样板市场辐射五大区域，初始全国化市场拐点放量。**2006 年，公司提出全国化战略，按照打造样板市场，通过样板市场的带动作用实现连片化、全国化目标的战略执行落实。具体的措施为：在 2006 年坐稳江苏大本营之后，公司着手扩张白酒产销大省河南市场。采用中心辐射原则，选择了距离自己较近的豫东作为河南市场的“敲门砖”。在样板市场河南销量取得初步成功后，公司转道布局安徽，山东、上海，浙江等就近市场，稳扎稳打。2008 年，华东样板市场基本成型。随后，背靠华东 6 省 1 市，依靠华东样板市场的建设经验，公司同时开展了针对西北、华北、东北、华南、西南五大区域的扩张布局。经过了 5、6 年的渠道的建设和品牌的建设，叠加 2008 年金融危机之后国家投放 4 万亿投资所带来的地产投资和房产市场的旺盛发展，一些重点样板市场已取得初步成绩，2010 年有 13 个省级市场全年销售超亿元，省外市场逐步进入拐点放量阶段，2011 年亿元省级市场增加到 22 个，河南省成为首个销售突破 10 亿元的省外市场。到 2012 年左右，洋河的初始全国化进程基本完成。

图 10：2007-2013 年洋河省外初始放量




数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：洋河全国化市场由点扩面



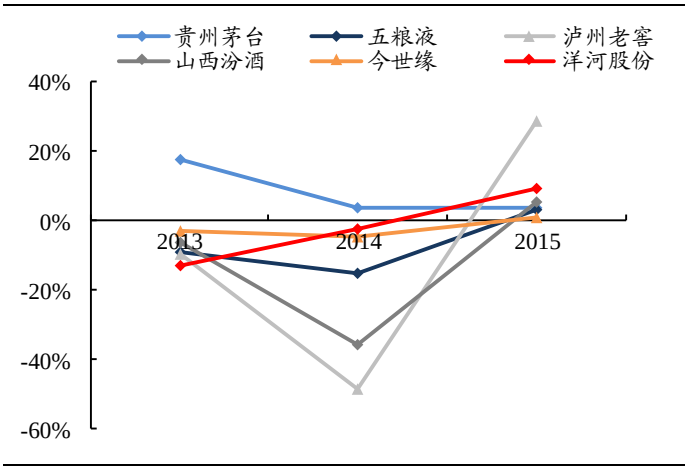

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

## 2.4 2013-2014：行业震荡，洋河调整展现韧性

**行业调整期，洋河全国化进程与产品升级放缓。**受“勾兑门”、“限制三公消费”、“塑化剂”等行业负面事件影响，白酒行业在此阶段进入了深度调整期。受商务消费减少影响，高端酒消费受到沉重打击，茅台、五粮液等名酒纷纷降价，价格降级对公司梦之蓝系列产品产生较大影响。公司高端化和全国化速度在行业调整压力下明显放缓，跨越式成长期基本结束。

**积极寻求转型，展现公司强大韧性。**在此期间，公司积极引导经销商由政务用酒向商务大众用酒转型，注重开拓私企招待用酒，往来礼品用酒，大众宴席用酒等市场。在渠道上，积极与经销商合作进行转型，注重企业事业单位往来商务用酒渠道、员工福利的礼品赠酒等渠道的建设。在产品上，倾斜资源打造中端价位产品，迎合大众消费水平，通过中低端产品的放量来缓冲高端产品梦之蓝系列所受到的行业冲击。2013 年，公司率先提出开拓互联网渠道战略，洋河天猫、京东官方旗舰店上线；同年，洋河 O2O 卖酒商城“洋河 1 号”开始运营，抢先布局新渠道。公司是第一家针对电商平台专门开发新产品投入的企业，2014 年，洋河针对的电子商务渠道开发的新品邃之蓝、高之蓝、遥之蓝正式在官方旗舰店上线，体现了公司对电商渠道的深刻理解。同年，公司推出洋河微分子酒，围绕“健康”为核心打造的健康型白酒，是健康饮酒的概念到产品化，有望成为继蓝色经典系列后的又一大系列。虽然在宏观经济下行和白酒行业深度调整的大背景下，公司营业收入和净利润出现了下滑，但与同行业其他公司相比，营收波动相对较小，且较快走出低谷，为未来的长远发展积蓄了势能。

**图 12：面对行业调整洋河表现优于同行**

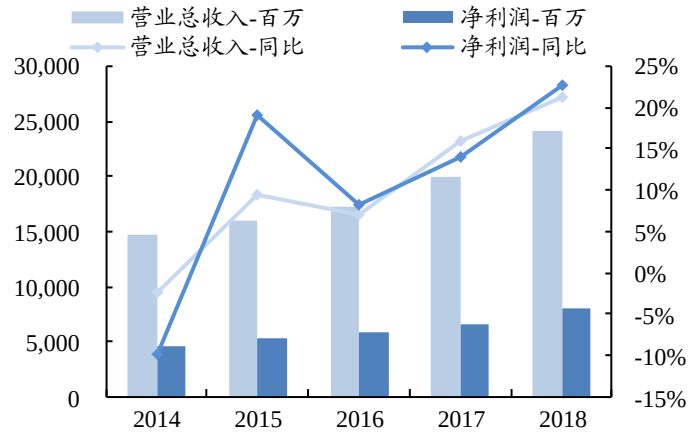



*数据来源：Wind，信达证券研发中心*

## 2.5 2015-2018：调整到位，省外放量驱动新增长

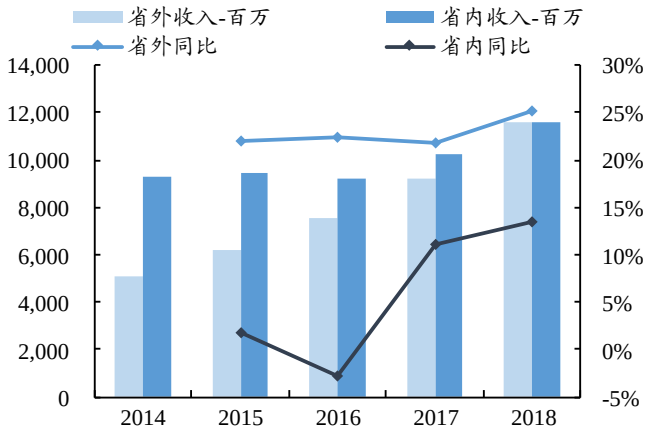
**新江苏市场放量，公司重回快速增长。**2013 年，公司提出新江苏市场战略，重点推进华东重点市场，但是受困于行业深度调整，新江苏市场推进缓慢。经过近 3 年的调整，渠道老化等历史遗留问题基本被解决。2015 年，公司收入、利润重回正增长，尤其是省外市场，在新江苏市场放量助推下，走上高速增长道路，增速明显快于省内，省外收入占比持续提升。2018 年，洋河的合作经销商多达 9000 多家（省外占 70%左右），公司省外收入几乎与省内持平，在河南销售额突破 35 亿元，山东销售额 25 亿左右，安徽市场超过 20 亿，此外，公司在江西、河北、福建、广东等市场也有较好表现，新江苏市场战略收效明显。

**图 13：2015-2018 年洋河重回高速增长**



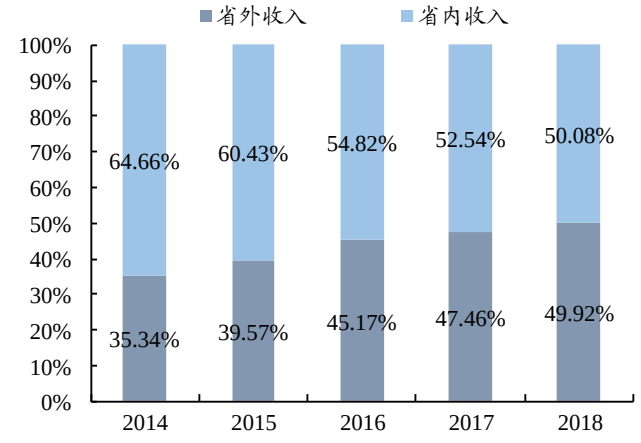

*数据来源：Wind，信达证券研发中心*

**图 14：2015-2018 洋河省外市场快速放量**




*数据来源：公司公告，信达证券研发中心*

**图 15：洋河省外收入占比持续提升至 50%**



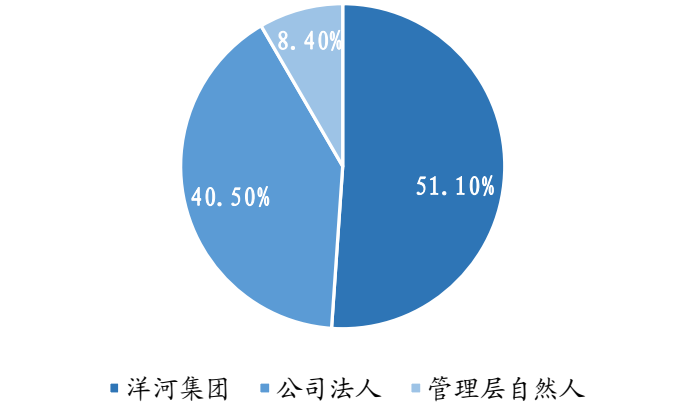

*数据来源：Wind，信达证券研发中心*

# 3. 核心优势：蓝色经典接棒名酒基因，创新营销步步深耕

## 3.1 两次改制完善治理结构，激励充分共筑利益共同体

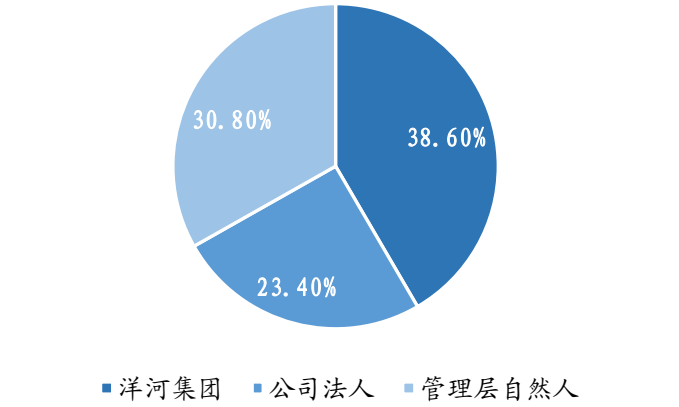
**两次改制后，治理结构完善助力公司快速发展。**公司是行业内国企改革的先行者，通过 2002 和 2006 年两次改革，经营效率得到显著改善。2002 年，为配合蓝色经典系列上市，洋河集团联合 7 家法人股东、14 名自然人，发起成立了洋河股份，完成股份制改造，解决了国有独资、体制僵硬的问题。2006 年，公司实施增资扩股，向管理层控制的蓝天贸易和海蓝贸易定增 2200 万股，改制完成后，国资控股下降到 38.6%，管理层持股达到 30.8%，公司股权架构趋于合理，而后进入快速成长期。

**图 16：2002 年第一次改制解决国有独资问题**




*数据来源：Wind，信达证券研发中心*

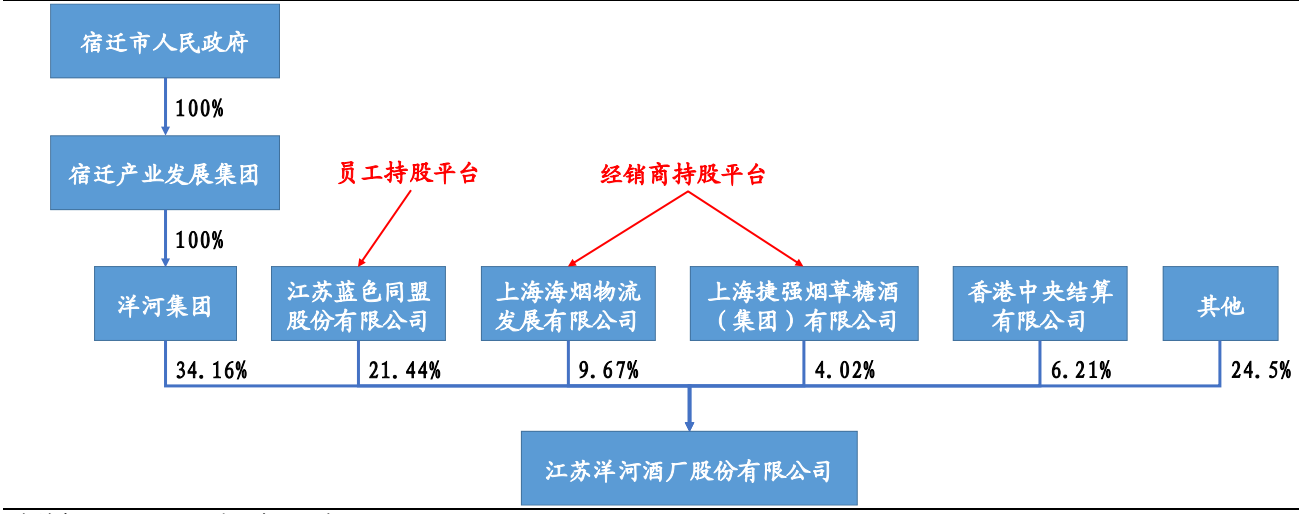
**图 17：2006 年第二次改制管理层持股比例进一步提升**




*数据来源：Wind，信达证券研发中心*

**股权激励调动员工积极性，经销商持股共筑利益共同体。**2016 年，江苏蓝色同盟股份有限公司成立，作为员工持股平台吸收了蓝天贸易和蓝海贸易等公司的股权。较为充分的激励制度保证了公司治理的有效性和一致性，激发了公司内生发展动力。上海海烟和上海捷强作为经销商持股平台，合计持股 13.69%，构筑厂商与经销商的利益共同体，有利于公司长期稳定发展。2019 年 10 月，公司发布公告称，将回购 10-15 亿元股份用于实施核心骨干员工的股权激励或员工持股计划。截止 2020 年 4 月 30 日，公司已使用资金 5.53 亿元（含交易费用），回购股份 599 万股，占公司总股本比例为 0.3976%。在新老班子交接之际，此次激励将更能有效调动公司管理层及骨干员工的积极性。

**图 18：洋河股份股权结构图**




*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

## 3.2 名酒基因构建双轮驱动，蓝色经典构筑差异化壁垒

**名酒基因底蕴深厚，奠定品质基础。**在白酒行业中，公司是唯一一家同时拥有洋河、双沟两大“中国名酒”，两个中华老字号，六枚中国驰名商标的企业。洋河酿酒盛起于唐朝，素有“福泉酒海清香美，味占江淮第一家”的美誉；双沟因“下草湾人”、“醉猿化石”的发现，被誉为是中国最具天然酿酒环境与自然酒起源的地方。洋河、双沟作为苏州名酒多次上榜全国性评酒会，彰显了名酒风范。洋河大曲作为八大名酒之一，奠定了蓝色经典的品质基础，提供了坚实的品牌后盾，是蓝色经典系列成功的先天优势。

**表 2：洋河、双沟多次上榜全国评酒会**

| 届数 | 时间 | 称号 | 获奖品牌 |
|---|---|---|---|
| 第一届 | 1952 | 老四大名酒 | 茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒 |
| 第二届 | 1963 | 八大名酒 | 五粮液、汾酒、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、董酒 |
| 第三届 | 1979 | 八大名酒 | 茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、**洋河大曲**、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲 |
| 第四届 | 1984 | 老十三优名酒 | 茅台酒、汾酒、五粮液、**洋河大曲**、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、**双沟大曲**、特制黄鹤楼酒、郎酒 |
| 第五届 | 1989 | 十七大名酒 | 茅台酒、汾酒、五粮液、**洋河大曲**、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、**双沟大曲**、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、沱牌曲酒、宋河粮液 |

*资料来源：公司新闻，信达证券研发中心*

**深度推进“洋河+双沟”双品牌战略，释放双名酒优势。**2010 年，在市政府的战略布局下，洋河、双沟强强联合。当时，双沟在江苏省内销售规模仅次于洋河，被收购后省内竞争环境优化，奠定了日后洋河省内市占第一的市场格局。牵手十年之际，公司于 2019 年上半年成立“双沟品牌事业部”，2020 年初又将其升级为“双沟销售公司”，抽调原资深产品总监张学谦负责双沟酒的销售工作，逐步深化双沟品牌的全国化运作，拟将其打造成为洋河股份又一个重要的增长引擎。通过对双沟品牌的唤醒，公司将深度推进“洋河+双沟”双品牌战略，构建双轮驱动格局，全面激活双沟品牌营销势能，稳步释放双名酒优势。

**蓝色经典横空出世，构筑品牌差异化壁垒。**2003 年，公司抓住白酒行业快速发展的机遇，推出蓝色经典系列抢占中高端市场，接力陷入泥潭的洋河大曲。作为公司的全新系列，蓝色经典在品质、外形、定位上均进行了全面创新，从差异化角度切入，构筑品牌壁垒。**1）口感差异化：**公司首创绵柔型白酒，打破了白酒行业按香气分型的惯例，在保持了洋河传统“甜、绵、软、净、香”的风格特点的基础上，突出了酒体绵柔、淡雅的独特风格，口味具有“低而不淡、高而不烈、绵长而尾净、丰满而协调、饮后特别舒适”的特点，贴合了现代人健康舒适饮酒的消费需求。**2）定位差异化：**蓝色经典系列以“男人的情怀”作为核心诉求，精彩地演绎了白酒品牌与现代生活的融合之道，成为精英男士的一种新的情感寄托与交流方式，赢得消费者的深度认同，引发消费者情感共鸣。**3）形象差异化：**蓝色经典系列一改传统白酒品牌金、黄、红的包装主色调，将冷色调的蓝作为产品标志，给消费者带来视觉冲击，让消费者提起洋河会想起蓝色，提起蓝色会联想到洋河，用蓝色演绎男人对宽广、博大胸怀的追求和人生恒久不变的情怀。

图 19：蓝色经典系列在包装和广告上的差异化宣传




数据来源：公司新闻，信达证券研发中心

**与时代同频共振，推动品牌国际化。**洋河一直努力将品牌与国际化视野相融合，提出了“精铸直入人心的品牌力”，既要融入时代的潮流，更要在新时代展现家国情怀。不仅通过《梦之蓝·经典咏流传》、《梦之蓝·国家宝藏》等节目积极传播白酒文化，在自身全球战略布局上，洋河也同样下足了功夫。一方面是“走出去”，推动品牌的国际化；另一方面是“迎进来”，把握大国大事的传播机遇，特别是在“G20 峰会”、“上合组织青岛峰会”、“读懂中国”等国际会议上，梦之蓝成为指定用酒，扩大了梦之蓝的品牌力影响力。通过一系列切实有效的品牌策略，洋河收获了国际市场的认可和喜爱，品牌形象及品牌价值在国际上显著提升。在“BrandZ 2019 最具价值中国品牌 100 强”榜单上，洋河股份以 28.64 亿美元的品牌价值，位列排行榜第 48 位，名列白酒行业前三。

图 20：梦之蓝 M6 亮相 G20 峰会




数据来源：凤凰网，信达证券研发中心

图 21：梦之蓝 M9 成为上合峰会指定用酒

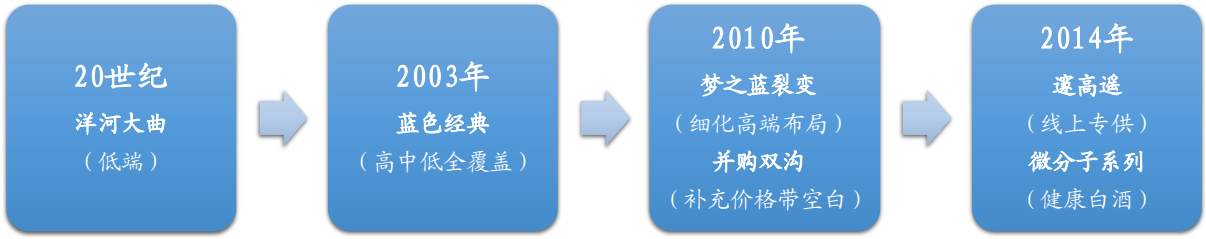



数据来源：搜狐网，信达证券研发中心

## 3.3 价格带全覆盖，持续结构升级

**持续产品推新，实现全价格带覆盖。**公司 2003 年在浓香型白酒的基础上首创“绵柔型”白酒，推出蓝色经典系列，包含海之蓝（主流价格带）、天之蓝（中高端价格带）、梦之蓝（次高端价格带）三大单品，产品线定位清晰，切实满足各个价格带的消费需求。考虑到白酒市场消费主流价格带逐渐上移以及蓝色经典系列品牌市场度相对成熟，2010 年梦之蓝裂变为 M3、M6、M9，进一步细化高端线的产品布局。同年收购双沟，“君坊”、“圣坊”、“帝坊”三支产品弥补了蓝色经典系列价格带之间的空白。2014 年公司推出电商专供酒“邃高遥”，试水线上专供，并推出“健康白酒”洋河微分子系列，逐步实现了全产品线的覆盖。依托完整的产品线，公司的覆盖面和竞争力持续提升，抗风险能力也进一步增强。

**图 22：洋河产品线全覆盖发展时间线**




*资料来源：公司新闻，信达证券研发中心*

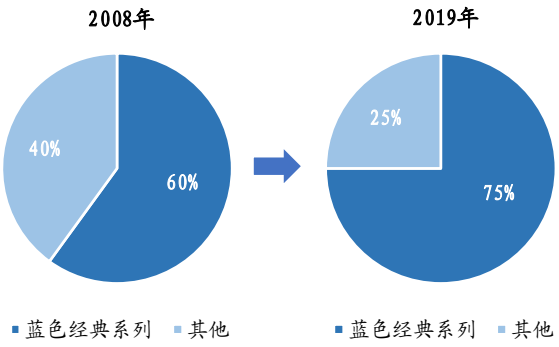
**表 3：洋河产品序列全覆盖**

| 定位 | 品牌 | 产品 | 价格 | 产品展示 |
|---|---|---|---|---|
| 超高端 | 洋河 | 梦之蓝手工班 | 2388 元 |  |
| | | **梦之蓝 M9** | 2099 元（52 度）/1899 元（45 度） | |
| | 双沟 | 苏酒头排酒 | 1739 元 | |
| 高端 | 洋河 | **梦之蓝 M6+** | 788 元（52 度）/680 元（45 度） |  |
| | | 微分子大 V | 758 元 | |
| | 双沟 | 苏酒绿苏 | 979 元（52 度）/917 元（42 度） | |
| 次高端 | 洋河 | **梦之蓝 M3 水晶版** | 639 元（52 度）/539 元（45 度） |  |
| | | **梦之蓝 M3** | 599 元（52 度）/529 元（45 度） | |
| | | 遥之蓝（电商） | 439 元（52 度）/419 元（42 度） | |
| | | 微分子小 v | 459 元 | |
| | | 梦之蓝 M1（电商） | 389 元（52 度）/369 元（45 度） |  |
| | | **天之蓝** | 399 元（52 度）/369 元（42 度） | |
| | 双沟 | 珍宝坊帝坊 | 558 元 | |
| | | 苏酒地锦 | 499 元 | |
| 中端 | 洋河 | 高之蓝（电商） | 239 元（52 度）/229 元（42 度） |  |
| | | **海之蓝** | 196 元（52 度）/166 元（42 度） | |
| | | 邃之蓝（电商） | 119 元（52 度）/109 元（42 度） | |
| | 双沟 | 珍宝坊圣坊 | 279 元 | |
| | | 珍宝坊君坊 | 129 元 | |
| 低端 | 洋河 | 洋河大曲青瓷 | 69 元 |  |
| | | 洋河大曲蓝瓷 | 89 元 | |
| | 双沟 | 双沟大曲小青花 | 98 元 | |

*资料来源：京东商城，信达证券研发中心*

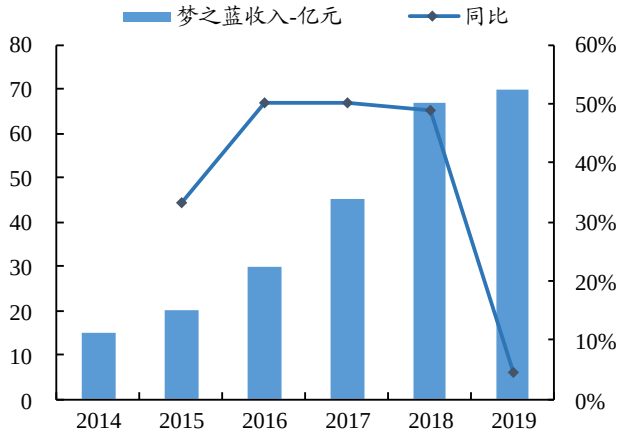
**梦之蓝发力，推动产品结构升级。**蓝色经典系列自 2003 年推出以来，迅速成长为公司主打产品，收入占比由 2008 年的 63%逐步提升至 2019 年超过 75%，收入贡献持续提升。随着人均收入水平的提高，白酒消费的主流价格带上移，蓝色经典系列内部结构也随之升级。自 2015 年白酒行业恢复增长以来，海之蓝和天之蓝增速放缓，梦之蓝成为公司新的增长极。作为公司的主推系列，梦之蓝收入从 2014 年约 15 亿增长至 2018 年约 67 亿，年复合增速高达 45%。虽然受公司主动调整影响，2019 年全年收入下滑，但梦之蓝系列仍保持正向增长。受益于产品结构的持续升级，公司白酒毛利率由 2014 年的 61%提升至 2020Q1-3 的 73.2%。

图 23：蓝色经典系列收入占比持续提升



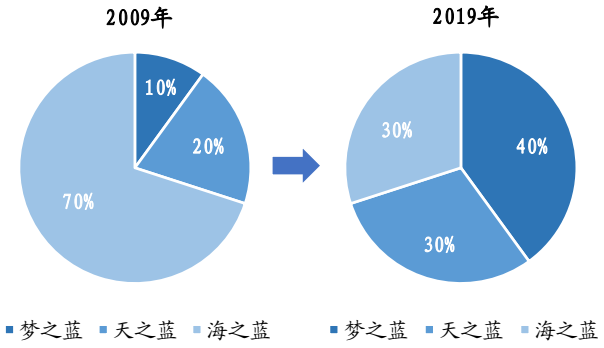

数据来源：渠道调研，信达证券研发中心

图 24：梦之蓝自 2015 年起高速增长



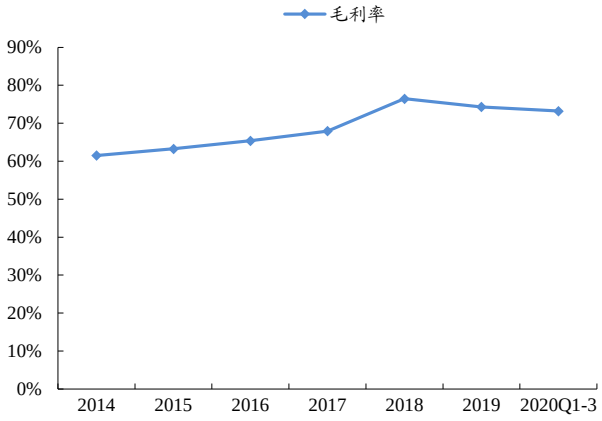

数据来源：渠道调研，信达证券研发中心

图 25：梦之蓝成长为蓝色经典系列第一大产品




数据来源：渠道调研，信达证券研发中心

图 26：公司白酒业务毛利率稳步提升

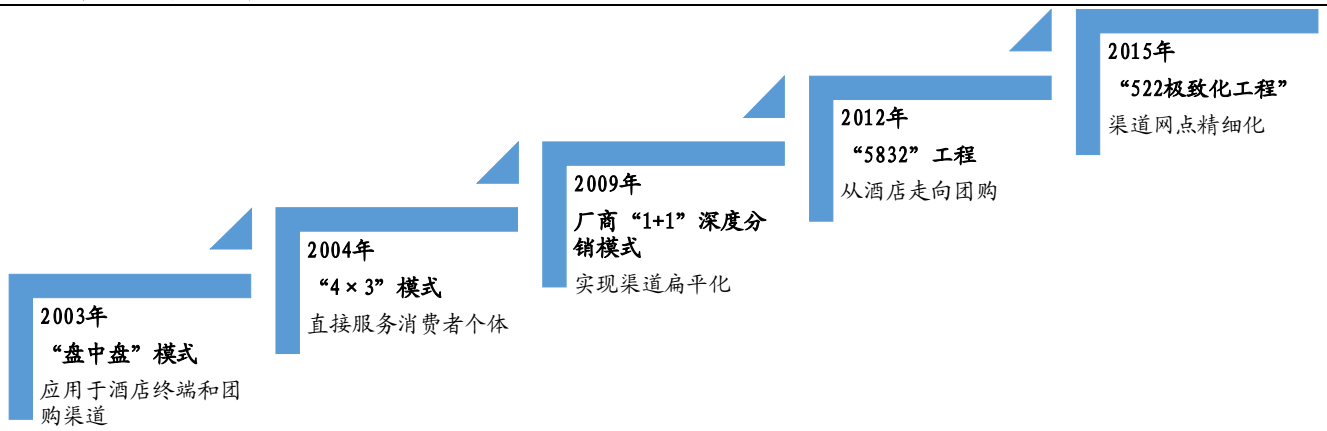



数据来源：Wind，信达证券研发中心

## 3.4 创新营销步步深耕，终端掌控力强

**创新模式激发渠道活力，实现深度扁平化。**近二十年来，公司在渠道上不断创新突破，建立起中国白酒行业最强大的营销网络平台。2003 年，公司在学习口子窖“酒店盘中盘”模式基础上，提出了以“消费者盘中盘”为核心的新思路，构造了以“团购公关”为核心思想的“启动小盘”模式。在后终端营销模式的升级中，公司又创新性提出“4×3”模式，将营销重点由渠道和终端从经销商进一步下延至消费者环节，通过直接服务于每个消费者个体实现真正意义上的终端拦截。2006 年，公司率先在白酒行业引入快消品的渠道管理理念，打破传统的大商经销模式，创造性的采用厂商“1+1”深度分销，实现渠道扁平化，增强企业的终端掌控力。2015 年，为推动公司营销持续性转型升级，再次提出“522 极致化工程”，在拓展产品消费场景的同时实现渠道网点的精细化与细致化。

图 27：洋河渠道模式变革历程

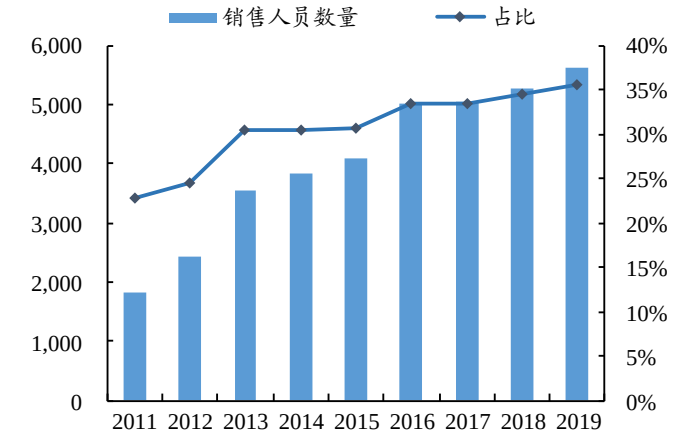



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**率先布局互联网，实现“三位一体”全覆盖。**早在 2013 年，公司就推出了白酒行业第一款线上售卖 APP“洋河 1 号”， 被纳入“2013 中国酒业十大营销案例”，又入选工信部首批“2014 互联网与工业融合创新试点项目”名单。采用“厂家主导、网点执行”的模式，既满足了消费者的购酒便利性需求，又能通过线下网点实现快速送达服务，激发网点积极性，实现了线上与线下 O2O 的融合。传统渠道＋手机移动终端＋互联网平台，使得公司实现了渠道的三位一体全覆盖，为推进全国化打下了坚实的网络基础。

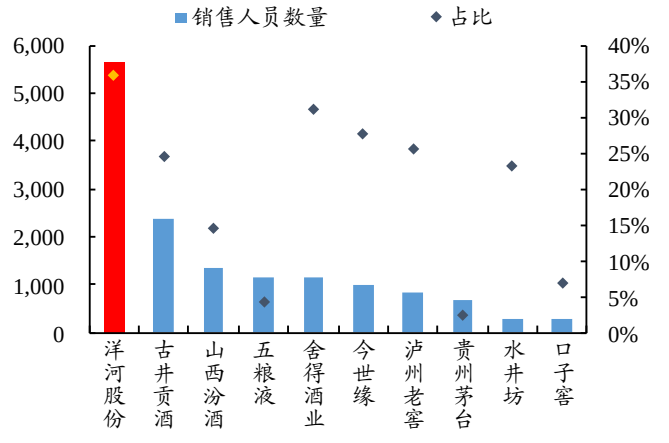
**销售人员规模大，终端掌控力强。**深度分销模式最大的优势在于厂家对终端的掌控力强，便于管控价格及防止窜货。得益于此，公司的全国化扩张取得了显著成效。由于深度分销模式需要，厂价负责中端拓展与尾数、品牌宣传与地推等市场活动执行工作，公司的销售人员数量及比例远高于其他名酒企业，并呈逐年增加趋势。截至 2019 年末，公司销售人员达 5632 人，经销商数量近万家。

图 28：洋河销售人员数量及占比逐年上升




数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 29：2019 年洋河销售人员数量远高于其他名酒企业




数据来源：Wind，信达证券研发中心

# 4. 展望未来：主动调整红利即将释放

长期以来，公司致力于渠道深耕，实现深度扁平化，一方面帮助公司提升终端掌控力，稳货控价，但另一方面也抑制了经销商的积极性，过于透明的渠道价格削弱了渠道利润，渠道推力下降。2017-2018 年，公司对蓝色经典系列采取多次小幅提价策略，但终端成交价并未明显上升，进一步压缩渠道利润，导致终端门店利润率下滑，经销商出货困难，库存高企。2019 年下半年，公司下定决心做出主动调整，重新定义厂商关系，并借产品升级之际理清渠道高库存问题，为企业长期健康发展做好准备。

## 4.1 构建新型厂商关系，聚焦打造 M6+大单品

**实行“一商为主，多商配称”，重新构建渠道盈利模式。**长期以来，在渠道深度扁平化的同时，公司也饱受经销商功能弱化、渠道价格透明、渠道利润薄的诟病，大量招商损害了核心经销商利益。为充分调动经销商积极性、协调厂商关系、避免压货压价，公司提出构建“一商为主、多商配称”的新型厂商关系。区域内选择实力最强的经销商作为主导，其余经销商为补充，并清理不符合公司要求的经销商，实现区域市场的经销商结构优化和盈利模式调整。此外，针对不同类型经销商设置不同的盈利模式，主商靠规模盈利，实现规模经济性；多商靠高毛利新品盈利，形成集成和板块效应，最后形成和谐的经销商生态圈，互相协作，和谐统一，共同为洋河双沟的品牌打造赋能。

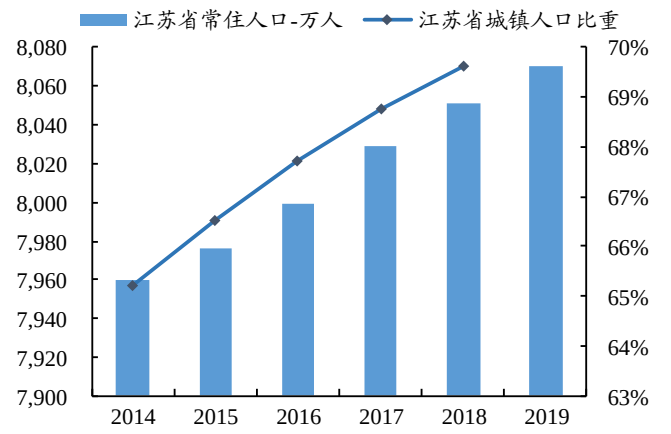
**高端品牌事业部主导下，聚焦打造 M6+大单品。**此前，公司梦之蓝系列采用多单品战略卡位“次高端+高端”，营销资源相对分散，与现阶段品牌集中度提升趋势相背离。为提升高端产品的竞争力，公司于 2019 年设立高端品牌事业部，并增设十多个专项高端品牌分公司，全面布局发力高端白酒市场。鉴于 M6 终端价格未达预期，且提价较困难，公司 2019 年四季度推出战略单品 M6+，在保留一系列经典元素的同时，实现品质、规格、形象和防伪四重升级，传递“更好的时代，值得更好的你”的全新理念表达。通过新品迭代之际的战略性提价，M6+精准卡位 600~800 元价格带，目标打造百亿级大单品，拉升自身品牌力，带动梦之蓝系列也向上实现价格扩容，给腰部产品留足空间，打开公司整体成长空间。

**刘化霜上任营销负责人，推动营销体系改革。**2019 年 7 月，刘化霜被聘用为公司副总裁，再次担任营销负责人。作为公司营销团队的元老人物，刘化霜早于 2002 年加入洋河股份，历任江苏洋河酒业有限公司市场部部长、副总经理、总经理、洋河蓝色经典公司总经理。在 2002 至 2006 年洋河初创期，他曾带领洋河的营销团队，拿下了江苏白酒重镇南京市场，被称为“敢死队队长”，能力非常出众，对白酒行业以及一线销售情况非常了解。江苏省内的大经销商很多都是跟刘化霜一起成长起来的，与刘化霜的契合度非常高，响应公司政策非常积极。在此基础上，公司在省内的渠道调整及新产品 M6+的导入都较为顺利。

## 4.2 省内：消费升级结构上移，静待梦之蓝放量增长

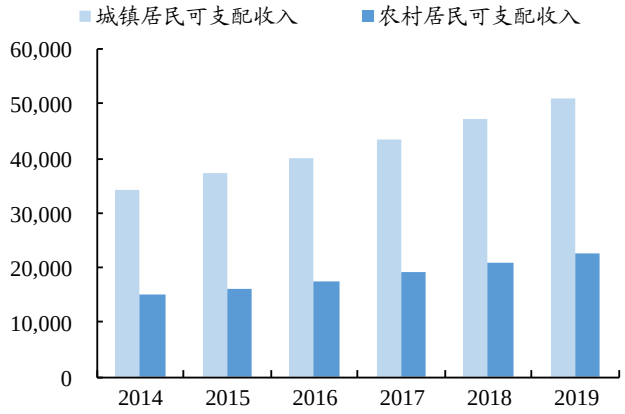
**受益于消费升级和经济快速增长，江苏省白酒市场持续扩容。**一方面，江苏省常住人口较为稳定，城镇人口比重持续上升，考虑到城镇居民的购买力远高于农村居民，城镇人口比重的持续提高带动江苏整体消费能力的提升。另一方面，江苏省人均收入水平显著高于全国平均水平，反映在人均食品烟酒消费支出高于全国水平，在与商务消费相关的 GDP 和固定资产投资增速表现上，省内大部分地区快于全国。因此，过去 10 年，江苏省白酒市场规模以年均 13.78%的速度快速增长，快于同期 GDP、居民可支配收入、住宅价格的增速。2019 年江苏白酒市场规模约 400 亿，假设未来 5 年，白酒市场规模以 7%（考虑 GDP 增速和通胀因素）的速度扩容，至 2025 年，预计江苏白酒市场规模将达到 600 亿左右。

**图 30：江苏省城镇人口比重持续上升**



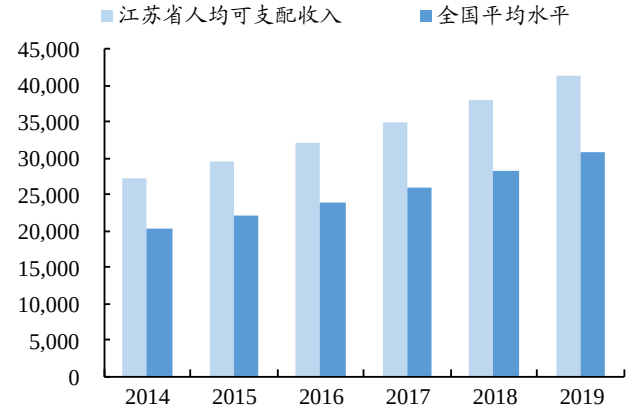

*数据来源：国家统计局，信达证券研发中心*

**图 31：江苏省城镇居民可支配收入远高于农村居民**



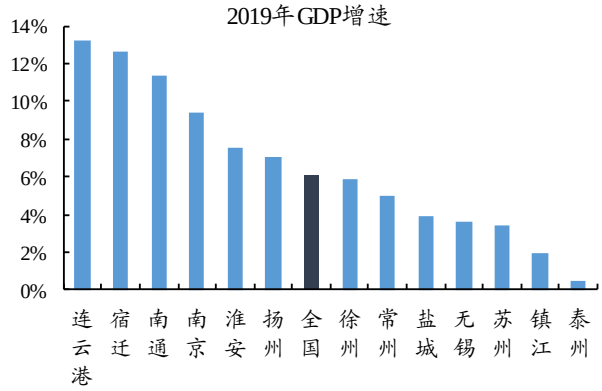

*数据来源：国家统计局，信达证券研发中心*

**图 32：江苏省人均可支配收入高于全国平均水平**



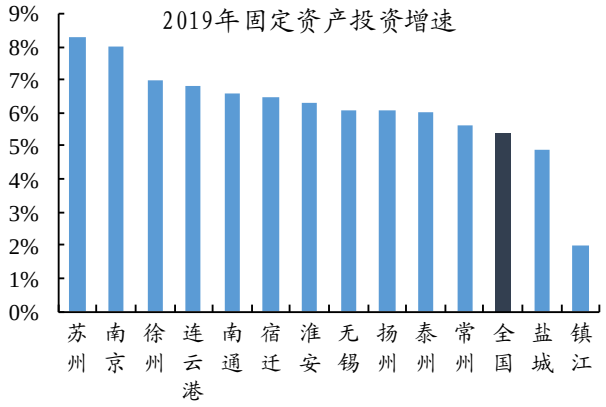

*数据来源：国家统计局，信达证券研发中心*

**图 33：江苏省大部分城市 GDP 增速高于全国**



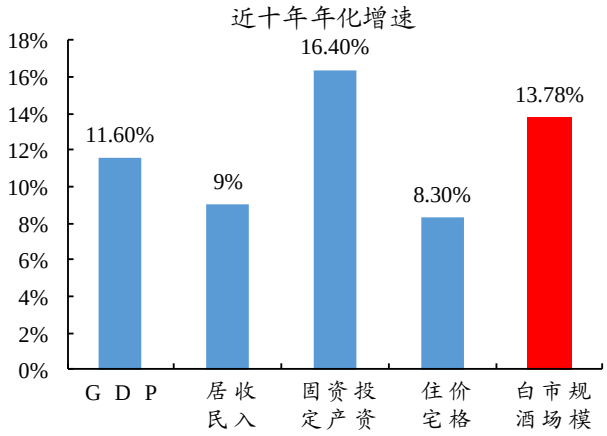

*数据来源：国家统计局，信达证券研发中心*

**图 34：江苏省固定资产投资增速高于全国**



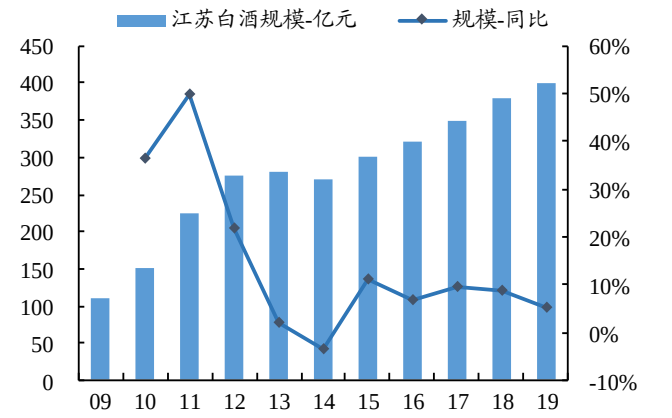

*数据来源：国家统计局，信达证券研发中心*

**图 35：江苏省白酒市场增速优于主要经济指标**




*数据来源：国家统计局，信达证券研发中心*

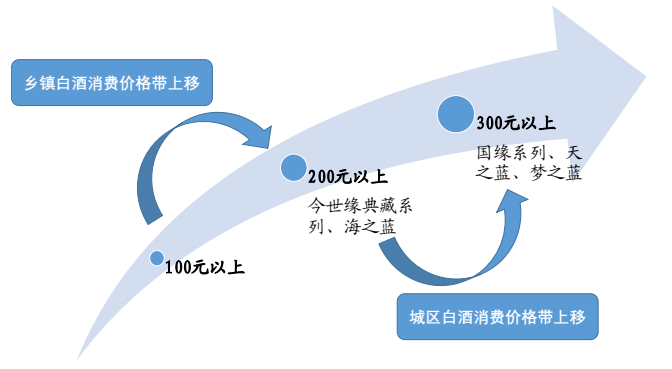
图 36：江苏省白酒市场规模




数据来源：市场调研，信达证券研发中心

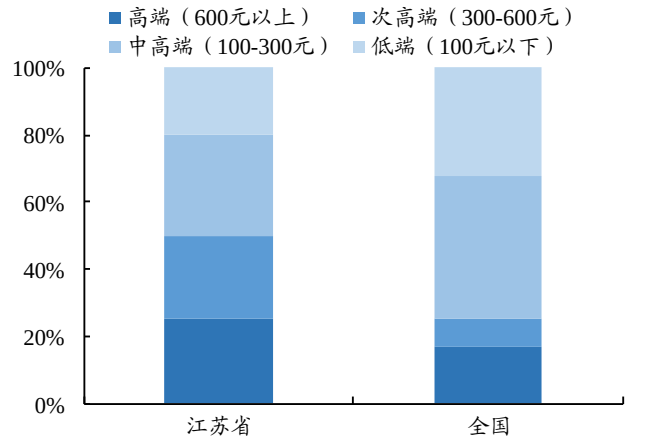
**江苏省白酒主流价格带上移，消费结构显著高于全国，梦之蓝优势明显。**由于经济发展水平高，居民消费升级快，江苏省白酒消费结构优于全国。近年，江苏白酒主流消费价位从 200 元左右向 300 元以上跃迁，经济更发达的苏南区域向 400 元以上价位跃迁。据渠道调研，苏北市场 100 元以下档位为补充性或是自饮档位，200 元档位走入普通百姓消费，苏南市场表现甚之，商务、宴席等消费场景主流价位段升级至 300-600 元，故 2017 年以来江苏省 300-600 元价格带已成为档位提升最为明显的价格档位带。从江苏省消费结构来看，高端酒与次高端酒的消费规模占比均高于全国水平，消费升级趋势领先。梦之蓝全系产品定位次高端以上，省内聚焦梦之蓝发展有望促进公司收入结构进一步向上提升。

图 37：江苏省白酒消费价位从 200 元向 300 元以上跃迁




数据来源：渠道调研，信达证券研发中心

图 38：江苏省白酒消费结构显著高于全国




数据来源：渠道调研，信达证券研发中心

**省内 M6+换代推进良好，M9 尚处培育等待放量。**自 2019 年下半年公司主动控货以来，省内经销商库存逐步下降，虽受疫情影响去库存时间线拉长，但目前省内库存水平已降到一个月以内，渠道体系调整已接近尾声，M6+换代即将完成。公司 M9 产品对标五粮液，手工班对标茅台，在南京市场的消费者培育仍在进行中，未来将首先放量苏南市场。2019 年 M9 及手工班实现 17 亿销售额，销售量不到 1000 吨。按照公司当前 16 万吨基酒产能规划，其中 5%用于生产 M9，2%用于生产手工班，未来 M9 产量有望达到 8000 吨，手工班产量将达 3200 吨，是公司向高端与超高端发力的又一潜在增长点。

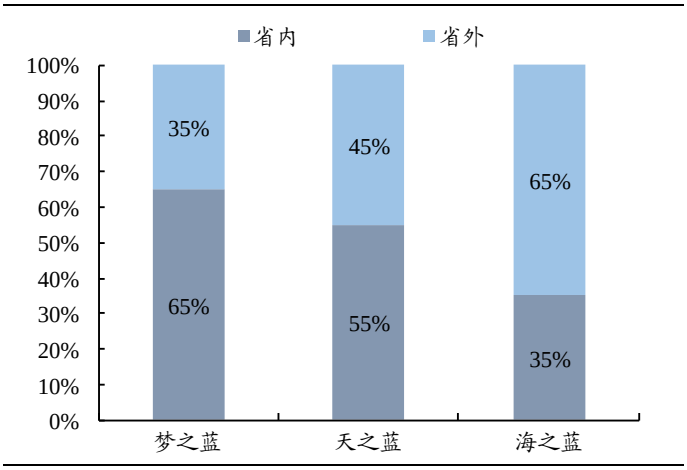
**水晶版 M3 上市，产品持续换代升级。**继 M6+的顺利导入后，公司于 2020 年 11 月再次推出水晶版 M3，进一步提高品牌辨识度，彰显品牌价值。作为梦系列的三架马车之一，老版 M3 卡位 300-400 元的省内主流消费价格带，水晶版进一步增厚渠道利润，承接中高端产品

升级后的消费需求。在沿用 M6+推进思路的基础上，渠道信心很足，在春节前动销旺季，我们预计新品导入将会有较好的表现，并且在轻库存状态下，渠道调整时间或快于 M6+。

### 4.3 省外：新江苏战略持续推进，M6+全国化布局

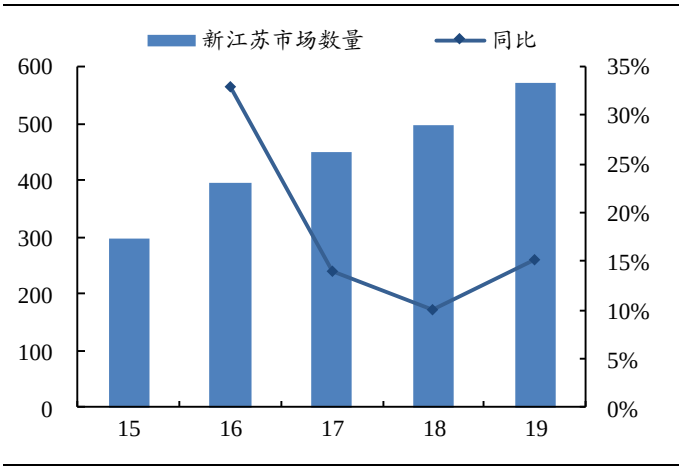
**省外结构升级空间大，新江苏战略持续推进。**鉴于当前全国白酒消费平均水平，公司的全国化布局主要以海之蓝渗透为主导，天之蓝、梦之蓝的省外占比相对较低。虽然全国白酒主流消费价格带不及江苏省，但上升趋势不变，随着白酒市场整体的消费升级，长期看向 300 元以上价位跃升是必然。几年来，公司不断扩张向全国扩张新江苏市场，仅 2019 年就新增 70 个，总数达到 570 个，全国渠道布局逐渐完善，为消费者向天之蓝、梦之蓝消费升级转化打下良好基础，有望迎来新的突破。

**图 39：2018 年蓝色经典系列省内外收入结构**




*数据来源：渠道调研，信达证券研发中心*

**图 40：洋河快速扩张新江苏市场**




*数据来源：公司公告，信达证券研发中心*

**M6+顺利导入山东市场，大单品全国化布局正在进行。**目前，公司在省外已形成河南、山东、安徽三大样板市场，市场规模均在 20 亿以上。作为相对成熟市场，海之蓝导入顺利，对消费者的香型培育基本到位，需进一步确立次高端化品牌地位。在库存与渠道问题上，公司主动调整已见成效，M6+的树立不走循序渐进的发展道路，而是突破一步到位，在山东市场的导入较顺利，等待放量增长。

# 5. 盈利预测和评级

## 盈利预测及假设

**收入预测：**我们预计洋河股份 2020-2022 年的收入将分别达到 219.9 亿元、247.0 亿元和 275.3 亿元，分别同比增长-4.9%、12.3%和 11.5%。

**表 4：公司收入预测**

| | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 白酒 | 收入-百万元 | 22913 | 21967 | 20868 | 23582 | 26411 |
| | YOY | 19% | 47% | -5% | 13% | 12% |
| | 毛利率 | 76.5% | 74.3% | 75.0% | 76.0% | 77.0% |
| 红酒 | 收入-百万元 | 274 | 194 | 155 | 155 | 155 |
| | YOY | -4% | -29% | -20% | 0% | 0% |
| | 毛利率 | 50.7% | 36.6% | 45.0% | 50.0% | 50.0% |
| 其他业务 | 收入-百万元 | 973 | 965 | 965 | 965 | 965 |
| | YOY | 116% | -1% | 0% | 0% | 0% |
| | 毛利率 | 15.1% | 11.6% | 20.0% | 15.0% | 15.0% |

*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

**毛利率预测：**我们预计洋河股份 2020-2022 年的毛利率将分别达到 72.4%、73.5%和 74.7%，分别同比上升 1.0pct、1.1pct 和 1.2pct。

**费用率预测：**我们预计洋河股份 2020-2022 年期间销售费用率和管理费用率合计分别达到 19%、19%和 19%，基本保持平稳态势。

1）销售费用率：考虑到公司近年来加快营销布局，销售收入持续增长带来销售效率提升，我们预计 2020-2022 年的销售费用率分别为 11%、11%和 11%。

2）管理费用率：考虑到销售收入持续增长带来管理效率提升，我们预计 2020-2022 年的管理费用率分别为 8%、8%和 8%。

## 投资评级

**表 5：可比公司盈利及估值对比**

| 2020/12/29 | 总市值（亿元） | EPS | | | CAGR | PE | | | PEG | PS | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 19A | 20E | 21E | 2019-21 | 19A | 20E | 21E | | 19A | 20E | 21E |
| 贵州茅台 | 23,453 | 32.80 | 37.10 | 44.21 | 16.1% | 56.92 | 50.32 | 42.23 | 2.62 | 26.40 | 24.03 | 20.56 |
| 五粮液 | 10,907 | 4.48 | 5.26 | 6.36 | 19.1% | 62.68 | 53.45 | 44.21 | 2.32 | 21.76 | 19.05 | 16.24 |
| 顺鑫农业 | 511 | 1.09 | 1.14 | 1.54 | 18.8% | 63.16 | 60.44 | 44.75 | 2.38 | 3.43 | 3.08 | 2.72 |
| 古井贡酒 | 1,378 | 4.17 | 4.25 | 5.35 | 13.3% | 65.69 | 64.38 | 51.17 | 3.85 | 13.23 | 12.50 | 10.47 |
| 泸州老窖 | 3,239 | 3.17 | 3.91 | 4.74 | 22.3% | 69.77 | 56.60 | 46.64 | 2.09 | 20.48 | 19.47 | 16.48 |
| ST 舍得 | 300 | 1.51 | 1.56 | 1.94 | 13.3% | 59.05 | 57.21 | 46.02 | 3.47 | 11.32 | 11.12 | 9.33 |
| 山西汾酒 | 3,138 | 2.22 | 3.04 | 3.85 | 31.5% | 161.85 | 118.54 | 93.58 | 2.97 | 26.41 | 22.47 | 18.64 |
| 今世缘 | 694 | 1.16 | 1.25 | 1.55 | 15.6% | 47.57 | 44.22 | 35.60 | 2.28 | 14.23 | 13.21 | 10.72 |
| **平均** | | | | | **18.7%** | **73.33** | **63.15** | **50.52** | **2.75** | **17.16** | **15.62** | **13.15** |
| **洋河股份** | **3,399** | **4.90** | **5.17** | **5.47** | **5.7%** | **46.04** | **43.60** | **41.21** | **7.24** | **14.70** | **15.46** | **13.76** |

*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 5.17、5.47 和 6.26 元，对应对应 2020 年 12 月 29 日收盘价（225.54 元/股）市盈率 44/41/36 倍，首次给予“买入”评级。

# 6. 风险提示

**宏观经济不确定风险**

2020 年，新冠疫情对世界政治经济格局和我国经济发展造成了冲击，国际经济形势更加复杂，国内经济面临下行压力，给白酒行业和白酒企业的发展带来了一定的风险。

**行业竞争加剧风险**

随着白酒行业集中度不断提升，主要名优酒企更加重视营销工作、加大招商力度、加强渠道建设等，白酒行业和白酒企业间竞争将更加激烈。

**疫情的不确定性**

2020 年突如其来的新冠肺炎疫情导致餐饮行业、婚宴消费、节日消费等终端消费几乎停滞，对经营造成一定的暂时性影响，影响程度取决于疫情防控的进展情况、持续时间及防控政策的实施情况。目前国内新冠疫情虽已得到有效控制，但国外形势依旧严峻，随着天气转冷，病毒活跃度提升，国内多地出现少数确诊病例，2021 年春季是否会有再次爆发尚不可知。

| 资产负债表 | | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| **流动资产** | 35,875 | 37,806 | 39,665 | 45,088 | 51,198 |
| 货币资金 | 3,615 | 4,300 | 14,345 | 18,614 | 23,717 |
| 应收票据 | 243 | 659 | 602 | 677 | 754 |
| 应收账款 | 5 | 16 | 18 | 20 | 23 |
| 预付账款 | 19 | 200 | 182 | 197 | 209 |
| 存货 | 13,892 | 14,433 | 13,315 | 14,373 | 15,283 |
| 其他 | 18,100 | 18,197 | 11,202 | 11,207 | 11,213 |
| **非流动资产** | 13,689 | 15,649 | 15,056 | 14,403 | 13,730 |
| 长期股权投资 | 9 | 25 | 27 | 29 | 31 |
| 固定资产(合计) | 7,834 | 7,257 | 6,537 | 5,817 | 5,097 |
| 无形资产 | 1,782 | 1,747 | 1,712 | 1,677 | 1,642 |
| 其他 | 4,064 | 6,620 | 6,780 | 6,880 | 6,960 |
| **资产总计** | 49,564 | 53,455 | 54,720 | 59,491 | 64,928 |
| **流动负债** | 15,628 | 16,537 | 14,502 | 16,022 | 17,517 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 1,261 | 1,331 | 1,165 | 1,258 | 1,337 |
| 其他 | 14,367 | 15,206 | 13,337 | 14,764 | 16,180 |
| **非流动负债** | 311 | 427 | 427 | 427 | 427 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 311 | 427 | 427 | 427 | 427 |
| **负债合计** | 15,939 | 16,963 | 14,929 | 16,448 | 17,944 |
| 少数股东权益 | -20 | -17 | -13 | -9 | -5 |
| 归属母公司股东权益 | 33,645 | 36,509 | 39,805 | 43,052 | 46,989 |
| **负债和股东权益** | 49,564 | 53,455 | 54,720 | 59,491 | 64,928 |

| 重要财务指标 | | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业总收入 | 24,160 | 23,126 | 21,989 | 24,702 | 27,532 |
| 同比(%) | 21.3% | -4.3% | -4.9% | 12.3% | 11.5% |
| 归属母公司净利润 | 8,115 | 7,383 | 7,796 | 8,247 | 9,437 |
| 同比(%) | 22.5% | -9.0% | 5.6% | 5.8% | 14.4% |
| 毛利率(%) | 73.7% | 71.3% | 72.4% | 73.5% | 74.7% |
| ROE% | 24.1% | 20.2% | 19.6% | 19.2% | 20.1% |
| EPS (摊薄)(元) | 5.39 | 4.90 | 5.17 | 5.47 | 6.26 |
| P/E | 17.59 | 22.56 | 43.60 | 41.21 | 36.01 |
| P/B | 4.24 | 4.56 | 8.54 | 7.89 | 7.23 |
| EV/EBITDA | 13.25 | 17.32 | 36.32 | 30.66 | 26.53 |

| 利润表 | | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| **营业总收入** | 24,160 | 23,126 | 21,989 | 24,702 | 27,532 |
| 营业成本 | 6,353 | 6,626 | 6,075 | 6,558 | 6,973 |
| 营业税金及附加 | 3,770 | 3,201 | 3,298 | 3,705 | 4,130 |
| 销售费用 | 2,561 | 2,692 | 2,419 | 2,717 | 3,029 |
| 管理费用 | 1,704 | 1,856 | 1,759 | 1,976 | 2,203 |
| 研发费用 | 28 | 160 | 330 | 124 | 138 |
| 财务费用 | -65 | -78 | -56 | -99 | -127 |
| 减值损失合计 | 1 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 918 | 851 | 990 | 988 | 1,101 |
| 其他 | 86 | 245 | 1,266 | 274 | 283 |
| **营业利润** | 10,814 | 9,762 | 10,420 | 10,983 | 12,572 |
| 营业外收支 | 26 | 9 | -20 | 18 | 18 |
| **利润总额** | 10,839 | 9,771 | 10,400 | 11,( | 12,590 |
| 所得税 | 2,724 | 2,385 | 2,600 | 2,750 | 3,147 |
| **净利润** | 8,115 | 7,386 | 7,800 | 8,251 | 9,442 |
| 少数股东损益 | 0 | 3 | 4 | 4 | 5 |
| **归属母公司净利润** | 8,115 | 7,383 | 7,796 | 8,247 | 9,437 |
| EBITDA | 10,501 | 9,367 | 8,963 | 10,477 | 11,916 |
| EPS (当年)(元) | 5.39 | 4.90 | 5.17 | 5.47 | 6.26 |

| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| **经营活动现金** | 9,057 | 6,798 | 5,637 | 8,265 | 9,466 |
| 净利润 | 8,115 | 7,386 | 7,800 | 8,251 | 9,442 |
| 折旧摊销 | 757 | 776 | 855 | 855 | 855 |
| 财务费用 | 1 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | -918 | -851 | -990 | -988 | -1,101 |
| 营运资金变动 | 1,191 | -271 | -848 | 365 | 488 |
| 其它 | -89 | -240 | -1,180 | -218 | -218 |
| **投资活动现金流** | -3,349 | -1,293 | 8,908 | 1,004 | 1,137 |
| 资本支出 | -426 | -293 | -280 | -182 | -162 |
| 长期投资 | -3,783 | -1,828 | 6,998 | -2 | -2 |
| 其他 | 859 | 828 | 2,190 | 1,188 | 1,301 |
| **筹资活动现金流** | -3,841 | -4,823 | -4,500 | -5,000 | -5,500 |
| 吸收投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付利息或股息 | -3,843 | -4,822 | -4,500 | -5,000 | -5,500 |
| **现金流净增加额** | 1,865 | 685 | 10,045 | 4,269 | 5,103 |

## 研究团队简介

**马铮**，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020 年 11 月加盟信达证券。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北 | 卞双 | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com |
| 华北 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com |
| 华北 | 顾时佳 | 18618460223 | gushijia@cindasc. com |
| 华北 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华东总监 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华东 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华南总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 江开雯 | 18927445300 | jiangkaiwen@cindasc.com |
| 华南 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |
| 华南 | 焦扬 | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
| --- | --- | --- |
| 本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | **买入：** 股价相对强于基准 20%以上； | **看好：** 行业指数超越基准； |
| | **增持：** 股价相对强于基准 5%～20%； | **中性：** 行业指数与基准基本持平； |
| | **持有：** 股价相对基准波动在±5% 之间； | **看淡：** 行业指数弱于基准。 |
| | **卖出：** 股价相对弱于基准 5%以下。 | |

## 评级说明

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。