

洋河股份 (002304)

——省外市场和微分子酒提供长期弹性，平台化趋势已现，41%以上空间

行业名称	食品饮料
投资建议	买入
当前价格:	70元
目标价格:	102元

投资要点:

➤ 洋河是白酒优势差异化品种：趋势向好迎拐点。

公司的平台化能力白酒公司中最强。今年省内外市场加速增长，梦之蓝Q1增长超35%，整体蓝系列目标超去年。大量的海升天，带来很大的弹性。近期草根调研表明：Q2省外的铺市做的非常好，预计今年是逐季改善趋势。

➤ 白酒步入分化时代，洋河有望实现全面突破，五年内再造一个洋河。

1) 白酒行业进入分化时代，具有品牌优势和运作能力公司获得更大机会，洋河全面受益；2) 通过收购提升集中度和资本化率，洋河发展空间大。3) 消费回归理性，健康消费引领主流。性价比高，层次多，健康化的洋河最受益。公司提出5年内通过新品类，电商和外延再造一个洋河的目标有望提前实现。

➤ 核心竞争力：产品力+品牌力+渠道力。

1) 产品力：独具“绵柔”风格，品牌系列化经营，高中低端全覆盖，迎合消费升级趋势。2) 品牌力：历史文化底蕴深厚，奠定强大品牌基因，广告宣传稳定，品牌力持续提升。3) 渠道力：深耕传统渠道，以江苏为大本营，打造“新江苏市场”，营销能力强。

➤ 新的增长点：多品类平台化+互联网化，外延并购值得期待。

1) 微分子酒解决酒量和健康的问题，有望承继蓝色经典；葡萄酒丰富产品品类，提升平台化能力。2) 互联网化：先后开启了B2C和O2O模式，并创建“宅优购”，发力社区电商，解决最后一公里问题。3) 公司在外延方面进行了积极的布局，近日对贵酒的收购，初步验证了并购预期。

➤ 投资建议：6个月目标价102元，41%空间，买入评级，催化剂是深港通和低估。

洋河今年相对滞涨，年初至今涨25%，而茅、五分别涨60%和45%。考虑梦之蓝加速增长及外延加速，提高公司16-18年EPS至4.13/4.64/5.56元，给予17年22倍PE，6个月目标价102元，41%空间，买入评级。中期来看，在行业整合，平台化和互联网化的支持下公司估值有望恢复到12年水平（25倍），而公司收入和利润今年已经有望恢复到2012年高点水平，因此整体市值具有重回1500亿元市值的能力。

➤ 风险提示

- 第一，省外市场表现不达预期。
- 第二，新品推广不达预期

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,507/1,228
流通A股市值 (百万元)	85,977
每股净资产 (元)	16.85
资产负债率 (%)	28.65
一年内最高/最低 (元)	79.97/47.38

一年内股价相对走势



刘鹏 分析师
 执业证书编号: s1110516070001
 电话:
 邮箱: liupeng@sh.tfzq.com

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	14,672.21	16,052.44	18,723.41	21,206.01	25,018.50
增长率 (%)	-2.34%	9.41%	16.64%	13.26%	17.98%
EBITDA (百万元)	6,309.30	7,562.54	8,562.71	9,457.09	11,188.18
净利润 (百万元)	4,507.50	5,365.19	6,229.87	6,995.74	8,371.66
增长率 (%)	-9.89%	19.03%	16.12%	12.29%	19.67%
EPS (元/股)	2.99	3.56	4.13	4.64	5.56
市盈率 (P/E)	23.49	19.74	17.00	15.14	12.65
市净率 (P/B)	5.37	4.62	4.04	3.55	3.10
EV/EBITDA	12.45	12.74	10.71	9.23	7.36

数据来源：公司公告，天风证券研究所



报告信息

正文目录

投资摘要.....	4
估值与投资建议.....	4
核心假设或逻辑.....	4
与市场预期的差异之处.....	5
核心假设或逻辑的主要风险.....	5
公司介绍.....	6
基本情况.....	6
股权结构.....	6
人事调整推动改革创新，十三五规划定位清晰.....	7
白酒行业分析：行业步入分化期，洋河涅槃重生尤可期.....	8
白酒行业见底回暖，洋河现机遇.....	8
行业集中度偏低，优势资源向龙头集中，洋河发展空间大：.....	10
消费理性趋向回归，大众健康消费引领行业主流，中端产品异军突起：.....	10
核心竞争力：产品力+品牌力+渠道力.....	11
产品力：品牌系列化经营，主销产品高中低端全覆盖，迎合消费升级趋势.....	11
品牌力：历史文化底蕴深厚，品牌基因强大，广告宣传持续稳定.....	13
“新江苏市场”，深度分销，营销能力强.....	15
消费升级带动梦系列增长，海升天贡献正弹性.....	17
平台化产品有望爆发、外延及电商值得期待.....	17
微分子酒——继“蓝色风暴”后的又一抹新绿.....	18
葡萄酒：多品牌、多品类、多元化营销战略的又一大成果.....	20
互联网+酒——搭载“互联网+”快车，洋河跑出了“+”速度.....	23
看好公司平台化战略布局.....	25
外延并购加速，向国际化酒类平台巨头看齐.....	26
投资建议：最佳买点已现，合理目标价 102 元，给予“买入”评级.....	27

图表目录

图表 1：洋河股权结构图.....	6
图表 2：公司董、监、高持股情况.....	7
图表 3：公司分红率逐年递增 15 年已超 50%.....	8
图表 4：白酒产业周期图.....	8
图表 5：白酒行业总产量总额及增长率.....	9
图表 6：白酒行业总收入及增长率.....	9
图表 7：白酒行业利润总额及增长率.....	9
图表 8：白酒行业产成品存货总额及增长率.....	9
图表 9：白酒行业 CR3 低，发展空间大.....	10
图表 10：白酒企业总收入（亿元）.....	10
图表 11：消费者信心指数.....	11
图表 12：消费者信心指数构成要素.....	11
图表 13：高端产品（700+）大幅萎缩，而次高端（300-700）和经济自饮性产品（<100）走俏市场.....	11
图表 14：洋河产品系列简图.....	12
图表 15：洋河各档位产品相关竞品一览表.....	13
图表 16：洋河产品体系定位图.....	13
图表 17：目前洋河蓝色经典系列占营收的 70% 以上.....	13

图表 18: 洋河各档位产品相关竞品一览表.....	13
图表 19: 洋河所获荣誉一览.....	14
图表 20: 洋河蓝色经典.....	14
图表 21: 洋河经典广告.....	14
图表 22: 上市酒企广告费用占营业收入比重表一览.....	15
图表 23: 近三年上市酒企广告宣传平均占比.....	15
图表 24: 洋河营收省内、省外占比.....	16
图表 25: 洋河省外市场保持高速增长, 省内增速恢复至 10% 的水平.....	17
图表 26: 洋河产品结构占比蓝系列超 70%.....	17
图表 27: 受益于消费升级, 梦之蓝增长快速.....	17
图表 28: 酒桌新解——洋河微分子酒为您解忧.....	18
图表 29: 酒的类目分布.....	19
图表 30: 洋河微分子酒大 V (右) 和小 V (左) 组图.....	19
图表 31: 洋河微分子酒 (鉴赏版).....	19
图表 32: 全国餐饮行业回暖趋势良好.....	21
图表 33: 洋河葡萄酒产品及价格一览.....	22
图表 34: 红酒营业收入 (亿元).....	23
图表 35: 红酒毛利率.....	23
图表 36: 红酒营业收入占比.....	23
图表 37: “洋河 1 号”APP 界面.....	24
图表 38: 帝亚吉欧并购一览表.....	26
图表 39: 帝亚吉欧旗下酒水品牌.....	26
图表 5: 财务预测摘要.....	28

投资摘要

估值与投资建议

【趋势向好迎拐点】洋河是我们一直坚定推荐的白酒优势差异化品种，我们认为公司的平台化能力是白酒公司中最强的。公司今年将在省内外市场加速增长，其中梦之蓝一季度增长超 35%，整体蓝系列目标超过去年增长，通过系列升级，将大量的海之蓝升级为天之蓝，带来很大的弹性。此外我们近期的草根调研表明：2 季度在省外的铺市洋河做的非常好。预计今年是逐季改善趋势。

【建议继续买入】考虑梦之蓝加速增长及外延加速，提高公司 16-18 年 EPS 至 4.13/4.64/5.56 元，给予 17 年 22 倍 PE，6 个月目标价 102 元，41% 空间，买入评级。中期来看，在行业整合，平台化和互联化的支持下公司估值有望恢复到 12 年水平（25 倍），而公司收入和利润今年已经有望恢复到 2012 年高点水平，因此整体市值具有重回 1500 亿元市值的能力。

➤ **【催化剂 1: 深港通】**

此外深港通开通在即，具有稀缺性和持续增长能力的品种最受益，洋河的市值比较大，营销能力超强，和消费品的经典模式最相似（和帝亚吉欧和保乐利家最类似），海外资金认可度高，且具有能平台化的稀缺性，这将提升公司的国际影响力以及估值。

➤ **【催化剂 2: 严重滞涨】**

今年以来洋河股价相对非常滞涨，年初到现在只涨了 25%，而茅台，五粮液分别涨了近 60% 和 45%。

核心假设或逻辑

白酒行业见底，基本面拐点显现，洋河现机遇：今年白酒行业回暖趋势确定，洋河作为稳健的白酒龙头，将受益于整个白酒板块的复苏

洋河是我们一直坚定推荐的白酒优势差异化品种。我们认为公司的平台化能力是白酒公司中最强的。公司今年将在省内外市场加速增长，其中梦之蓝一季度增长超 35%，整体蓝系列目标超过去年增长，通过系列升级，将大量的海之蓝升级为天之蓝，带来很大的弹性。此外我们近期的草根调研表明：2 季度在省外的铺市洋河做的非常好。预计今年是逐季改善趋势。

洋河的核心竞争力体现在产品力+品牌力+渠道力上：品牌系列化经营，主销产品高中低端全覆盖，高端蓝系列产品迎合消费升级趋势；洋河品牌历史文化底蕴深厚，品牌基因强大，广告宣传持续稳定；省外市场持续给力，我们认为全年 10% 的增长将由省外市场贡献增量部分，16 年有望到 30 亿的规模。

未来新的增长点由微分子酒+葡萄酒+“互联网+”+平台化共同构建：微分子酒——具有分子量小、微量成分多、健康元素多的特点，解决了酒量和健康的问题，有望承继蓝色经典的使命；葡萄酒业务稳步发展符合年轻人的消费理念，未来有望放量；

洋河作为颇具“互联网思维”的白酒企业，自 2013 年起开始布局互联网业务，先后开启了 B2C 和 O2O 两种模式，独具创新意识；公司加快了外延并购步伐，看好洋河平台化发展战略，未来有望成为另一个帝亚吉欧。

与市场预期的差异之处

我们关注白酒中的差异化品种，我们认为更具创新活力的洋河更值得大家期待，在积极推进“双核驱动”战略的过程中，洋河在做好主业的同时更加注重创新，积极围绕主业开拓新业务，积极探索新型商业模式，加大产业资本整合力度，洋河定能在这一轮行业转变中把握机会、涅槃重生。

核心假设或逻辑的主要风险

第一， 省外市场表现不达预期。

第二， 新品推广不达预期。

公司介绍

基本情况

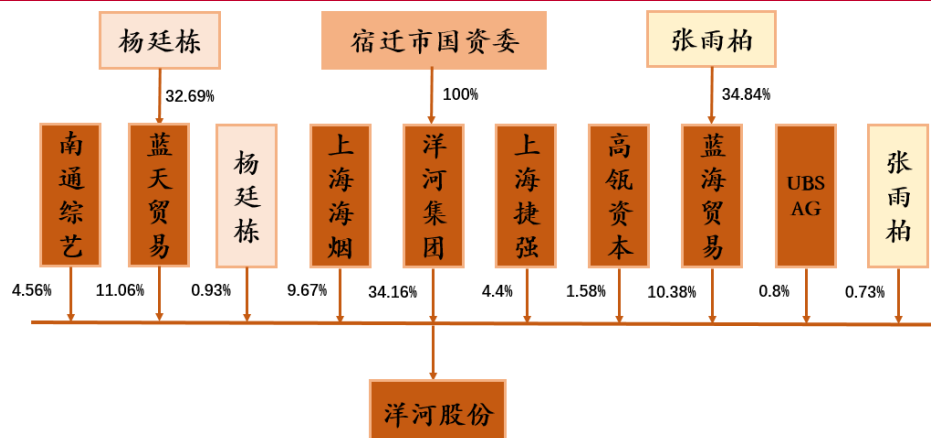
洋河股份是国有大型酿酒企业，位于中国白酒之都——江苏省宿迁市，坐拥“三江两湖一湿地”，得天独厚的生态环境和绵延悠久的白酒文化酝酿出了洋河“甜、绵、软、净、香”的独特风格。“福泉酒海清香美，味占江南第一家”，百年洋河涌动着悠远的古朴与繁华，也蕴藏着奋发崛起的胆略与决心。

公司以白酒酿造为主业，与茅台、五粮液等知名企业同居白酒行业第一梯队。拥有洋河、双沟、泗阳三大酿酒生产基地和苏酒集团贸易股份有限公司，是中国唯一一家同时拥有两大名酒品牌的企业，也是中国白酒行业生产规模最大，技术实力最强、现代化程度最高的白酒产业园。近年来，洋河深耕细作，先后推出蓝色经典系列、洋河大曲系列、敦煌系列等，实现了产品高中低端消费群体全覆盖。公司在积极做大做强传统主业的同时，积极驱动创新，围绕主业开辟微分子酒、葡萄酒，为洋河的腾飞注入了新鲜的血液。

股权结构

管理层直接或间接持股，有效解决了委托代理问题，提高了经营效率：公司是国内第一家较为完整的实现管理层和销售骨干人员持股的公司。目前集团及公司大部分高管都直接或间接持有公司股份，直接持股合计比例为 2.35%，大大地提高了管理者的积极性，实现了管理层与股东权益的一致性，有效地解决了委托代理问题，提高了公司的经营效率。

图表 1：洋河股权结构图



来源：公司半年报，天风证券研究所

图表 2: 公司董、监、高持股情况

姓名	职务	任职状态	期末持股数(股)	持股占比
钟玉叶	董事、执行总裁	现任	5,912,011	0.39%
从学年	董事、副总经理、董秘、 财务负责人	现任	3,378,291	0.22%
周新虎	董事、副总裁、总工程师	现任	3,378,291	0.22%
冯攀台	监事会主席	现任	5,677,986	0.38%
朱广生	副总裁	离任	5,912,011	0.39%
郑步军	副总裁	现任	71,400	0.01%
张雨柏	苏酒集团主席	现任	10,979,448	0.73%
总计			35,309,438	2.35%

来源: 公司年度报告, 天风证券研究所

人事调整推动改革创新, 十三五规划定位清晰

公司的人事变动释放出强烈的改革信号, 今年新出台的公司十三五规划中明确提出了以白酒为核心业务, 葡萄酒和健康酒为发展业务, 新品类为培养业务的发展模式。公司将以渠道极致化为首要重点, 强化深度分销模式, 大力的推进互联网信息化和数字化, 不断强化资源配置和能力建设。

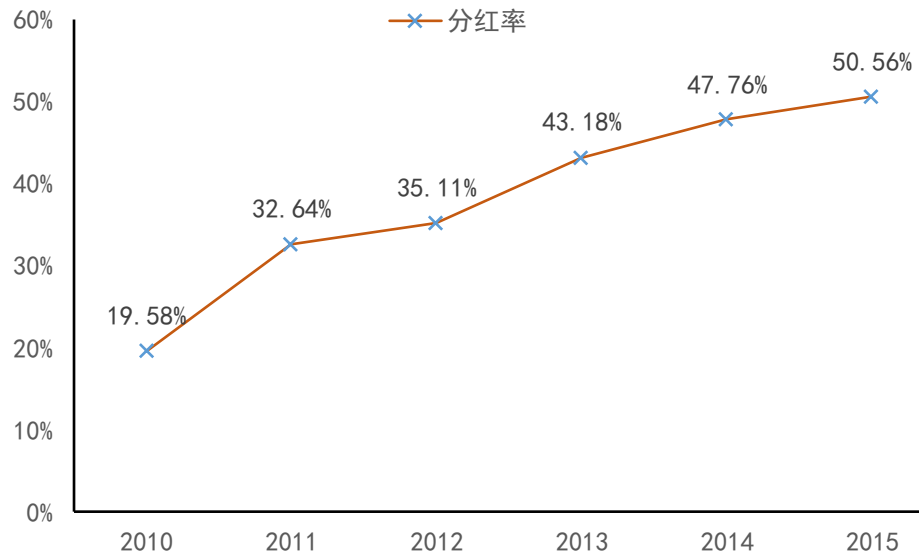
➤ 十三五规划布局精准:

2016 年初公司制定了十三五规划, 主要包括以下几个方面: 公司战略是宽度一毫米、深度一公里、高度一万米、长度万万米。宽度一毫米是指永远经营自己最擅长的事情, 深挖行业潜力; 深度一公里, 要做最懂酒、最会酿酒、卖酒的公司, 保持专业的深度; 高度一万米是指要树立快乐健康的使命, 坚持用户为本, 把使命高高举过头顶, 引领未来发展方向; 长度万万米是指公司要不断地创新, 不断超越生命周期, 基业长青。做久做长比做大更重要。为此要推动企业转型, 持续探索。未来公司将会以以下几块业务为主: 以白酒为核心业务, 主要是扩大总量、赚取利润, 挖掘潜力, 打造极致; 发展业务是指葡萄酒, 健康白酒业务, 其他以酒为中心的一些培养型业务, 方向是分散试错, 培育未来增长。目前公司对三个业务分别制定了路径, 以渠道极致化为首要重点, 强化深度分销模式, 通过品牌创意、传播和组织, 将海天梦塑造为中高端全国一流; 探索葡萄酒市场化运作, 围绕消费者做好体验工作, 做好江苏市场板块复制; 萌芽, 开发一些新的酒种, 工艺上突破。同时, 公司还在大力的推进互联网信息化和数字化, 不断强化资源配置和能力建设。

➤ 分红率逐年提高。

从公司分红历史、未来资本支出及股东结构三个角度来看: 公司分红趋势一直是上升的, 且每年不低于 30%; 由于公司根基已经打牢, 预计未来在资本性支出方面会减少, 现金流存量会增加 (不排除大规模的并购), 并且从股权结构来看, 有加大分红的内生动力。15 年分红比例已经达到 50%, 未来有望更高。

图表 3: 公司分红率逐年递增 15 年已超 50%

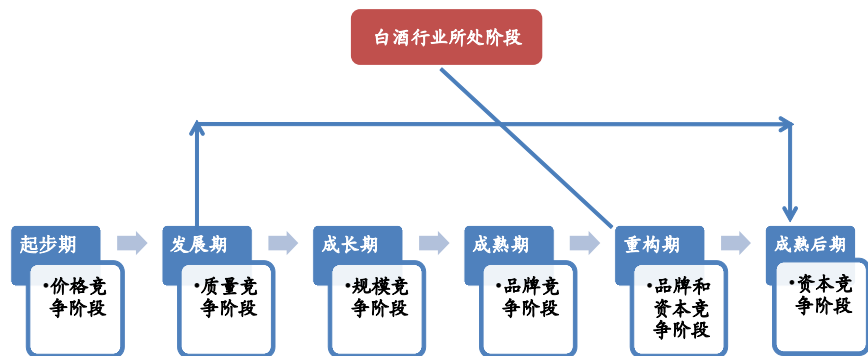


来源: 公司年报, 天风证券研究所

白酒行业分析: 行业步入分化期, 洋河涅槃重生尤可期

13 年白酒消费环境发生了巨大变化, 随着中央新一届领导班子的励精图治, 在限制“三公”消费厉行节约、酒驾入刑等政策环境的影响下, 白酒成为众矢之的, 告别了“黄金十年”步入行业重构期。我们认为当前白酒行业的问题不是特殊情况或偶然事件, 而是产业周期轮回的必经阶段, 是白酒产业由发展期进入成熟期的过渡, 也是白酒的产品价值和消费理性重新回归的过程。

图表 4: 白酒产业周期图



来源: 公开资料, 天风证券研究所

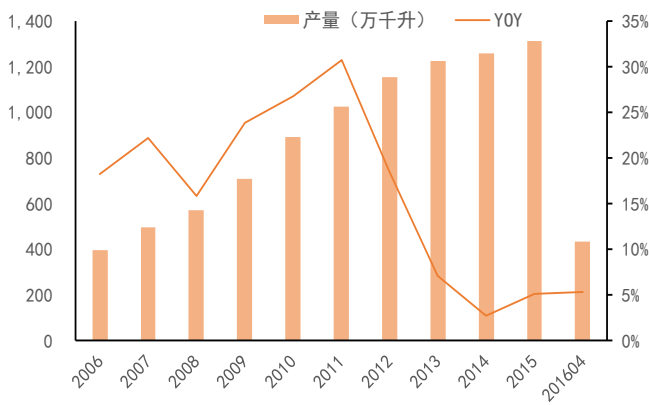
白酒行业见底回暖, 洋河现机遇

产量方面: 12 年起行业总产量增速大幅下降, 由 11 年的 30.70% 直线降到

15.5%，14 年达到最低，15 年上半年开始回升逐渐恢复到 5%的水平；收入方面：11 年收入增速达到顶峰 40.25%，12 年开始逐年下降，14 年创出新低 5.69%，15 年上半年开始缓慢回升增加到 5.99%；利润方面：从 12 年开始下降，13、14 年更是出现负增长，直至 15 年上半年回暖，实现 6.34%的增长；销量方面：根据尼尔森在全国 22 个主要城市大卖场监测数据显示，白酒行业销量由 13 年的-2.7%增长到 14 年的 5.6%；行业库存方面：行业存货量逐年增加，14 年达到 373 亿元，增速从 14 年起开始降低，为 16.05%。综上所述，白酒从 15 年增速开始回升，行业回暖，基本面拐点出现。同时，我们也发现行业已进入存量市场竞争状态，在市场容量相对有限的情况下，产能过剩问题依旧严重，白酒行业的竞争压力将持续加剧，兼并收购等产业资本竞争也将是大势所趋。

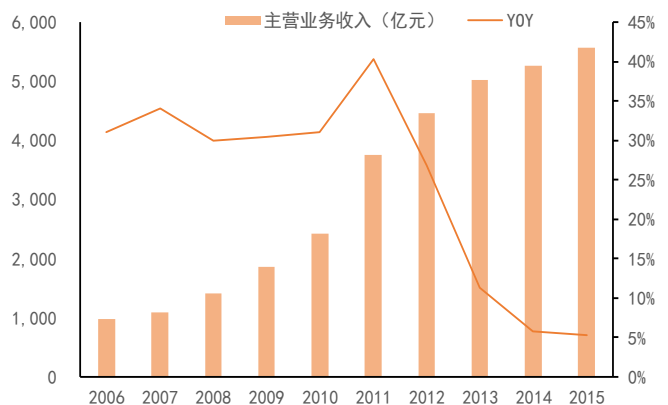
面对机遇与挑战并存的行业环境，我们认为更具创新活力的洋河更值得大家期待，在积极推进“双核驱动”战略的过程中，洋河在做好主业的同时更加注重创新，积极围绕主业开拓新业务，积极探索新型商业模式，加大产业资本整合力度，洋河定能在这一轮行业转变中把握机会、涅槃重生。

图表 5：白酒行业总产量总额及增长率



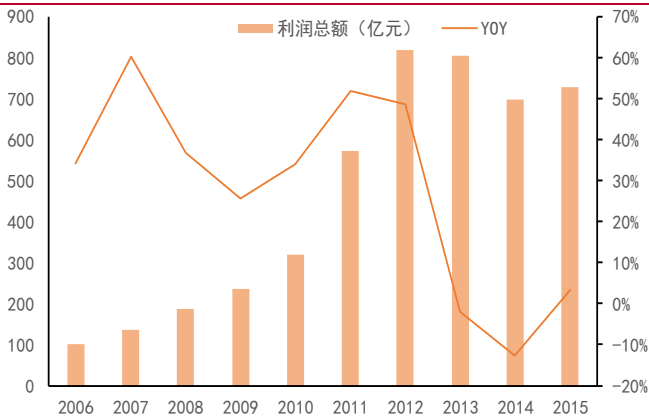
来源：Wind，天风证券研究所

图表 6：白酒行业总收入及增长率



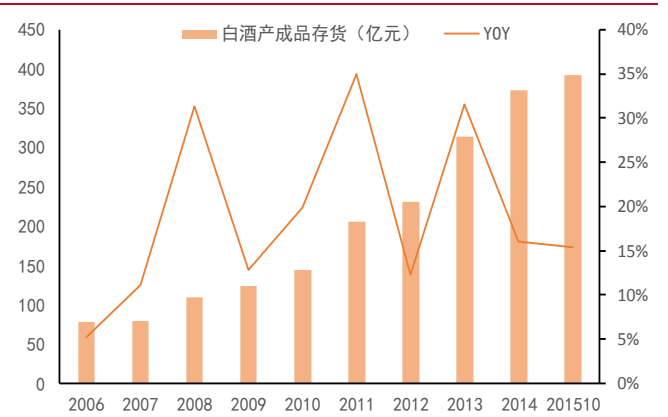
来源：Wind，天风证券研究所

图表 7：白酒行业利润总额及增长率



来源：wind，天风证券研究所

图表 8：白酒行业产成品存货总额及增长率

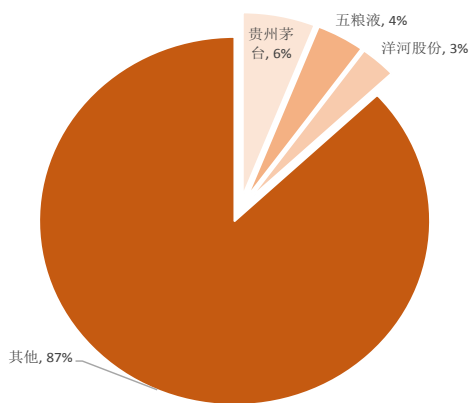


来源：wind，天风证券研究所

行业集中度偏低，优势资源向龙头集中，洋河发展空间大：

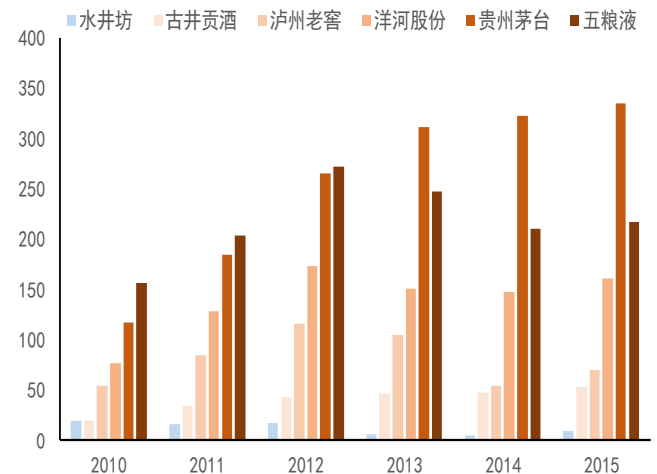
2015 年白酒行业 CR3 只有 13%，行业集中度明显偏低。同时，我们发现龙头企业的增速在逐渐恢复，而非龙头企业的增速则继续萎靡，行业集中度开始趋向龙头企业，优势资源也将向龙头企业集中。在这一过程中，一大批生产落后，结构不优质的中小型白酒企业将被淘汰，而一些优质的、结构合理的名优企业则迎来逆势增长的大好机会，产业资本整合、兼并收购也将给这些企业带来新的契机。而作为第一梯队的洋河近年创新力度不断加码，2010 年收购双沟等知名酒企后，业绩达到了爆发式增长。另外，根据行业内盛行的“三四率”我们知道，在一个稳定的竞争性市场中，有影响力的竞争者数量不会超过三个，我们认为白酒行业里除了茅五外的洋河相比其他酒企更具优势，也更具发展潜力和发展空间。

图表 9：白酒行业 CR3 低，发展空间大



来源：wind，天风证券研究所

图表 10：白酒企业总收入（亿元）

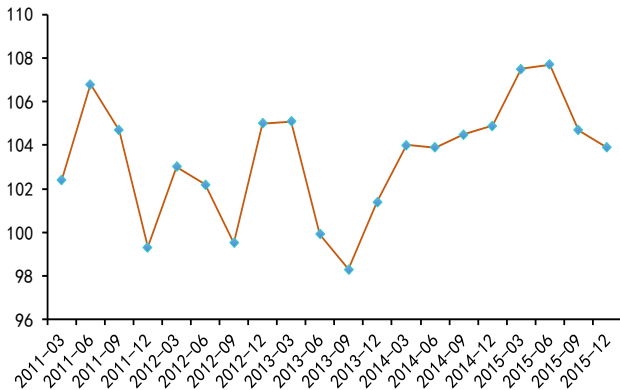


来源：wind，天风证券研究所

消费理性趋向回归，大众健康消费引领行业主流，中端产品异军突起：

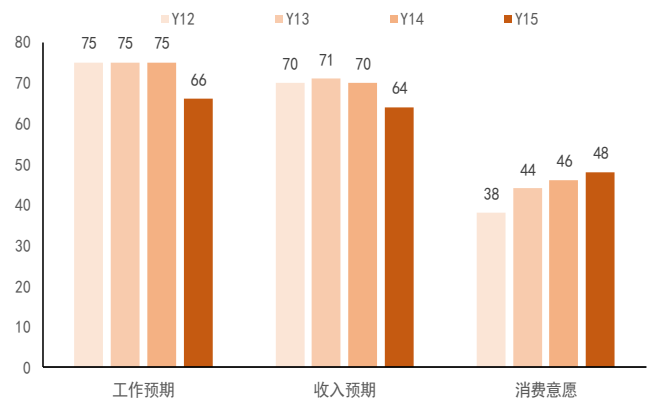
12 年随着限制“三公”消费等政策的出台，高端白酒首当其冲遭遇寒冬，去政务化趋势明显。经过两年的深度调整，高端白酒价格更加亲民，向大众消费取向靠拢。根据尼尔森的深度调查显示，近年来随着中国居民收入持续稳定增长，消费者信心稳固提升，消费层次得到一定程度的提升。我们认为大众消费已经开始替代“三公”消费，成为高端白酒行业的主流，高端白酒也已像“旧时王谢堂前燕”，开始“飞入寻常百姓家”。同时，中端白酒也开始异军突起，在当前以“商务和家庭”为主导的消费模式下，以性价比高著称的中端白酒会更受消费者青睐。此外，消费者的理念也开始发生变化，营养健康已成为现代消费者的核心诉求，因此主打健康理念的产品将在此轮调整中赢得先机，率先获得消费者认可。在此背景下，我们认为洋河弹性更足，发展潜力更大。近年来，洋河深耕细作，先后推出蓝色经典、洋河大曲、敦煌系列等，实现了产品高中低端全覆盖，进可攻，退可守，弹性很大。另外，洋河更注重健康，推出低酒度、好口感的洋河微分子酒，受到广大商务人士的喜爱。

图表 11: 消费者信心指数



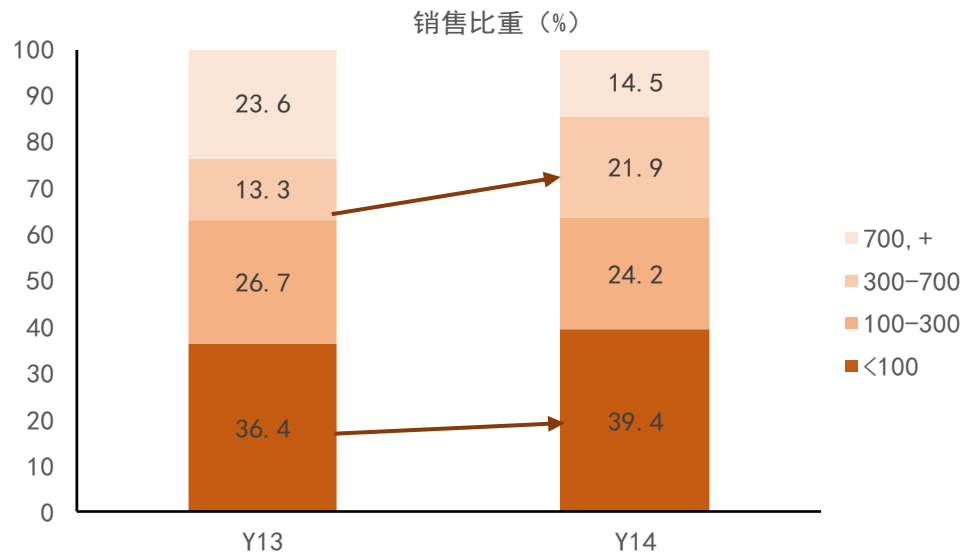
来源: 国家统计局, 天风证券研究所

图表 12: 消费者信心指数构成要素



来源: 尼尔森, 天风证券研究所

图表 13: 高端产品(700+)大幅萎缩, 而次高端(300-700)和经济自饮性产品(<100) 走俏市场



来源: 尼尔森, 天风证券研究所

核心竞争力: 产品力+品牌力+渠道力

产品力: 品牌系列化经营, 主销产品高中低端全覆盖, 迎合消费升级趋势

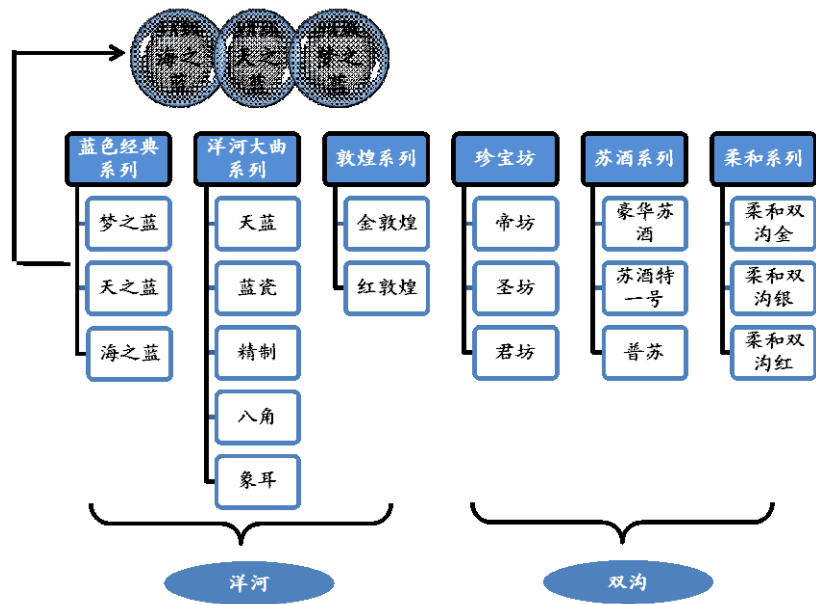
➤ 绵柔风格独居特色, 自成一家:

公司独具匠心, 美景甘泉配以独特酿酒技艺, 经过百年沉淀, 所制佳酿独具特色, 形成了“甜、绵、软、净、香”的独特风格, 自成一家。

➤ 品牌精耕细作, 系列化经营, 拥有蓝色经典系列、洋河大曲系列、敦煌系列、珍宝坊系列、苏酒系列、柔和双沟系列等。

公司自 2003 年起在传统产品洋河大曲的基础上推出洋河蓝色经典系列，海之蓝、天之蓝、梦之蓝与洋河大曲、敦煌古酿、洋河普优曲一起，形成了高、中、低档全价位的产品序列。2010 年收购双沟酒业后，双沟珍宝坊系列、苏酒系列、柔和系列中高低全档位覆盖，蓝色经典系列和珍宝坊系列形成了良好的互补，使得产品线分布更加的细化和完整，夯实和拓宽了产品品类。近来，为迎合大众消费需求的升级，公司推出蓝色经典系列的升级版——5A 蓝色经典。所谓 5A 即“A 级原料、A 级基酒、A 级工艺、A 级窖池、A 级窖藏”。5A 蓝色经典的推出实现了洋河蓝色经典品质和价格的双重飞跃，极大地迎合了当前消费升级的需求。

图表 14：洋河产品系列简图



来源：洋河官网，天风证券研究所

➤ 主销产品价格高中低全覆盖，层次清晰，迎合消费升级趋势：

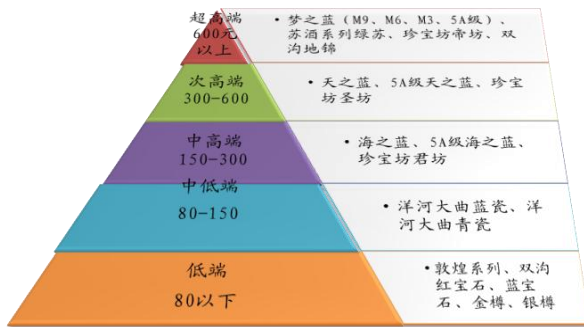
公司产品满足全价位消费需求，层次清晰，而且每个价位都有大单品，极大地扩大了市场覆盖面，迎合了大众消费需求。其中超高端产品有蓝色经典系列之梦之蓝、珍宝坊系列之帝坊、苏酒系列，价格在 600 元以上；次高端产品主要有蓝色经典之天之蓝、珍宝坊系列之圣坊等，价格在 300-600 之间，大众酒包括 200 元以下的海之蓝、洋河大曲系列、敦煌系列、双沟系列等，价格基本位于 200 元以下。14 年公司专门开发了针对电商平台的蓝色经典产品系列，包括遥之蓝、高之蓝、邃之蓝，产品价格略高于传统的梦之蓝、天之蓝和海之蓝系列，这样做意在保护传统的经销商渠道，避免线上线下因销售同款产品而引起的串货现象。综上知公司整个产品结构做到了价格高中低全覆盖，提高了市场竞争力，也增强了抵御风险的能力，使公司能够做到进退自如，游刃有余。

图表 15: 洋河各档位产品相关竞品一览表

洋河系列	价格(元)	双沟系列	价格(元)
梦之蓝 M9	3680	绿苏	1399
梦之蓝 M6	980-1220	帝坊	808
梦之蓝 M3	688-948	双沟地锦	578
天之蓝	199-638	圣坊	388
海之蓝	90-279	君坊	158
洋河大曲蓝瓷	100-108	双沟大曲蓝宝石	68
洋河大曲青瓷	88	双沟大曲金樽	58
遥之蓝	498	双沟大曲红宝石	50
高之蓝	258	双沟大曲银樽	50
邃之蓝	118		

来源: Tmall,TD,1 号店, 官网, 天风证券研究所

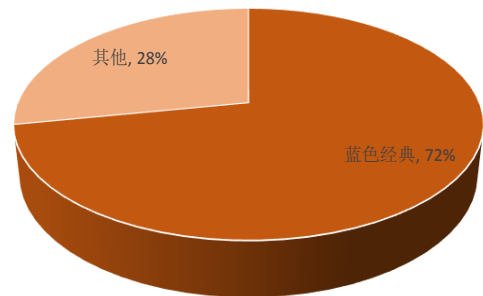
图表 16: 洋河产品体系定位图



来源: 公开资料, 天风证券研究所

图表 17: 目前 洋河蓝色经典系列占营收的 70%以上

2016年洋河各产品营收占比



来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 18: 洋河各档位产品相关竞品一览表

公司品牌	竞争品牌	价格区间
梦之蓝、绿苏、帝坊	茅台、五粮液、泸州老窖之国窖 1573	600 元以上
天之蓝、圣坊、地锦	剑南春、郎酒、汾酒、口子窖、今世缘、酒鬼酒	200-600 元
海之蓝、君坊	剑南春、泸州老窖特曲	80-200 元
洋河大曲、双沟大曲	金种子、迎驾酒、稻花香、浏阳河、金六福	80 元以下

来源: 公开资料, 天风证券研究所

品牌力: 历史文化底蕴深厚, 品牌基因强大, 广告宣传持续稳定

➢ 历史文化底蕴深厚、狂揽各大奖项, 品牌认知度高:

公司是中国白酒行业唯一一个同时拥有洋河、双沟两个中国名酒、两个中华老字号的企业, 也是唯一一个拥有“洋河”、“双沟”、“蓝色经典”、“珍宝坊”、“梦之蓝”等五个驰名商标的企业。洋河、双沟均为中国名酒, 具有丰厚的历史文化底蕴和深厚的品牌文化积淀, 产品受到市场和消费者的广泛认可, 品牌影响力强。

图表 19: 洋河所获荣誉一览

时间	事件
1979 年	在原轻工业部主办的 1979 年第三届全国评酒会上，洋河大曲酒与茅台、汾酒、五粮液等并列为国家白酒类八大名酒。
1984 年、1989 年	在 1984 年第四届全国评酒会、1989 年第五届全国评酒会上，洋河大曲酒蝉联国家名酒称号。
2003 年	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，丰富了洋河系列品牌的文化内涵，提升了整体品牌地位。
2009 年 4 月	2009 年 4 月公司被中国食品工业协会评为 2008 年度中国食品工业百强企业和 2008 年度中国白酒制造业十强企业。
2012 年	梦之蓝和绵柔苏酒在国家评委年会上分别获得“酒体设计”奖和“感官指标品评”两项大奖，这是全国白酒行业第一个，也是江苏白酒业唯一一个同时获得两项大奖的企业。
2012 年 7 月	公司以良好的业绩表现，首次入围英国《金融时报》评选的全球上市公司 500 强，位列第 425 位，是江苏省唯一一家入选企业。
2013 年	“梦之蓝”在香港国际美酒展中荣获国际大奖，并被定义为中国白酒的“品质标杆”
2014 年	洋河微分子产品荣获 2014 年中国酒业十大产品。
2014 年	葡萄酒产品获国家首批进口酒类“两公开”认证，“星得斯”葡萄酒荣膺“杰出贡献奖”和“全球葡萄酒精英挑战赛金奖”两项国际大奖。
2015 年 7 月	洋河“洋河”、“双沟”两品牌获首批“江苏老字号”认定
2015 年 8 月	洋河股份入选福布斯“2015 年亚太地区最佳上市公司 50 强”，作为唯一一家中国白酒企业上榜，位列亚太地区第 12 位、中国上市公司第 5 位，被福布斯评为“业绩极佳、具有企业家精神”的亚太地区优秀公司之一。

来源：公开资料，天风证券研究所

➤ 标新立异、强刮“蓝色风暴”，清新脱俗、展现“蓝色魅力”，品牌基因强大：

洋河标新立异，一改往日白酒红白基调的搭配色系，采用代表高冷、智慧的蓝色色调，聚焦政府机关、企事业单位以及商务成功人士，成功推出蓝色经典系列，强刮“蓝色风暴”、刮出“最炫蓝色风”、展现“蓝色魅力”，奠定了强大的品牌基因。说起蓝色系人们就会自然联想到洋河蓝色经典，蓝色已成为洋河的最强代言。

图表 20: 洋河蓝色经典



来源：公开资料，天风证券研究所

图表 21: 洋河经典广告



来源：公开资料，天风证券研究所

➤ 广告宣传持续稳定，品牌力持续提升：

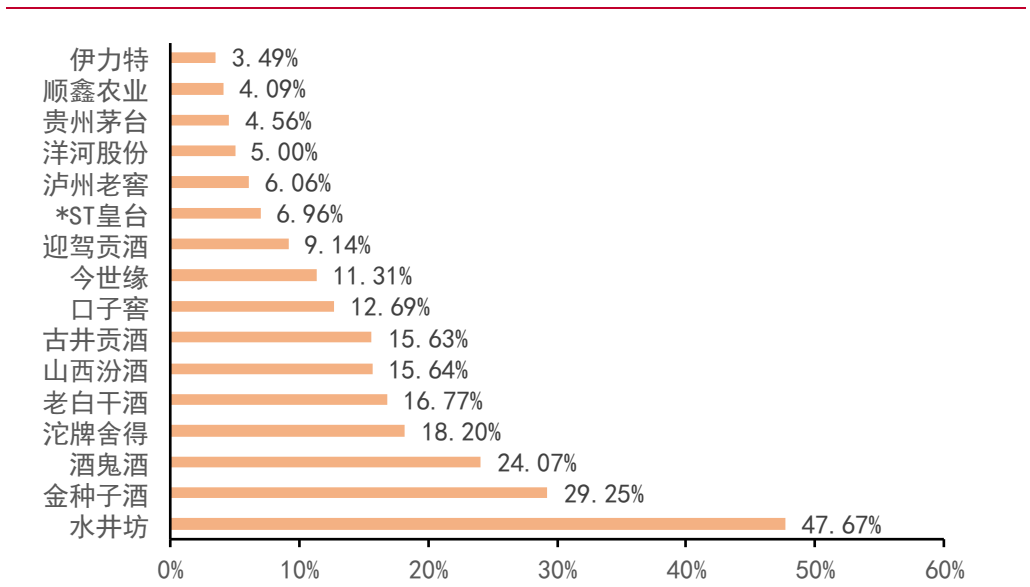
洋河广告投入占营收比整体低于大多数上市酒企，平均占比仅略高于贵州茅台、伊力特、顺鑫农业和泸州老窖，在白酒行业里广告投入占比相对偏低，但根据近三年的财务数据显示，洋河广告收入占比基本稳定在5%左右，保持了平稳发展态势，品牌影响力持续稳定提升。同时我们也认为公司低而稳定的广告投入占比为以后加大营销力度，提升品牌影响力提供了一定空间。

图表 22：上市酒企广告费用占营业收入比重表一览

广告宣传费用占比	2013	2014	2015
*ST 水井	66.9%	59.7%	16.4%
金种子酒	25.0%	28.7%	34.0%
*ST 酒鬼	28.2%	32.0%	12.0%
老白干酒	18.5%	21.5%	10.3%
沱牌舍得	23.7%	16.5%	14.4%
山西汾酒	17.6%	19.1%	10.2%
古井贡酒	15.6%	15.7%	15.6%
今世缘	14.5%	11.5%	7.9%
口子窖	13.0%	14.3%	10.8%
迎驾贡酒	12.9%	6.7%	7.8%
*ST 皇台	8.3%	8.3%	4.3%
洋河股份	5.0%	5.0%	5.0%
贵州茅台	5.3%	4.6%	3.8%
伊力特	3.0%	4.0%	3.5%
顺鑫农业	2.5%	4.4%	5.4%
泸州老窖	2.0%	3.8%	12.4%

来源：公司公告，天风证券研究所

图表 23：近三年上市酒企广告宣传平均占比



来源：Wind，天风证券研究所

“新江苏市场”，深度分销，营销能力强

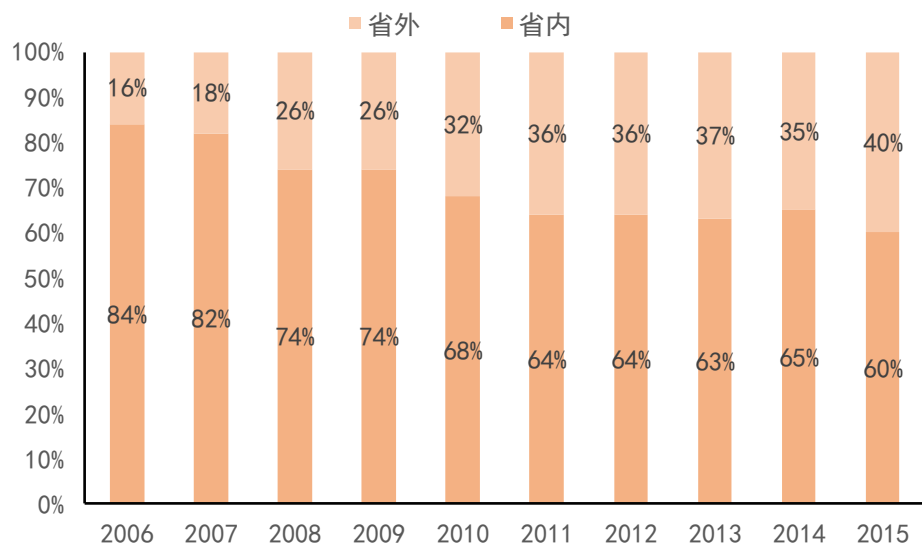
➤ 深耕传统渠道，采用“经销商+办事处”的营销模式，与经销商互利共赢：

公司采用“1+1”营销模式与经销商合作开发终端市场，直接向终端市场投入促销资源，承担开发风险，经销商则负责物流和资金周转。这样做简化了经销商的盈利模式，降低了经销商的经营风险，调动了经销商的积极性，实现了真正意义上的互利共赢。

➤ **以江苏为大本营，打造“新江苏市场”：**

江苏是洋河的大本营，也是洋河销售收入的主要来源，近几年来江苏地区每年为洋河贡献大概 60% 左右的收入。尽管洋河在江苏已经创立了坚实的根据地，但洋河没有偏安一隅，而是以江苏为大本营，积极的对外扩张，打造包括河南、安徽、山东、浙江、上海为省外重点的新江苏市场，积极分步分层布局全国市场。

图表 24：洋河营收省内、省外占比

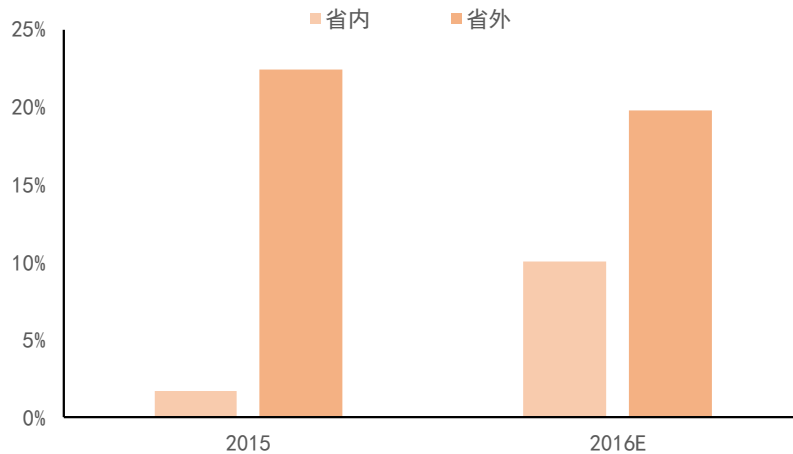


来源：Wind，天风证券研究所

➤ **省外高速增长，省内增速恢复：**

2015 年开始，公司调整了省外市场策略，将省外市场单元从省级细化至县市级，对当年收入过 800 万的县和过 1500 万的地级市进行重点投入（15 年 297 个，16 年 393 个）。调整之后由于资源聚焦，考核更加到位，效果非常显著，今年 1-4 月平均增长率 30% 以上。去年省内市场增速仅有 1.7%，今年通过调整增速有所提升，尤其是苏南地区今年上半效果明显。通过整顿渠道价格乱象，调整营销团队和规范经销商行为，苏南地区目前增速已恢复到接近 10% 的水平。尽管省内市场占有率高，但发展还很不平衡，最高的县区可以做到 5 个亿甚至以上，而最低的不过亿，因此区域之间差异很大。对于区域的不平衡公司高度重视，计划通过 1-2 年的努力，消灭在省内低于亿元销售的地区。

图表 25: 洋河省外市场保持高速增长, 省内增速恢复至10%的水平

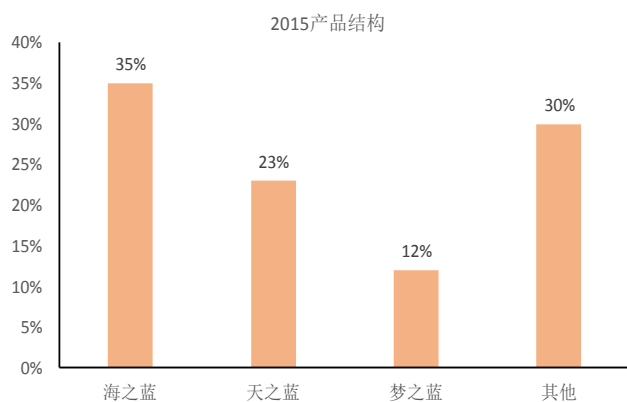


来源: 天风证券研究所整理

消费升级带动梦系列增长, 海升天贡献正弹性

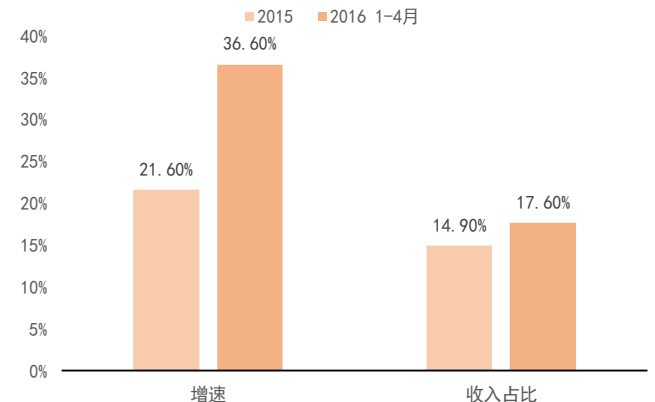
江苏省内由于经济基础良好足以支撑消费的持续升级, 我们发现 50-60 元向 100 元价位带, 100 元向 120-150 元价位带升级特征显著。同时公司正从消费者需求角度出发, 考虑对现有海、天产品进行升级。目前公司海、天、梦各自占比大概 3:2:1, 总体占公司收入 70%。公司产品结构中, 梦之蓝保持快速增长, 去年梦之蓝增长 21.6%, 今年 1-4 月增速更是达到 35.6%; 2015 年“梦之蓝”销售额占公司收入的 14.9%, 今年 1-4 月占公司收入的 17.6%。我们认为, 由于 14 年梦之蓝基数较低, 15 年得以保持 20% 以上增长, 而今年的增速加快则主要是由于苏南市场调整效果显现, 苏南地区由于经济基础好, 消费升级明显, 外加对洋河的认知度高, 进而成为了梦系列的主要增长点。蓝系列今年全年有望保持 20% 以上的增长。

图表 26: 洋河产品结构占比蓝系列超 70%



来源: 天风证券研究所整理

图表 27: 受益于消费升级, 梦之蓝增长快速



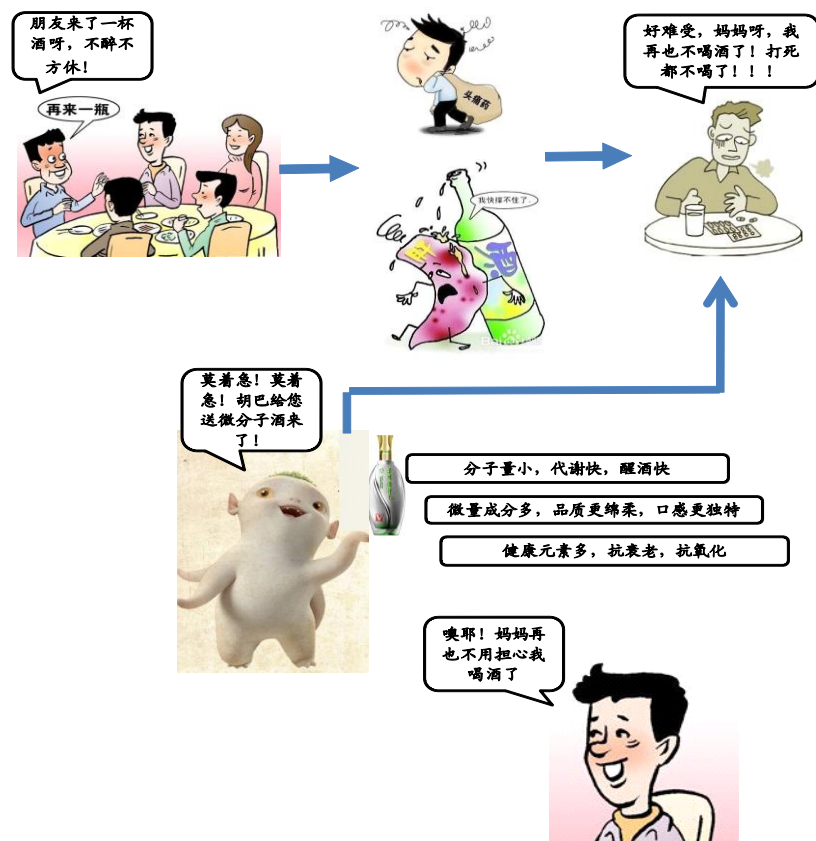
来源: 天风证券研究所整理

平台化产品有望爆发、外延及电商值得期待

微分子酒——继“蓝色风暴”后的又一抹新绿

酒喝好了是一种情怀，一种心境；喝错了、喝过了，它就是一种折磨，一种煎熬。喝什么酒？怎么喝？喝多少？已成为一些想喝酒或得喝酒却又不能喝酒的人的一大困扰。来，我们先看看人们因喝酒产生的各种固态。

图表 28：酒桌新解——洋河微分子酒为您解忧



来源：天风证券研究所整理

通过以上描述，我们不免会发出这样的疑问：人们为什么要喝白酒？一般白酒喝多了会怎样？怎样的白酒能尽兴还不难受？来，我们将一一给出答案。

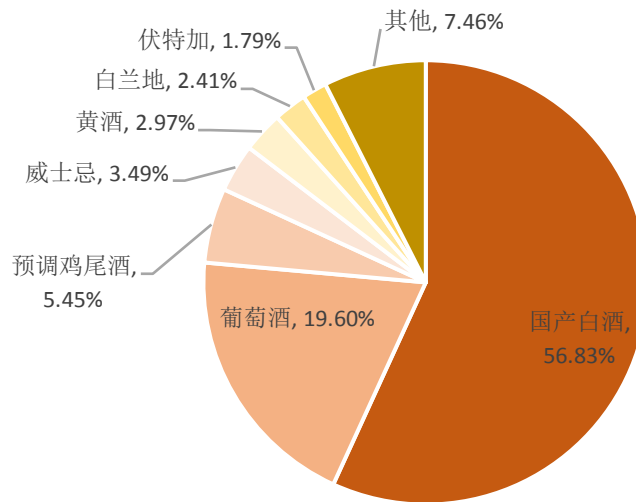
人们为什么要喝白酒？我国酒文化历史悠久，早在夏、商、周时期，酒就已经与人们的生活习俗和礼仪风尚紧密相连了。酒被视为神圣的物质，酒的使用更是庄严之事。随着酿酒业的普遍兴起，酒开始与名俗联系起来，诸如农事节庆、婚丧嫁娶、庆功奠基、奉迎宾客等都少不了白酒。中国人无酒不成席，把酒言欢已成为一种风俗礼仪植根于整个中华民族的传统文化里。

酒能解压，白酒效果尤为突出。上至古代，各种文人骚客，郁郁不得志之人无不借酒消愁，以解烦思。“万里悲秋常作客，百年多病独登台。艰难苦恨繁霜鬓，潦倒新停浊酒杯”，杜少陵晚年郁郁不得志，唯有把酒言欢，对影独酌，借酒消愁以解失意之愁。下至当代，随着生活节奏的加快，人们生活压力大如牛，唯有美酒方能解思虑之愁。

白酒对人体健康具有良好功效。传统认为白酒有活血通脉、助药力、增进食欲、消除疲劳，陶冶情操，使人轻快并有御寒提神的功能。饮用少量低度白酒可以扩张小血管，促进血液循环，延缓胆固醇等脂质在血管壁的沉积，对循环系统及心脑血管有利。

白酒具有社交属性。商务应酬、迎宾交友，白酒都是不二之选。根据淘宝指数显示，最近 7 日在酒的消费里，白酒占到了 56.8%，足见白酒在人们日常生活中的受欢迎度。

图表 29：酒的类目分布



来源：淘宝指数，天风证券研究所

喝过酒的人士都知道，酒喝多了会头晕、会胃痛、会伤肝、会难受，但在某些社交场合又不得不喝，还不能少喝，而传统老品牌白酒酒精度数都很高，喝完易醉，容易上头，醒酒慢。洋河微分子酒很好的解决了这一难题。洋河迎合大众消费需求，专门成立了技术团队，经过长期深入研究，洋河掌握了微分子的形成机理，通过对传统白酒酿酒工艺的更新改造，成功地实现了健康微分子的生成，主打“健康”、“低酒度”的洋河微分子酒破茧成蝶，改变了众多消费者舌尖上的选择。

目前公司推出了两种酒度的微分子酒，分别是 33.8 度和 43.8 度，这两种酒度的亮点是 33.8 度的酒度具有 40 度酒的口感，43.8 度的酒度具有 50 度酒的口感，真正做到了“低酒度，高口感”的创新。其中每个酒度又有两款产品，分别是大 V 和小 V。零售价为 400-700 元。大 V 和小 V 一改公司蓝色经典的蓝色系，采用绿色搭配，突出原生态、健康的产品品质，显得质朴和沉稳。整体设计采用为微元素、微设计的理念，以最简洁的元素形式展现，传递了健康与活力的美好意愿。

图表 30：洋河微分子酒大 V（右）和小 V（左）组



来源：官网，天风证券研究所

图表 31：洋河微分子酒（鉴赏版）



来源：官网，天风证券研究所

➤ **微分子酒分子量小，所以代谢快、醒酒快：**

据科学研究显示，人们酒量的大小取决于体内的醇脱氢酶和醛脱氢酶作用的大小，这两种酶可以与酒里所含的乙醇发生化学反应生成水和二氧化碳，但这两种酶只有当乙醇浓度达到一定程度时才能分解。一般来说酒量小的人这种酶体内含量少、活性低，使乙醇不能迅速分解，积聚体内，造成头晕目眩的症状。微分子酒研发成功后，实现了物理式解酒。一般情况下喝酒时酒会进入血液循环系统并进入肝脏，微分子酒可以促进肝脏乙醇分解，同时微分子酒的特殊成分还可以清除血液中的有害成分，从而使微分子酒具有“易代谢，不上头，醒酒快”的特质，使人们饮酒后的舒适度大幅提高。

➤ **微量成分多，品质更绵柔，口感更独特：**

微分子酒中含有许多活性微量成分，酒质既具有丰满绵柔，又具有低醇、多饮不醉的特点，实现了低酒度、高口感的效果，达到了异曲同工之妙。

➤ **健康元素多，抗氧化、抗衰老：**

微分子酒健康元素含量多，可以检测到的成分有 4000 多种，其中具有抗癌作用的酚类物质的含量是葡萄酒的 6 倍。更值得一提的是它含有其他酒中所没有的“核苷类似物”，此物质具有保肝护肝、抗氧化、抗衰老的作用，必将受到市场的大肆追捧。

➤ **战略目标：承继蓝色经典的使命，引领洋河走进新时代，缔造洋河“微分子传奇”。**

洋河微分子酒的出现是白酒行业的一次颠覆性突破，从白酒的特点来看，洋河微分子酒是市面上真正能够继承洋河创新能力、引领洋河发展方向的战略大单品。它打造的是一种全新的品类，一种真正迎合大众消费者健康饮酒的战略大单品。这款产品具有 100% 的消费品基因，完美的解决了酒量和健康的问题，能够对传统白酒形成替代作用，既满足了对高度酒辛辣口感的追求，又不易喝醉。2016 年公司微分子酒的销售目标为 3 亿元，微分子酒有望在未来 5 年内成为新的蓝系列。

葡萄酒：多品牌、多品类、多元化营销战略的又一大成果

➤ **背景介绍：**

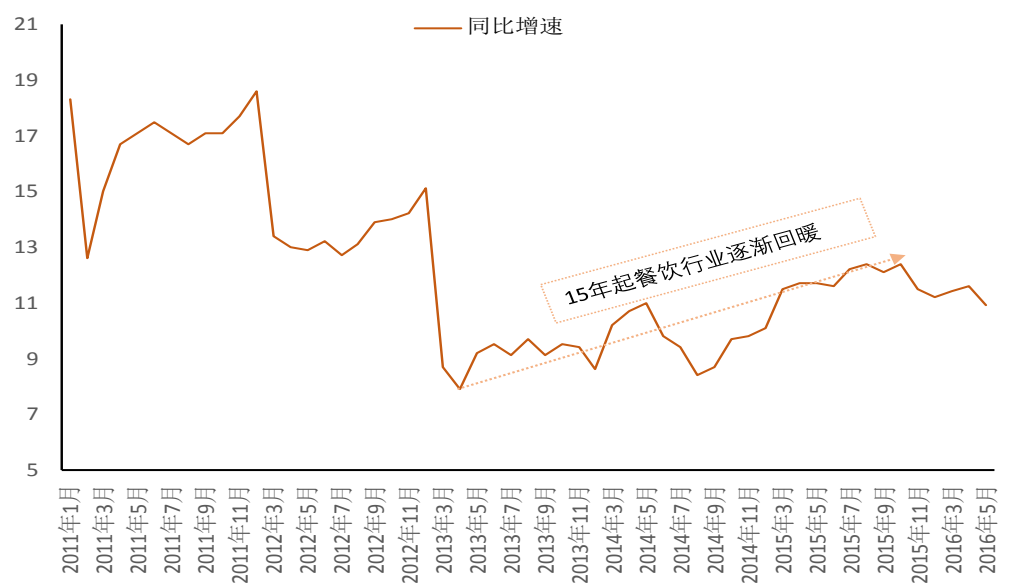
随着国家宏观经济、限制“三公”消费以及严惩酒驾等政策影响，白酒行业在 2012 年开始增速放缓，高端白酒首当其冲遭遇寒冬，去政务化趋势明显，公司白酒业绩也因这一大环境的变化受到不小冲击。13 年白酒营收为 144 亿元，同比下降 15%，第一次出现了两位数的负增长，公司业绩承压。为扭转颓势，公司除了在白酒板块大刀阔斧的改革，也适时调整营销规划，积极实施多品牌、多品类、多元化营销战略，进口国外优质红酒，价格覆盖中高低全档位，在原有白酒销售渠道切入红酒销售，开展多品类经营，将鸡蛋放在不同篮子里，增强了公司应对市场风险的能力。

➤ **行业前景分析：葡萄酒市场空间大，洋河卖洋酒发洋财。**

中国葡萄酒消费量小，增长空间大：2015 年中国葡萄酒产量是 11.5 亿升，占世

界总产量的 4.1%，2016 年 1-4 月总产量是 3.3 亿升。从目前中国人均消费葡萄酒量上来看，2015 年中国人均消费量不足 2 升，仅为世界平均水平的 1/3，增长潜力还很大，洋河切入葡萄酒销售具有一定的发展空间。进口葡萄酒市场占有率趋稳，高性价比短期不可逾越：在白酒市场遭遇寒冬的同时，葡萄酒行业也受到了一定的冲击，进口葡萄酒的市场份额维持在 20% 左右。在大环境趋缓的同时，中低端葡萄酒却迎来了春天，受到消费者的青睐，市场占比高达 70% 左右。同时随着餐饮业的回暖，中低端葡萄酒在餐饮业的空间也将进一步打开。另外，因受价格、品牌、名庄、历史文化等因素的影响，进口葡萄酒具有高性价比的特征。同时 80 后已成为社会中坚，将引领葡萄酒消费潮流。洋河进军进口葡萄酒行业前景看好。

图表 32：全国餐饮行业回暖趋势良好

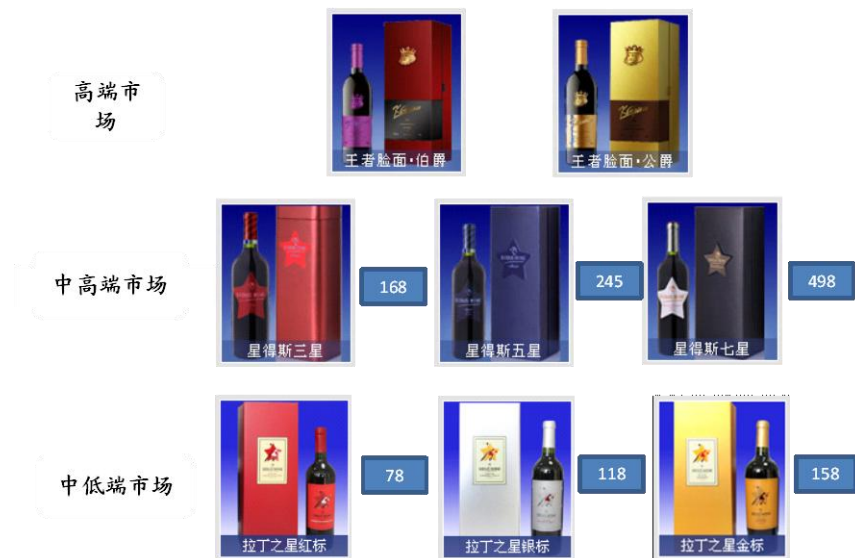


来源：Wind，天风证券研究所

➤ 洋河主销葡萄酒产品价格高中低端全覆盖，迎合大众消费需求，全方位发力。

洋河早在 2012 年就开始试水葡萄酒，在构建平台化战略上迈出了重要一步。2013 年洋河从法国波尔多引进高端产品“王者脸面”，确保纯正、高贵的品质，在高端红酒领域极具竞争力。同时又从智利生产商柯诺苏引进“星得斯”，攻占中高端市场。这两款产品在质量上保证了原装进口，在营销方案、定价策略和风格口味上也尽力迎合了中国消费者的需求。此外，考虑到中国当前消费回归理性，政务消费下降，洋河迎合大众消费趋势，引进葡萄酒新品“拉丁之星”，填补中低端市场空缺。同时为了更好地满足消费者全价位消费需求，洋河在每档产品里又布局了不同价位的产品，如高端产品“王者脸面”里又按价格高低分为公爵和伯爵。至此洋河葡萄酒产品价格高中低端全覆盖，迎合了大众消费需求。

图表 33: 洋河葡萄酒产品及价格一览



来源: 官网, 洋河 1 号 APP, 1 号店, 天风证券研究所

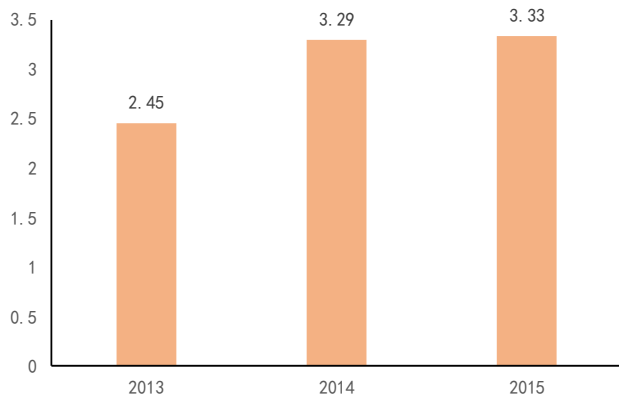
➤ 导入白酒渠道, 以团购为主, 共享白酒经销商网络体系。

洋河没有重新开辟葡萄酒营销渠道而沿用白酒营销模式, 这样做可以共享原来的经销商网络体系, 帮助其减少渠道成本。同时也给经销商提供了一个新的业绩增长点。对于经销商来说, 其下游客户是商超百货、餐饮渠道和企业团购, 葡萄酒产品不会与他们的白酒产品构成竞争关系而引发销售分流, 相反销售葡萄酒还会使他们获得一定的渠道利润。

➤ 葡萄酒经营业绩良好。

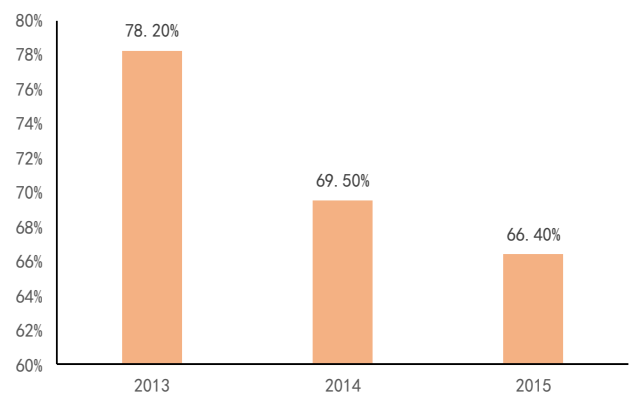
2013 年公司初涉葡萄酒行业, 实现营业收入 2.4 亿元, 毛利率达到 78%; 2014 年实现营业收入 3.3 亿, 同比增加 34%, 毛利率为 69%。2015 年表现一般, 收入小幅增长达 3.33 亿, 总体来讲, 公司红酒营收 3 年来呈增长态势, 势头良好, 尽管毛利率有所回落, 但 2015 年红酒 66.4% 的毛利率依然高于白酒 61.5% 的毛利率, 盈利能力看好。同时红酒营收占比由 2013 年的 1.6% 增加到 2015 年的 2.1%, 在一定程度上缓解了主业增长略显疲软的状况, 起到了互补作用。近来, 葡萄酒系列获得国家首批“两公开”认证, 再一次肯定了洋河在葡萄酒方面的成就, 坚定了进军葡萄酒市场的信心。公司红酒经营状况良好, 符合预期, 品牌力也在进一步提升, 未来还有增长空间, 市场预期看好。

图表 34: 红酒营业收入 (亿元)



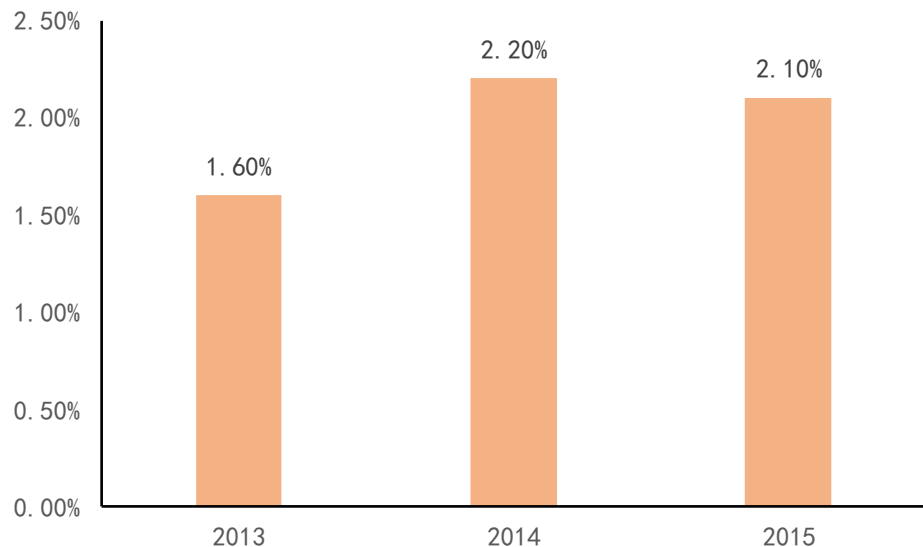
来源: Wind, 天风证券研究所

图表 35: 红酒毛利率



来源: Wind, 天风证券研究所

图表 36: 红酒营业收入占比



来源: Wind, 天风证券研究所

互联网+酒——搭载“互联网+”快车，洋河跑出了“+”速度

洋河作为颇具“互联网思维”的白酒企业，自 2013 年起开始布局互联网业务，先后开启了 B2C 和 O2O 两种模式。其中 B2C 通过与京东和天猫两家电商合作，建立了洋河自己的旗舰店。O2O 则通过洋河自建的“洋河 1 号”购酒平台实现。其中天猫和京东旗舰店于 2013 年 10 月份上线，“洋河 1 号”则在于 2013 年 11 月份首先在江苏省南京市试运营。目前这两种模式都在稳步推进中，尽管其销量占公司总销售额的比重还很低，但其市场反应效果良好，加上对未来电商形势的预判，这两种模式前景看好，经营业绩符合预期。

➤ O2O：“洋河 1 号”——在创新中领舞，开启白酒行业 O2O 销售先河。

2013 年 11 月 15 日，由洋河自行开发、自主管理的电商平台——“洋河 1 号”APP 客户端正式推出，洋河 1 号微信公众服务账号也随之正式上线，洋河成为酒企自建平

台卖白酒的第一家。在这一平台上用户可以通过“洋河1号”客户端、微信或拨打 95019 在线上下单，购买洋河蓝色经典、星得斯系列、拉丁之星系列、柔和双沟系列以及洋河大曲系列，线下公司与经销商联盟，采用“厂家主导，网点配送”方式进行配送。凭借洋河庞大的经销商网络体系，“洋河1号”用户基本能够享受到线上下单，线下 30 分钟到货付款的便利。同时线上订单全权交给经销商处理，由其提供货源，在一定程度上消化了经销商的库存，提升了销量，极大地调动了经销商的积极性。另外，公司对线上产品的价格进行严格管控，避免了线上产品对实体销售的冲击，解决了经销商的后顾之忧，实现了厂家和经销商的互利共赢，真正做到了线上线下的融合，洋河开启了白酒行业 O2O 的销售先河。

图表 37：“洋河1号”APP 界面



来源：公开资料，天风证券研究所

目前 app 覆盖范围进一步扩大，会员、粉丝数量持续增加。根据糖酒快讯数据显示，2014 年是洋河迅速崛起的一年，到目前为止“洋河1号”已经覆盖了全国 23 个省 102 个地级市，注册会员超过 70 万人，微信粉丝关注数量超过三百万，终端网点超 3000 家，洋河依靠互联网思维，走在了白酒行业的前列。

➢ “宅优购”——携手宅客创建“宅优购”，发力社区电商，解决最后一公里问题。

15 年年 7 月 1 日，洋河携手柯莱特集团旗下的宅客公司投资 6660 万元共同创立了“宅优购电子商务有限公司”，是继“洋河1号”之后对“O2O”模式的又一次探索，也是对社区电商模式的新一次试水。此次创立的宅优购实际上就是 F2R2C 模式，是渠道扁平化模式下 B2C 模式的一种演变，是社区电商的一种形式。具体来讲就是建立一个平台将上游生产商 F 的产品直接供货给终端零售商 R 并直接销售给消费者 C。宅优购就相当于这样一个平台，在这个平台上，厂家直面终端零售商，实现了渠道扁平化，解决了渠道效率问题；终端零售商低价买入了产品，降低了成本；消费者方便快捷地买到了产品，实现了物美价廉。宅优购的创立实现了厂商、终端零售商、消费者三方的共赢，很好地解决了最后一公里问题。

➢ B2C:借电商平台之东风，开旗舰店直营，携手第三方物流多品类经营、多方式支付。

在网购风靡全国的时候，作为两大电商巨头的天猫和京东在网站流量和会员方面

展现了强大的平台优势，洋河借此在这两大电商平台上建立了自己的官方旗舰店并于 2013 年 10 份正式上线运营。目前公司这两家官方旗舰店分别开辟了海天梦专区、邃高遥专区、苏酒专区、珍宝坊专区以及洋河大曲专区，直营产品基本涵盖了公司各档位产品的大部分，全方位满足了消费者需求。其中，为了保护传统的经销商渠道，避免线上线下因销售同款产品而引起的串货现象，洋河专门开发了针对电商平台的蓝色经典系列——邃之蓝、高之蓝、遥之蓝，目前邃高遥系列价格略高于海天梦系列，形成了价格互补，增强了洋河的价格防御能力，提升了竞争力。物流方面洋河采用第三方物流的方式进行发货，到货时间一般为 3-5 天，完善了渠道网络建设。支付方面，公司采用多样化方式支付，如通过网银、支付宝等方式支付，与其他网购支付方式类似。总之洋河通过在电商平台建立自己的旗舰店，完善了销售渠道，加强了渠道管控能力，扩大了市场占有率，提升了公司的整体竞争力。

➤ 宅优购核心优势：

1) 一个被验证过的不烧钱的商业模式，F2R 承接了传统的消费者拿不到的差价；2) 洋河导入的 50 万家合作门店，成为每个区域推广的第一波样板户，投入了大量销售人员，充分整合洋河资源；3) 良好的超过 100 家消费品的合作关系，最惠采购价格；4) F2R 同城配送网络平台，经销商通过合伙人模式实现了最快 4 小时直达商户的 B2B 配送，从干线物流到同城物流；5) 借助商务销售和采购的大数据分析体系，免费提供 POS、商户互联网+两个 IT 平台给平台，商户自我运营；F2R+拥有独立的知识产权。下一步加强平台建设，和地面推进，今年实现全江苏覆盖，明年全华东，第三年全国覆盖。正在计划引入战投，进行规模更大的自由整合，不排除在境内、境外上市的可能。

看好公司平台化战略布局

➤ 帝亚吉欧发展模式值得借鉴：

帝亚吉欧在全球洋酒市场稳居龙头地位，公司作为运作各类酒品牌的幕后平台，消费者即便不知道帝亚吉欧是什么，但一定会知道 Jonnie-Walker 是世界第一的苏格兰威士忌，Smirnoff 是世界第一的伏特加。公司 2015 财年营收 1027 亿元，净利润 226 亿元。帝亚吉欧今天的规模并不是靠着主业的持续性投入、多产品开发和单一市场的深度精耕来实现的，其走的路径是通过并购提升销售规模同时降低运营成本的捷径。其主要的价值在于并购后期待产生协同效应，降低运营成本，提升净利率（并购成果主要是运营费用率由 44% 左右下降到 31%，而净利率由 1998 年的 8.0% 提升到 2013 年的 22.7%）。

图表 38: 帝亚吉欧并购一览表

目标名称	收购日期	总价值 (百万)	交易类型
Old Bushmills Distillery Co Ltd	06/06/2005	362.11	M&A
Rosenblum Cellars	01/28/2008	105	M&A
Distillery and bottling facility	05/20/2008	N/A	M&A
D Distribution ZAO	12/19/2008	N/A	M&A
Stirrings LLC	06/16/2009	N/A	M&A
*ST 水井	03/02/2010	0.01	M&A
Hanoi Liquor JSC	01/26/2011	62	INV
Mey Icki Sanayi ve Ticaret AS	02/21/2011	2072.86	M&A
Zacapa Rum	06/16/2011	N/A	M&A
Hanoi Liquor JSC	08/24/2011	10.49	INV
联合酒业有限公司	11/09/2012	955.89	INV
联合酒业有限公司	11/09/2012	1.57	INV
Cachaca brand Ypioca and Certain Production Assets	05/28/2012	454.61	M&A
Cabin Fever Maple Flavored Whisky	06/07/2012	N/A	M&A
四川成都全兴集团有限公司	07/23/2013	358.24	M&A
Tequila Brand Peligroso	01/27/2014	N/A	M&A

来源: Wind, 天风证券研究所

一直以来, 帝亚吉欧都着眼于发展高端烈酒品牌, 一方面剥离非核心业务, 另一方面不断地并购来增加旗下高端品牌的数量。公司着重于对优势品牌的整合, 由此形成了烈酒优势品牌组合, 竞争壁垒具有持久性。

图表 39: 帝亚吉欧旗下酒水品牌



来源: 公开资料, 天风证券研究所

外延并购加速, 向国际化酒类平台巨头看齐

公司外延并购速度有所加快: 公司在年报中战略明确提出顺应市场变化, 通过并购重组进一步提升实力, 显示出公司平台化的战略目标。公司目前账上有充足的货币资金 49.44 亿元, 足以支撑公司未来的外延收购计划。同时, 公司积极探索营销新模

式，在互联网应用创新方面，公司的电商平台、洋河 1 号等在白酒行业处于领先地位，预期未来作用将进一步增强。帝亚吉欧的发展模式为洋河提供了一个良好的范本，我们强烈看好洋河未来平台化的发展策略，长期来看，我们认为在行业整合，平台化和互联化的支持下公司具有重回 1500 亿元市值的能力。

投资建议：最佳买点已现，合理目标价 102 元，给予“买入”评级

我们认为公司将在省外市场，效率提升和新产品的推动下引领白酒的优势行情。考虑梦之蓝加速增长及外延加速，提高公司 16-18 年 EPS 至 4.13/4.64/5.56 元，给予 17 年 22 倍 PE，6 个月目标价 102 元，41% 空间，买入评级。中期来看，在行业整合，平台化和互联化的支持下公司估值有望恢复到 12 年水平（25 倍），而公司收入和利润今年已经有望恢复到 2012 年高点水平，因此整体市值具有重回 1500 亿元市值的能力。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)