



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 蓝色经典下降收窄、看好微分子酒

——洋河股份（002304）调研快报

2014年09月01日

强烈推荐/维持

洋河股份

调研快报

### 关注 1: 二季度蓝色经典系列下降收窄

2014年上半年公司收入86.53亿元，同比下降8.05%，二季度收入29.84亿元，同比下降3.37%，单季度收入下降幅度相比一季度有所收窄，相比2013年二季度收入下降幅度也有收窄。上半年白酒收入同比下降7.81%，红酒收入同比增长19.83%。省内市场收入同比下降6.22%，省外市场收入同比下降9.39%。

上半年蓝色经典系列中虽然天之蓝和梦之蓝有所下降，但海之蓝保持增长，总体虽有下降，但好于预期。蓝色经典系列收入占比达到60%以上，蓝色经典系列收入稳定对公司业绩影响显著。公司针对当前白酒行业环境已经在渠道端做出调整，省外市场上湖北和浙江市场仍然增长较快。我们看到洋河在本身渠道细化工作已经有良好的基础，又开拓了一些新的渠道，新渠道战略思路有些类似“长尾效应”，对洋河渠道的调整我们持乐观预期。

### 关注 2: 微分子酒上市，看好创新产品发力

公司8月下旬上市了创新产品微分子酒，微分子酒产品的卖点在于酒体中存在大量微分子物质，微分子物质易于穿透细胞壁，在人体内代谢容易，引用后对身体损伤小，而且产品口感升级，可以接近高度酒的饮用口感。我们认为公司微分子酒已经将健康饮酒从概念提升到产品。微分子酒可以降低对饮用者身体伤害，换个角度看，产品适宜更广泛的人群消费饮用。

微分子酒目前通过团购渠道销售，有两款产品，33.8度产品终端价格478元，43.8度产品终端价格598元，产品定价属于次高端产品。微分子酒已经完成省内市场铺货，下一阶段会选择省外经济发达的北京、上海、河南和山东等地区铺货。我们判断微分子酒销售放量还需要等待：1) 产品定价次高端，需要市场接受消化；2) 产品功效在市场接受检验需要时间；3) 产品处于导入期，铺货完成后才能启动营销推广工作。但我们看好微分子酒前景，未来有望成为蓝色经典后，公司新的盈利增长点。

### 徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514070003

### 焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

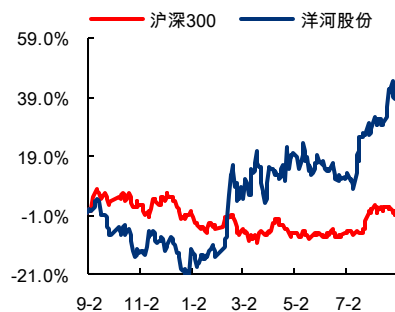
执业证书编号:

S1480512090001

### 交易数据

52周股价区间(元)	63.55-49.98
总市值(亿元)	684.06
流通市值(亿元)	546.82
总股本/流通A股(万股)	107642/86045
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.4

### 52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《洋河股份（002304）：“洋河1号”布局提速、互联网思维植入》2014-05-26

### 关注 3：“洋河 1 号”全国重点市场布局提前完成

“洋河 1 号”目前在江苏省内在 5 月份已经全部覆盖，6 月份开始省外市场布局，第一步是浙江、广东和海南，7 月是湖南、湖北和广西、8 月份布局山东、河南、安徽和江西、9 月份完成北京和上海布局，主要是经济发达的大省和城市以及板块市场。“洋河 1 号”计划到 9 月底，省外重点市场完成覆盖。在一个重点省中，会选择几个城市覆盖，除省会城市外还有几个经济发达城市覆盖。省外市场的布局还得考虑公司本身渠道布局比较好的，得考虑物流配送的问题。总体看“洋河 1 号”全国重点市场布局比年初预计的时间几乎提前了一个季度，也体现了洋河管理层的执行能力。提前了一个季度完成布局，正好赶在春节旺季到来之前完成，预计“洋河 1 号”在春季销售旺季中也会有好的表现。

### 结论：

我们看好洋河股份的核心逻辑是公司优秀的管理层，无论是“洋河 1 号”电商平台模式的推出，还是微分子酒创新产品的上市都是领先行业的营销、产品变革。随着行业调整的结束，我们依然看好洋河在下一个白酒增长周期内取得超越行业的增长。我们预计公司 2014 年-2016 年的营业收入分别为 144.84 亿元、158.97 亿元和 177.97 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 46.57 亿元、52.36 亿元和 60.35 亿元，每股收益分别为 4.33 元、4.86 元和 5.61 元，对应 PE 分别为 15.1X、13.4X、11.6X。继续给予“强烈推荐”评级。

### 洋河股份调研纪要：

微分子酒产品会作为战略性的产品，可能成为蓝色经典品牌之后，满足消费者新需求的绵柔健康型产品。微分子酒是公司从消费者需求出发，经过 5 年时间研发的绵柔健康型白酒。白酒行业之前也有提出健康元素的，但用科学的方法落实白酒科学概念的微分子酒。公司之前引领了市场的绵柔概念，公司之前做绵柔是采取了后道工艺，就是在酒体勾兑环节技术手段使得口感绵柔，提高口感舒适度。现在把绵柔的概念前推到前道环节，从粮食原料和发酵前道改进。微分子酒是一款更绵柔更健康的酒，更健康的特点可以从两个维度来解释：1) 代谢快，指微分子进入体内白酒在体内循环停留时间短负担小，醒酒快。2) 抗氧化，富含微量元素，核苷类物质是普通白酒 100 倍，核苷类物质可以消除体内自由基。

微分子酒有两款产品 33.8 度，价格 478 元和 43.8 度，价格 598 元。微分子酒饮用有高度酒的效果，低度酒的后果。白酒往高度酒做口感好做，做低度酒的口很难很难做，尤其 40 度以下酒的口感很难做好。33.8 度产品盲测的口感度接近 40 度白酒，43.8 度产品盲测口感接近 50 度。

微分子酒目前在通路渠道销售，以团购模式推进，销量上还比较小。微分子酒推出的意义在于引领消费和开发新的消费群体。江苏省内市场 13 个地级市已经有铺货，省外市场上海、北京、深圳、河南和山东也有铺货，下一步在铺货到其他地区。微分子酒还是中高端产品，会选择经济发达地区铺货。

蓝色经典的收入占比在 60%-70%。蓝色经典到二季度的市场表现来看，比公司预期的情况要好一些，下跌的幅度在收窄，梦系列下降收窄，天系列也有下降，海系列已经连续两年保持增长，总量上看下降幅度收窄。

洋河 1 号目前的进展情况，江苏省内在 5 月份已经全部覆盖，6 月份开始省外市场布局，第一步浙江、广东和海南，7 月布局湖南、湖北、广西、8 月份是山东、河南、安徽和江西、9 月份布局北京和上海，主要是经济发达的大省和城市，以及板块市场。计划到 9 月底，省外重点市场完成覆盖。在一个重点省中，会选择几个城市覆盖，除了省会城市外还有几个经济发达城市。省外市场还得考虑公司本身渠道布局比较好的，还得考虑物流配送的问题。

洋河 1 号还有积分商城，现在只能兑换酒产品，下一阶段会把积分兑换产品扩大到日常品。公司会员系统内有会员几十万，目前洋河 1 号注册的会员有几万人。洋河 1 号现在工作是展示、上线，下一阶段工作是让更多人知道洋河 1 号，安装洋河 1 号。例如在南京市场，洋河 1 号的知晓率并不高。后续会重点推广宣传洋河 1 号，提高知晓率。现阶段的流量还比较小，但也符合电商发展模式的特点。

洋河近两年应对行业调整首先是调整了心态，心态调整不好可能会犯方向性错误。只有方向对了，迟早会走出低谷。基础工作的变化是在营销和管理两方面。营销三个核心是产品力、品牌力和渠道力，在特殊时期，产品力更为重要。目前阶段公司在产品方面化了大力气，现在阶段就是努力提高产品品质，等市场好的时候，就会有好的效果。现阶段做过多的广告宣传，效果不好。内部管理方面也做了大量基础工作，资源整合，长效管理等。

蓝色经典模式需要突破，蓝色经典系列不会放弃，未来还有品牌起来和蓝色经典呼应，蓝色经典价格带间还有空白。以前只有蓝色经典一个品牌在省外，未来会有其他产品补充。未来还有战略性的品牌跟进，中高档品牌可能是微分子，中档可能是老字号。老字号是公司定位在 100 价格带的酒，海之蓝价格下沿的产品，打造成全国中低端的产品。海外市场也开始启动，在韩国、迪拜、非洲大的中转机场都有产品进入展示。在国际前三大免税店都有产品展示，不在乎量，在乎展示，做大知名度。

红酒上半年是增长的，但今年促销力度比较大，增长 20%，但红酒的销量很大。今年红酒策略是加大投入抢占市场，所以促销费用大。今年加大红酒投入力度是看到行业的趋势。去年有款产品星德斯获得了国际大奖，但公司对红酒产品还不够自信，所以加大了投入，下半年还会继续加大红酒的投入力度。

## 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产合计</b>	15521	17218	21339	26406	31473	<b>营业收入</b>	17270	15024	14484	15897	17797
货币资金	7659	7855	12643	17750	22477	<b>营业成本</b>	6294	5946	6035	6603	7269
应收账款	55	22	20	22	439	营业税金及附加	241	187	181	199	222
其他应收款	39	80	77	84	94	营业费用	1775	1388	1318	1432	1611
预付款项	292	153	213	279	352	管理费用	1020	1037	970	1012	1076
存货	5923	8779	8267	8141	7966	财务费用	-121	-196	-176	-304	-402
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	6.65	7.80	2.00	3.00	3.00
<b>非流动资产合计</b>	8137	11000	9952	8904	7855	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	627	970	970	970	970	投资净收益	134.68	51.40	50.00	40.00	40.00
固定资产	3122.61	5345.35	6527.40	5644.90	4762.39	<b>营业利润</b>	8189	6706	6204	6992	8058
无形资产	1511	1659	1493	1327	1161	营业外收入	48.67	18.59	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	21.97	38.33	15.00	30.00	30.00
<b>资产总计</b>	23658	28218	31291	35310	39329	<b>利润总额</b>	8215	6686	6209	6982	8048
<b>流动负债合计</b>	8683	10557	10065	10942	11339	所得税	2064	1684	1552	1745	2012
短期借款	0	951	0	0	0	<b>净利润</b>	6152	5002	4657	5236	6036
应付账款	750	1165	1075	1176	1294	少数股东损益	-2	0	0	0	0
预收款项	862	893	1473	2108	2820	归属母公司净利润	6154	5002	4657	5236	6036
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	9748	8439	7076	7736	8704
<b>非流动负债合计</b>	264	264	15	15	15	<b>EPS (元)</b>	5.70	4.63	4.33	4.86	5.61
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	8947	10822	10080	10957	11354	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	16	8	8	8	8	营业收入增长	35.55%	-13.01%	-3.59%	9.75%	11.96%
实收资本(或股	1080	1080	1076	1076	1076	营业利润增长	48.22%	-18.11%	-7.48%	12.71%	15.24%
资本公积	1327	1327	2204	2204	2204	归属于母公司净利润	53.05%	-18.72%	-6.91%	12.45%	15.27%
未分配利润	11748	14589	16778	19239	21351	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	14695	17389	21204	24346	27967	毛利率(%)	63.56%	60.42%	58.33%	58.46%	59.16%
<b>负债和所有者权</b>	23658	28218	31291	35310	39329	净利率(%)	35.62%	33.30%	32.15%	32.94%	33.91%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	26.01%	17.73%	14.88%	14.83%	15.35%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	41.88%	28.77%	21.96%	21.51%	21.58%
<b>经营活动现金流</b>	5500	3180	6351	6860	6702	<b>偿债能力</b>					
净利润	6152	5002	4657	5236	6036	资产负债率(%)	38%	38%	32%	31%	
折旧摊销	1679.82	1929.97	0.00	1048.39	1048.39	流动比率	1.79	1.63	2.12	2.41	2.78
财务费用	-121	-196	-176	-304	-402	速动比率	1.11	0.80	1.30	1.67	2.07
应收账款减少	0	0	2	-2	-417	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	579	636	712	总资产周转率	0.81	0.58	0.49	0.48	0.48
<b>投资活动现金流</b>	-3588	-1665	258	37	37	应收账款周转率	377	390	697	764	77
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	25.04	15.69	12.93	14.13	14.41
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	135	51	50	40	40	每股收益(最新摊薄)	5.70	4.63	4.33	4.86	5.61
<b>筹资活动现金流</b>	-1351	-1319	-1821	-1791	-2012	每股净现金流(最新	0.52	0.18	4.45	4.74	4.39
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	13.61	16.10	19.70	22.62	25.98
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	180	0	-4	0	0	P/E	11.44	14.08	15.07	13.40	11.63
资本公积增加	-180	0	878	0	0	P/B	4.79	4.05	3.31	2.88	2.51
<b>现金净增加额</b>	561	196	4788	5107	4727	EV/EBITDA	6.44	7.53	8.13	6.78	5.48

资料来源:东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，6 年食品饮料行业研究经验。

### 焦凯

经济学硕士，2012 年加盟东兴证券研究所，两年工作经验，现从事食品饮料研究。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。