

洋河股份 (002304)

强烈推荐

行业：白酒

创新业务模式将巩固优势，加速增长

行业深度调整背景下，公司积极寻求变革，提出双核战略：原有主营业务+颠覆性创新业务，张雨柏将执掌苏酒集团开展创新业务，实现加速增长。

◇ **开启以健康和体验为核心的技术革命，巩固公司中高端酒竞争力。**新一代消费者更注重健康和体验，公司顺应趋势开启白酒技术革命，推出大健康因子概念的微分子酒，通过线上线下活动打造粉丝圈，参与了2015年春晚微信抢红包互动营销，通过社交传播至6千万用户，曝光7.6亿次。微分子酒进一步增强了公司主力区间竞争力。2014年公司高端酒降幅逐季收窄，次高端已止滑，中高端增长超过10%。羊年春节期间的南京等地的终端蓝色经典甚至出现缺货。

◇ **布局基于互联网的商业模式，引领酒类互联网营销，实现卖货+聚粉+建平台。**目前酒类网购渗透率仅2%，若达到零售行业平均渗透率的8%，酒类网购将达到600亿元。公司互联网营销走在行业前列，已全面布局B2C电商、O2O、微店，预计2015年B2C将增长100%以上至5亿元，O2O注册用户超100万人，收入达到3-5亿，增长约20倍；微店达到2000个微店主。洋河在全国拥有7000-8000个经销商，是运作O2O模式最具竞争优势的企业。洋河1号未来将提供各种酒类及延伸产品和周边服务。

◇ **打造品类平台，2015年加入预调鸡尾酒新增长极。**预调酒行业满足了年轻女性的时尚低度酒精饮料需求，2014年规模超过30亿元，同比增长近200%。若未来中国人均销量达到日本的1/3，行业将达到500亿元。洋河将于2015年推出以白酒为基酒的预调酒DEW，第一年收入目标5000万元以上。洋河具备资本雄厚，品牌打造能力强，产品创新能力强，产品开发技术卓越，线上线下渠道联动诸多优势，有望在5年内成为行业领导品牌。

◇ **推进产业并购和资源整合，加速份额提升。**白酒行业集中度过低，且白酒企业现金使用效率还有很大挖掘空间。洋河已先后收购了双沟、湖北梨花村、湖南宁乡和哈尔滨宾州酒厂，满产后收入将达到45亿元，2014年洋河在收购省份均保持了增长。目前洋河仅占600元以下优势区间的4%，整合空间大。

◇ **预计2014-2016年EPS分别为4.50、4.90和5.46元，2015年主业利润有望恢复增长，目标价98元，维持强烈推荐评级。**

◇ **风险提示：**行业需求下行超预期，竞争导致费用上升，新品推广低于预期

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	15024	15404	16818	18923
收入同比(%)	-13%	2.5%	9%	13%
归属母公司净利润	5002	4860	5293	5896
净利润同比(%)	-19%	-3%	9%	11%
毛利率(%)	60.4%	58.8%	58.6%	58.8%
ROE(%)	28.8%	24.0%	22.5%	21.6%
每股收益(元)	4.63	4.50	4.90	5.46
P/E	16.56	17.05	15.65	14.05
P/B	4.76	4.10	3.52	3.04
EV/EBITDA	11	11	10	9

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

6-12个月目标价：98.0

当前股价：76.72

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	1,080
流通股本(百万股)	879
总市值(亿元)	870
流通市值(亿元)	710
成交量(百万股)	2.77
成交额(百万元)	224.37

股价表现



相关报告

目 录

一、 开启以健康和体验为核心的技术革命，巩固公司中高端酒的竞争力	3
二、 布局基于互联网体系的商业模式，引领酒类互联网营销	5
三、 打造品类平台，2015 年加入预调鸡尾酒新增长极	7
四、 推进产业并购和资源整合，加速份额提升	10
五、 盈利预测	13

图表目录

图 1 微分子酒将参与 2015 春晚微信抢红包环节进行互动营销	3
表 1 公司产品按照实际成交价格分为四个区间	4
图 2 蓝色经典占比超 60%，洋河大曲约 10%	5
图 3 海天 14 年正增长，梦 14 年降幅收窄 15 年转正	5
图 4 用户规模持续增长，14 年 2100 多万人次	5
图 5 网购市场为 150 亿元，占整体销售额比仅 2%	5
图 6 13 年酒类网购渗透率仅 2% 低于白电和零售行业	6
图 7 13 年酒类网购中白酒约 60%	6
图 8 “洋河 1 号” APP 界面	7
图 9 06-13 年预调鸡尾酒销量复合增速 39%	7
图 10 2014 前 8 月预调鸡尾酒行业增长 150%	7
图 11 预调鸡尾酒相比其他饮料空间巨大	8
图 12 2013 年预调鸡尾酒占饮料比重仅 0.01%	8
图 13 2009-2013 年日本 RTD 市场规模	8
图 14 2013 年日本 RTD 市场不同厂商销量占比	8
图 15 日本 RTD 拥有上百种口味	9
图 16 我国预调酒人均消费远低于其他国家	9
图 17 2014 中国预调酒品牌格局尚不稳定	9
图 18 中国预调酒市场规模预测	9
图 19 公司于 2015 年 2 月 5 日推出预调酒滴诱 DEW	10
图 20 国外烈酒规模 3580 亿元，CR5 达 66%	10
图 21 我国白酒规模 5000 多亿元，CR5 仅 18%	10
图 22 洋河经营性现金流净额增速高于帝亚吉欧	11
图 23 洋河现金流创造收入低于帝亚吉欧	11
图 24 省内收入占比达 62%，省外占比有所扩大	11
图 25 洋河省外营收增速快于江苏省内	11
表 2 洋河目前共有四次并购，规模最大的是收购双沟酒业	12
表 3 主要产品收入预测（单位：百万元）	错误!未定义书签。

行业深度调整背景下，公司积极寻求变革，提出双核战略：原有主业+颠覆性创新业务。张雨柏领导苏酒集团推进新业务，王耀领导洋河股份负责主业。主业稳增的基础上，新业务则力求爆发式增长。2015 年新业务将围绕三个方面展开：顺应新一代消费需求变化开启以健康和体验为核心的技术革命，基于互联网思维改造企业商业模式，推进产业并购和资源整合。公司领先的变革能力将提升未来业绩增长的确定性。

一、开启以健康和体验为核心的技术革命，巩固公司中高端酒的竞争力

从 2012 年三公消费受限开始，白酒政务消费开始逐步淡出。14 年开始以居民和商务为代表的大众消费成为驱动白酒行业的主导因素。而新一代大众消费的饮酒诉求越来越注重健康，并且娱乐化和时尚化的消费体验很大程度上影响了年轻一代对酒类产品的喜爱和忠诚度，健康和体验诉求将对未来行业格局改变产生重大影响。公司基于此在行业中率先开启了白酒技术革命。通过 5 年的时间研发出第一款“大健康因子”概念白酒---微分子酒，并于 14 年 8 月推出。

传统白酒消费者存在两大痛点，一是健康，即喝酒伤身。二是酒量，即喝酒易醉。公司力求解决这两大痛点。洋河绵柔酒具备三大特点：首先富含 4600 多种微量成分，对比其他白酒 1000 多种，因此口感更绵柔。二是富含营养物质，组氨酸是洋河绵柔酒所特有。三是富含健康因子，核苷类似物含量是其他白酒 100 倍以上，有护肝、抗衰老、抗氧化等功效。微分子酒还解决了“酒量”问题，酒中含有大量小分子物质，代谢快、醒酒快，以 33.8 和 43.8 的度数实现 40 度和 50 度的口感。

公司通过不断满足消费者的产品需求，打造他们对健康白酒的深度体验，从而增加他们对产品的信赖和忠诚度；并通过线上网络、客户的拓展和线下营销活动的组织，来增强与消费者的黏度。如举办线下酒节、促销活动以及线上微博微信平台活动增强消费者的参与和互动，打造粉丝圈。微分子酒赞助千万元参与 2015 春晚微信抢红包环节进行互动营销，收视率最高的节目与最火爆的 APP 相结合，以社交传播的方式为洋河微分子酒带来巨大品牌营销价值。品牌时段方式下红包直接接触达 5000 万用户，曝光至少 6.1 亿；随机红包方式下红包直接接触 1000 万用户，曝光至少 1.5 亿。

图 1 微分子酒将参与 2015 春晚微信抢红包环节进行互动营销



资料来源：糖酒资讯，中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目前公司产品已经布局各个价格区间，各区间的产品定价清晰，特色鲜明，均有自己的发力点。尤其在中高端的商务用酒和大众用酒占据很强的竞争优势。

表 1 公司产品按照实际成交价格分为四个区间

等级	系列	产品	终端价格（元/480 或 500ml）
高端酒	双沟珍宝坊	42 度珍宝坊帝坊	808
	苏酒	40.8 度绿苏	750
	梦之蓝	M9	729
次高端	绵柔苏酒	M6	688
		40.8 度地锦	598
	微分子酒	43.8 度	598
		33.8 度	478
	梦之蓝	M3	428
	双沟珍宝坊	42 度珍宝坊圣坊	388
中高端	天之蓝	52 度	309
		42 度	289
	双沟珍宝坊	41.8 度珍宝坊君坊	158
	海之蓝	52 度	135
中低端	洋河大曲	42 度	119
		蓝瓷	96
		青瓷	68
	双沟大曲	象耳、八角	49.8
		42 度金樽、蓝宝石	68
	洋河敦煌	42 度银樽、红宝石	50
	敦煌系列	26-56	

资料来源：京东，中国中投证券研究总部

高端酒以梦 6，梦 9，高端苏酒，双沟珍宝坊帝坊为主。其中梦之蓝 2014 年约占收入的 12%。2014 年高端酒依然承压，但下滑幅度逐季收窄。

次高端天之蓝、双沟珍宝坊圣坊、微分子酒为主。其中天之蓝约占收入 24%，次高端目前已经止滑，2015 年有望恢复增长。

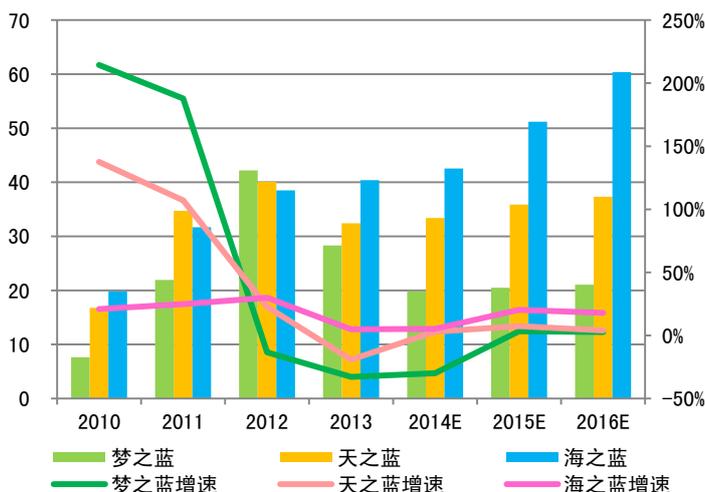
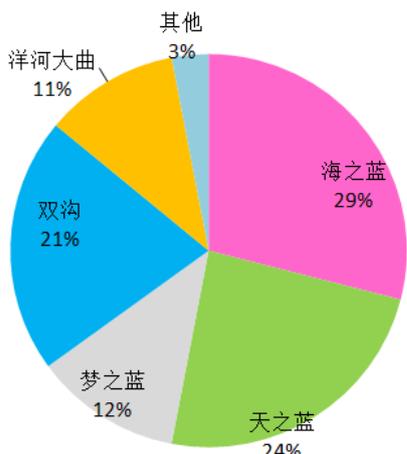
中高端以海之蓝、双沟珍宝坊君坊为主，其中海之蓝约占收入 29%。2014 年中高端酒实现了 10%以上的增长。

据报道，羊年春节蓝色经典系列在南京等地销售终端甚至出现缺货的情况。

中低端酒（100 元以下）以洋河大曲、双沟大区为主。其中洋河大曲约占收入的 11%，且中低端酒中洋河老字号和柔和双沟迅速发展，前者在全国推广，抢占中低端市场，后者主要在江苏省内发展，13 年二者占比约 2.2%，预计 14 年增速在 50%以上。

白酒行业 200-600 元的产品大约占 40%+，200 元以下产品约占 30%+，600 元以上的产品约占 20%+。洋河的优势价格区间在 600 元以下，这一区间的白酒规模接近 4000 亿元，洋河竞争优势突出，占比仅 4%，存在较大的整合和提升空间。

图 2 蓝色经典占比超 60%，洋河大曲约 10% **图 3 海天 14 年正增长，梦 14 年降幅收窄 15 年转正**



资料来源：中国中投证券研究总部

资料来源：中国中投证券研究总部

微分子酒的推出将进一步巩固公司在最具竞争力的中高端酒的优势。目前它的两款产品价格分别在 478 元和 598 元左右，定位于中高端商务团购。已在省内 13 个市完成铺货，省外 5 个市导入。它的上市将承接天之蓝价格下移之后次高端的空缺。未来价格有可能进一步推出针对大众消费的 300 元以下产品，则将进一步巩固公司中高端区间产品的竞争力。

二、布局基于互联网体系的商业模式，引领酒类互联网营销

公司从 13 年开始不断落实以商业模式为核心的互联网体系，推出了 B2C 电商，并率先推出白酒 O2O 移动渠道。根据易观智库统计，2014 年我国酒类网购用户和交易规模分别达 2100 万人次和 150 亿元，过去 4 年复合增速分别达 57%和 124%，酒类网购仍处在快速增长期。但 14 年酒类网购渗透率仅 2%，低于整体零售行业网购率 8%。若酒类网购率达到 8%，那么网购规模将至少达到 600 亿元。

图 4 用户规模持续增长，14 年 2100 多万人次

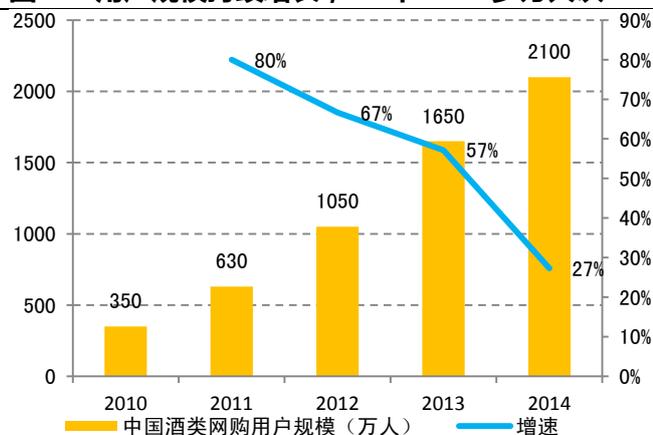
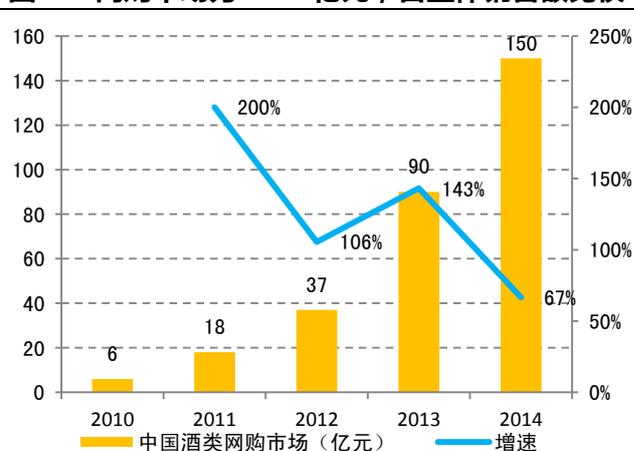


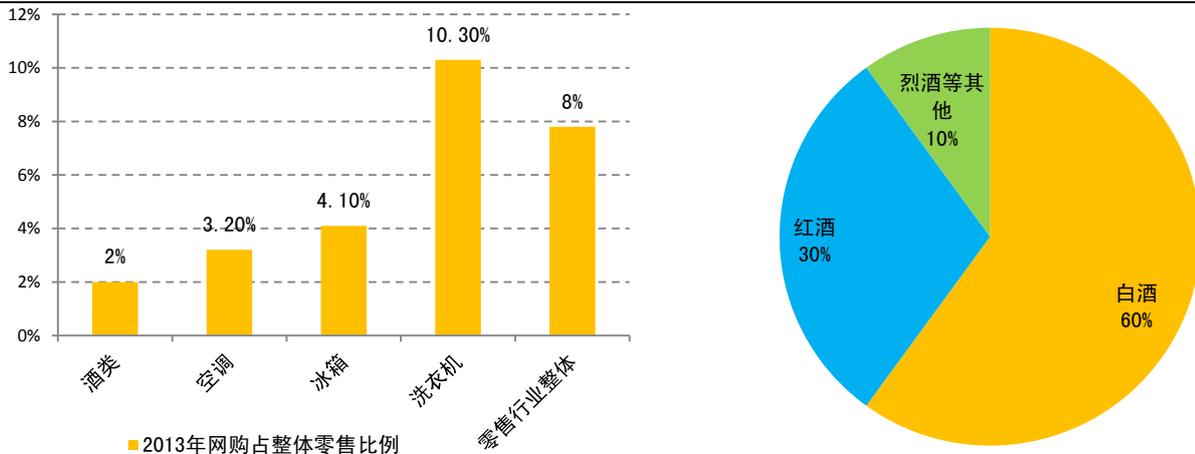
图 5 网购市场为 150 亿元，占整体销售额比仅



资料来源：易观智库，中国中投证券研究总部

资料来源：易观智库，中国中投证券研究总部

图 6 13 年酒类网购渗透率仅 2% 低于白电和零售行业 图 7 13 年酒类网购中白酒约 60%



资料来源：易观智库，中国中投证券研究总部

资料来源：易观智库，中国中投证券研究总部

13 年公司渠道中餐饮和团购占比达 80%，商超约占 10%，零售终端占 8%，互联网渠道仅占不到 2%，公司积极布局基于互联网的商业模式，在互联网营销领域可挖掘空间巨大。公司于 13 年 10 月和 11 月推出 B2C 和 O2O 渠道模式。B2C 包括天猫旗舰店和京东商城，电商线上发货，需要建设仓储和物流；O2O 包括手机 APP “洋河 1 号”，平台负责转接订单给线下网点，由经销网点发货。

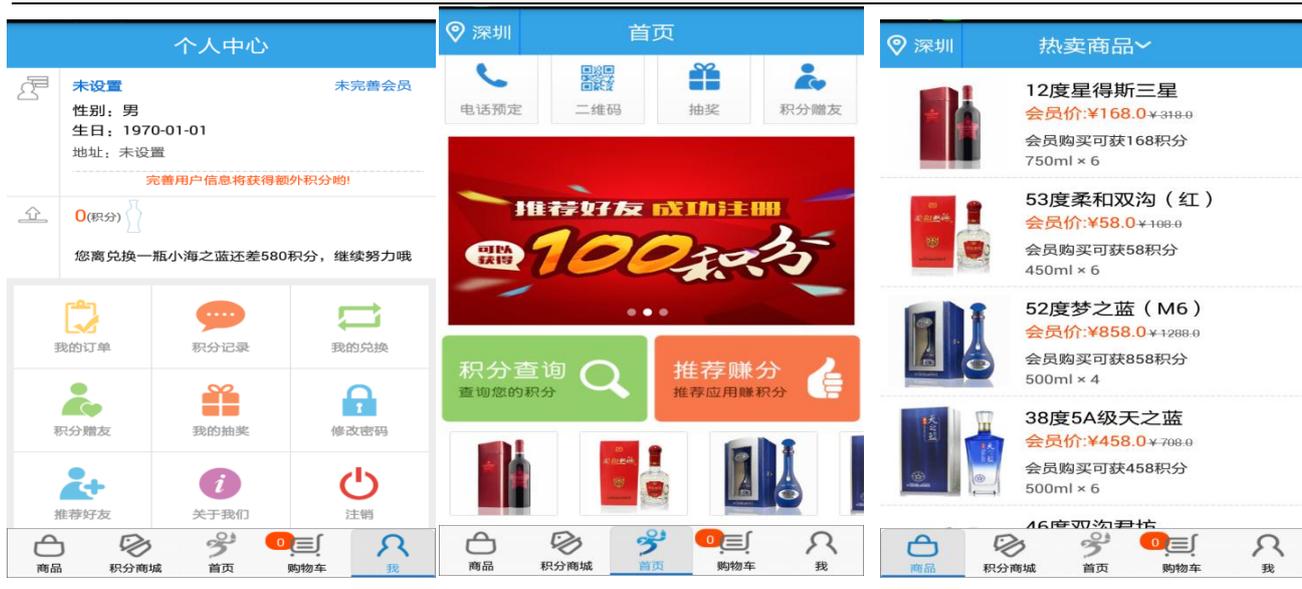
14 年公司 B2C 和 O2O 渠道规模仅大约 2.2 亿和 0.2 亿，预计 2015 年电商 B2C 规模增长 100% 以上至 4 亿多元，O2O 销售额将达到 3-5 个亿，增长 20 倍左右，注册用户超过 100 万人；微店布局则力争达到 2000 个微店主。

13 年 11 月推出的“洋河 1 号”是整个白酒行业首个 O2O 模式试水。公司从全国的 100 个城市当中，抽取 10000 家优质配送网点，来进行“百城万家店”的建设，其销售规模将超过 5 亿元。消费者可通过线上 APP、微信商城或者拨打 95019 下单，APP 平台订单就近转接给网点后，网点通过宅急送的物流方式实现 30 分钟交货。洋河 1 号企业有着庞大的线下销售网点资源，已有近 1000 家网点深度合作。“洋河 1 号”APP 已完成全国重点市场的布局。“洋河 1 号”5 月份在江苏省内已全部覆盖，6 月份开始省外市场浙江、广东和海南的布局，7 月布局湖南、湖北和广西，8 月布局了山东、河南、安徽和江西，9 月布局了北京和上海。“洋河 1 号”首先覆盖优势区域经济发达的省市，在平台建设完成以后将重点进行平台推广。洋河在全国拥有 7000-8000 个经销商，是运作 O2O 模式最具竞争优势的企业。

公司的互联网布局旨在实现“卖货+聚粉+建平台”三大战略目标。卖货：通过三大电商平台销售公司产品。洋河 1 号未来将围绕白酒，提供红酒、预调酒、青春小酒、果酒、定制酒以及其他延伸产品和周边服务。**聚粉**：洋河 1 号签约当红人气偶像艺人陈伟霆代言，旨在为白酒品牌形象注入年轻活力，盘活品牌存量。让大批的年轻消费群体来关注和体验白酒新型消费模式。**建平台**：开拓中国最大的垂直类酒文化粉丝社群，不仅给消费者提供中国最有品质的酒水，还要教会消费者怎样喝酒才能喝出健康、喝出情调、喝出文化、喝出情感。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 8 “洋河 1 号” APP 界面



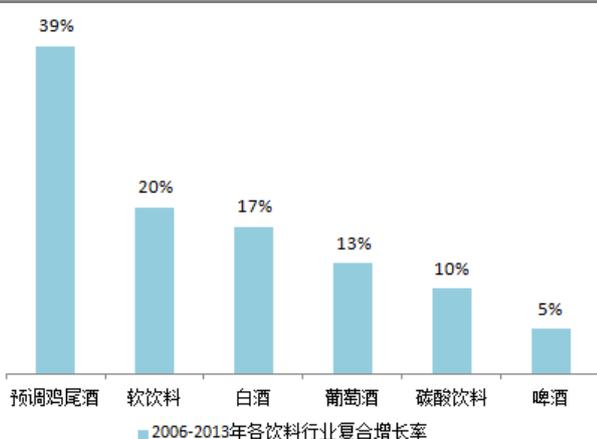
资料来源：“洋河 1 号” APP，中国中投证券研究总部

三、打造品类平台，2015 年加入预调鸡尾酒新增长极

公司将在 2015 年推出以白酒为基酒的预调酒“滴诱 DEW”，标志着公司正式进入了高速增长的预调酒行业。国内预调鸡尾酒行业自 2011 年开始进入爆发增长期，市场销售规模由 2006 年的近百万箱增至 2013 年的近千万箱，2013 年销售收入约为 10 亿元，预计 2014 年行业收入超过 30 亿元，2015 年将超过 40 亿元。

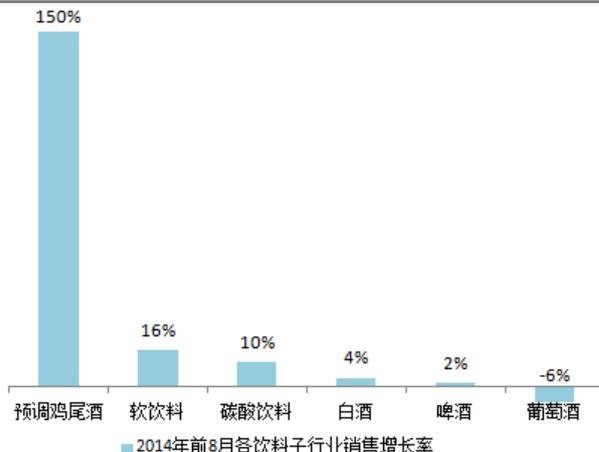
预调鸡尾酒行业还处于导入期向成长期的过渡，表现出远高于其他行业的成长性，2006-2013 年预调鸡尾酒复合增速 39%，2014 年复合增速预计 200%，其他增长最快的软饮料行业仅增长 16%。

图 9 06-13 年预调鸡尾酒销量复合增速 39%



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

图 10 2014 年前 8 月预调鸡尾酒行业增长 150%



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

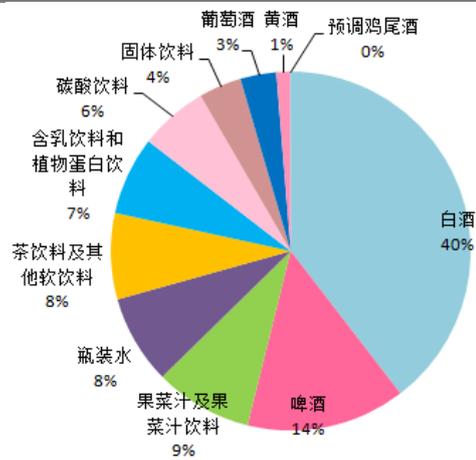
2013 年预调鸡尾酒仅占整个中国酒和饮料行业的 0.1%，2013 年预调鸡尾酒行业收入约 10 亿元，仅相当于啤酒收入 1814 亿元的 0.55%、相当于果汁饮料收入 1115 亿元的 0.90%、相当于碳酸饮料 782 亿元的 1.28%。预调鸡尾酒的消费场景、营销模式与软饮料更类似，相比碳酸饮料的 782 亿元收入，预调鸡尾酒行业成长空间巨大。

图 11 预调鸡尾酒相比其他饮料空间巨大



资料来源：WIND，中投证券研究总部

图 12 2013 年预调鸡尾酒占饮料比重仅 0.01%



资料来源：WIND，中投证券研究总部

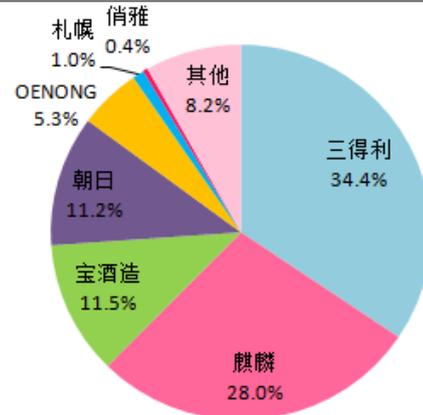
我国预调酒每年人均消费量仅 0.13 升，远低于外国主要国家 6 升的平均水平，也远低于我国啤酒的人均 36.7 升，上升空间巨大。2013 年全球销售 4.41 亿箱预调鸡尾酒。英国 2013 年销售额 18 亿英镑，对啤酒产生了部分替代。由于日本主要预调酒以烧酒为基酒，与中国以白酒为基酒的预调酒可比性更大。日本预调酒市场经过十几年的发展，目前较为稳定和成熟，并已开发出上百种口味，2013 年日本 RTD 销售收入为 1962 亿日元（约 118 亿元人民币），销售量为 1.37 亿箱，按照日本 2013 年 1.3 亿人口计算，相当于每年每人消费一箱。其中前两大生产厂家三得利、麒麟占据整个日本 RTD 市场的 62% 的份额。

图 13 2009-2013 年日本 RTD 市场规模



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

图 14 2013 年日本 RTD 市场不同厂商销量占比



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

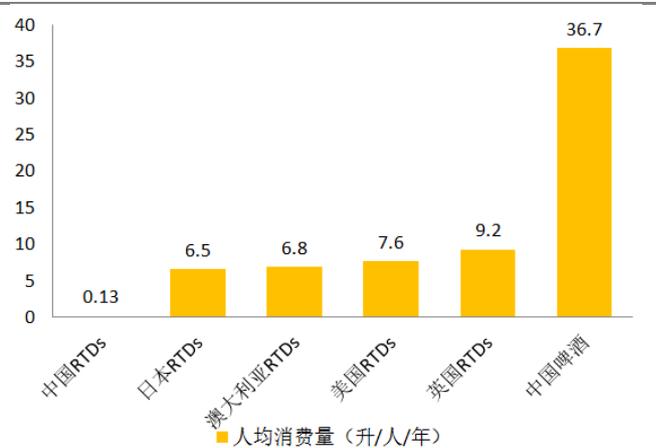
在日本，果汁酒和啤酒的价格基本一致，罐装价格略高于瓶装，考虑到中国预调酒在中国起步具备时尚属性，定价为啤酒的3倍，如果中国达到每人每年消费1/3箱的量，则达到5亿箱，2013年仅1千万箱，预计2014年达到2500万箱，长期看具备20倍空间，收入空间500亿元以上。

图 15 日本 RTD 拥有上百种口味



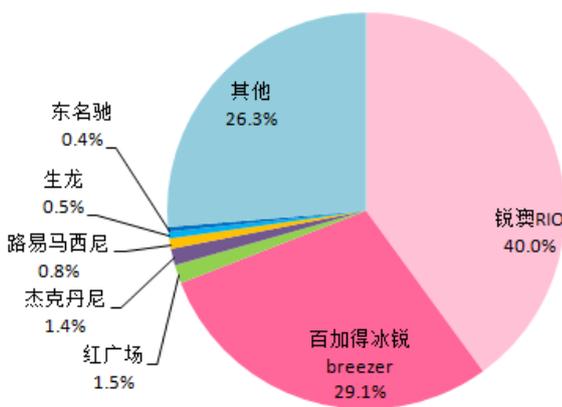
资料来源：公司公告，中投证券研究总部

图 16 我国预调酒人均消费远低于其他国家



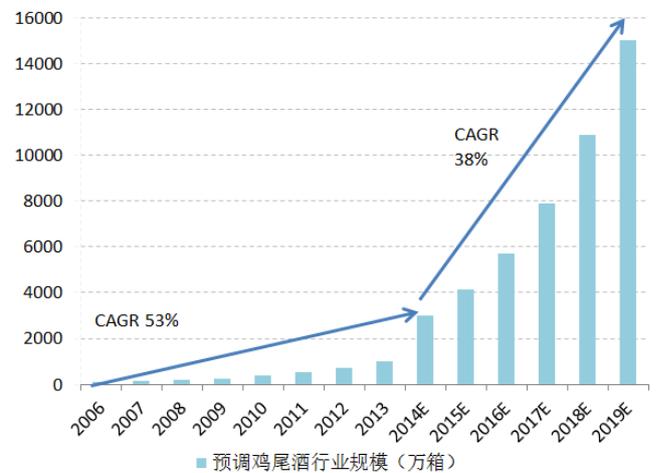
资料来源：公司公告，中投证券研究总部

图 17 2014 中国预调酒品牌格局尚不稳定



资料来源：中国中投证券研究总部

图 18 中国预调酒市场规模预测



资料来源：中国中投证券研究总部

2014 年国内预调酒竞争格局为双寡头，前两大品牌为“RIO”（锐澳）、“Bacardi Breezer”（百加得冰锐），合计占比接近 70%，其他企业众多但占比很低。预调鸡尾酒行业高速增长已经吸引了越来越多的厂家进入，将共同推升行业的发展壮大。未来行业的市场竞争可能加剧，市场化程度越来越高，预计盈利会向其他快速消费饮料的盈利水平靠拢。预计 2014 年以后预调鸡尾酒市场预计将会持续高速增长，5 年后销售量将达到 1.5 亿箱以上，销售超过 150 亿元，将成为酒精饮料的一个重要品类。

洋河自 2010 年开始研发预调酒，2013 年启动项目，与欧洲有一定市场的品牌进行合作，按照欧盟标准，获得成熟配方和技术支持，于 15 年 2 月推出以白酒为基酒的

预调鸡尾酒 DEW，第一批上市 4 个口味，分别是水蜜桃、椰汁、柠檬果香和玫瑰花香，最终系列产品 6 种口味，另外还有 4 种口味作为技术储备。目前品牌规划、营销政策等都已经出台，将以独立公司运作，春节后陆续上市，将面向新老客户招商。公司具备资本雄厚品牌打造能力强，产品创新能力强，产品开发技术卓越和线上线下渠道联动等方面的优势，有望在未来成为预调酒行业的领导品牌。

公司已制定计划：第一年导入新品类收入目标 5000 万以上；2-3 年做成行业强势品牌；3-5 年打造成公司的新的增长极。参考日本预调酒行业稳定状态下格局，若 5 年后洋河进入预调酒行业前两名，占比将达到 30%左右，那么规模将达 40-50 亿元。

图 19 公司于 2015 年 2 月 5 日推出预调酒滴诱 DEW



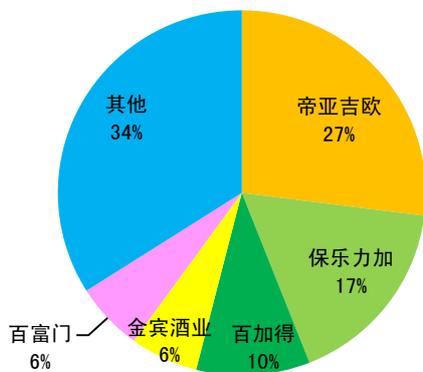
资料来源：糖酒快讯，中国中投证券研究总部

四、推进产业并购和资源整合，加速份额提升

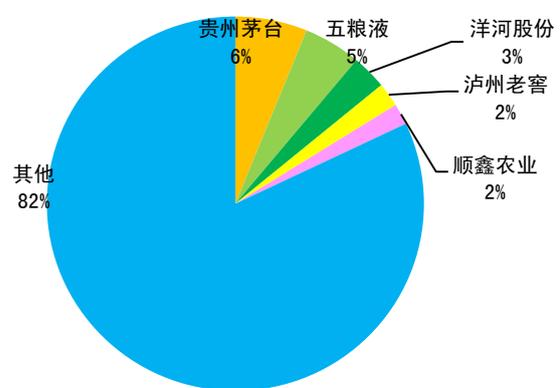
目前我国白酒行业集中度低造成资源浪费和效益不高。并且白酒行业存在大量闲置的资金没有得到有效运用。在行业深度调整的背景下，白酒企通过产业并购和资源整合成提高内生长力和外延扩张能力成为大势所趋。

我国白酒行业整体集中度很低，从营收来看，14 年行业整体营业收入为 5000 多亿元，前 5 大厂商市占率仅 18%。而国外烈酒整体收入为 3580 亿元，CR5 达到 66%。

图 20 国外烈酒规模 3580 亿元，CR5 达 66% **图 21 我国白酒规模 5000 多亿元，CR5 仅 18%**



资料来源：DIAGEO 年报，中国中投证券研究总部



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

我国白酒行业销量前五大厂商市占率仅 5.9%。对比之下，其他国家主要酒精饮料销量 CR5 均超过 50%。美国烈性酒行业 CR5 超过 57%（细分市场中伏特加和威士忌市场 CR5 各超过 55%和 80%），日本则超过 48%。

白酒行业现金流充裕，但周转慢，利用率低下，不利于盘活存量。洋河的现金利用率低于烈酒巨头帝亚吉欧。06 年至 14 年的大多数时间，洋河经营性现金流净额增速公司增速高于帝亚吉欧，但洋河现金周转率低于帝亚吉欧，洋河每 1 元现金流仅带来 3 元收入，低于帝亚吉欧的平均 5 元。

图 22 洋河经营性现金流净额增速高于帝亚吉欧

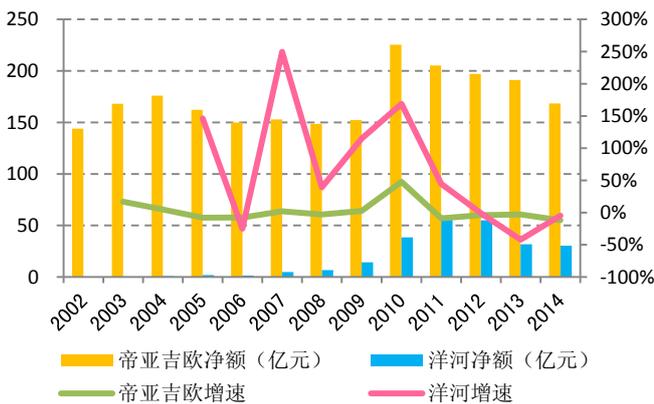
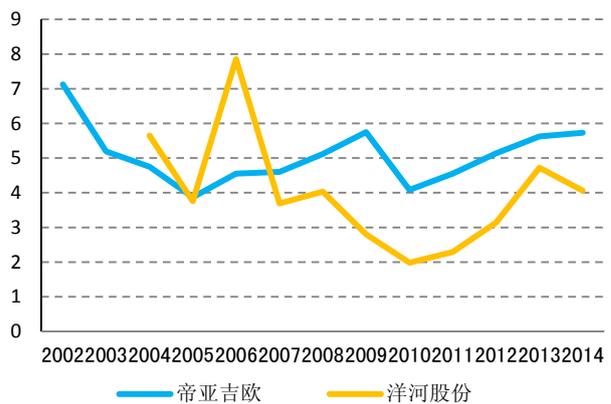


图 23 洋河现金流创造收入低于帝亚吉欧



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

公司已收购 4 个品牌，江苏双沟，湖北梨花村，湖南宁乡和哈尔滨宾州酒厂。

收购双沟进一步巩固了公司江苏省内竞争力，双沟占收入比重超过 20%。近几年江苏省份额一直保持在 60%，最大竞争者今世缘占比仅 10%。

图 24 省内收入占比达 62%，省外占比有所扩大

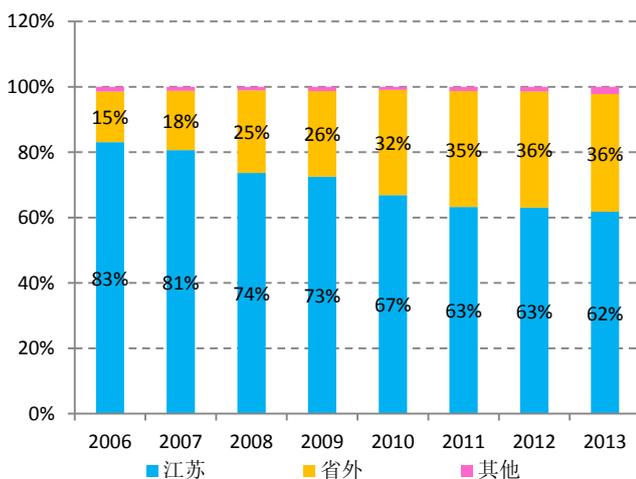
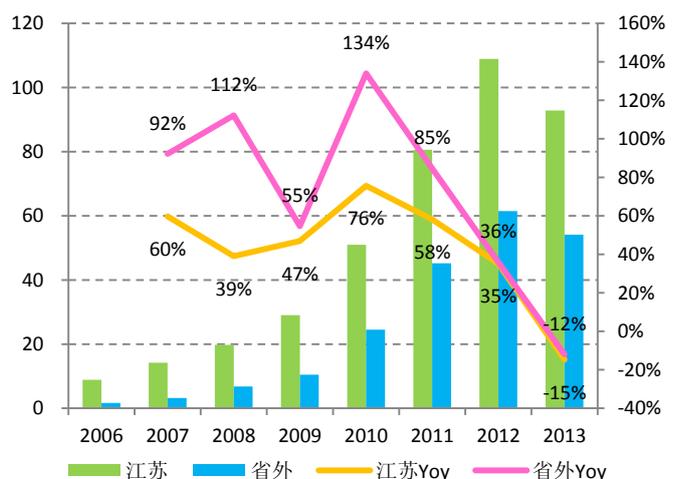


图 25 洋河省外营收增速快于江苏省内



资料来源：公司年报，中国中投证券研究总部

资料来源：公司年报，中国中投证券研究总部

公司进行省外品牌并购整合，旨在加速提升全国份额，三个省外并购项目三年投产后总收入将达 45 亿元。公司总收入中省外占比持续扩大，13 年达到 36%。目前省外销量份额比较大几个重要的市场包括河南、山东、安徽、浙江等区域。预计 2014 年洋河在河南市场有所下滑，在山东、安徽相对保持平稳，在浙江增长加快。而新收购的三个品牌将扩大洋河在湖北、湖南和黑龙江的市场份额，洋河近两年在这三地的收入保持了较快增长。

2012 年湖北、湖南和黑龙江三省白酒收入分别达 353 亿元、69 亿元和 49 亿元，净利润率分别为 6%、12%和 8%，白酒企业数分别为 120 家，49 家和 39 家。

湖北消费主流是 150 元以下中低端白酒，低端酒收入超过 200 亿元，占比超过 57%。以本地品牌为主，劲酒规模超 40 亿元、稻花香、白云边、枝江销售额均超 20 亿元。湖北省 150 元以上市场主要是全国性品牌。以地理位置较近的川酒为主，如剑南春、泸州老窖等，洋河的市占率仅次于这些品牌的，11 年销售超过 1 亿元。湖北梨花村项目 13 年已投产并推出市场，产品是绵柔技术改造后的梨花酒，价位是 150-300 元之间，13 年销售额突破 6000 万元，预计 3 年内销售额可达 3 亿元。

湖南省内本土品牌市占率低，不到 35%，洋河希望通过并购打造最大湖南最大白酒企业。湖南省内 100 元以上的市场以川酒和贵州酒影响力较大，以茅、泸、剑等为主，相抗衡的是省内酒鬼酒（12 年收入 17 亿元），目前洋河市占率仅次于它们。14 年湖南和收购项目正在建设中，也将延续生产本来的产品。对湖南汨罗春酒项目预计投资 10 亿元，三年后产值估计 30 亿元。届时将超过酒鬼酒，成为湖南最大酒厂，成为除旺旺之外长沙产值最大的食品企业。

黑龙江省缺乏核心本土品牌，且企业规模小，没有绝对优势的外来品牌。因此洋河未来在黑龙江市场存在较大的提升空间。黑龙江以 40 元以下低端酒为主，市占率达 30% 左右，且以本土品牌为主。150 元以上酒约有 16 亿市场规模，占比 18%，被几大省外品牌割据，以茅、五、洋等为主，洋河大约有不到 1 亿元的份额。14 年黑龙江的收购项目正在建设中，也将延续生产本来的产品。对滨州酒厂项目 5 亿，预计 3 年后收入达 12 亿元。

表 2 洋河目前共有四次并购，规模最大的是收购双沟酒业

并购事件	并购细节	备注
2010-2011 收购双沟酒业	2011 年 3 月，以 5.32 亿元收购宿迁市国有资产投资有限公司持有的 26.91% 的股权； 以 6.43 亿元收购其他股东 32.48% 股权。2010 年 4 月以 5.36 亿元收购宿迁市国丰资产经营管理有限公司所持 40.6% 股权。	-在 2 年内提供不低于 15 亿元用于宿迁白酒产业发展（其中 70% 用于标的公司），前一年内投资不低于 10 亿元。 -纳入双沟珍宝坊
2013 年 3 月收购梨花村酒厂	以 297 万元和 3 万元的价格分别受让湖北省十堰市郧县城市投资开发有限公司和谭中月持有的梨花村酒业 99% 和 1% 股权。	-预计在郧县柳陂新集镇建设白酒酿造和灌装生产项目，项目建设周期为 2 年。 -2013 年 8 月，绵柔梨花村产品上市

-2014 上半年收到郟县非税收收入管理局拨入的建设补贴 2295 万元。

2014 年 1 月收购湖南宁乡经济开发区签约,以 212.9 万元收购 湖南宁乡汨罗春酒厂 100%股权。 -预计投资 10 亿元,分期建设湖南工业园项目,打造高端白酒业生产基地,其中一期用地 200 亩,投资 3 亿元,项目设计年产值 30 亿元。

2014 年 3 月 以 200 万元收购哈尔滨宾州酿酒厂 100%股权。 -预计投资 5 亿,达产后 3 年预计收入 12 亿

资料来源:公司公告,中国中投证券研究总部

五、盈利预测

预计 2014-2016 年 EPS 分别为 4.50、4.90 和 5.46 元。公司变革和管理能力领先于行业,我们看好公司通过提高份额和打造品类平台所带来的成长性,预计 2015 年主业有望恢复增长。给予公司 2015 年 20 倍 PE,目标价 98 元,维持强烈推荐评级。

风险提示:

- 1.若行业需求持续低迷,大众消费承接缓慢,超高端和高端白酒放弃控量稳价的政策,或对公司的高端产品销售造成冲击。
- 2.若行业增长缓慢,市场竞争环境恶化,可能导致费用率超预期上升。
- 3.新产品在推广过程中遇到障碍进行调整,如加大宣传费用,改变口味等,都将影响利润增长。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	17218	21521	23080	25730
现金	7855	7603	7784	7933
应收账款	22	28	32	36
其它应收款	80	60	64	72
预付账款	153	424	439	475
存货	8779	13267	14626	17062
其他	330	139	135	151
非流动资产	11000	11680	12438	13163
长期投资	970	20	30	50
固定资产	5345	6945	8076	8958
无形资产	1659	1652	1655	1662
其他	3026	3064	2677	2493
资产总计	28218	33202	35518	38893
流动负债	10557	12654	11662	11337
短期借款	951	1205	1929	1509
应付账款	1165	1078	905	958
其他	8441	10371	8828	8870
非流动负债	264	311	298	298
长期借款	0	0	0	0
其他	264	310	297	298
负债合计	10822	12965	11960	11634
少数股东权益	8	8	9	10
股本	1080	1080	1080	1080
资本公积	1327	1327	1327	1327
留存收益	15129	17822	21143	24842
归属母公司股东权益	17389	20229	23549	27249
负债和股东权益	28218	33202	35518	38893

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	3180	2056	2334	3774
净利润	5002	4861	5294	5897
折旧摊销	363	367	470	558
财务费用	-196	-239	-201	-197
投资损失	-51	-18	-19	-20
营运资金变动	-2140	-2899	-3094	-2406
其它	203	-16	-116	-58
投资活动现金流	-1665	-785	-1107	-1205
资本支出	2678	967	1113	1199
长期投资	969	53	10	20
其他	1982	235	16	13
筹资活动现金流	-1319	-1522	-1046	-2420
短期借款	951	254	724	-420
长期借款	-0	-0	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-2270	-1776	-1770	-1999
现金净增加额	196	-251	181	149

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	15024	15404	16818	18923
营业成本	5946	6342	6965	7791
营业税金及附加	187	200	219	246
营业费用	1388	1463	1598	1892
管理费用	1037	1155	1177	1325
财务费用	-196	-239	-201	-197
资产减值损失	8	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	51	18	19	20
营业利润	6706	6497	7075	7882
营业外收入	19	30	30	30
营业外支出	38	30	30	30
利润总额	6686	6497	7075	7882
所得税	1684	1636	1782	1985
净利润	5002	4861	5294	5897
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	5002	4860	5293	5896
EBITDA	6872	6624	7344	8243
EPS (元)	4.63	4.50	4.90	5.46

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	-13.0%	2.5%	9.2%	12.5%
营业利润	-18.1%	-3.1%	8.9%	11.4%
归属于母公司净利润	-18.7%	-2.8%	8.9%	11.4%
获利能力				
毛利率	60.4%	58.8%	58.6%	58.8%
净利率	33.3%	31.6%	31.5%	31.2%
ROE	28.8%	24.0%	22.5%	21.6%
ROIC	55.9%	38.3%	32.2%	30.2%
偿债能力				
资产负债率	38.3%	39.0%	33.7%	29.9%
净负债比率	8.79%	9.30%	16.13%	12.97%
流动比率	1.63	1.70	1.98	2.27
速动比率	0.80	0.65	0.72	0.76
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.50	0.49	0.51
应收账款周转率	356	590	564	557
应付账款周转率	6.21	5.65	7.02	8.36
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	4.63	4.50	4.90	5.46
每股经营现金流(最新摊薄)	2.94	1.90	2.16	3.49
每股净资产(最新摊薄)	16.10	18.73	21.80	25.23
估值比率				
P/E	16.56	17.05	15.65	14.05
P/B	4.76	4.10	3.52	3.04
EV/EBITDA	11	11	10	9

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

蒋鑫：中国中投证券研究所食品行业分析师，2010 年加入中投证券，南开大学经济学硕士，天津大学信息工程工学学士。

重点覆盖：伊利股份、双汇发展、汤臣倍健、洋河股份、双塔食品、海天味业、贝因美、光明乳业、中炬高新、三全食品、洽洽食品、承德露露、涪陵榨菜、克明面业、煌上煌、好想你

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434