

洋河股份 (002304)

有思想、能落地，大象也能跳舞

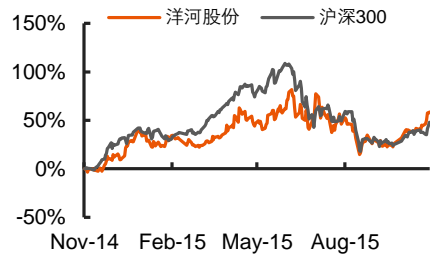
推荐 (维持)

现价: 68.29 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.chinayanghe.com
大股东/持股	江苏洋河集团/34.16%
实际控制人/持股	宿迁市国有资产监督管理委员会/34.05%
总股本(百万股)	1,507
流通 A 股(百万股)	1,205
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	1,029.12
流通 A 股市值(亿元)	822.64
每股净资产(元)	14.62
资产负债率(%)	30.90

行情走势图



相关研究报告

《洋河股份*002304*业绩稳健增长，估值已位于合理位置》 2015-08-31

证券分析师

汤玮亮 投资咨询资格编号
S1060512040001
0755-22624571
TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **像大企业一样思考，像小企业一样行动。**1-3Q15 洋河业绩逐季小幅提速，预计 4Q15 将继续环比小幅加快。在行业增速放缓、且洋河 14 年已经达到 150 亿收入规模的背景下，15 年仍可以实现 10%以上增长，主要原因可以归结两点：有思想，能落地。有思想，像大企业一样思考，洋河对白酒行业的思考和营销模式一直领先于行业。能落地，像小企业一样行动，具体体现在：标准化、快速反应、执行力强、费用投放效率高等方面。
- **15 年海和天增速较快，梦之蓝恢复增长。**现阶段公司发力重点仍然是蓝色经典系列，估计收入占比 60%以上，2015 年收入占比继续提升，特别是海之蓝和天之蓝。海和天所处的价格带迎合了民间和商务消费升级需求，80-150 元、250-350 元价格带需求升级速度很快。海之蓝增速最快，也是整风运动后最稳健的品种，所处价格带市场集中度还有较大的提升空间。天之蓝 14 年下半年开始恢复增长，受益于茅五挺价，同时所处价格带竞争激烈程度低。15 年梦之蓝企稳并恢复小幅增长，不过实际消费增速可能慢于茅台和五粮液。
- **省外新江苏市场重新进入快速增长期。**行业调整期，经济发达的江苏大本营维护了洋河的业绩稳定，不过由于市占率提升空间不大，未来增速可能维持在个位数。2015 年省外增速明显高于省内，特别是新江苏市场，预计未来省外市场将是收入增长的主要来源。
- 我们维持 15 年净利预测不变，预计 15-16 年 EPS 分别为 3.35、3.80 元，营收同比增 11%、13%，净利同比 12%、14%，对应 PE 20、18 倍。公司团队能力优秀，有思想，能落地，中档酒和省外市场驱动白酒稳健增长，估值水平合理，积极拥抱互联网提高估值溢价，维持“推荐”的评级。
- 风险提示。多元化降低白酒主业的专注度；茅五量价策略出现摇摆。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	15024	14672	16334	18403	20438
YoY(%)	-13.0	-2.3	11.3	12.7	11.1
净利润(百万元)	5002	4507	5049	5732	6402
YoY(%)	-18.7	-9.9	12.0	13.5	11.7
毛利率(%)	60.4	60.6	60.3	60.5	60.6
净利率(%)	33.3	30.7	30.9	31.1	31.3
ROE(%)	31.2	24.3	25.0	25.7	24.7
EPS(摊薄/元)	3.32	2.99	3.35	3.80	4.25
P/E(倍)	20.6	22.8	20.4	18.0	16.1
P/B(倍)	5.9	5.2	5.0	4.3	3.7

正文目录

一、业绩逐季加速，预计 4Q15 将继续环比小幅加快.....	4
二、有思想、能落地，大象也能跳舞.....	4
2.1 有思想-像大企业一样思考.....	5
2.2 能落地-像小企业一样行动.....	6
三、享受海天价格段位的消费升级和集中度提升.....	8
四、省外新江苏市场重新进入快速增长期.....	12
五、洋河可受益于互联网时代.....	14
六、盈利预测与投资评级.....	15
七、风险提示.....	16

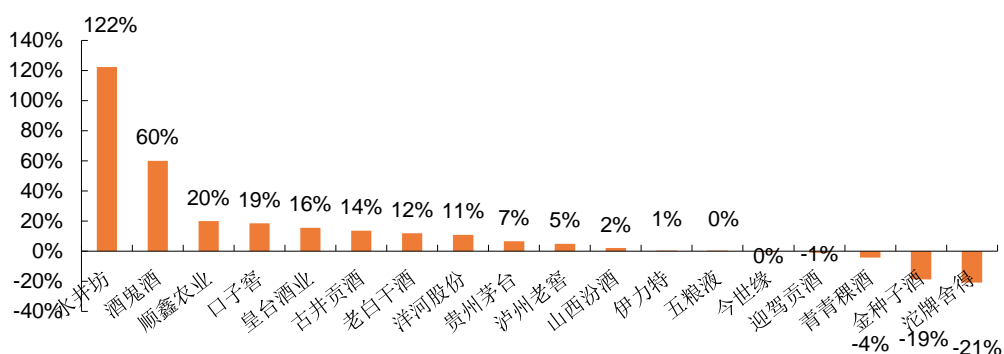
图表目录

图表 1	洋河股份营收在一线白酒中增速最快，大象也能跳舞（1-3Q15）	4
图表 2	3Q15 营收增 12%，环比小幅提速，预计 4Q15 还将加快 单位：百万元	4
图表 3	洋河毛利率同比变化不大，保持稳定	4
图表 4	过去十年洋河营收增速远超茅五泸	5
图表 5	05 年洋河股份营收占一线白酒比重仅为 5%，但 1-3Q15 洋河股份营收达到 24%	5
图表 6	洋河股份三化制胜内容	5
图表 7	洋河股份的前五经销商占比在上市公司中排名最低（2014 年）	7
图表 8	广告促销费用投入持续位于高位，且效率高 单位：百万元	8
图表 9	洋河赞助了 CCTV 国庆阅兵庆典	8
图表 10	洋河产品构成估算	9
图表 11	蓝色经典收入构成估算	9
图表 12	洋河产品系列和价格 单位：元/瓶	9
图表 13	白酒各个价格带销量规模呈现“倒漏斗形”结构（2014 年）	10
图表 14	各价格带市场容量和主要品种变化情况分析 单位：亿元，万吨	10
图表 15	蓝色经典系列主要竞品	11
图表 16	洋河股份的报表销售人员数量上市公司最多（2014 年）	11
图表 17	洋河股份葡萄酒业务 1H15 增速较慢 单位：百万元	12
图表 18	1H15 省外收入加速增长	12
图表 19	洋河省内外收入构成（2014 年）	13
图表 20	洋河省内外收入构成（1H15）	13
图表 21	2014 年、1H15 大本营和非大本营市场收入变化	13
图表 22	全国历届（五届）评酒会获奖名单	14
图表 23	洋河股份的白酒销量在上市公司中排名第二，估计全国也是第二（2014 年）单位：万吨	14
图表 24	洋河 1 号 APP	15
图表 25	重点公司年度盈利预测	16

一、业绩逐季加速，预计 4Q15 将继续环比小幅加快

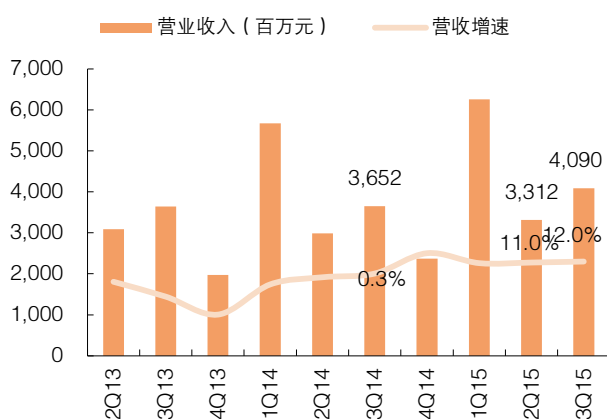
洋河股份1-3Q15业绩逐季小幅提速，预计4Q15将继续环比加快。洋河股份1-3Q15实现营收137亿，同比增11%，净利45亿，同比降12%，EPS 2.96元。3Q15营收、净利分别为41亿、13亿，营收、净利增12%、13%，保持逐季小幅提速的态势。公司3季度财报中公布了2014年全年净利预测增长5-15%。考虑到公司省外市场重回快速增长，海天处于快速增长期，且2016年春节早于2015年，我们估计4Q15业绩环比1-3Q15有望继续小幅提速，2015年全年营收增速远高于年初5%的规划。

图表1 洋河股份营收在一线白酒中增速最快，大象也能跳舞（1-3Q15）



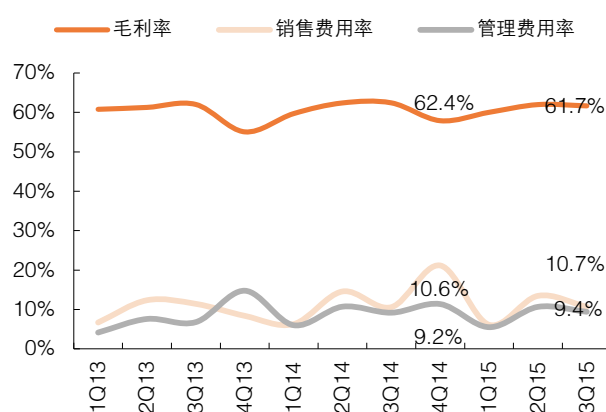
资料来源：wind，平安证券研究所

图表2 3Q15营收增12%，环比小幅提速，预计4Q15还将加快 单位：百万元



资料来源：wind，平安证券研究所

图表3 洋河毛利率同比变化不大，保持稳定



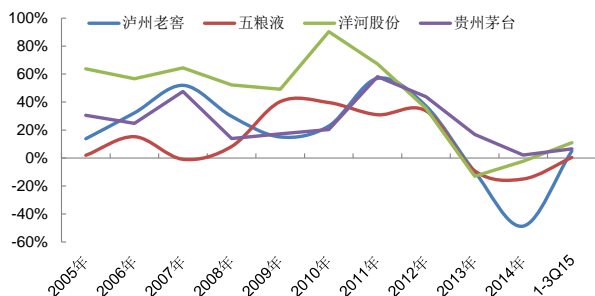
资料来源：wind，平安证券研究所

二、有思想、能落地，大象也能跳舞

2005年洋河股份营收占一线白酒（茅五洋泸）比重仅为5%，但1-3Q15营收占比达到24%，持续超

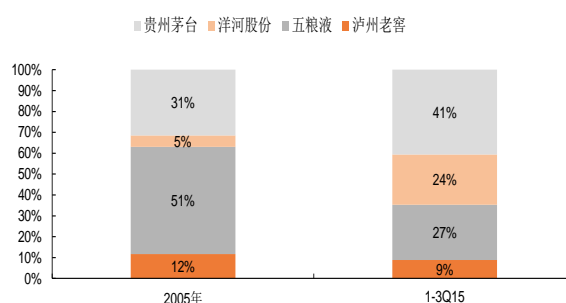
越行业水平。我们认为，在行业增速放缓、且洋河14年已经达到150亿收入规模的背景下，15年公司仍可以实现10%以上增长，主要原因可以归结两点：**有思想，能落地。**

图表 4 过去十年洋河营收增速远超茅五泸



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 5 05年洋河股份营收占一线白酒比重仅为5%，但1-3Q15洋河股份营收达到24%



资料来源：wind，平安证券研究所

2.1 有思想-像大企业一样思考

洋河对白酒行业的思考和营销模式一直领先于行业，包括提出了消费者盘中盘、绵柔型白酒、团购主导等理念。2014-2015 年公司战略和营销思路可关注几个关键词：**双核驱动、三化制胜、522 极致化工程、阿米巴模式、三性九化。**

洋河在 2015 年初启动了“**主业+新业**”双核驱动战略，主业是指原有业务的可持续增长，新业则用新的思维方式去推动企业转型发展。双核战略显示公司在白酒行业增速趋缓的背景下，愿意积极尝试企业的转型，寻找新的增长点。

三化制胜全面涵盖了营销、生产、创新各个方面，可理解为 2015 年公司各项工作的主要思路。2014 年公司提出了“三化制胜”，包括主导极致化、创新颠覆化、机制自发化，2015 年公司将坚持推进“三化制胜”，具体内容如下图所示。根据我们的理解，公司下属各个销售分公司的工作，都是围绕三化制胜中的“522”极致化工程、深度分销模式、“阿米巴”管理模式等来展开。

图表6 洋河股份三化制胜内容

三化名称	具体内容
主导极致化	市场营销迈向极致化，开展氛围营造，做实两大市场，开创新江苏市场，追求消费升级，推进互联网和市场投入极致化转型，做好组织和机制极致化保障；持续开展绵柔机理重大课题研究，优化酿酒生产等级标准，确保绵柔品质再提升；继续弘扬精益生产，优化生产管控流程，实现酿酒生产量质齐飞和效能管控；深化企业管理改革，持续做透老课题，全面掀起新浪潮，围绕“三性九化”，全员参与，持续改进。
创新颠覆化	认清对白酒行业能够产生颠覆化影响的三大革命：一是以健康和体验为标志的技术革命；二是以互联网为核心的商业模式创新；三是以资本为手段的产业并购和资产整合。坚持“一个指导，三个推动”应对方针，全面扎实推进各项工作。
机制自发化	优化公司治理，匹配资源，调整力量，全力支持双核发展战略；推进组织裂变，全面推广阿米巴管理模式，实现自我管理和效能提升；探索机制创新，探索引进基金管理机制，探索引进互联网生态管理机制，充分激发企业活力；丰富文化内涵，聚力弘扬公司“羊本”文化，以人为本，以奋进者为纲，企业更多关心员工，员工真心感恩企业，大家共同回报社会。

资料来源：公司资料，平安证券研究所

522 极致化工程体现了营销工作的具体执行过程。公司在 2014 年提出了打造 522 工程，5 就是实现 5 个极致化目标，2 个极致化转型，2 个极致化保障。根据我们的理解，这些极致化工程目的主要是让优秀的营销模式实现标准化。15 年洋河的郑州分公司、杭州郊县分公司在 522 极致化工程方面都取得了较好的效果。

阿米巴营销管理模式保障深度分销落地执行。公司 2014 年提出了“类阿米巴组织”的思路，省内部分区域试点后 2014 年底全省推广，2015 年向全国各地推广。在“营销阿米巴模式”推广过程中，各个市场都召开启动会，搭建相应组织架构，由集团人员分别对营销阿米巴的概念、现行方案及核算制度进行讲解并提出要求。阿米巴组织下沉为洋河 2015 年推进深度分销提供了组织保障和人员保障，提高了每个分公司营销活动的灵活性和组织人员的战斗力。

三性九化是公司新提出的工作方法论。2015 年洋河还提出了“三性九化”，一是重点性工作集中化、系统化、持续化；二是常规性工作精细化、极致化、标准化；三是非经常性工作敏感化、适应化、创新化。作为工作中的方法论。三性九化有助于推进市场投入极致化转型，做好组织和机制极致化保障，推进长效管理、精益管理、增收节支等基础工作。

2.2 能落地-像小企业一样行动

能落地具体体现在：标准化、快速反应、执行力强、费用投放效率高等方面。公司能够将优秀的营销模式标准化，迅速地向空白市场复制，包括省外市场和县乡市场；对行业环境变化的反应速度快；执行落地能力强。

公司能够将优秀的营销模式标准化，迅速地向空白市场复制，包括团购模式、深度分销、终端氛围营造、队伍建设、招商模式等。

- **团购模式精细化、标准化。**公司对团购群体的划分很细，区域上可以细分至社区和街道。给经销商较高的毛利空间（含返点），估计团购商毛利率最高可以达到 50%。营销思路好，从酒店盘中盘到团购盘中盘、消费者盘中盘。对宴会市场的团购划分也十分精细，如江苏省内市场重点覆盖家宴、婚宴等大众消费市场。
- **深度分销模式标准化。**洋河的深度分销从前期市场分析、网点排摸、业态分析等，根据终端网点数量划分片区，根据客情关系情况制定拜访频率，依照“定岗、定人、定线、定时”的标准。遵循阿米巴人员考核模式，模式化、流程化、标准化地推进深度分销工作。
- **终端氛围营造标准化。**终端氛围营造中，洋河对团购单位、大型商超、烟酒店等都有细致的操作方法，包括大屏广告牌的投放位置，烟酒店门头牌的陈列位置，通过高炮、门头等终端网点的覆盖，结合终端实际制作的标准化物料等大力营造终端消费氛围。
- 另外，洋河对营销队伍建设、招商模式都有相应标准化操作。

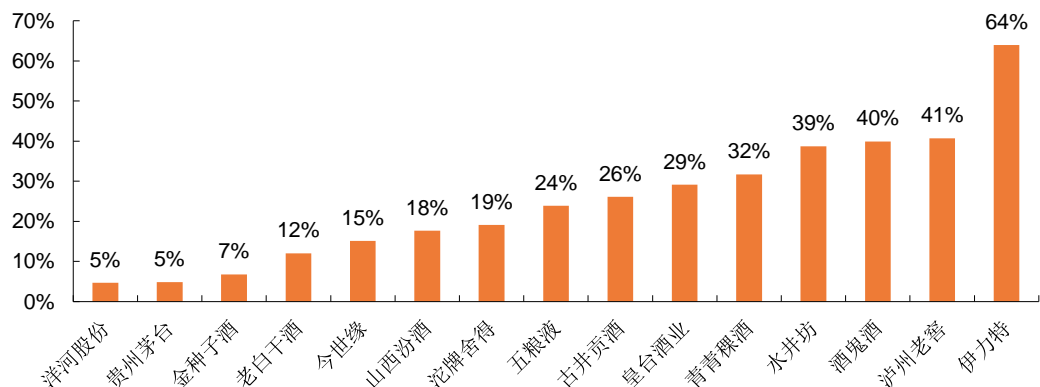
洋河对行业变化的反应速度快，可以体现在：

- **整风运动后，渠道转型速度快，效果明显。**13-14 年洋河快速推进渠道转型，加大地面渠道投入，从主抓团购，到深度掌控烟酒店、餐饮等，15 年效果继续体现。公司的渠道可以分四类，团购、商超、烟酒店、餐饮。12 年整风运动以前，洋河主抓团购，特别是政务团购明显领先于对手。12 年整风运动开始后，政务及相关消费大幅降低后，原来意见领袖的作用弱化，洋河最擅长的营销模式遇到挑战。但洋河的转型速度很快，13-14 年洋河开始加大做商超、烟酒店、餐饮的力度，并实现终端深度掌控，转型速度很快，同时公司把商务团购作为了各个大区的重点任务，有效弥补了政务团购渠道的下滑。15 年渠道转型的效果继续体现。

- **因时而变，主打产品思路调整速度快。**2011年前，公司主推海之蓝和天之蓝，梦之蓝只是作为形象产品。11-12年，行业处于快速的消费升级期，公司加大梦之蓝推广力度，快速上量，省外部分空白市场推广时，直接跨过海之蓝，选择天梦为主推产品，通过高举高打品牌占位。13年整风运动开始后，公司又重新主推海之蓝和天之蓝。
- **洋河的互联网战略思路开阔，推进速度很快。**B2C 电商平台和 O2O 的洋河 1 号目前已达到较大规模，洋河微店正在快速推进，社区电商宅优购已经提出设想。洋河的互联网动作明显领先于行业主要竞争对手。
- **通过培训灌输标准化模式，指标考核落实到人，洋河的执行落地能很强。**公司将各类标准化模式列出格式化的清单，制定操盘手册，并通过后期的培训，提高员工认识。分公司将各项指标落实到每个人，确保人人有指标，时刻围绕目标去工作，执行到位。机制建立后，具体从目标方向一致、内容突出核心利益、指标结果至上、力度推拉结合等方面强化考核，确保实效。我们在调研中发现，虽然员工指标考核压力都很大，但个人成长速度很快，公司销售团队对当地竞品销售情况的熟悉程度，甚至超过部分竞品自己的销售团队。

洋河强大的落地能力，保证了市场的稳固，避免大起大落。洋河的地面队伍强大，14 年末报表销售人员 3834 人，远超其他上市公司，直接控制 3 万多地面推广人员，深度管理 8000 多家经销商。洋河对经销商的发展有一定限制，普遍规模都不大。洋河前五经销商占比在上市公司中最低，仅为 5%。我们调研中发现，在市场容量做大后，洋河往往对渠道进行拆分，扩容经销商数量。因此部分经销商对洋河满意度不高，但由于公司的团队自身营销落地能力强，市场拓展无需过于依赖大商，因此即使经销商出现变化也不影响当地销售，市场较为稳固，避免大起大落。

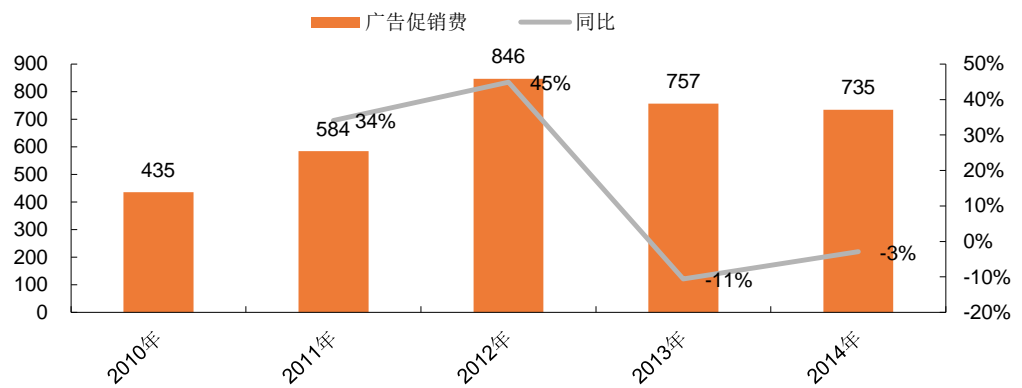
图表7 洋河股份的前五经销商占比在上市公司中排名最低（2014年）



资料来源：公司网站，平安证券研究所

广告促销费用投放绝对金额高，品牌影响力保持领先，且投放效率高。13-15 年公司广告投入继续维持高位，包括空中、地面、事件营销等，13-14 年公司报表体现的广告促销费均超过 7 亿，加上经销商层面体现的费用，估计广告促销费绝对金额更高。但公司的广告投放效率很高，如 15 年赞助了 CCTV 国庆阅兵庆典，就很好地将阅兵活动与洋河的产品形象相结合。公司还对费用结构持续优化，如 2015 年郑州分公司对赠酒、宴请、赞助等费用大幅度缩减，费用投入倾斜至基础工作、氛围营造费用等，提高了投入产出比。

图表8 广告促销费用投入持续位于高位，且效率高 单位：百万元



资料来源：wind，平安证券研究所

图表9 洋河赞助了CCTV国庆阅兵庆典

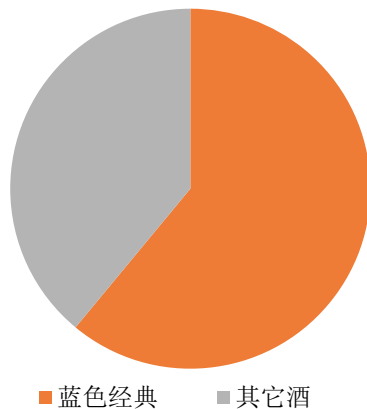


资料来源：公司资料，平安证券研究所

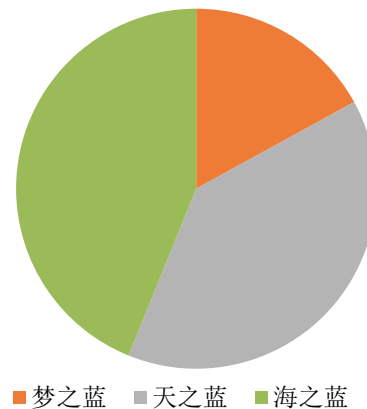
三、享受海天价格段位的消费升级和集中度提升

海天推动 1-3Q15 营收稳健增长。洋河、双沟均为中国名酒，公司现阶段高、中、低档全价位产品覆盖全面，包括绵柔苏酒、梦之蓝、天之蓝、生态苏酒、珍宝坊、海之蓝、蓝瓷、洋河老字号、洋河大曲等不同产品，价格定位清晰。不过现阶段公司发力重点仍然是蓝色经典系列，估计收入占比60%以上，2015年收入占比继续提升，特别是海之蓝和天之蓝。估计2015年梦之蓝可小幅回升，M3和M6均恢复增长。

图表 10 洋河产品构成估算



图表 11 蓝色经典收入构成估算



资料来源：平安证券研究所估算

资料来源：平安证券研究所估算

图表 12 洋河产品系列和价格 单位：元/瓶

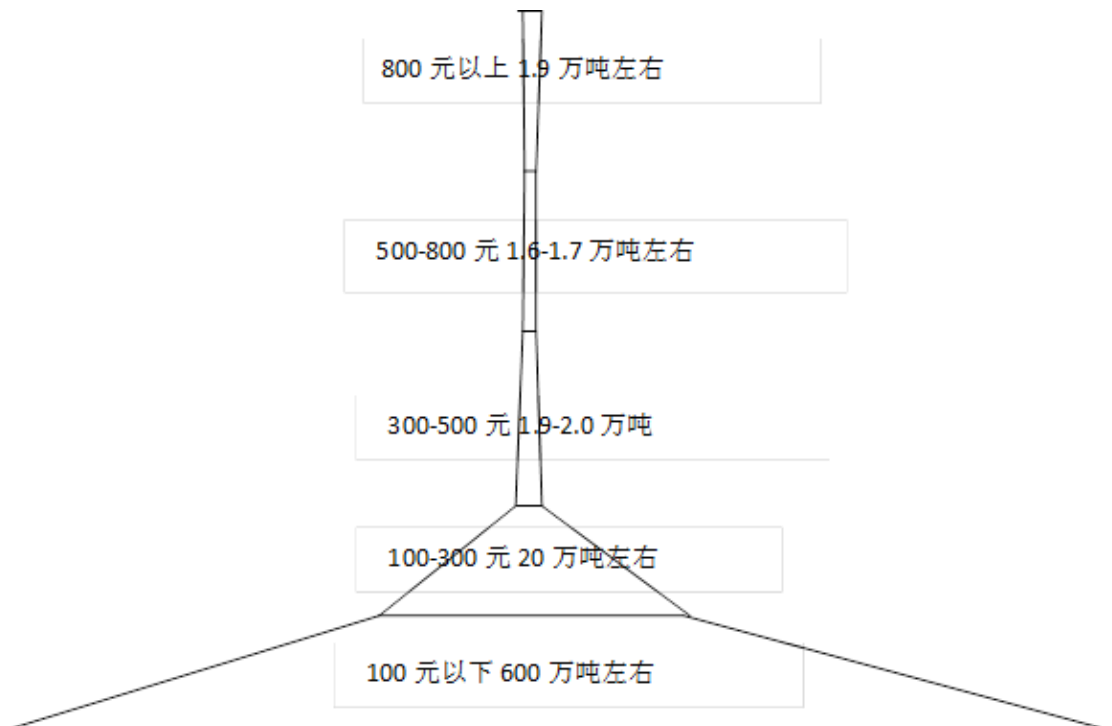
产品系列	产品名称	价格
蓝色经典	梦之蓝 M9	2199
	梦之蓝 M6	699
	梦之蓝 M3	499
	天之蓝	318
	海之蓝	139
洋河老字号	明字号	98
	清字号	86
柔和双沟	金装	108
	银装	85
	红装	57
低档酒	洋河大曲	59
	蓝优	33

资料来源：平安证券研究所，京东商城

海天所处的价格带迎合了民间和商务消费升级需求。海之蓝价格 130 元左右，天之蓝 300 元左右，海天均是各自价格带最大的单品。除了公司强大的营销能力之外，海天还充分享受了所处价格带的消费升级。2015 年与海之蓝相似价格带的古井贡酒、口子窖，与天之蓝相似价格带的剑南春、水井坊均实现了较快增长。

由于白酒销量结构呈现“倒漏斗”形，消费升级背景下，可以看到处于漏斗接口处的市场容量扩张速度最快，包括了 80-150、250-350 元价格带。预计未来 3 年 80-150、250-350 元价格带需求可保持 15% 以上的增长，增速快于行业平均水平。因此 80-150 价格带占比较高的汾酒、古井贡酒、口子窖，250-350 价格带占比较高的公司，如山西汾酒、水井坊、洋河股份等均可明显受益。

图表13 白酒各个价格带销量规模呈现“倒漏斗形”结构（2014年）



资料来源：WIND,平安证券研究所

海之蓝增长最稳定，所处价格带市场集中度还有较大的提升空间，估计 15 年在蓝色经典中收入增速最快。13-15 年海之蓝一直保持了持续稳定的增长，蓝色经典中 12 年销售占比排序为天海梦，13-15 年海之蓝收入占比持续提升，排序变为海天梦。天之蓝则从 2H14 才开始恢复增长。根据我们的估算，100-300 元价格带的市场容量较大，同时市场集中度低于 300-500 元、500-800 元价格带，估计 CR6（汾酒、洋河、老窖、五粮液、古井、郎酒）收入占比 40-45%，市占率最高的洋河收入占比也仅为 10%左右。

图表14 各价格带市场容量和主要品种变化情况分析 单位：亿元，万吨

类别	价格带	实际终端价对应主要品种		收入估算		销量估算	
		2012年-1Q13	2Q13-3Q15	12年	14年	12年	14年
中高端	100-300	5年和献礼年份原浆，海之蓝，老窖特曲，窖龄30年，五粮春，老白汾，白云边12年，牛栏山三牛等	5年年份原浆，20年汾酒，窖龄60年，仁酒，汉酱，海之蓝，老窖特曲，窖龄30年，五粮春，老白汾，白云边12年，牛栏山三牛等	340-350	380-390	18-19	19-20

资料来源：平安证券研究所

天之蓝 2H14 开始恢复增长，受益于茅五挺价，同时所处价格带竞争激烈程度低。受益于茅台和五粮液稳价，300-500 元价格带需求触底和竞争格局企稳。五粮液 2015 年持续挺价，同时茅台价格跌至出厂价附近后，接下来控量的概率较大，因此未来茅五对 300-500 元价格品种的挤压将持续减轻，竞争格局企稳。伴随着高端酒整体需求回暖，2015 年 300-500 元价位需求也恢复增长。天之蓝价格带竞争激烈程度不高，300 元价位有竞争力的玩家不多，主要有剑南春、汾酒青花瓷、水井坊等，竞争格局好于 300 元以下价格带。

15年梦系列企稳并恢复小幅增长。由于整风运动后梦之蓝面临的压力最大，一方面原来政务消费占比较高，另一方面直接受茅台五粮液降价的冲击，估计13-14年持续大幅下滑，15年开始恢复小幅增长，不过实际消费速落后于茅五，现阶段该价格带的增量主要由茅台、五粮液瓜分。长期看，面子消费可能推动中国未来高端商务和个人消费继续向茅台和五粮液集中，凭借强大的营销能力，梦之蓝也能在高端酒增量中分得一定的市场份额，不过增速可能慢于茅台和五粮液。

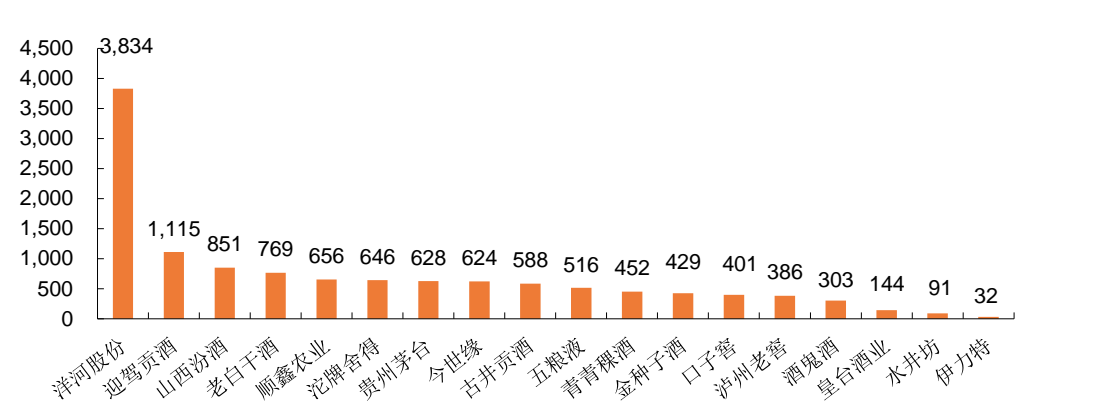
图表15 蓝色经典系列主要竞品

公司品牌	主要竞争品牌
梦之蓝	五粮液、茅台酒、1573
天之蓝	剑南春、汾酒青花瓷、水井坊等
海之蓝	口子窖6年、古井年份原浆5年、老白汾、老窖特曲等

资料来源：平安证券研究所

洋河的营销网络平台强，能快速实现品类延伸，类似于娃哈哈和伊利。公司拥有中国白酒行业最强大的营销网络平台，深度管理8000多家经销商，14年末报表销售人员3834人，远超其他上市公司，直接控制3万多地面推广人员，因此这个在平台上，很容易实现品类的延伸，类似于娃哈哈在软饮料、伊利在乳制品领域。因此依托洋河的平台，微分子酒、葡萄酒等新品均有较大的发展潜力。

图表16 洋河股份的报表销售人员数量上市公司最多（2014年）

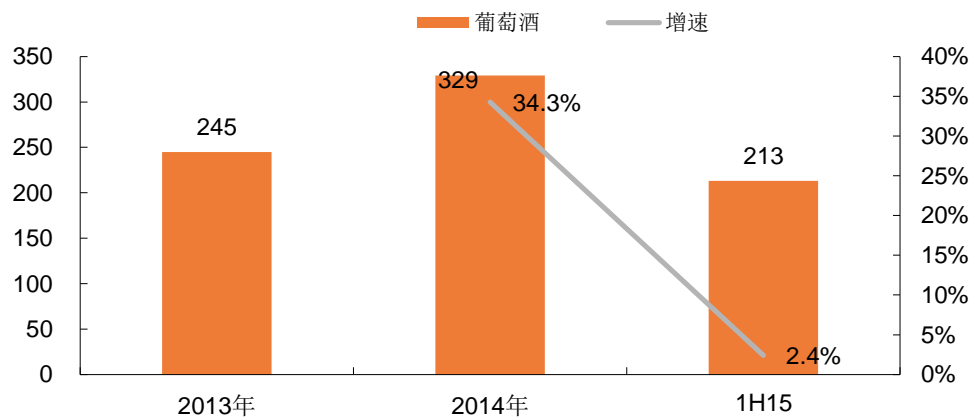


资料来源：公司网站，平安证券研究所

洋河微分子可能是未来的核心产品，基于健康理念，饮后舒服度很好，代表了行业未来的趋势。虽然产品理念很好，但现阶段公司并未完全放开招商，一方面现阶段蓝色经典系列仍处于较快增长期，短期对新品增长的要求不高，另一方面公司希望能够将微分子打造为未来的核心产品，并不急功近利，在品牌和渠道建设方面均稳步推进，把握节奏。

葡萄酒业务期待在品牌塑造和消费者培育有更多的突破。2014年葡萄酒实现收入3.3亿，同比增长34%。不过1H15红酒增速明显放缓，仅增2.3%，可能做了较多赠品，体现在费用中，估计销量增速高于收入。公司依托自身庞大的分销渠道，葡萄酒产品快速投放方式，启动阶段销售规模在葡萄酒行业中已实现较高的排名，超过了上市公司中的莫高、通葡等公司，但要取得更进一步的成长，还需在品牌塑造和消费者培育有更多的突破，估计公司可能会加大上游的收购力度。

图表17 洋河股份葡萄酒业务1H15增速较慢 单位：百万元



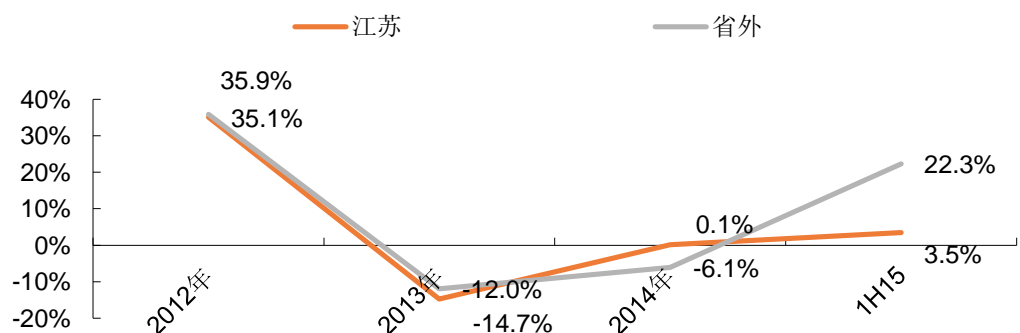
资料来源：公司网站，平安证券研究所

持续并购地方性品牌作为补充。洋河凭借资金优势和整合能力，过去两年正在积极对外并购，主要是地方性品牌，包括梨花村、宾州醇、汨罗春，总体体量都不大。我们认为，茅台集团、五粮液、洋河股份三家凭借巨大的资金优势，可能成为大型平台型白酒集团，对外并购各类白酒企业，包括全国性的大型白酒、区域龙头和其他品牌基因好的白酒，考虑到整合能力，洋河的成功概率相对更高。尽管相对于洋河销售规模，并购对营收贡献虽不明显，但可作为补充，锦上添花。

四、省外新江苏市场重新进入快速增长期

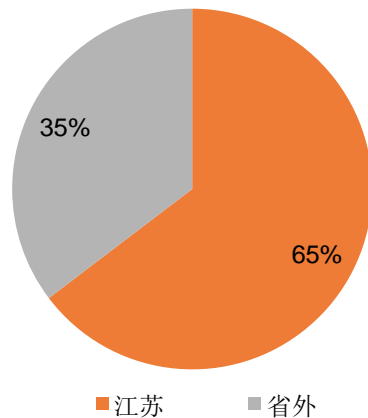
2015年省外增速明显高于省内，预计未来省外市场将是收入增长主要来源。分区域看，1H15江苏、省外收入占比64%、36%，分别增长3.5%、22.3%，估计3Q15延续了这个趋势。14年行业调整期，市场容量大、民间消费能力强的江苏市场维持了公司营收的稳定。但考虑到江苏省营收规模已经突破90亿，总体趋于饱和，且竞争激烈，预计未来区域增长点主要来自于省外。

图表18 1H15省外收入加速增长

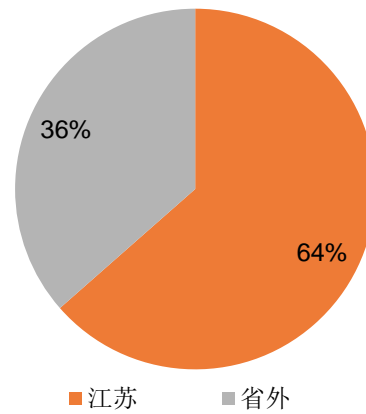


资料来源：wind，平安证券研究所

图表 19 洋河省内外收入构成（2014年）



图表 20 洋河省内外收入构成（1H15）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资料来源：公司公告，平安证券研究所

行业调整期，经济发达的江苏大本营维护了洋河的业绩稳定，由于市占率提升空间不大，未来增速可能维持在个位数。我们认为，江苏经济发达，商务和民间消费承接能力较强，维护了洋河在行业调整期的业绩稳定。14年省内需求春节期间就已恢复增长，好于汾酒、青稞、老白干的大本营市场。不过考虑到江苏省内市场14年已经达到93亿规模，多数县级市场销售规模已经超过1亿，15年接近100亿，市占率提升空间不大，且竞争激烈，我们判断未来江苏收入增速可能维持在个位数。

白酒行业出现弱复苏后，2015年洋河的省外市场重新高增长，1H15收入同比增22%，估计3Q15可维持高增速，2015年全年可达到60亿收入规模。公司省外的省级市场涵盖了各个收入规模档次，包括了20、10、5、1亿，其中河南、山东、安徽、浙江规模较大。14年省外市场下滑幅度大于江苏，一方面省外市场普遍民间需求占比低于江苏，另一方面行业需求萎缩环境下，各地地产酒加大投入保护基地市场。白酒行业出现弱复苏后，洋河的营销能力得到更好体现，2015年省外市场表现较好。通过江苏的成功模式持续向省外复制，预计洋河在省外市场仍有较大的成长空间。

图表21 2014年、1H15大本营和非大本营市场收入变化

	2014年		1H15		备注
	省内（大本营）	省外（非大本营）	省内（大本营）	省外（非大本营）	
泸州老窖	-44.5%	-51.1%	-8.6%	13.6%	西南
酒鬼酒	-54.2%	-33.8%	114.0%	33.7%	华中
洋河股份	0.1%	-6.3%	3.5%	22.3%	江苏
老白干酒	16.4%	18.1%	41.3%	26.8%	华北
水井坊	-26.7%	-24.0%	33.9%	271.3%	四川
山西汾酒	-39.4%	-30.1%	5.8%	-11.8%	山西
今世缘	-3.9%	-14.3%	1.7%	8.9%	江苏
青青稞酒	-9.4%	5.3%	-0.3%	3.1%	青海

资料来源：wind，平安证券研究所

新江苏市场思路调整是省外市场15年最大的看点，资源聚焦于重点市场，能更好地激发营销团队的积极性。15年公司对新江苏市场的思路做了调整，与过去按省为单位来划分不同，15年开始市和县级市场只要能够达到相应的收入指标，如县级市场达到800万，可以划入新江苏市场范围，获取更多的资源配置，并与各个分公司的薪酬水平挂钩。

中长期来看，除了强大的营销落地能力，洋河拥有双名酒、品牌底蕴深厚，同时产能瓶颈消除品牌美誉度持续提升，预计在省外市场仍有较大的成长空间。

唯一拥有双名酒的中国白酒企业，品牌底蕴深厚。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，是中国白酒行业唯一拥有两个中国名酒的企业。其中，洋河大曲酒产品具有“甜、绵、软、净、香”的绵柔型风格，蝉联国家名酒三连冠。

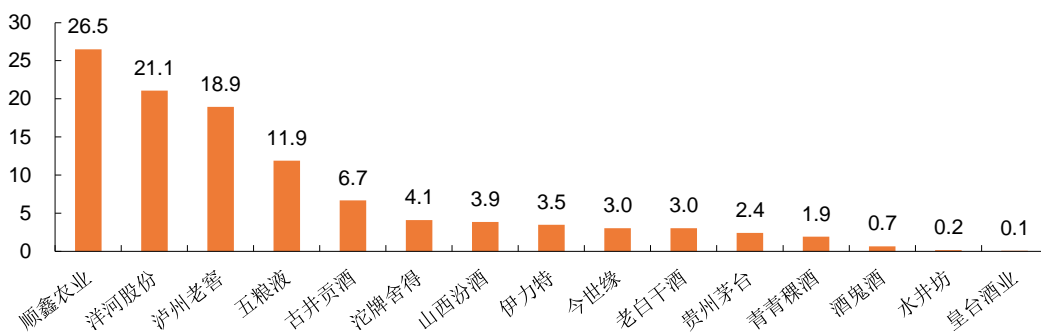
图表 22 全国历届（五届）评酒会获奖名单

第一届	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
第二届	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、 洋河大曲 、董酒、泸州老窖特曲
第四届	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	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、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：平安证券研究所

产能瓶颈解决提高品牌美誉度，助力全国化扩张。洋河 2009 年上市前，曾经产能不足，需从四川采购部分基酒，这是业内对质疑洋河酒质的主要原因，也成为公司产品在省外市场推广中的一大阻力。随着洋河三大生产基地扩建产能的陆续投产，包括洋河酒厂、双沟酒厂、来安基地，洋河已拥有了中国最大的白酒生产产能，2014 年白酒销量估计全国排名第二。随着外购基酒的历史问题逐步被市场淡化，产能瓶颈解决将提高品牌美誉度，助力全国化扩张。

图表 23 洋河股份的白酒销量在上市公司中排名第二，估计全国也是第二（2014年）单位：万吨



资料来源：公司网站，平安证券研究所

五、洋河可受益于互联网时代

洋河的互联网战略思路开阔，无论是效率行为还是跨界行为，均领先于业内主要竞争对手，推进速度很快。2015 年初，洋河确定了“双核驱动”的战略方向，打造“主业+新业”的双驱动力，新业重要的一个思路用互联网思维，寻找新的增长点。洋河积极布局互联网领域，包括上线洋河 1 号、开微店，成立“宅优购”等。根据公司年初规划，2015 年公司互联网要做三件事，包括：线上 B2C 销售目标是翻一番；洋河 1 号计划注册用户超 100 万，实现销售规划 3-5 个亿；启动微店项目，发展目标为 2000 个。目前看，前两个目标难度不大，现阶段微店项目正依托庞大的地面队伍快速推进。

洋河 1 号业内首开白酒 O2O 模式，现在已经全国主要城市完成布点。2013 年 11 月，洋河 1 号 APP 上线，主要在南京试运行。2014 年 3 月，洋河成立互联网中心，具备营销和会员管理系统，行业内首家设立首席信息官的公司。2014 年 4 月，洋河 1 号 APP 在江苏省内已经完成重点城市 95% 的覆盖，由公司地面经销商直接配送，半小时左右到货。2014 年 6 月，互联网营销中心设立，组织全员落实互联网思维。2014 年，洋河凭借 O2O 模式打造的“洋河 1 号店”取得非常不错的效果：完成全国化布局，覆盖全国 23 个省、102 个市，终端联盟配送点超 3000 家；注册会员超量（10.1 万人）、推广超前、销售超额（完成比例为 111%），2015 年计划注册用户超 100 万，实现销售规划 3-5 个亿。

公司对洋河 1 号并无专门的宣传投入，通过执行力强的营销团队快速推进。现阶段，江苏省内已经基本完成覆盖，省外目前有 100 多个城市。以河南郑州为例，郑州 1 号线合作平台郑州市区由“河南酒便利商业连锁管理机构”给予配送，郊县为核心网点给予配送。市区通过酒便利旗下配送网点，满足了市区拨打洋河 1 号线 30 分钟、喝放心酒的双重要求，通过线下实体店形象宣传、工作人员引导、微信圈扩散等方式以及相关举措的推进。中长期来看，公司希望能够持续提高洋河 1 号引流的比例，节约线下促销费用。

图表 24 洋河1号APP



资料来源：平安证券研究所，洋河1号APP

互联网跨界动作方面，洋河成立了“宅优购”，搭建全品类的社区平台。2015 年 7 月，由苏酒集团（洋河股份）携手柯莱特集团旗下的宅客公司共同打造的宅优购电子商务有限公司，发力社区电商。宅优购是一个全品类的平台，不仅仅局限于洋河 1 号那样只做 C 端，更是一个 F2R、2C 全品类平台，平台上的产品也不局限于洋河一家企业。

以洋河为代表，对行业变化反应速度快、创新动作多、执行能力强的企业，将明显受益于互联网时代的变革，拉开与对手的差距，可以享受更高的估值水平。

六、盈利预测与投资评级

我们维持 15 年净利预测不变，预计 15-16 年 EPS 分别为 3.35、3.80 元，营收同比增 11%、13%，净利同比 12%、14%，对应 PE 20、18 倍。公司营销能力优秀，有思想，能落地，中档酒和省外市场驱动白酒主业稳健增长，估值水平合理，积极拥抱互联网提高估值溢价，维持“推荐”的评级。

图表25 重点公司年度盈利预测

股票名称	股价(元) 11月10日	EPS(元/股)			P/E			评级	EPS最新调整 2015E
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
贵州茅台	222.38	12.22	13.14	14.30	18.2	16.9	15.6	强烈推荐	
五粮液	26.45	1.54	1.57	1.82	17.2	16.8	14.5	强烈推荐	↑4%(10月29日)
洋河股份	68.29	2.99	3.35	3.80	22.8	20.4	18.0	推荐	
泸州老窖	24.88	0.63	1.14	1.25	39.7	21.9	20.0	中性	
青青稞酒	22.85	0.71	0.59	0.66	32.4	38.5	34.5	中性	
山西汾酒	18.12	0.41	0.44	0.56	44.1	41.1	32.5	推荐	
顺鑫农业	19.42	0.63	0.66	0.81	30.8	29.2	23.9	推荐	↓-4%(10月28日)
古井贡酒	33.10	1.19	1.29	1.48	27.9	25.7	22.3	中性	
张裕A	38.70	1.45	1.57	1.70	26.8	24.6	22.8	推荐	
青岛啤酒	35.00	1.47	1.48	1.33	23.8	23.6	26.4	中性	↓-3%(10月11日)
海天味业	35.15	0.77	0.92	1.08	45.5	38.4	32.5	强烈推荐	
中炬高新	14.28	0.36	0.31	0.34	39.7	46.7	41.5	推荐	↑12%(10月27日)
伊利股份	15.98	0.68	0.88	1.08	23.4	18.2	14.8	强烈推荐	↓-10%(11月1日)
贝因美	17.36	0.07	-0.30	-0.27	257.7	-57.4	-64.1	中性	↑97%(11月1日)
光明乳业	16.73	0.46	0.38	0.46	36.2	43.6	36.0	中性	↓-36%(11月1日)*
黑芝麻	11.42	0.20	0.22	0.25	58.4	51.9	45.7	中性	
安琪酵母	30.97	0.45	0.86	1.41	69.4	36.1	22.0	强烈推荐	↓-4%(10月30日)
双汇发展	19.79	1.22	1.23	1.25	16.2	16.1	15.8	推荐	
大北农	12.92	0.29	0.27	0.41	44.6	48.4	31.5	强烈推荐	
三全食品	11.60	0.10	0.10	0.15	115.4	112.0	75.7	强烈推荐	↑6%(10月30日)
均值					49.5	30.6	24.1		

备注：*光明业绩调整指并表前口径
资料来源：平安证券研究所、Wind

七、风险提示

- 多元化降低白酒主业的专注度。
- 茅五量价策略出现摇摆，挤压梦、天之蓝的市场份额。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	16191	20060	24937	30180
现金	4347	6791	10042	13661
应收账款	86	96	108	120
其他应收款	118	131	148	164
预付账款	98	110	123	137
存货	10097	11323	12703	14084
其他流动资产	1445	1609	1813	2013
非流动资产	12566	12621	12666	12738
长期投资	20	20	20	20
固定资产	8364	8358	8418	8468
无形资产	1693	1701	1712	1721
其他非流动资产	2489	2542	2516	2529
资产总计	28758	32681	37603	42918
流动负债	8721	11767	13250	14722
短期借款	0	0	0	0
应付账款	2577	2889	3242	3594
其他流动负债	6145	8878	10008	11128
非流动负债	307	307	307	307
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	307	307	307	307
负债合计	9029	12075	13557	15030
少数股东权益	4	5	6	6
股本	1076	1507	1507	1507
资本公积	1172	1172	1172	1172
留存收益	17476	18352	21791	25633
归属母公司股东权益	19725	20601	24040	27882
负债和股东权益	28758	32681	37603	42918

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	2712	5066	5797	6417
净利润	4507	5049	5732	6402
折旧摊销	1	1	1	1
财务费用	-237	-130	-142	-156
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	3556	481	520	521
其他经营现金流	-5116	-334	-314	-351
投资活动现金流	-3447	-599	-669	-660
资本支出	1401	497	565	557
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-4848	-1096	-1233	-1217
筹资活动现金流	-2771	-2022	-1877	-2137
短期借款	-951	0	0	0
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
其他筹资现金流	-1820	-2022	-1877	-2137
现金净增加额	-3506	2444	3251	3619

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	14672	16334	18403	20438
营业成本	5777	6479	7268	8059
营业税金及附加	190	212	239	265
营业费用	1680	1862	2061	2248
管理费用	1267	1372	1546	1717
财务费用	-237	-130	-142	-156
资产减值损失	38	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	53	160	180	200
营业利润	6010	6700	7611	8505
营业外收入	45	45	45	45
营业外支出	24	24	24	24
利润总额	6031	6721	7632	8526
所得税	1523	1672	1900	2123
净利润	4508	5049	5732	6403
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	4507	5049	5732	6402
EBITDA	6258	7007	7886	8751
EPS(元)	2.99	3.35	3.80	4.25

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-2.3	11.3	12.7	11.1
营业利润(%)	-10.4	11.5	13.6	11.7
归属于母公司净利润(%)	-9.9	12.0	13.5	11.7
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	60.6	60.3	60.5	60.6
净利率(%)	30.7	30.9	31.1	31.3
ROE(%)	24.3	25.0	25.7	24.7
ROIC(%)	30.5	28.6	31.5	34.0
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	31.4	36.9	36.1	35.0
净负债比率(%)	-20.5	-31.5	-40.5	-47.9
流动比率	1.86	1.70	1.88	2.05
速动比率	0.70	0.74	0.92	1.09
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.52	0.53	0.52	0.51
应收账款周转率	946.0	1667.3	1676.7	1665.4
应付账款周转率	5.8	7.4	7.4	7.3
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	2.99	3.35	3.80	4.25
每股经营现金流(最新摊薄)	1.80	3.36	3.85	4.26
每股净资产(最新摊薄)	13.09	13.67	15.96	18.51
估值比率	-	-	-	-
P/E	22.8	20.4	18.0	16.1
P/B	5.2	5.0	4.3	3.7
EV/EBITDA	16.3	14.6	13.0	11.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033