

# 洋河股份 (002304)

证券研究报告

2017年02月27日

## 新国酒王者归来

### 估值低+春节数据超预期+二季度效应前移

我们认为公司属于估值低，逐步改善，且中长期发展空间大的优质标的。一方面，公司估值相比其他白酒公司处于较低水平。另一方面，我们认为公司春节数据非常优异，公司选择去年末提价，对于经销商和下游都有提振作用。预计1-2月份省内增长超5%，省外在25%以上，梦之蓝超过40%。这个比之前市场的预期高很多。此外，还有一个非常关键的二季度最佳效应，也就二季度单季度股价涨跌幅相比较于其他季度要好。但是，公司这个效应有望前移到一季度，也就是现在。

### 解密洋河品牌力：已升至全球烈酒品牌第七位

根据英国品牌评估机构 Brand Finance 发布的“全球烈酒品牌价值50强”排行榜，洋河经过三年努力从十名以外（2013年）进入第七位（2016年），首次超越五粮液和泸州老窖。对于其品牌成功，我们认为与历史、创新以及自身运作是分不开的。而且洋河属于后程发力，通过捆绑民族国家情节，数高端新国酒形象，助苏酒走向全国；同时，公司通过传统渠道，新媒体等多种方式持续营销，日久得人心。

### 次高端复苏，洋河表现最佳

对于次高端市场，我们的观点是：1.肯定是存在，并且扩大；2.并不是所有次高端都有机会，随着产品定位下降，能够做大的公司逐渐减少。洋河的定位相当一部分都是次高端，但是次高端和高端有本质差异，高端就是品牌，次高端是性价比，多少钱买什么东西，最好是打折买好东西。在这个过程中品牌运作（提高性能），价格设计（保持价格）和销售能力（让人知道）三部分缺一不可，洋河最强的在于营销，新江苏市场的划分（这种划分本身就是营销力的体现）等已经达到了巅峰时期消费品巨头的水平。可以不客气的说，洋河的营销能力远超同类。在此基础上，公司再通过价格调整并推出优质产品，可凸显其高性价比。

**投资建议：梦之蓝全面发力，次高端起飞，新国酒归来，目标价115元**  
洋河16年有望达到12年收入高点，17-18年收入可创新高，而且会加速，并且毛利率保持较高水平。目前市值仅有最高点的83%，且市场预期很低。考虑到省内增速有所恢复，蓝系列不断升级提升利润率，预计公司17-18年EPS4.48/5.23元。考虑到未来增速加快和外延可能，给予18年22倍PE，12个月目标价上调至115元，42%空间，买入评级。中长期来看，在行业整合和平台化的支持下公司估值有望恢复到12年水平（25倍）。

**风险提示：**食品安全问题；销量不达预期。

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	17,500.37	20,002.93	23,399.43
增长率(%)	(2.34)	9.41	9.02	14.30	16.98
EBITDA(百万元)	6,309.30	7,562.54	7,172.29	8,762.24	10,031.07
净利润(百万元)	4,507.50	5,365.19	5,423.86	6,814.06	7,950.85
增长率(%)	(9.89)	19.03	1.09	25.63	16.68
EPS(元/股)	2.99	3.56	3.60	4.48	5.23
市盈率(P/E)	27.75	23.32	23.06	18.54	15.89
市净率(P/B)	6.34	5.45	4.85	4.31	3.78
市销率(P/S)	8.53	7.79	7.15	6.31	5.40
EV/EBITDA	12.45	12.74	15.52	12.68	10.40

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	83.01元
目标价格	115元
上次目标价	102元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,506.99
流通A股股本(百万股)	1,232.29
A股总市值(百万元)	125,095.07
流通A股市值(百万元)	102,292.53
每股净资产(元)	16.63
资产负债率(%)	29.11
一年内最高/最低(元)	86.77/57.30

### 作者

<b>刘鹏</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
<b>刘健</b>	联系人
liujian@tfzq.com	
<b>周东景</b>	联系人
zhoudongjing@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《洋河股份-公司深度研究: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》 2016-08-02

## 投资要点

### 与市场预期差

这篇报告我们主要谈两个方面的内容，首先是我们判断了公司春节数据超预期的原因，并再次强调公司估值低估，有很大的提升潜力，另外回顾了我们的经典研究——洋河的二季度最佳效应，由于去年滞涨，今年的二季度最佳效应有望提前，最后我们认为在茅台五粮液价格带大幅上移之后，次高端复苏过程中，营销能力将起决定作用，因为洋河的品牌力近年来大幅提升驱动产品性价比提高，洋河的品牌力是怎么提升的，我们这里进行了深入讨论。在品牌能力强化背景下，因此只需要发挥洋河擅长的营销力就可以实现突破，从梦之蓝和天之蓝在省外的持续高增长验证这个趋势。

### 股价催化剂

销量超预期；外延并购

#### PE-Band

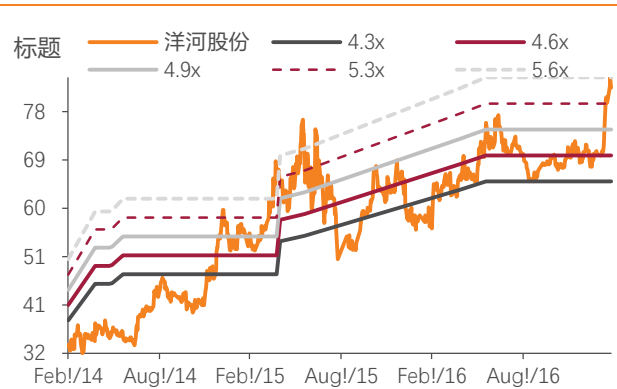
洋河股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

#### PB-Band

洋河股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

## 内容目录

1. 核心催化：春季数据超预期+低估驱动洋河二季度效应前移	4
1.1. 行业角度来看，公司估值最低，向上趋势明显，后续估值提升有望	4
1.2. 从公司自身角度来看，存在二季度全年最佳投资效应	4
2. 从品牌力看洋河为何在次高端全国化中走的最快最远	5
2.1. 解密洋河品牌力	5
2.2. 树高端形象，“新国酒”捆绑民族国家情结	5
2.3. 择成熟合作伙伴，借渠道取流量	6
2.4. 持续营销，日久得人心	7
2.5. 权威评选助力品牌提升	7
2.6. 洋河酿酒底蕴深厚	8
3. 次高端复苏，为何洋河最牛	8
3.1. 提价措施提升产品性价比	9
3.2. 次高端复苏，只有营销能力强的公司可以分到大头，洋河当仁不让	9
3.3. 开发新品满足更多人需求	9
3.4. 洋河市值弹性的来源	10

## 图表目录

图 1：白酒行业各公司估值比较	4
图 2：洋河股份分季度相对收益排名	4
图 3：2010-2016 年洋河股份每年季度股价涨跌幅排行榜	5
图 4：2016 年“全球烈酒品牌价值 50 强”洋河第 7	5
图 5：2013 年全球最具价值烈酒品牌	5
图 6：G20 峰会用酒	6
图 7：世界互联网大会用酒	6
图 8：寻找天之蓝活动	7
图 9：寻找天之蓝活动	7
图 10：2016 全球烈酒品牌价值 50 强	8
图 11：2015 “最具价值中国品牌 100 强”	8
图 12：人均销售额对比	9
图 13：梦之蓝手工班	9
图 14：梦之蓝手工班	9
表 1：洋河 2016 年营销事件	6
表 2：洋河和央视多元合作项目	7

## 1. 核心催化：春季数据超预期+低估驱动洋河二季度效应前移

我们认为公司春节数据非常优异，公司选择去年未提价，对于经销商和下游都有提振作用。预计 1-2 月份省内增长超 5%，省外在 25%以上，梦之蓝超过 40%。这个比之前市场的预期高很多，我们强烈建议继续买入。在业绩超预期背景下，公司目前估值依旧很低。此外还有一个非常关键的二季度最佳效应，这个效应有望前移到一季度，就是现在了！具体如下：

### 1.1. 行业角度来看，公司估值最低，向上趋势明显，后续估值提升有望

根据 wind 一致预测，白酒行业 16-17 年平均 PE 为 26/22 倍，洋河处于行业最低水平，且市场预期低，给超预期提供可能。

图 1：白酒行业各公司估值比较

代码	简称	省份	股价	市值/亿元	PE			PS		
					2015	2016	2017	2015	2016	2017
603198.SH	迎驾贡酒	安徽省	22.03	176	33.2	27.9	24.9	6.0	5.9	5.6
000568.SZ	泸州老窖	四川省	38.36	538	36.5	29.4	23.7	7.8	6.6	5.6
600519.SH	贵州茅台	贵州省	362.62	4,555	29.4	26.8	22.4	13.6	11.8	10.0
000596.SZ	古井贡酒	安徽省	52.80	235	32.8	28.1	23.6	4.5	3.9	3.2
600197.SH	伊力特	新疆维吾尔	18.16	80	28.4	27.1	22.4	4.9	4.8	4.3
603589.SH	口子窖	安徽省	36.10	217	35.8	26.4	21.9	8.4	7.4	6.4
603369.SH	今世缘	江苏省	14.18	178	26.0	22.8	20.2	7.3	6.7	6.0
000858.SZ	五粮液	四川省	40.29	1,529	24.8	21.3	18.2	7.1	6.2	5.4
002304.SZ	洋河股份	江苏省	83.01	1,251	23.3	21.8	19.2	7.8	7.1	6.4
平均					30.0	25.7	21.8	7.5	6.7	5.9

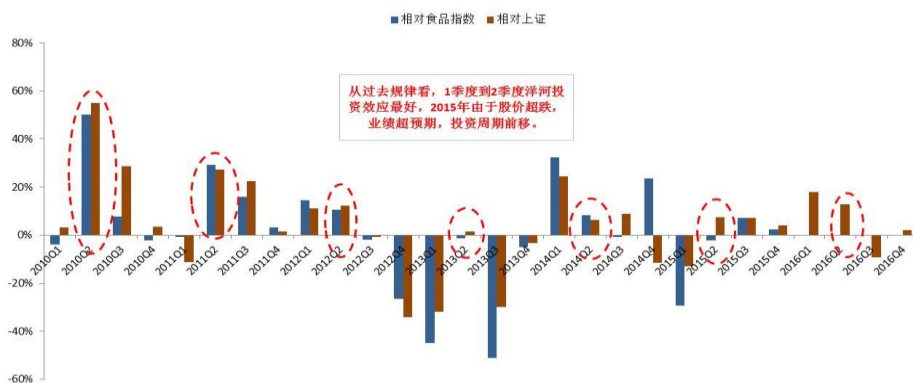
资料来源：wind，天风证券研究所（数据更新至 2017 年 2 月 26 日，并取值 wind 一致预测，剔除部分因业务杂等原因，估值偏高的公司）

### 1.2. 从公司自身角度来看，存在二季度全年最佳投资效应

早在 2015 年 11 月，我们就阐述过公司二季度具有最佳投资效应。这是因为，洋河历来是每年涨的最早的食品大白马，其超越其他白酒公司的管理能力和运营能力结合优秀的产品定位带来了极其稳健的收益，基于这样收益增长趋势，并考虑到白酒自身的壁垒（外资无法替代，电商也难以替代）和洋河的龙头地位，我们认为对于投资而言是存在很好的回复路径的，即基于估值和业绩的驱动，可以做波段。

过去七年中，2 季度在当年四个季度中收益（包括相对和绝对）排名第一的有五次，我们这里定义为：“二季度全年最佳效应”，但是从过去三年的规律看，近三年“二季度当年最佳效应”开始前移，当年一季度取得最好收益的有 1 次，第二好的有一次，我们认为出现这个原因和近年来反腐，白酒消费向节假日倾斜有关，这种倾斜带来当年一季度的业绩一般都比较较好。

图 2：洋河股份分季度相对收益排名



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2010-2016 年洋河股份每年季度股价涨跌幅排行榜

分季度相对收益排名（相对上证综指）				
	Q1	Q2	Q3	Q4
2010	4	1	2	3
2011	4	1	2	3
2012	2	1	3	4
2013	4	1	3	2
2014	1	3	2	4
2015	4	2	3	1
2016	2	1	4	3

排名表示在1年四个季度单季收益排名

资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 从品牌力看洋河为何在次高端全国化中走的最快最远

### 2.1. 解密洋河品牌力

对于品牌，我们认为既需要历史也需要创新，还需要运作，洋河属于后程发力的，13 年洋河还不能进入英国品牌评估机构 Brand Finance 发布的“全球烈酒品牌价值 50 强”排行榜前 10。经过三年的努力和运作，洋河首次超越五粮液和泸州老窖，位列第七位，五粮液位列第八，老窖位列 15 位。

图 4：2016 年“全球烈酒品牌价值 50 强”洋河第 7

2016 全球烈酒品牌价值 50 强			
排名	品牌名称	类别	品牌价值(亿美元)
1	茅台(Moutai)	白酒	57.71
2	尊尼获加(Johnnie Walker)	威士忌	46.30
3	轩尼诗(Hennessy) 干邑白兰地 28.74	干邑白兰地	28.74
4	杰克丹尼(Jack Daniel's)	威士忌	25.04
5	斯米诺伏特加(Smirnoff)	伏特加	20.25
6	百加得(Bacardi) 朗姆酒 18.94	朗姆酒	18.94
7	洋河(Yanghe)	白酒	18.53
8	五粮液(Wuliangye)	白酒	16.38
9	皇冠威士忌(Crown Royal)	威士忌	14.91
10	绝对伏特加(Absolut)	伏特加	14.37
11	Ruang Khao	朗姆酒	12.98
12	芝华士(Chivas Regal)	威士忌	12.61
13	灰雁伏特加(Grey Goose)	伏特加	12.32
14	里卡尔(Ricard)	茴香酒	9.52
15	泸州老窖(Luzhou Laojiao)	白酒	9.42

资料来源：Brand Finance，天风证券研究所

图 5：2013 年全球最具价值烈酒品牌

2013 年全球 10 大最具价值的烈酒品牌								
排名	品牌名	所属公司	国家	类型	2012 年品牌价值(亿美元)	2012 年品牌评级	2013 年品牌价值(亿美元)	2013 年品牌评级
1	尊尼获加 Johnnie Walker	迪阿吉奥 Diageo	英国	威士忌	24.32	AAA	43.72	AAA
2	贵州茅台 Kweichow Moutai	贵州茅台 Kweichow Moutai	中国	白酒	14.93	AA-	23.68	AA
3	轩尼诗 Hennessy	路易威登 LVMH	法国	干邑	19.17	AAA	22.6	AAA
4	巴卡第 Bacardi	巴卡第 Bacardi	美国	朗姆	20.09	AA+	21.36	AA+
5	斯米诺伏 Smirnoff	迪阿吉奥 Diageo	英国	伏特加	17.18	AA+	19.87	AA+
6	芝华士 Chivas Regal	保乐力加 Pernod Ricard	法国	威士忌	15.51	AAA-	17.63	AA+
7	五粮液 Wuliangye	宜宾五粮液 Wuliangye Yibin	中国	白酒	13.08	AA	16.39	AA
8	泸州老窖 Luzhou Laojiao	泸州老窖 Luzhou Laojiao	中国	白酒	7.89	AA-	15.42	AA
9	杰克丹尼 Jack Daniel's	百嘉门 Brown Forman	美国	威士忌	12.46	AAA-	13.73	AAA-
10	百利甜 Baileys	迪阿吉奥 Diageo	英国	利口酒	12.69	AA+	13.49	AA

资料来源：Brand Finance，天风证券研究所

取得如此佳绩：洋河做到了哪些？

- (1) 捆绑民族国家情结，树高端新国酒形象，助苏酒走向全国。
- (2) 选择成熟合作伙伴，借渠道取流量，长期合作伙伴、央视目标全国电视观众，看中腾讯广大互联网，移动互联网终端用户。
- (3) 持续营销，日久得人心。传统媒体渠道持续投入，新媒体，体验式营销活动行者，并将其常规化。

### 2.2. 树高端形象，“新国酒”捆绑民族国家情结

洋河股份 2003 年推出高端系列蓝色经典梦之蓝系列，定位高端，品牌打造之路围绕高档化、国际化等元素展开，捆绑民族情结、国家文化进行品牌形象的建立。洋河梦之蓝一直以来将品牌口号和形象和中国梦联系起来，中国梦，梦之蓝的口号深入人心。2009 年首次登陆新加坡 APEC 会议以来，持续围绕 G20 峰会，奥运会，世界互联网大会等国际性大事件展开品牌营销活动。新国酒的形象既在世界人民面前代表中国展示出来，也在国内消费者心中留下印记。

表 1: 洋河 2016 年营销事件

事件	时间	具体内容
我爱天之蓝大型公益跑	2016 年 7 月	公司在江苏、浙江、安徽、河北、湖北、广西等省份开展我爱天之蓝大型公益跑，并与全国各地电视台携手发起一场场“寻找天之蓝”公益活动，通过对空气、环保、健康话题的关注，量身打造公益宣传片，倡导环保和健康理念，并分别在不同阶段配合线上线下活动进行播出。同时，洋河与合作方还整合电视、微博微信、地方户外大牌、高铁站广告等资源，对活动进行了多方位、立体式的传播，提升品牌认知度
洋河助力中国奥运军团	2016 年 8 月	公司历来重视大事件传播，连续多次借力热门体育赛事。携手腾讯在腾讯新闻客户端、微信两大平台同时亮相，开创了白酒行业乘风奥运互联网传播先河。从赛前预热、赛事追踪到赛后回味，整个项目将分三阶段以不同主题在腾讯平台闪耀推出，与亿万中国网友一道，为中国奥运军团加油。
G20 峰会用酒	2016 年 9 月	二十国集团（G20）领导人第十一次峰会在中国杭州举行。G20 峰会作为品牌营销的战略高地，能在峰会上亮相的品牌绝对是“国家名片”的代表。而洋河梦之蓝在 G20 峰会上被推至前台，在世界舞台上亮相，甚至被人称为是洋河“新国酒”地位的展现。
世界互联网大会用酒	2016 年 11 月	第三届世界互联网大会在浙江乌镇如期召开，今年世界互联网大会将以“创新驱动，造福人类——携手共建网络空间命运共同体”为主题。梦之蓝作为世界互联网大会指定用酒，也出现在互联网大会的晚宴上。梦之蓝再次成为“国家名片”亮相世界性舞台。展现出洋河满怀激情、充满活力的形象，更加年轻开放的文化特征，勇于创新的理念。
入驻“国家品牌计划”	2016 年 11 月	梦之蓝成功入选“2017 年国家品牌计划 TOP 合作伙伴”。梦之蓝与华为、格力、海尔等行业领袖品牌一起，正式成为央视重点打造的“国家军团”成员之一。中国中央电视台启动的“国家品牌计划”，旨在发挥央视平台价值，挖掘和助力更多企业参与全球商业中的品牌竞争。寻找除核电、高铁之外的第三张国家名片，也旨在借助民间力量，寻找、培育和塑造一批国家品牌。

资料来源：公司官网、央视新闻等整理、天风证券研究所

图 6: G20 峰会用酒



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 7: 世界互联网大会用酒



资料来源：公司官网、天风证券研究所

### 2.3. 择成熟合作伙伴，借渠道取流量

**携手央视，目标全国电视观众。**从 2004 年开始洋河坚持和全国受众面最广的媒体中央电视台合作。并与央视进行了长时间、大范围、宽领域的各项合作。在与央视合作的 12 年中，洋河以创新作为基本思路，不拘泥于单一合作模式，与央视共同开发多元广告方案，创下不少行业先河：投放晚间新闻、经济半小时的特约广告；在建国 60 周年阅兵仪式上推出倒计时广告，也为央视开创了新型广告模式。

表 2：洋河和央视多元合作项目

冠名项目	时间
CCTV 全国青年歌手电视大奖赛	2010-2013 年
春晚联合特约	2012-2014 年
CCTV “寻找最美乡村医生”大型公益活动	2013 年
CCTV “抗战胜利 70 周年”专案	2015 年
CCTV “春节联欢晚会公益合作伙伴”专案	2016 年

资料来源：央视广告经营管理中心,天风证券研究所

**携手腾讯与亿万中国网友一道，为中国奥运军团加油。**2016 年，应移动互联网潮流，洋河再次开展互联网媒体深度合作，并选择了在移动互联网领域独树一帜的腾讯平台，打造“中国梦·梦之蓝《加油，中国奥运军团！》”全程合作。里约奥运会前夕，“中国梦·梦之蓝《加油，中国奥运军团！》”2016 洋河奥运主题传播活动在腾讯新闻客户端、微信两大平台同时亮相。这是中国白酒知名品牌洋河与腾讯继朋友圈合作后的又一次深度合作，也开创了白酒行业乘风奥运互联网传播先河。从赛前预热、赛事追踪到赛后回味，整个项目将分三个阶段以不同主题在腾讯平台闪耀推出，中国梦·梦之蓝将与亿万中国网友一道，为中国奥运军团加油。此次合作，有效覆盖 30 岁上下这一互联网主流使用人群，助力洋河开拓年轻市场。

## 2.4. 持续营销，日久得人心

**体验式营销活动常规化。**洋河自 2015 年在安徽首开“寻找天之蓝”骑行活动以来，就受到媒体的广泛好评。2016 年继续“寻找天之蓝第二季”公益活动，江苏、浙江、安徽、河北、湖北、广西等全国大部分省份展开。通过对空气、环保、健康话题的关注，量身打造公益宣传片，倡导环保和健康理念，并分别在不同阶段配合线上线下活动进行播出。在活动推进过程中，活动地地方的电视台，为“寻找天之蓝”量身打造公益宣传片，倡导环保和健康理念，并分别在不同阶段配合线上线下活动进行播出。同时，洋河与合作方还整合电视、微博微信、地方户外大牌、高铁站广告等资源，对活动进行了多方位、立体式的传播，使“天之蓝”品牌更加深入人心，迅速成为本土受众的关注点。

**把握日常节日，穿插点缀。**除了一线酒企都注重的电视，网络等传统媒体渠道，洋河从产品、互动、传播等全方位启动年轻化模式。母亲节、520、端午节、八一等节日，洋河通过微信，微博等移动互联时代的媒介进行品牌营销。

图 8：寻找天之蓝活动



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 9：寻找天之蓝活动



资料来源：公司官网、天风证券研究所

## 2.5. 权威评选助力品牌提升

国内外众多市场咨询机构的品牌价值排名中，洋河都跻身榜单，并于 2015 年以来，众多重量级榜单中，洋河品牌价值稳居国内白酒品牌第二位。权威评选既是对洋河品质，品牌，营销等连锁活动的成果的肯定和证明，同时也是助力了品牌形象的提升。

表3: 权威评选助力品牌提升

荣誉	颁发机构
2017 最具价值品牌 500 强, 中国唯二, 排名第 398 位	Brand Finance (英国)
2016 全球烈酒品牌价值 50 强第 7 名	Brand Finance (英国)
2016 最具价值中国品牌 100 强第 45 位	BrandZ (英国)
2016 胡润品牌榜中国品牌 55 位	胡润研究院
2015 “最具价值中国品牌 100 强” 第 39 位	华通明略(MillwardBrown)

资料来源: 天风证券研究所

图 10: 2016 全球烈酒品牌价值 50 强

排名	品牌名称	类别	品牌价值(亿美元)
1	茅台(Moutai)	白酒	57.71
2	尊尼获加(Johnnie Walker)	威士忌	46.30
3	轩尼诗(Hennessy) 干邑白兰地 28.74	干邑白兰地	28.74
4	杰克丹尼(Jack Daniel's)	威士忌	25.04
5	斯米诺伏特加(Smirnoff)	伏特加	20.25
6	百加得(Bacardi) 朗姆酒 18.94	朗姆酒	18.94
7	洋河(Yanghe)	白酒	18.53
8	五粮液(Wuliangye)	白酒	16.38
9	皇冠威士忌(Crown Royal)	威士忌	14.91
10	绝对伏特加(Absolut)	伏特加	14.37
11	Ruang Khao	朗姆酒	12.98
12	芝华士(Chivas Regal)	威士忌	12.61
13	灰雁伏特加(Grey Goose)	伏特加	12.32
14	里卡尔(Ricard)	茴香酒	9.52
15	泸州老窖(Luzhou Laojiao)	白酒	9.42

资料来源: Brand Finance,天风证券研究所

图 11: 2015 “最具价值中国品牌 100 强”

类别	榜单排名	品牌	品牌价值	年同比变化
酒类	14	茅台	76.08 亿美元	-28%
	39	洋河	13.33 亿美元	-33%
	53	五粮液	7.86 亿美元	-16%
	58	泸州老窖	6.91 亿美元	-25%
	76	古井贡酒	3.56 亿美元	-17%
	50	张裕	9.29 亿美元	-36%
	31	青岛啤酒	18.08 亿美元	5%
	51	雪花啤酒	9.11 亿美元	19%
	52	哈尔滨啤酒	8.23 亿美元	14%
	67	燕京啤酒	4.64 亿美元	-10%
食品	79	珠江啤酒	3.47 亿美元	48%
	17	伊利	50.94 亿美元	1%
	18	蒙牛	48.69 亿美元	57%
	25	双汇	27.23 亿美元	2%
49	光明	10.19 亿美元	1%	

资料来源: MillwardBrown,天风证券研究所

## 2.6. 洋河酿酒底蕴深厚

洋河酿酒起源于两汉而兴于唐宋。江苏省泗阳县的洋河镇在汉朝时早已是个酿酒的名地。洋河大曲以优质黏高粱为原料,再用小麦,大麦,豌豆培养的高温大曲为糖化发酵剂,以闻名的美人泉之水酿造而成。洋河大曲属浓香大曲白酒,酒液澄澈透明,酒香浓郁清雅,入口鲜爽甘甜,口味细腻悠长,最适合南京好菜,盐水鸭,金陵烤鸭一同畅饮。洋河大曲被中国和日本公认为东方的洋酒。

洋河股份拥有深厚的历史文化底蕴,起源于隋唐、隆盛于明清,曾入选清皇室贡酒,素有“福泉酒海清香美,味占江淮第一家”的美誉。洋河酒属于浓香型大曲酒,以小麦、大麦、豌豆为原料精制而成;洋河酒曾多次荣获“国际名酒”和入选中国八大名酒行列。现针对不同市场推出主要品种有洋河大曲、洋河蓝色经典系列。如今洋河、双沟两个中国名酒和洋河、蓝色经典、梦之蓝、双沟、双沟珍宝坊、苏酒六个中国驰名商标品牌,洋河已成为国内拥有驰名商标数量最多的白酒集团。

## 3. 次高端复苏,为何洋河最牛

次高端要想启动的一些要素,我们有这么几个判断:1.次高端市场肯定是存在并且扩大的,2.但并不是所有次高端都有机会,高端,次高端,中端,低端,随着定位下降,能够做出来的公司逐渐减少。洋河的定位相当一部分都是次高端,但是次高端和高端有本质差异,高端就是品牌,次高端是性价比,多少钱买什么东西,最好是打折买好东西,在这个过程中品牌运作(提高性能),价格设计(保持价格)和销售能力(让人知道)三部分缺一不可,洋河最强的在于营销,新江苏市场的划分(这种划分本身就是营销力的体现)等已经达到了巅峰时期消费品巨头的水平,可以不客气的说,洋河的营销能力超出大部分同品牌力公司数量级的倍数。我们在上面谈了公司将品牌力提升的问题,解决好了营销和品牌,接下来产品价格一直不动,并不断推出优质产品,目的就很明确,让更多的人知道在次高端里面,洋河的产品性价比高。这将极大加强公司的抢夺次高端需求的能力。洋河怎么做



的具体分述如下：

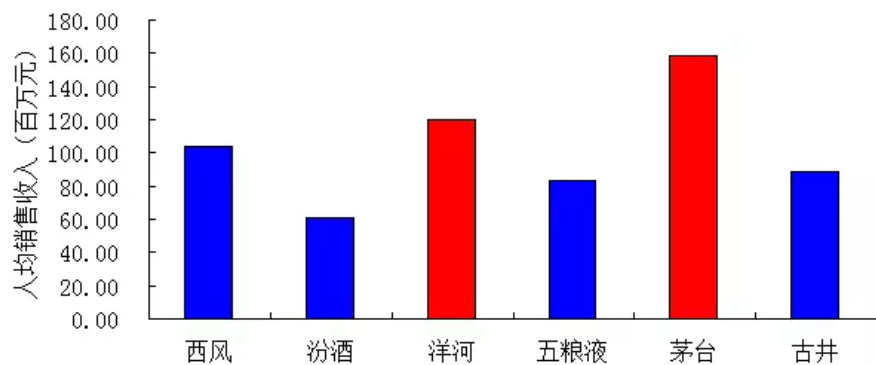
### 3.1. 提价措施提升产品性价比

洋河已经完成提价其中，海、天、梦 3、梦 6、梦 9 分别上调 3 元、5 元、10 元、20 元、60 元/瓶左右。这一轮洋河提价落后于大部分公司，幅度也很小，目的很简单，保持并提高性价比，洋河【品牌】这些年持续发力，价格一直没动，目的就是五粮液，茅台之后次高端的市场，通过牺牲一些短期利益获得了很高的产品性价比。

### 3.2. 次高端复苏，只有营销能力强的公司可以分到大头，洋河当仁不让

洋河的渠道能力毋庸置疑，其在 6 大品牌里面，其平均每人销售能力除了茅台外是最强的，除了茅台以外，销售费用效率也是最高的。

图 12：人均销售额对比



资料来源：wind,天风证券研究所

### 3.3. 开发新品满足更多人需求

洋河总是在不断开发新品，除了创造性的蓝色经典（情景定位），到微分子酒（功能定位），再到手工班（艺术+功能定位），这些产品不断丰富次高端中产品性能的内涵。通过对梦的改造，提升品牌力，并继续强化健康饮酒趋势。将进一步打开公司增长空间。

图 13：梦之蓝手工班



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 14：梦之蓝手工班



资料来源：公司官网、天风证券研究所

据洋河的行业人士透露，手工班定价高于 52 度五粮液水晶瓶，与 53 度飞天茅台目前终端价相近，分为 40.8 和 52 度两个度数。补充了梦之蓝 M6 到 M9 之间的价格空白。从价格上来看，定位就是抢夺千元市场，加强高端市场争夺。表明了洋河品牌高端化路线加速。产量不到洋河总产量的 2%，全部是以梦之蓝中央酒区老窖池、30 个班组的工匠酿造，以

二十年以上老陈酒进行调制而成的超高品质产品。三老（老窖池、老陈酒、老工匠）两多（健康成分黄酮类和核苷类物质含量多），数量少（全厂只有不到 2% 的酒）。

### 3.4. 洋河市值弹性的来源

此轮白酒复苏，大部公司从 12 年的高点下滑，通过产品结构调整，区域扩张，基地市场恢复等手段陆续提升收入，以 12 年最高点收入为界限。16 年收入超过 12 年高点的有 8 家：贵州茅台，古井贡酒，顺鑫农业，口子窖，老白干酒，金徽酒，今世缘和洋河股份。其中股价目前超过 12 年的有：贵州茅台，古井贡酒，老白干酒。而口子窖，金徽酒是新股无法分析。这里面股价低于 12 年，而收入又超过 12 年的仅有洋河股份和顺鑫农业，且洋河目前股价只有最高点的 83%。难能可贵的是洋河在这个过程中收入毛利率基本保持最高水平，只是管理费用率因为员工持股上升了一些。大部分白酒复苏过程中毛利率下降。由于高端恢复比较慢。因此洋河的问题主要是 PE 能否提升的问题。这里我们认为收入加速，平台化等将提升公司估值到 20 倍以上。

## 4. 附录：团队介绍

刘鹏：天风证券食品饮料首席分析师，食品工程硕博连读。中国食品科学技术学会高级会员。曾向多家消费品产业基金提供专业性建议，并获得高度认可。擅长消费品产业+投资研究。重点覆盖调味品、健康食品（药食同源）、饮料、白酒，以及农业信息化、食品检测等供给侧改革品种。注重行业趋势分析和个股长期价值判断。2015年新财富最佳分析师食品饮料行业第二名，2015年水晶球最佳分析师食品饮料行业第二名。

2006-2011年食品工程硕博连读期间，主研方向为食品破坏性检测及风味分析，在以食品专业顶级期刊：欧洲食品学会会刊《Food Control》为代表的食品高水平期刊发表论文20多篇（12篇被SCI或EI收录），国家发明专利3项。并参与多个大型食品企业横向研发项目，深入了解食品工艺，渠道运作。2012-2016年，在华泰证券研究所，中信证券研究部和国信证券经济研究所分别担任分析师，高级分析师和首席分析师。从2012年开始，领先全市场挖掘了恒顺，中炬，白云山，百润，江中，煌上煌，涪陵榨菜等股票。2016年7月加入天风证券研究所。

刘健：天风证券食品饮料行业分析师。武汉大学医学本科，金融硕士。2014年5月进入国信证券研究所医药生物团队，一年后又进入食品饮料团队，并于2016年8月正式加入天风证券研究所。主要研究领域包括大健康（药食同源、保健食品等领域）、肉制品、白酒以及部分其他食品公司等。

周东景：天风证券食品饮料行业分析师，主要负责调味品，乳制品及其细分子行业的研究。本科毕业于西南财经大学，取得经济学学士学位。研究生毕业于美国 Pepperdine University，取得金融学硕士学位。2015年12月进入国信证券经济研究所。

丁一：现为天风食品饮料行业分析师。主要负责食品类研究。2014年11月进入东吴证券研究所，大消费组-食品饮料行业；2016年8月，正式加入天风证券研究所。

赵淑慧：现为食品饮料行业助理分析师，毕业于英国考文垂大学银行与金融专业，取得硕士学位，于2016年5月进入天风证券研究所。

刘畅：现为天风食品饮料行业分析师。主要负责大食品和大白酒的研究。先后在东方基金，泰达宏利基金担任食品饮料分析师。毕业于英国杜伦大学金融学取得硕士学位。2016年9月，正式加入天风证券研究所。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	4,346.95	4,707.80	11,621.47	12,973.00	19,813.93
应收账款	127.18	123.48	134.56	(402.48)	(470.82)
预付账款	98.05	80.04	255.01	53.16	301.61
存货	10,097.02	11,122.38	9,830.92	15,017.84	12,852.40
其他	1,522.11	5,422.19	2,451.38	3,151.82	3,715.69
<b>流动资产合计</b>	<b>16,191.31</b>	<b>21,455.89</b>	<b>24,293.35</b>	<b>30,793.34</b>	<b>36,212.80</b>
长期股权投资	19.82	46.42	46.42	46.42	46.42
固定资产	6,362.24	6,968.91	7,253.81	7,296.16	7,179.99
在建工程	2,002.22	1,526.06	951.64	618.98	401.39
无形资产	1,692.86	1,671.60	1,580.84	1,490.08	1,399.33
其他	2,489.27	2,191.43	2,274.05	2,326.60	2,261.16
<b>非流动资产合计</b>	<b>12,566.41</b>	<b>12,404.43</b>	<b>12,106.76</b>	<b>11,778.25</b>	<b>11,288.29</b>
<b>资产总计</b>	<b>28,757.72</b>	<b>33,860.32</b>	<b>36,400.11</b>	<b>42,571.59</b>	<b>47,501.09</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	4,873.47	5,523.29	6,697.26	6,778.52	8,945.51
其他	3,847.89	5,054.35	3,591.80	6,144.26	4,827.66
<b>流动负债合计</b>	<b>8,721.36</b>	<b>10,577.65</b>	<b>10,289.07</b>	<b>12,922.78</b>	<b>13,773.17</b>
长期借款	0.25	0.22	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	307.00	340.98	304.00	317.33	320.77
<b>非流动负债合计</b>	<b>307.26</b>	<b>341.19</b>	<b>304.00</b>	<b>317.33</b>	<b>320.77</b>
<b>负债合计</b>	<b>9,028.62</b>	<b>10,918.84</b>	<b>10,593.07</b>	<b>13,240.11</b>	<b>14,093.93</b>
少数股东权益	4.37	4.38	4.40	4.69	4.81
股本	1,076.42	1,506.99	1,506.99	1,521.62	1,521.62
资本公积	1,172.31	741.75	741.75	741.75	741.75
留存收益	18,648.31	21,430.09	24,295.66	27,805.18	31,880.73
其他	(1,172.31)	(741.73)	(741.75)	(741.75)	(741.75)
<b>股东权益合计</b>	<b>19,729.10</b>	<b>22,941.48</b>	<b>25,807.04</b>	<b>29,331.48</b>	<b>33,407.15</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>28,757.72</b>	<b>33,860.32</b>	<b>36,400.11</b>	<b>42,571.59</b>	<b>47,501.09</b>

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	4,508.04	5,365.20	5,423.86	6,814.06	7,950.85
折旧摊销	537.93	620.17	440.61	461.25	474.63
财务费用	82.67	46.32	(528.70)	(796.34)	(1,061.61)
投资损失	(53.02)	(577.94)	(227.45)	(227.45)	(227.45)
营运资金变动	(4,619.02)	(2,409.66)	3,501.06	(2,561.38)	2,401.00
其它	2,255.21	2,792.27	70.01	(46.38)	7.90
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,711.80</b>	<b>5,836.36</b>	<b>8,679.39</b>	<b>3,643.75</b>	<b>9,545.32</b>
资本支出	526.95	720.44	96.98	66.67	46.56
长期投资	(950.36)	26.60	0.00	0.00	0.00
其他	(3,023.66)	(4,423.34)	167.14	134.67	62.75
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,447.06)</b>	<b>(3,676.30)</b>	<b>264.12</b>	<b>201.34</b>	<b>109.31</b>
债权融资	0.25	0.22	0.00	0.00	0.00
股权融资	230.04	201.07	533.38	815.67	1,066.31
其他	(3,001.44)	(1,999.21)	(2,563.21)	(3,309.23)	(3,880.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,771.15)</b>	<b>(1,797.92)</b>	<b>(2,029.83)</b>	<b>(2,493.56)</b>	<b>(2,813.69)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(3,506.40)</b>	<b>362.14</b>	<b>6,913.67</b>	<b>1,351.53</b>	<b>6,840.93</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>14,672.21</b>	<b>16,052.44</b>	<b>17,500.37</b>	<b>20,002.93</b>	<b>23,399.43</b>
营业成本	5,777.41	6,115.07	6,825.15	7,601.11	8,961.98
营业税金及附加	190.35	229.39	231.76	270.09	320.07
营业费用	1,679.84	1,882.41	2,205.05	2,320.34	2,779.85
管理费用	1,267.06	1,447.88	1,785.04	1,668.24	1,998.31
财务费用	(236.69)	(196.36)	(528.70)	(796.34)	(1,061.61)
资产减值损失	37.76	11.91	19.15	22.94	18.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	70.00	(46.67)	7.78
投资净收益	53.02	577.94	227.45	227.45	227.45
其他	(106.05)	(1,155.88)	(594.91)	(361.57)	(470.46)
<b>营业利润</b>	<b>6,009.51</b>	<b>7,140.09</b>	<b>7,260.38</b>	<b>9,097.34</b>	<b>10,618.05</b>
营业外收入	45.34	36.26	25.00	35.53	32.27
营业外支出	24.14	11.03	24.50	19.89	18.47
<b>利润总额</b>	<b>6,030.71</b>	<b>7,165.32</b>	<b>7,260.88</b>	<b>9,112.98</b>	<b>10,631.84</b>
所得税	1,522.67	1,800.12	1,837.00	2,298.63	2,680.87
<b>净利润</b>	<b>4,508.04</b>	<b>5,365.20</b>	<b>5,423.88</b>	<b>6,814.35</b>	<b>7,950.97</b>
少数股东损益	0.55	0.01	0.01	0.29	0.13
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,507.50</b>	<b>5,365.19</b>	<b>5,423.86</b>	<b>6,814.06</b>	<b>7,950.85</b>
每股收益(元)	2.99	3.56	3.60	4.48	5.23

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-2.34%	9.41%	9.02%	14.30%	16.98%
营业利润	-10.38%	18.81%	1.68%	25.30%	16.72%
归属于母公司净利润	-9.89%	19.03%	1.09%	25.63%	16.68%
<b>获利能力</b>					
毛利率	60.62%	61.91%	61.00%	62.00%	61.70%
净利率	30.72%	33.42%	30.99%	34.07%	33.98%
ROE	22.85%	23.39%	21.02%	23.23%	23.80%
ROIC	44.93%	39.48%	31.50%	51.73%	50.59%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	31.40%	32.25%	29.10%	31.10%	29.67%
净负债率	10.22%	20.41%	24.07%	-3.51%	0.80%
流动比率	1.86	2.03	2.36	2.38	2.63
速动比率	0.70	0.98	1.41	1.22	1.70
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	128.37	128.08	135.64	-149.32	-53.59
存货周转率	1.55	1.51	1.67	1.61	1.68
总资产周转率	0.52	0.51	0.50	0.51	0.52
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.99	3.56	3.60	4.48	5.23
每股经营现金流	1.80	3.87	5.76	2.42	6.33
每股净资产	13.09	15.22	17.12	19.27	21.95
<b>估值比率</b>					
市盈率	27.75	23.32	23.06	18.54	15.89
市净率	6.34	5.45	4.85	4.31	3.78
EV/EBITDA	12.45	12.74	15.52	12.68	10.40
EV/EBIT	13.60	13.87	16.53	13.39	10.91

### 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。

### 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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com