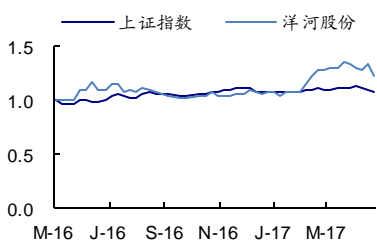


**证券研究报告—深度报告**
**食品饮料**
**饮料**
**洋河股份(002304)**
**买入**

合理估值: 102 元 昨收盘: 80 元 (维持评级)

2017年05月02日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,507/1,241
总市值/流通(百万元)	120,559/99,257
上证综指/深圳成指	3,155/10,235
12个月最高/最低(元)	90.98/64.39

**相关研究报告:**

《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,35%以上空间》——2016-06-20

《洋河股份-002304-重大事件快评:一张图教你看懂洋河的投资规律及近期跟踪研究》——2015-11-16

**证券分析师: 朱元**

电话: 021-60933162

E-MAIL: zhuyuan2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513070005

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**深度报告**
**消费升级驱动梦之蓝高增长,新江苏市场引领深度全国化**
**● 对于一季度经营活动现金流量净额下降 53.5%的思考**

公司 16 年实现营收 171.8 亿元,同比增长 7.0%;归母净利润 58.3 亿元,同比增长 8.6%,折合 EPS3.87 元;经营活动现金流量净额 74.1 亿元,同比增长 26.9%。公司 17 年 Q1 实现营收 75.9 亿元,同比增长 10.9%;归母净利润 27.4 亿元,同比增长 11.7%。市场对于公司 Q1 经营活动现金流量净额下降 53.5%有所担心,我们认为由于 17 年 1 月底蓝色经典系列提价及春节因素,16 年 Q4 提前打款所致,若将 16Q4 和 17Q1 合起来看,无论是销售商品提供劳务收到现金情况,还是经营活动现金流量净额都是正常的,我们认为公司 Q1 业务情况是健康、可持续的。

**● 公司产品力突出,贴合消费升级趋势**

产品结构丰富,各个价位段都有大单品;梦之蓝是公司收入增长核心驱动力,预计 17 年梦之蓝增速在 40%左右,从而带动公司整体白酒收入 10-15%的增长。

**● 省内市场复苏转正,新江苏市场保持强劲增长驱动深度全国化**

随着省内库存调整到位,消费升级驱动省内梦之蓝较快增长,预计 17 年省内市场同比增长 4%左右。新江苏市场是一个资源聚焦,梯次推进的策略,新江苏市场保持强劲增长驱动深度全国化,预计省外市场将继续保持 20%以上较快增速。

**● 风险提示**

宏观经济的波动;新江苏市场低于预期;食品安全的风险。

**● 维持买入评级**

**洋河作为国内治理结构最为完善、营销管理最为精干、行业前瞻和产品创新最为领先的白酒龙头,将继续保持稳健增长。省内市场复苏转正,新江苏市场保持强劲增长驱动深度全国化;产品结构上贴合消费升级趋势,梦之蓝预计 17 年增速在 40%左右将是公司收入增长的核心驱动力从而带动公司整体白酒收入 10-15%的增长;而主打健康和低酒度的微分子酒是真正展现洋河思考和引领行业未来的战略性大单品,有望重复蓝色经典的案例,酒业领域国内外的外延并购重组,将是洋河主业发展的另一条核心驱动力,而洋河优异的机制、卓越的团队、超强的执行力,也是外延并购后推动协同整合的坚实保障。我们看好洋河成为全球酒业巨头的未来。我们预计 17-19 年业绩为 67.23/77.36/86.10 亿元,折合 EPS4.46/5.13/5.71 元。维持买入评级,合理估值 18 年 20 倍 102 元。**

**盈利预测和财务指标**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,052	17,183	19,558	21,980	24,417
(+/-%)	9.4%	7.0%	13.8%	12.4%	11.1%
净利润(百万元)	5,365	5,827	6723	7736	8610
(+/-%)	19.0%	8.6%	15.4%	15.1%	11.3%
摊薄每股收益(元)	3.56	3.87	4.46	5.13	5.71
EBIT Margin	43.4%	45.1%	42.6%	43.8%	44.1%
净资产收益率(ROE)	23.4%	22.4%	22.9%	23.2%	22.9%
市盈率(PE)	22.5	20.7	17.9	15.6	14.0
EV/EBITDA	17.3	15.7	14.4	12.7	11.6
市净率(PB)	5.3	4.6	4.10	3.62	3.21

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 内容目录

<b>公司概况</b> .....	<b>4</b>
2016 年年报情况.....	4
对于一季度经营活动现金流量净额下降 53.5%的思考.....	6
<b>治理结构</b> .....	<b>7</b>
公司股权结构.....	7
公司战略规划.....	8
<b>产品力突出，贴合消费升级趋势</b> .....	<b>9</b>
产品结构丰富，各个价位段都有大单品.....	9
洋河蓝色经典：消费升级驱动梦之蓝高增长，17 年预计增长 40%左右.....	12
提价情况.....	13
<b>省外市场</b> .....	<b>14</b>
省外市场预计将继续保持 20%以上的较快增速.....	14
新江苏市场资源聚焦，梯次推进.....	15
<b>省内市场</b> .....	<b>16</b>
江苏市场下半年同比转正，增长 1.64%.....	16
省内库存调整基本到位.....	17
消费升级驱动省内梦之蓝高增长.....	17
<b>外延并购</b> .....	<b>17</b>
<b>布局未来，缔造微分子酒传奇</b> .....	<b>18</b>
<b>投资建议</b> .....	<b>20</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>20</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>21</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>22</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>22</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>22</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: 洋河股份营收及归母净利润情况.....	4
图 2: 洋河股份历年盈利能力 .....	5
图 3: 洋河股份历年产品结构 .....	5
图 4: 洋河股份历年分红率 .....	6
图 5: 洋河股份季度业绩增速图 .....	7
图 6: 洋河股权结构图 .....	8
图 7: 洋河产品体系 .....	9
图 8: 蓝色经典系列占白酒整体的 70%.....	13
图 9: 省外市场占比逐年提升 .....	14
图 10: 新江苏市场数量.....	15
图 11: 江苏市场历年增速 .....	16
图 12: 洋河微分子酒 ( 33.8 度小 V, 33.8 度大 V, 43.8 度微客) .....	18
表 1: 洋河股份按季度收到现金及现金流量净额情况.....	7
表 2: 洋河产品列表 .....	10
表 3: 洋河各价位段主要竞品情况 .....	16
表 4: 洋河股份近年来并购事件 .....	17

## 公司概况

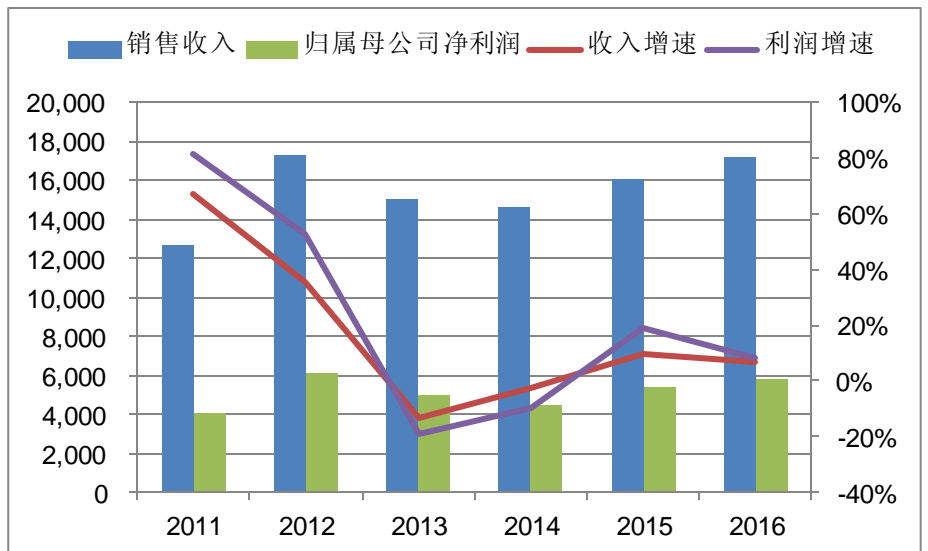
洋河股份以白酒酿造为主业，下辖洋河、双沟、泗阳等三大酿酒生产基地，是全国大型白酒生产企业，也是白酒行业拥有洋河、双沟两大中国名酒，两个中华老字号，六枚中国驰名商标的唯一企业。公司的营业收入和利润规模稳居白酒行业第三位，主导产品洋河蓝色经典、双沟珍宝坊、苏酒、洋河大曲、双沟大曲等绵柔型系列白酒，在全国享有较高的品牌知名度和美誉度。

### 2016 年年报情况

洋河股份 2016 年实现营业收入 171.83 亿元，同比增长 7.04%；归母净利润 58.27 亿元，同比增长 8.61%，折合 EPS3.87 元；经营活动现金流量净额 74.05 亿元，同比增长 26.88%。其中 2016Q4 收入增长 5.21%，归母净利润增长 11.68%。

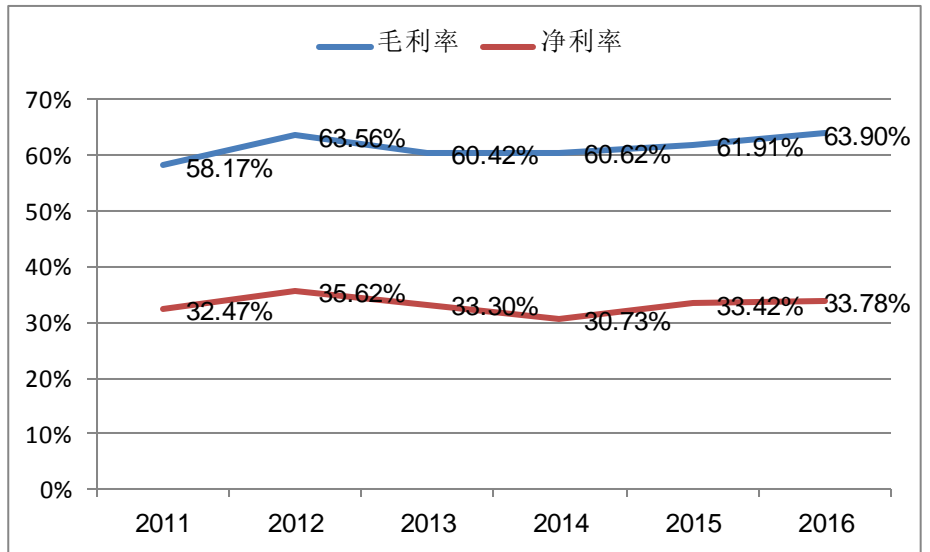
2016 年毛利率 63.90%，提高近 2 个百分点；净利率 33.91%，提高近 0.5 个百分点。营业税金提高 0.4 个百分点到 1.8%，销售费用下降 0.85 个百分点到 10.88%，管理费用增加 0.2 个百分点到 9.21%。

图 1: 洋河股份营收及归母净利润情况



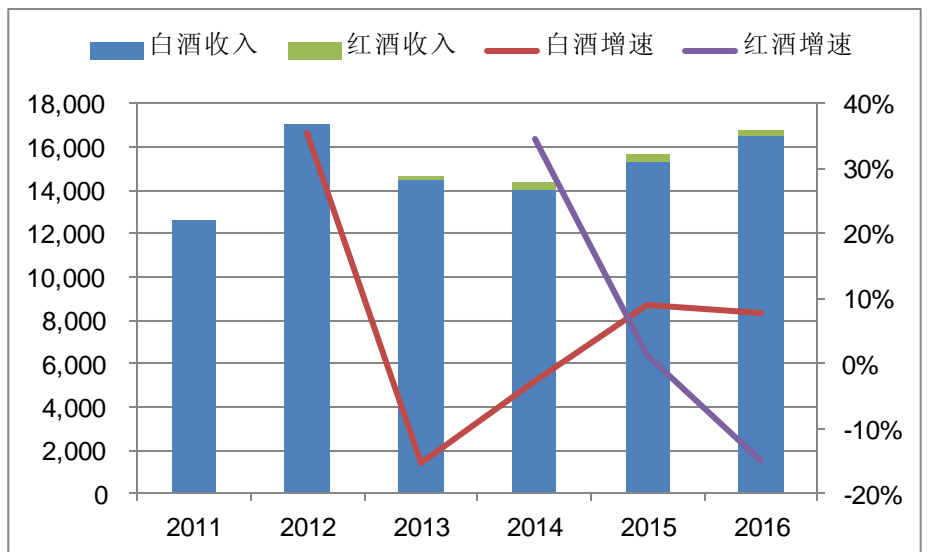
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 2: 洋河股份历年盈利能力



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

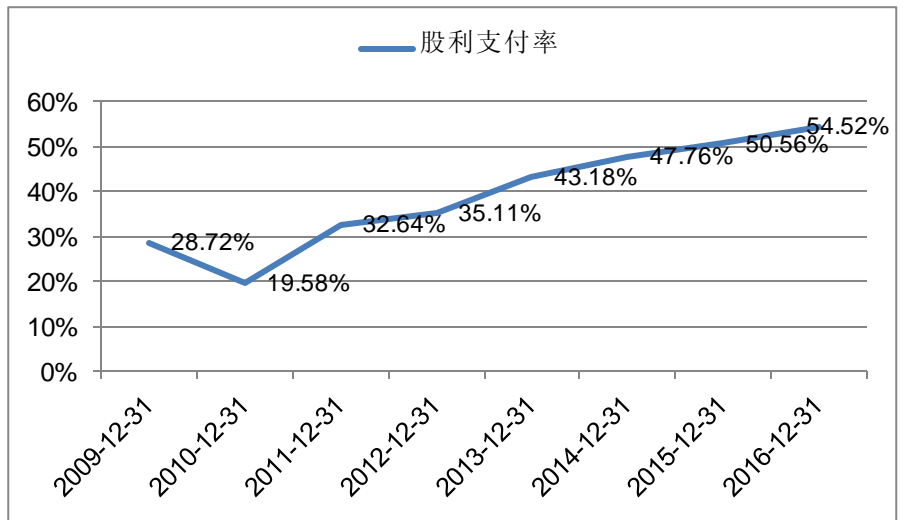
图 3: 洋河股份历年产品结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2016 年分红每 10 股派发现金红利 20 元, 分红比例高达 54.52%。分红比例从 2010 年的 19.58% 逐年提升到 2016 年的 54.52%。

图 4: 洋河股份历年分红率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 对于一季度经营活动现金流量净额下降 53.5%的思考

公司 2017 年一季度实现营业收入 75.89 亿元, 同比增长 10.90%; 归母净利润 27.43 亿元, 同比增长 11.68%。一季度经营活动现金流量净额 11.70 亿元, 同比下降 53.5%。2017Q1 预收账款余额 13.61 亿元, 同比增长 228%。

市场对于洋河股份一季度经营活动现金流量净额同比下降 53.5%有所担心, 我们认为由于 2017 年 1 月底蓝色经典系列提价及春节因素, 2016 年 Q4 提前打款所致, 若将 2016 年 Q4 和 2017 年 Q1 合起来看, 无论是销售商品、提供劳务收到的现金情况, 还是经营活动现金流量净额都是正常的。我们认为公司一季度的业务情况是健康的、可持续的。

2017 年 1 月底, 洋河对蓝色经典系列进行了小幅提价, 其中梦之蓝 M3、M6、M9 分别上调 10 元、20 元, 海之蓝上调 2 元, 天之蓝上调 3 元。受到提价影响以及春节因素, 经销商选择提前打款。因此 2016 年 Q4 销售商品提供劳务收到现金 60.97 亿元, 同比增长 45.6%, 远快于收入的 5.2% 的增速; 2016Q4 经营活动现金流量净额也达到 18.95 亿元, 同比增长 75.9%; 2016 年底预收账款 38.47 亿元, 同比增长 205%。

若将 2016Q4 加上 2017Q1, 两者合起来看, 2016Q4+2017Q1 销售商品提供劳务收到现金 128.36 亿元, 同比增长 11.4%, 与营业收入的 101.05 亿元同比增长 9.4%相匹配, 收到现金是确认收入的 127%; 2016Q4+2017Q1 经营活动现金流量净额为 30.65 亿元, 同比下降 14.7%, 与归母净利润 37.32 亿元基本匹配, 经营活动现金流量净额为净利润的 82.1%。

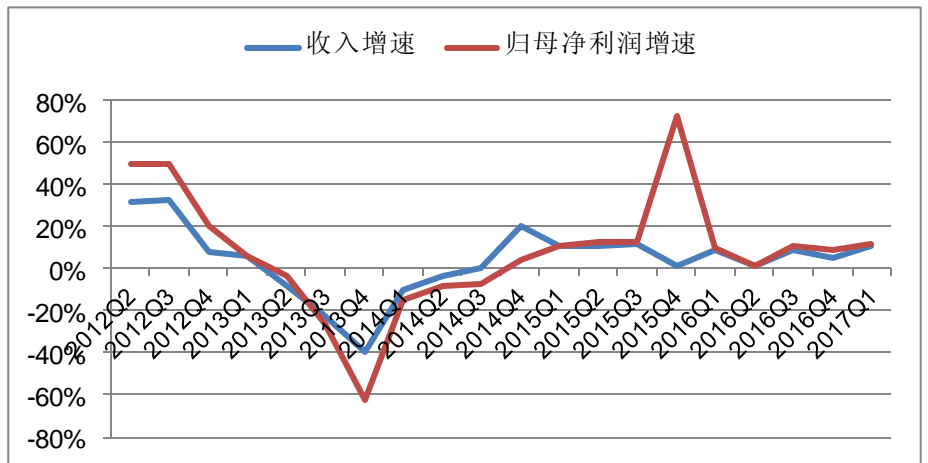
表 1: 洋河股份按季度收到现金及现金流量净额情况

	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2016Q4+2017Q1
销售商品提供劳务收到现金	2864.0	7002.8	2951.3	5348.3	4189.2	7336.6	3845.4	5590.2	6097.4	6738.5	12835.9
-yoy						4.8%	30.3%	4.5%	45.6%	-8.2%	11.4%
经营活动现金流量净额	-320.0	2597.8	305.4	1855.9	1077.2	2516.1	327.8	2666.5	1894.6	1170.4	3065.0
-yoy						-3.1%	7.3%	43.7%	75.9%	-53.5%	-14.7%
收入	2366.9	6259.7	3311.8	4089.6	2391.4	6843.0	3350.6	4473.5	2516.0	7588.6	10104.6
-yoy						9.3%	1.2%	9.4%	5.2%	10.9%	9.4%
归母净利润	524.8	2227.1	957.7	1276.3	904.0	2456.0	967.8	1415.6	989.0	2743.0	3731.9
-yoy						10.3%	1.0%	10.9%	9.4%	11.7%	11.1%
预收账款	899.7	440.1	157.0	352.4	1260.8	414.6	1131.5	1341.5	3847.5	1361.1	
-yoy						-5.8%	621%	281%	205%	228%	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

同时 2016 年一季度也是全年的收入和利润相对高点, 也有一定的基数因素, 我们对于全年实现 15%左右的业绩增速还是有很强信心。

图 5: 洋河股份季度业绩增速图



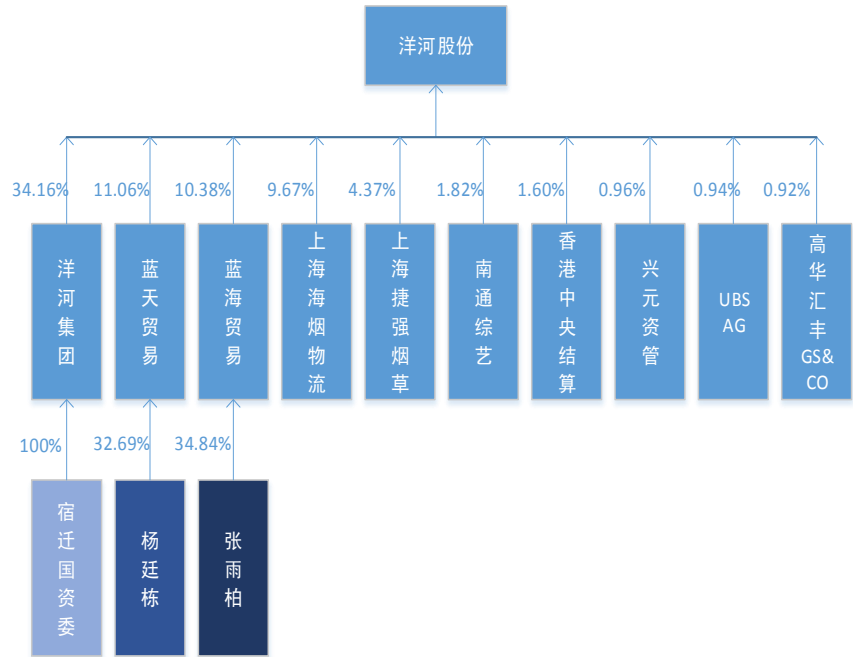
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 治理结构

### 公司股权结构

洋河股份大股东是洋河集团, 持有上市公司 34.16% 股权, 实际控制人是宿迁国资委。目前集团和上市公司大部分高管都直接或者间接通过蓝天贸易/蓝海贸易持有上市公司股份。公司治理结构优异, 管理层和销售、技术骨干直接/或者间接持股, 充分调动了管理层的积极性, 实现了利益的一致性。

图 6: 洋河股权结构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 公司战略规划

### ➤ 双核驱动企业战略

**2015 年初公司提出双核驱动企业战略：所谓双核，就是一个主业，一个新业。主业即公司以白酒业务为主的主导产业，这是存量。新业即围绕白酒产业进行颠覆性创新，用新的运作模式开辟新业务，这是增量。**

为了全力推进“双核驱动战略”，公司还设置了“双核管理团队”。洋河股份的董事会将把主要精力集中到主导业务的稳定增长上，而苏酒集团董事局则会侧重于对颠覆性创新业务的推动上”。与此同时，原洋河董事长张雨柏正式退出洋河股份董事会，担任苏酒集团董事局主席，亲自主抓新业务；公司传统的白酒业务将由洋河股份新任董事长王耀执掌。洋河的管理架构调整是为确保传统白酒主业稳定增长的同时，寻求新业的爆发和突破。

### ➤ 公司“十三五”规划

公司的“十三五”规划在发展战略上可以用四米来概括：

一是宽度一毫米，指的是我们的定位，聚焦酒类产品；

深度一千米，指的是我们的专业化程度，追求极致，要做最懂酒、最会酿酒、最会卖酒的企业；

高度一万里，指的是把使命高高举过头顶，打造酒水帝国，追求快乐健康；

长度万万米，指的是与时俱进，不断创新，做基业长青的企业；



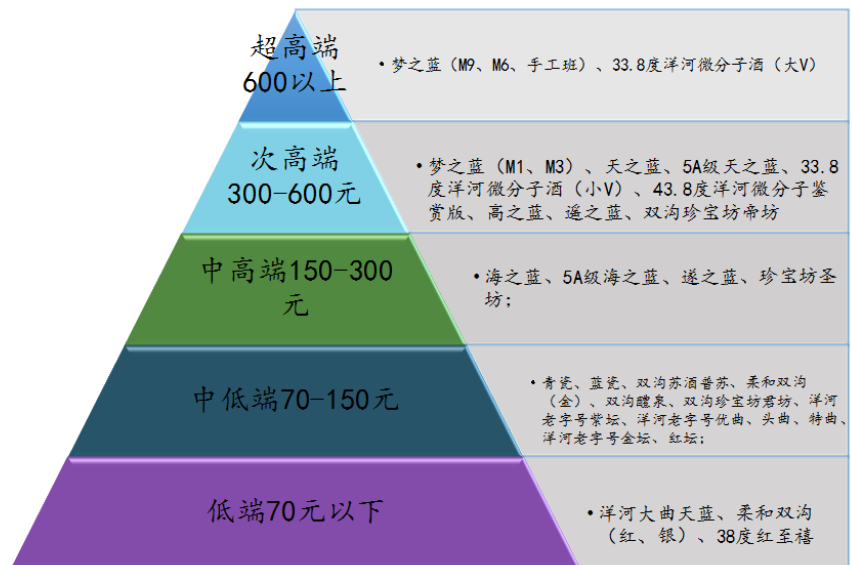
## 产品力突出，贴合消费升级趋势

### 产品结构丰富，各个价位段都有大单品

公司拥有洋河、双沟两个中国名酒、两个中华老字号、拥有“洋河”、“双沟”、“蓝色经典”、“珍宝坊”、“梦之蓝”等六枚中国驰名商标。

公司形成了超高端、次高、中高、中低、低端全价位产品系列覆盖。2003 年公司在传统洋河大曲的基础上推出了洋河蓝色经典系列，海之蓝、天之蓝、梦之蓝覆盖中高端、次高端和超高端。2010 年 4 月洋河收购双沟酒业后，苏酒系列、双沟珍宝坊系列等与蓝色经典系列形成互补，使得产品线更为丰满和完整。2016 年收购贵酒更是进入了酱香领域。

图 7：洋河产品体系













资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理


**各个价位段都有大单品。**公司产品线层次清晰，每个价位段都有大单品，一方面尽可能地增大市场覆盖，另一方面也保证了公司能适应各种消费环境的变化，既可以适应三公消费大降的环境，也可以充分把握消费升级趋势。

分价位段来看，其中超高端价格在 600 元以上，核心单品有梦之蓝、珍宝坊系列之帝坊、苏酒系列绿苏，次高端产品价位在 300-600 元，核心单品有天之蓝、珍宝坊系列之圣坊等；中高端产品价位在 150-300 元，核心单品有海之蓝、珍宝坊君坊；中低端产品价位在 80-150 元，核心单品有洋河大曲蓝瓷、洋河大曲青瓷；低端产品价位在 80 元以下，核心单品有敦煌系列、双沟红宝石、蓝宝石等。

**电商专供产品，维护经销商渠道价格稳定。**为避免线上线下价格冲突，公司开发了电商专供的蓝色经典产品系列：邃之蓝、高之蓝、邃之蓝，价格略高于传统的梦之蓝、天之蓝和海之蓝。

**表 2: 洋河产品列表**

系列	产品	产品展示	价格(元)	市场定位
梦之蓝系列	52 度梦之蓝 (M9) 500ml		1999	超高端
	52 度梦之蓝手工 班 500ml		1688	超高端
	52 度梦之蓝 (M6) 500ml		658	超高端
	52 度梦之蓝 (M3) 500ml		459	次高端
	45 度梦之蓝 (M1) 500ml		328	次高端
海之蓝系列	52 度海之蓝 480ml、1000ml		159、229	中高端
	42 度 5A 级海之蓝 500ml		180	中高端
天之蓝系列	52 度天之蓝 480ml、1000ml		333、559	次高端
	42 度 5A 级天之蓝 500ml		308	次高端
洋河大曲系列	42 度洋河青瓷、蓝 瓷 480ml		73-90	中低端
	42 度洋河大曲天 蓝 500ml		68	低端

苏酒系列	42度双沟苏酒普 苏 500ml		119	中低端
柔和双沟系列	42度柔和双沟 450ml (金、银、 红)		30-100	中低端以 下
微分子系列	33.8度洋河微分 子酒 (小V、大V) 500ml		420、748	次高端以 上
	43.8度洋河微分 子鉴赏版 500ml		458	次高端
邃高邃系列	40.8度邃之蓝 500ml		558	次高端
	42度高之蓝 500ml		368	次高端
	42度邃之蓝 500ml		178	中高端
双沟珍宝坊系 列	双沟醴泉 42度 500ml		129	中低端
	42度双沟珍宝坊 帝坊、圣坊、君坊 (480ml+20ml)		110-520	中低端以 上
洋河老字号系 列	洋河老字号紫坛		129	中低端
	洋河老字号优曲、 头曲、特曲		78-150	中低端

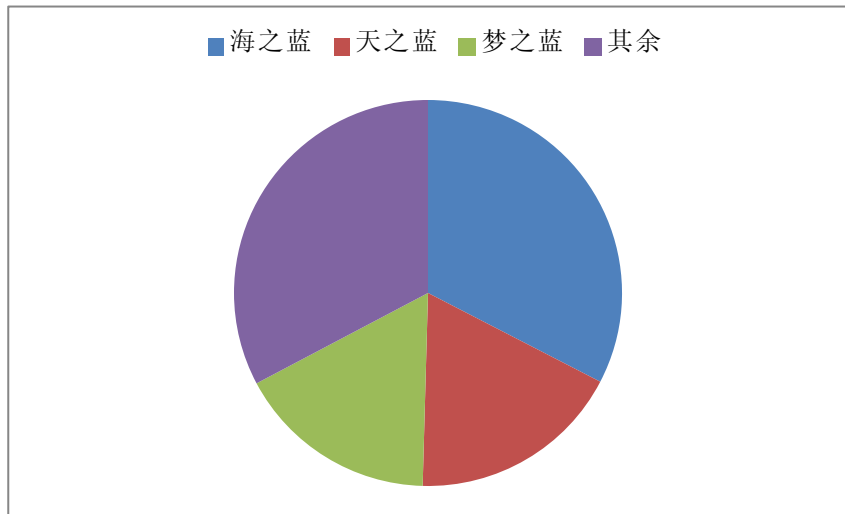
	洋河老字号金坛、红坛		130-160	中低端
红酒:王者脸面系列	公爵、伯爵、侯爵		240-600	中高端以上
红酒:星得斯系列	12.5° 星得斯三星、五星、七星赤霞珠葡萄酒		165-500	中高端以上
红酒:拉丁之星系列	12度拉丁之星金标、银标、红标、红葡萄酒 750ml		80-120	中端
贵州贵酒	金星贵 53度 500ml (酱香型白酒)		468	次高端
	52度黔春酒 500ML (酱香型白酒)		128	中低端
	38度红至禧 500ml (浓香型白酒)		69	低端

资料来源: 公司官网、1号店、京东商城、国信证券经济研究所整理

### 洋河蓝色经典: 消费升级驱动梦之蓝高增长, 17年预计增长 40%左右

洋河蓝色经典是洋河创新能力的集中体现, 消费者的诉求从追求香味到口味, 饮后适合度高, 蓝色经典解决了这样一个痛点, 喝下去以后舒服比闻起来香更重要。海天梦的诉求点是绵柔, 不刺激。蓝色经典品牌基因强大: “世界上最宽广的是海, 比海更高远的是天空, 比天空更博大的是男人的情怀。洋河蓝色经典——男人的情怀”。目前洋河蓝色经典已占洋河白酒收入的 70%。

图 8: 蓝色经典系列占白酒整体的 70%



资料来源:国信证券经济研究所整理

### 2017 年梦之蓝有望增长 40%左右

白酒行业经过近几年的调整，正在逐步复苏，中高端酒销售增长较快，消费升级趋势明显。公司也同步加大梦之蓝系列的推广力度，事件营销效果显著，品牌影响力持续提升。2016 年，公司强化梦之蓝社区自媒体运营，通过创新多样的品牌传播方式，持续创造话题，深度参与杭州 G20 峰会，组织“我爱天之蓝”公益健康跑活动等，进一步彰显高端、大气的品牌内涵，增强公司品牌影响力。

消费升级驱动梦之蓝高增长，梦之蓝在加速全国化趋势。2017 年预计梦之蓝在江苏省内将保持近 20%左右增长，特别是苏南地区经济基础好，消费升级更为显著，对洋河的认知度也高，从而成为梦之蓝的主要增长点；省外预计也有 50-100%左右的增长，省外梦之蓝的规模已经超过天之蓝。从细分产品来看，梦 6 的速度比梦 3 要快。

2016 年梦之蓝占白酒整体营收比重预计在 17%左右。

**梦之蓝是公司收入增长的核心驱动力，预计 2017 年梦之蓝增速在 40%左右，从而带动公司整体白酒收入 10-15%的增长。**

从销售规模上来看，海之蓝>天之蓝>梦之蓝；但是从增速上来看，梦之蓝>海之蓝>天之蓝。预计 2017 年海之蓝增速在两位数，天之蓝在单位数。

### 梦之蓝手工班

梦六和梦九价差较大，目前看从梦六直接升级到梦九难度比较大。2017 年春节后，公司推出一款新产品：梦之蓝手工班，定位于梦之蓝 M6 到 M9 之间，承接梦六到梦九升级的过渡任务，挑战 1000 元价格带，丰富了高端产品结构。这款产品的主要特点可以概括为“三老两多一少”：“三老”即老窖池、老陈酒、老工匠；“两多”即健康成分黄酮类和核苷类似物质含量多；“一少”即数量少。

### 提价情况

洋河对于价格采取比较稳健的做法，更多是小步慢跑的做法，慢慢地往上走；

同时也通过观察竞品情况进行价格定位。

价格是非常敏感的，也有提不成功的。提价是否成功要看品牌的厚度高度，看能不能支撑；要取决于品牌竞品的策略是否得当；也要看提价的时机是否合适。

2016年年初时，公司根据市场竞争的需要，对天之蓝和海之蓝产品分别提价4元和2元。

2017年1月底，洋河对蓝色经典系列进行了小幅提价，其中梦之蓝M3、M6、M9分别上调10元、20元，海之蓝上调2元，天之蓝上调3元。受到提价影响以及春节因素，经销商选择提前打款。

## 省外市场

### 省外市场预计将继续保持20%以上的较快增速

2016年省外市场收入75.81亿，同比增长22.43%，占整体酒类业务的占比提高到45.18%。2009年大致25%是省外市场，到2011年占比提高到35%，2016年进一步提升至45%，接近半壁江山。

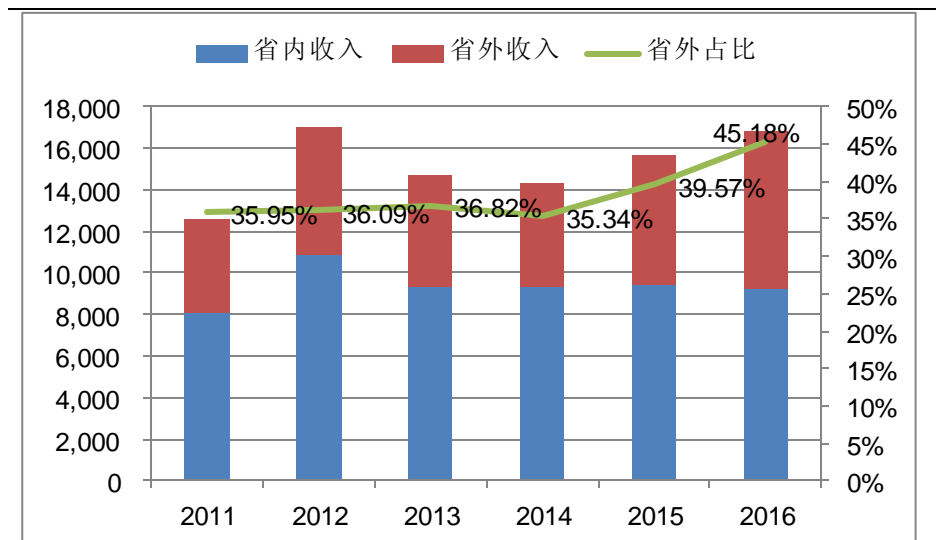
公司深度全国化的策略和趋势没有变化，预计省外市场将继续保持20%以上的较快增速，从而带动公司整体收入与利润的稳定增长。从公司目标而言，第一步目标是达到省内省外5:5开，最终目标达到省外70%、省内30%的结构。

海外市场，以前都是自然销售，公司在去年下半年成立了海外事业部；产品进入了免税渠道，100多家免税店能够看到产品的陈列，尽管量不大，随着时间的推移，逐步进入回报期；这也是增量的一部分。

省外市场尤其是新江苏市场仍然还有较大发展潜力，一是精耕细作，挖掘传统优势区域的增长潜能；二是积极拓展，推动省外新兴市场的快速成长；三是抓住消费升级趋势，注重引导，进一步实现省外销售结构的优化。

因此，省外市场深度全国化是公司营收的主要驱动力，而省外市场的快速增长，主要得益于公司省外新江苏市场战略的有效推进。我们预计省外市场将继续保持20%以上的较快增速。

图9：省外市场占比逐年提升



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 新江苏市场资源聚焦，梯次推进

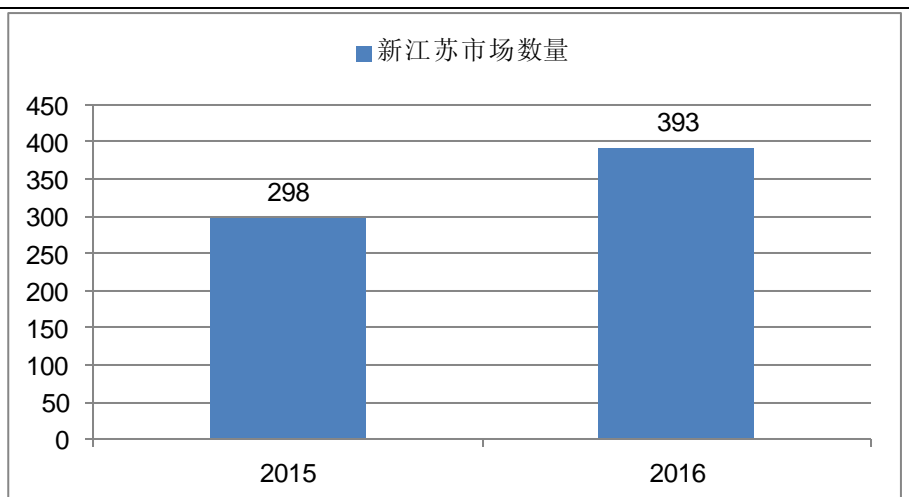
省外市场的增长主要得益于公司省外新江苏市场战略的有效推进，

省外推出了新江苏市场的战略，公司将超过 800 万的县和 1500 万的市划分为新江苏市场，积极分步分层布局全国市场；把公司在江苏市场一些好的做法提炼成模板，在省外市场复制。**新江苏市场是一个资源聚焦，梯次推进的策略，将优势资源进行聚焦投入，复制江苏经验，然后连线做板块市场，最后形成面，整体市场启动，实现省外市场的突破和深度全国化。**新江苏市场对渠道进行扁平化管理，费用直接从总部划分给新江苏市场，同时在人力资源方面进行倾斜，从而使得资源投入更聚焦。真正做到集中资源，聚焦投入。

受益于新江苏市场战略的落地，省外市场的增长主要来自于新江苏市场，2015 年公司新江苏市场数量为 298 个，2016 年底增长至 393 个；新江苏市场贡献了省外市场近 70% 的营收。

省外“新江苏”市场增长强劲，公司重点打造的河南、安徽、山东、浙江、上海等“新江苏市场”成为公司业绩增长引擎，预计将保持 30% 左右的高增长。从产品结构来看，省外市场以中高端产品为主，主要依靠蓝色经典系列完成，梦之蓝将是增长先锋；梦之蓝省外预计有 50-100% 左右的增长，省外梦之蓝的规模已经超过天之蓝。

图 10: 新江苏市场数量



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

- 营销模式: 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。
- 组织架构: 公司对于经销商管理一直是扁平化的管理模式。每个经销商都是直接管控的, 不存在市里面经销商管县里面经销商, 都是点对点发生关系。绝大部分采取扁平化管理, 从公司内部架构上, 都是采取分公司和办事处的形式。有的叫做分公司, 销售规模比较大一点; 办事处销售规模小一点; 内部有赛马的机制, 分公司和办事处可以转换。从公司层面而言, 公司->大区->分公司->办事处。目前分公司、办事处有 300 多家。
- 产品结构: 省外市场结构会更好一点, 中高端以上的结构占一半以上市场。

低档酒有销售半径的问题。但省外产业基地的点，也有一些低端酒，比如梨花村，低端酒也有几千万。

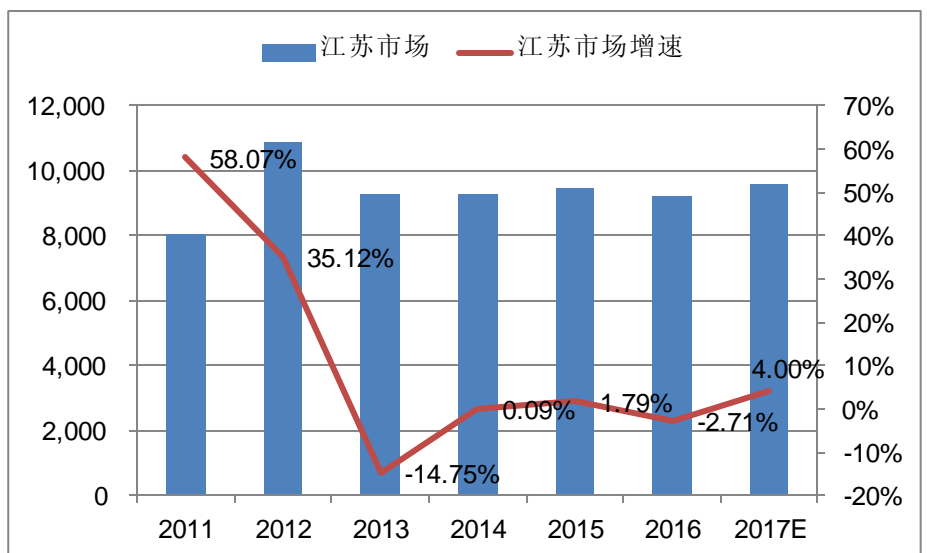
## 省内市场

### 江苏市场下半年同比转正，增长 1.64%

江苏是洋河的根据地，2016 年占整体营收的 55%。2016 年江苏市场营收 92.01 亿元，同比下降 2.71%。其中上半年下降 5.27%，下半年回暖同比出现正增长，增长 1.64%。我们判断随着省内库存调整到位，消费升级驱动省内梦之蓝较快增长，预计 2017 年省内市场同比增长 4%。

江苏省内市场占有率虽然很高，但区域之间差异较大，最高的县区可以做到 5 亿元以上，最低的没有过亿。对于区域的不平衡，公司计划通过 1-2 年在省内消灭低于亿元销售的县区。

图 11: 江苏市场历年增速



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

江苏经济发达人口多，历来是酒企必争之地，省外竞品到江苏省内来挤占市场，竞争也较为激烈。小的企业采取错位竞争，不和强势品牌直接对抗。江苏市场正面竞争的还是一些大的品牌，竞争也会更加激烈一些。在江苏市场，五粮春是海之蓝主要的竞争对手，郎酒在江苏市场的力度也较大。洋河在本地有地理优势，特别是某些价位段，公司也在采取一系列针对性的营销措施进行应对。

表 3: 洋河各价位段主要竞品情况

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	五粮春、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

资料来源: 国信证券经济研究所整理



### 省内库存调整基本到位

16年公司对省内市场主动调整的成效主要体现在两个方面，一是在产品价格上，通过整顿渠道价格乱象，调整营销团队和规范经销商行为，海之蓝和天之蓝产品的终端售价有了一定幅度的提升，尤其是苏南地区效果明显；二是在渠道库存上，省内市场库存问题基本解决，目前渠道库存较为合理。

### 消费升级驱动省内梦之蓝高增长

江苏市场消费升级明显，包括居民的消费升级和商务的消费升级。一方面江苏市场从 50-60 元向 100 元价位段升级，100 元向 150-200 元价位段升级；另一方面江苏市场高端需求旺盛，梦之蓝增速强劲。特别是在经济基础较好的苏南地区，消费升级更为显著，对洋河的认知度也高，从而成为梦之蓝的主要增长点。预计江苏市场 2017 年梦之蓝增速在 20% 左右，从而带动省内市场整体复苏。

## 外延并购

从国际酒业巨头包括帝亚吉欧的发展路径来看，除了主业的内生增长外，外延并购扩张也是其不断壮大的核心驱动力。并购的关键在于整合协同，从而提升营收，降低运营成本，进而提高盈利能力。

洋河股份从 2013 年开始，并购整合的动作开始加速。2010 年 4 月，收购双沟酒业；2013 年 3 月，收购湖北梨花村酒业，并在湖北省十堰郧县开工建设梨花村酒业万吨优质白酒项目；2014 年 1 月和 3 日，分别收购湖南宁乡汨罗春酒业和哈尔滨市宾州酿酒厂；2016 年 6 月，公司斥资 1.9 亿收购贵州贵酒，切入酱香型领域，作为洋河核心业务的品类补充。

并购背后的逻辑也非常清晰，除江苏大本营外，在山东、河南、安徽、浙江等新江苏市场发展迅速，很多地级市销售过亿；如此，东部基本连成片，且占有较大的优势；中部，通过并购切入贵州，湖南，湖北，往北延伸到哈尔滨，目前就少一个华北（北京和天津），中部就可以连成一条线了，北京大区和天津大区表现都很好，16 年提前 2 个月就完成全年目标。

在酒业集中度不断提升的大背景下，酒业领域的外延并购重组，包括国内国外的并购，将是洋河主业发展的另一条核心驱动力。而洋河优异的机制，卓越的团队，超强的执行力，也是外延并购后续推动协同整合的坚实保障。

**表 4：洋河股份近年来并购事件**

时间	并购事件
2010 年 4 月	收购双沟酒业；
2013 年 3 月	收购湖北梨花村酒业，并在湖北省十堰郧县开工建设梨花村酒业万吨优质白酒项目；
2014 年 1 月	收购湖南宁乡汨罗春酒业；
2014 年 3 月	收购哈尔滨市宾州酿酒厂；
2016 年 6 月	收购贵州贵酒，收购价格 1.9 亿，贵酒拥有酱香型和浓香型两种不同风格的系列产品，年产优质白酒 10000 吨，作为洋河核心业务的品类补充；

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 布局未来，缔造微分子酒传奇

洋河最大的特点是有忧患意识，特别是在行业景气度高涨的时候。洋河在中国酒业独树一帜不仅仅是其蓝色经典的强大品牌力，也不仅仅是其高效精干的渠道力，更是其思考行业未来、布局未来的前瞻力。这点上，能够保障洋河不仅仅确保目前主业稳健增长，能让其面对人口结构变化、消费习惯变化时更能从容应对，在行业面临变局时优势凸显。

类似当年研发蓝色经典，消费者的诉求从追求香味到口味，饮后适合度高。所以蓝色经典解决了这样一个痛点，喝下去以后舒服比闻起来香更重要。而微分子酒主打“健康”、“低酒度”，是白酒行业首次真正把健康饮酒从概念转化为产品。可以说，洋河微分子酒是真正展现洋河思考和引领行业未来、继承洋河强大的创新能力、引领洋河发展的战略性大单品。可以大胆的预言，微分子酒有望重复蓝色经典的案例。

“酒量”和“健康”一直是白酒行业的两大痛点。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。随着近几年来消费的升级，人们对健康的诉求越来越强烈，喝健康酒已成为很多人的共识。洋河基于对于未来消费诉求的变化，专门成立了技术团队，经过 5-6 年的深入研究，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”。

目前共推出 33.8 度和 43.8 度两种酒度的微分子酒。33.8 度的微分子酒具有 40 度酒的口感，而 43.8 度的微分子酒具有 50 度酒的口感，真正做到了“低酒度，高口感”。酒度下又分为：大 V 和小 V 两款产品。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。零售价格目前定价 400-700 元。

图 12: 洋河微分子酒（33.8 度小 V，33.8 度大 V，43.8 度微客）



资料来源:公司官网，国信证券经济研究所整理

**微分子酒特点：微量成分多、健康功效好、饮后醒酒快、尽心更省心**

**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，白酒 1000 多种微量成分就很好了，这个酒有 6000 多种微量成分；微酿成分很多，入口口感就会很协调丰满，酒能够有厚重感，也不是太刺激；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。酒度越低越难做。

**健康功效好：**微分子酒健康元素含量多，酚类物质含量高。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。

**微分子酒采用小分子技术，饮后醒酒快所以：**据科学研究，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，微分子酒酒精度低，采取小分子技术，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。

**尽心更省心：**33.8 度的微分子酒具有 40 度酒的口感，而 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。

图 13：微分子酒特点



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司在江苏市场进行测试，重点导入团购渠道，后期从团购渠道逐步导入省内优质市场和省外样板市场。2016 年微分子酒预计规模在 3 个亿左右。

公司层面来讲，公司并没有把微分子酒真正推出来放量。目前海天梦处于恢复

增长的状态，微分子酒希望过几年成长下一阶段的增长点，卖点是绵柔+健康；而海天梦的诉求点是绵柔，不刺激。在大健康品质战略层面，洋河微分子酒的正式上市成为该战略的引爆点与支撑点。可以说，洋河微分子酒是真正展现洋河思考和引领行业未来、继承洋河强大的创新能力、引领洋河发展的战略性大单品。可以大胆的预言，微分子酒有望重复蓝色经典的案例。

## 投资建议

洋河作为国内治理结构最为完善、营销管理最为精干、行业前瞻和产品创新最为领先的白酒龙头，将继续保持稳健增长。省内市场复苏转正，新江苏市场保持强劲增长驱动深度全国化；产品结构上贴合消费升级趋势，梦之蓝预计 17 年增速在 40%左右将是公司收入增长的核心驱动力，从而带动公司整体白酒收入 10-15%的增长；而主打健康和低酒度的洋河微分子酒是真正展现洋河思考和引领行业未来的战略性大单品，有望重复蓝色经典的案例；酒业领域国内外的外延并购重组，将是洋河主业发展的另一条核心驱动力，而洋河优异的机制、卓越的团队、超强的执行力，也是外延并购后续推动协同整合的坚实保障。我们看好洋河成为全球酒业巨头的未来。

我们预计 17-19 年业绩为 67.23/77.36/86.10 亿元，折合 EPS4.46/5.13/5.71 元。维持买入评级。合理估值 18 年 20 倍 102 元。

## 风险提示

- 宏观经济的波动；
- 新江苏市场低于预期；
- 食品安全的风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2457	4254	6793	10136	营业收入	17183	19558	21980	24417
应收款项	273	311	349	388	营业成本	6203	6977	7746	8528
存货净额	12222	13157	14678	16266	营业税金及附加	310	352	396	439
其他流动资产	10135	10757	12089	13429	销售费用	1869	2093	2242	2466
<b>流动资产合计</b>	<b>25325</b>	<b>28718</b>	<b>34148</b>	<b>40458</b>	管理费用	1582	1799	1978	2222
固定资产	8515	8380	8185	7728	财务费用	(9)	(20)	(22)	(24)
无形资产及其他	1635	1570	1506	1441	投资收益	547	580	650	670
投资性房地产	3308	3308	3308	3308	资产减值及公允价值变动	(48)	(14)	(15)	(15)
长期股权投资	21	21	21	21	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>38804</b>	<b>41998</b>	<b>47168</b>	<b>52957</b>	营业利润	7727	8922	10275	11441
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	34	34	34	34
应付款项	1744	1956	2182	2418	<b>利润总额</b>	<b>7761</b>	<b>8956</b>	<b>10309</b>	<b>11475</b>
其他流动负债	10693	10316	11395	12646	所得税费用	1956	2248	2588	2880
<b>流动负债合计</b>	<b>12437</b>	<b>12272</b>	<b>13577</b>	<b>15064</b>	少数股东损益	(22)	(15)	(15)	(15)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5827</b>	<b>6723</b>	<b>7736</b>	<b>8610</b>
其他长期负债	330	335	340	345					
<b>长期负债合计</b>	<b>330</b>	<b>335</b>	<b>340</b>	<b>345</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>12767</b>	<b>12607</b>	<b>13916</b>	<b>15408</b>	净利润	5827	6723	7736	8610
少数股东权益	(16)	(23)	(31)	(38)	资产减值准备	36	2	(1)	(2)
股东权益	26053	29414	33283	37587	折旧摊销	725	905	967	1010
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>38804</b>	<b>41998</b>	<b>47168</b>	<b>52957</b>	公允价值变动损失	48	14	15	15
					财务费用	(9)	(20)	(22)	(24)
					营运资本变动	(5469)	(1754)	(1584)	(1477)
					其它	(48)	(9)	(6)	(5)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>1119</b>	<b>5880</b>	<b>7128</b>	<b>8150</b>
					资本开支	(638)	(721)	(721)	(501)
					其它投资现金流	116	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(496)</b>	<b>(721)</b>	<b>(721)</b>	<b>(501)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(0)	0	0	0
					支付股利、利息	(2714)	(3362)	(3868)	(4305)
					其它融资现金流	2553	0	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(2874)</b>	<b>(3362)</b>	<b>(3868)</b>	<b>(4305)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(2251)</b>	<b>1798</b>	<b>2538</b>	<b>3344</b>
					货币资金的期初余额	4708	2457	4254	6793
					货币资金的期末余额	2457	4254	6793	10136
					企业自由现金流	18	4674	5867	7092
					权益自由现金流	2571	4711	5929	7187

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	3.87	4.46	5.13	5.71
每股红利	1.80	2.23	2.57	2.86
每股净资产	17.29	19.52	22.09	24.94
ROIC	23%	24%	26%	28%
ROE	22%	23%	23%	23%
毛利率	64%	64%	65%	65%
EBIT Margin	42%	43%	44%	44%
EBITDA Margin	46%	47%	48%	48%
收入增长	7%	14%	12%	11%
净利润增长率	9%	15%	15%	11%
资产负债率	33%	30%	29%	29%
息率	2.3%	2.8%	3.2%	3.6%
P/E	20.7	17.9	15.6	14.0
P/B	4.6	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA	16.8	14.4	12.7	11.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
<b>李文英</b> 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>汤静文</b> 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	<b>赵冰童</b> 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
<b>王玮</b> 13726685252	<b>吴国</b> 15800476582	<b>赵晓曦</b> 0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn	<b>梁佳</b> 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
<b>许婧</b> 18600319171	<b>梁轶聪</b> 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	<b>颜小燕</b> 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	<b>程可欣</b> 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
<b>边祎维</b> 13726685252	<b>倪婧</b> 18616741177	<b>黄明燕</b> 18507558226	<b>夏雪</b> 18682071096
<b>王艺汀</b> 13726685252	<b>林若</b> 13726685252	<b>刘紫微</b> 13828854899	<b>吴翰文</b> 13726685252
<b>陈雪庆</b> 18150530525	<b>张南威</b> 13726685252	<b>简洁</b> 13726685252	
<b>杨云崧</b> 18150530525	<b>周鑫</b> 13726685252	<b>欧子炜</b> 18150530525	
<b>赵海英</b> 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>张欣慰</b> 13726685252		