



联讯证券

2017年09月29日

增持(维持)

当前价：103.41 元
目标价：132 元

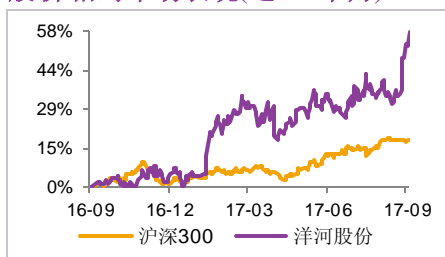
分析师：石山虎

执业编号：S0300517060001
电话：021-51782237
邮箱：shishanhu@lxsec.com

研究助理：刘宸倩

电话：021-51782335
邮箱：liuchengqian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	17,183	19,778	22,369	24,963
(+/-)	7.0%	15.1%	13.1%	11.6%
归母净利润	5,827	6,863	7,978	9,082
(+/-)	8.6%	17.8%	16.2%	13.8%
EPS(元)	3.87	4.55	5.29	6.03
P/E	26.74	22.71	19.53	17.16

资料来源：联讯证券研究院

《【联讯食品饮料公司点评】洋河股份：业绩符合预期，估值优势显著》2017-08-30

洋河股份(002304.SZ)

【联讯食品饮料公司深度】洋河股份(002304.SH)：次高端龙头全国化，消费升级助力增长

投资要点

◇ 消费升级带动白酒行业复苏，次高端空间广阔

白酒行业经过两年多的深度调整，目前消费者已经逐步回归理性，主要的消费也由政务变成民间和商务消费。从 2005 年开始，我国居民人均可支配收入逐年提升，增长率基本能够保持在 10% 以上。经济发展带动居民消费能力的提升，白酒消费也呈现中高端化。随着茅台、普五和国窖 1573 的价格上涨，次高端白酒性价比凸显，未来空间广阔。

◇ 公司是江苏白酒龙头，竞争优势显著

产品优势：公司产品覆盖高中低端市场，每个细分市场都有大单品。**品牌优势：**公司主打的“蓝色经典”系列凭借其柔和的口感，独特的香味和销售渠道的铺设，塑造自身品牌力。**渠道优势：**公司拥有中国白酒行业最强大的营销网络，深度管理 8000 多家经销商。未来，公司将深耕渠道开发，扩大省内、外市场。

◇ 产品结构持续升级，省外高增长可期

消费升级带动梦之蓝的高增长和全国化趋势。2015 年，梦系列增速超 20%，16 年达到 30% 左右。根据调研数据，17H1 梦系列增速达到 45-50%。未来公司的产品结构将持续提升，将推动盈利能力上行。2016 年，省外市场收入同比增长 22.43%，占整体酒类业务的占比提高到 45%。公司的下一步目标是达到省内省外 5:5，最终目标达到省内、外 7:3 结构。通过挖掘传统优势区域的增长潜能，抓住消费升级趋势，公司有望进一步实现省外高增长。

◇ 具有吸引力的估值，高分红率与 ROE

公司 17 年 PE 为 23 倍，低于行业平均水平 36 倍，具有估值修复空间。2016 年，ROE（摊薄）为 22%，为白酒行业领先水平。公司上市以来共分红 8 次，平均分红率为 39%，2016 年分红率为 54%。未来，公司具有“估值修复+业绩复苏”双重弹性。

◇ 盈利预测与估值：目标价格“132 元/股”，投资评级“买入”

假设：

1) 受益于消费升级，公司产品结构持续升级。我们预测梦之蓝 2017-2019 年的收入增速分别为 50%、30% 和 20%。天之蓝 17-19 年收入增速分别为 14%、12% 和 12%。海之蓝 17-19 年收入增速分别为 12%、10% 和 10%。

2) 毛利率提升主要来自产品结构升级。我们预计 17-19 年毛利率分别为 64.9%、65.8% 和 66.4%。

3) 由于公司管理和经营较为稳定，我们预计未来三年管理费率和销售



费率保持稳定水平。2017-2019 年，销售费率为 9.5%，管理费率为 7.5%。

综上，我们预计 2017-2019 年收入分别为 197.78、223.69 和 249.63 亿元，归母净利润分别为 68.63、79.78 和 90.82 亿元，EPS 分别为 4.55、5.29 和 6.03 元，对应 PE 分别为 23 倍、20 倍和 17 倍。给予公司 2018 年 25 倍 PE，目标价 132 元。首次覆盖给予“买入”评级。

◇ 风险提示

产品升级不及预期，省内区域扩张低于预期



投资案件

投资评级与估值

我们预计 2017-2019 年收入分别为 197.78、223.69 和 249.63 亿元，归母净利润分别为 68.63、79.78 和 90.82 亿元，EPS 分别为 4.55、5.29 和 6.03 元，对应 PE 分别为 23 倍、20 倍和 17 倍。给予公司 2018 年 25 倍 PE，目标价 132 元。首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

(1) 梦之蓝 2017-2019 年的收入增速分别为 50%、30%和 20%；天之蓝 17-19 年收入增速分别为 14%、12%和 12%；海之蓝 17-19 年收入增速分别为 12%、10%和 10%。

(2) 我们预计 17-19 年毛利率分别为 64.9%、65.8%和 66.4%。

(3) 未来三年管理费率和销售费率保持稳定水平。2017-2019 年，销售费率为 9.5%，管理费率为 7.5%。

有别于大众认识

市场可能认为海之蓝基数较大，未来增长承压；公司在江苏省内市占率较高，省内增长空间有限。我们认为：

- (1) 海之蓝是 100-200 元价位带的大单品，具有很强的品牌力和全国化能力；
- (2) 江苏省内消费升级将带动公司产品结构提升，公司渠道下沉有利于未来省内增速的恢复性增长。

股市表现的催化剂

产品结构升级超预期，省外扩张加速

核心假设风险

- (1) 食品安全风险
- (2) 省外扩张不达预期
- (3) 消费升级不及预期



目 录

一、公司是江苏白酒龙头企业.....	6
(一) 公司简介及历史沿革.....	6
(二) 历史财务情况.....	7
(三) 公司股权结构.....	8
(四) 管理层分析.....	8
(五) 分红率逐年提高.....	9
二、消费升级带动白酒行业复苏，次高端空间广阔.....	10
(一) 民间消费带动白酒行业复苏.....	10
(二) 白酒行业集中度不断提升.....	10
(三) 消费升级带动中高端白酒消费，次高端市场空间大.....	11
三、公司的竞争优势显著.....	13
(一) 产品结构丰富，各价位都有大单品.....	13
(二) 品牌力不断加强.....	13
(三) 行业领先的销售模式.....	14
四、业绩增长的驱动力.....	15
(一) 消费升级带动产品结构提升.....	15
(二) 省内渠道下沉带动增速复苏.....	16
(三) 新江苏市场保持高增长.....	17
五、盈利预测与估值.....	19
六、风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 洋河股份的历史沿革.....	6
图表 2: 2017H1 公司主营收入占比.....	6
图表 3: 2012-2017H1 营业总收入及综合毛利率.....	7
图表 4: 2012-2017H1 归母净利润及净利率.....	7
图表 5: 2012-2017H1 白酒业务收入及毛利率.....	7
图表 6: 2012-2017H1 红酒业务收入及毛利率.....	7
图表 7: 公司股权结构.....	8
图表 8: 公司高管持股情况.....	8
图表 9: 公司管理层简介.....	9
图表 10: 公司上市以来分红情况.....	9
图表 11: 白酒行业产量及增速.....	10
图表 12: 白酒行业销售额及增速.....	10
图表 13: 白酒行业利润总额及增速.....	10
图表 14: 飞天茅台和普五终端价格走势.....	10
图表 15: 白酒上市公司收入占比.....	11



图表 16: 白酒三大龙头市占率情况.....	11
图表 17: 2016 年江苏省和全国人均可支配收入和支出对比.....	12
图表 18: 公司高管持股情况.....	12
图表 19: BCG 中国财富报告.....	12
图表 20: 洋河各价位带产品.....	13
图表 21: 洋河的销售模式.....	14
图表 22: 2016 年酒企销售人员数量.....	15
图表 23: 2016 年上市白酒公司销售费率情况.....	15
图表 24: 2016 年上市白酒企业净利率情况.....	15
图表 25: 2016 年蓝色经典系列收入占比达到 70%.....	16
图表 26: 2015-2017 年洋河的提价进程.....	16
图表 27: 江苏省白酒价位带.....	16
图表 28: 全国白酒产量前十省市.....	17
图表 29: 前六大白酒市场容量.....	17
图表 30: 江苏省内收入及增速.....	17
图表 31: 新江苏市场数量.....	18
图表 32: 洋河省内省外收入占比.....	18
图表 33: 可比公司估值（截止 2017 年 9 月 27 日）.....	19
图表 34: 洋河股份 PE-Band.....	20
图表 35: 洋河股份 PB-Band.....	20
附录: 公司财务预测表（百万元）.....	21



一、公司是江苏白酒龙头企业

(一) 公司简介及历史沿革

洋河股份是中国老八大名酒之一，地处江苏省宿迁市。得天独厚的生态环境和绵延悠久的白酒文化酝酿出洋河“甜、绵、软、净、香”的独特风格。公司以白酒酿造为主业，与茅台、五粮液等同居白酒行业第一梯队，拥有洋河、双沟、泗阳三大酿酒生产基地和苏酒集团贸易股份有限公司。近年来，公司全力打造的“绵柔型”白酒经典之作“洋河蓝色经典”，并且通过收购双沟和贵酒扩大产品种类，实现高中低档白酒全面覆盖。

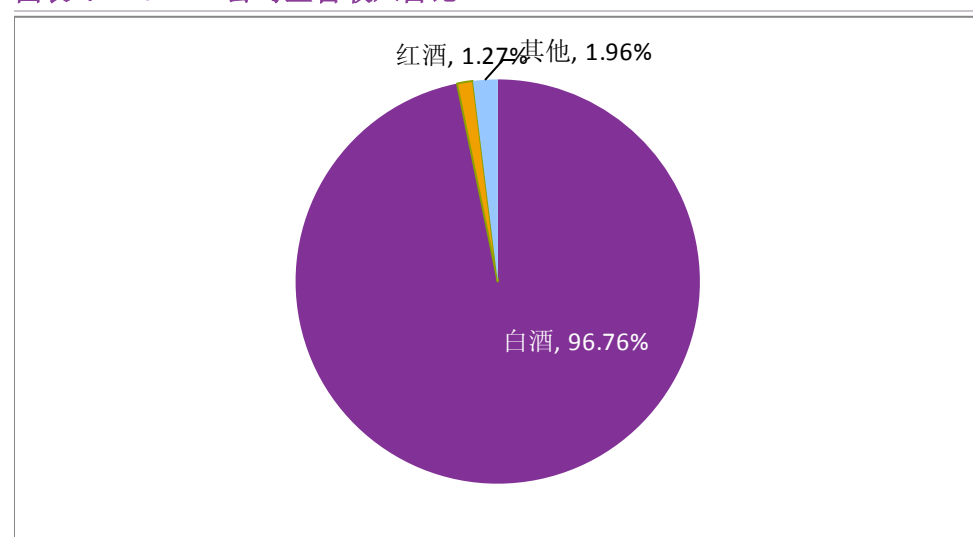
公司主营业务以白酒的生产与销售为主。2017H1，白酒占比为 96.76%，红酒占比为 1.27%，其他业务为 1.96%。

图表1： 洋河股份的历史沿革

年份	事件
2002	洋河集团作为第一发起人，与 6 家公司和 14 名自然人联合成立了江苏洋河酒厂有限公司
2006	洋河酒厂完成国企改革，实现高管间接持股
2009	公司在深圳证券交易所挂牌上市
2010	宿迁市国丰资产经营管理有限公司将其 40.59%的江苏双沟酒业公司股份转让给洋河酒厂
2011	双沟酒业股份全部转给洋河酒厂，组建苏酒集团
2013	公司全资收购湖北梨花村酒厂，扩展全国市场
2014	公司全资收购哈尔滨宾州酿酒厂，生产罐装白酒，提升品牌力
2016	公司全资收购贵州贵酒，获得酱香型系列产品

资料来源：公司官网，联讯证券

图表2： 2017H1 公司主营收入占比



资料来源:公司公告，联讯证券



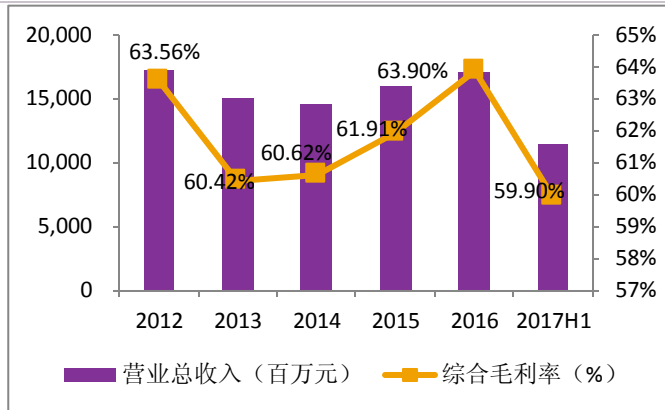
(二) 历史财务情况

2017H1，公司营业收入 115.30 亿元，同比增长 13.12%；归母净利润 39.08 亿元，同比增长 14.15%；扣非后净利润 37.15 亿元，同比增长 11.72%。

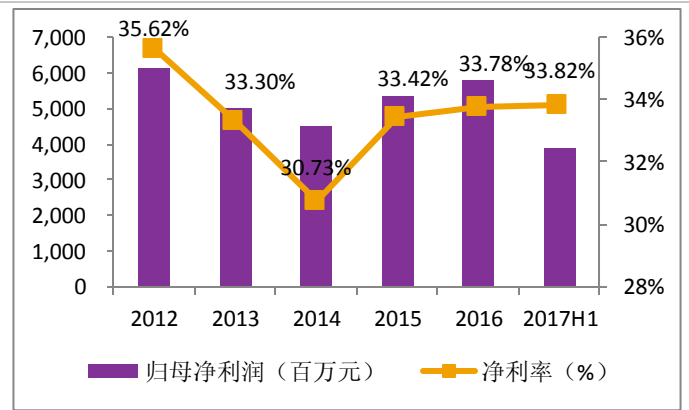
2012-2016 年，公司营业总收入从 172.27 亿元微降至 171.83 亿元。受“限三公消费”等政策影响，白酒行业自 2012 年下半年开始进入深度调整期，公司业绩出现下滑。2015 年，随着白酒行业稳步复苏及消费升级，公司业绩稳步回升。2016 年，公司营业总收入 171.83 亿元，同比增长 7.04%；归母净利润 58.27 亿元，同比增长 8.61%。

2012-2016 年，公司综合毛利率从 63.56% 提升到 63.90%，主要受益于消费升级带来的产品结构提升。2016 年，公司核心产品蓝色经典系列占收入比重超过 70%。

图表3: 2012-2017H1 营业总收入及综合毛利率



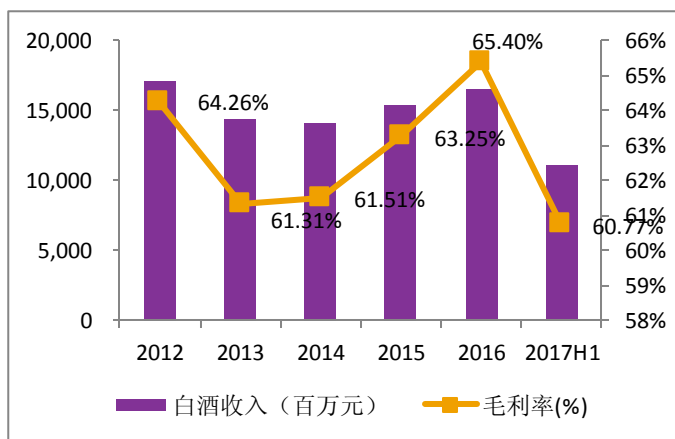
图表4: 2012-2017H1 归母净利润及净利率



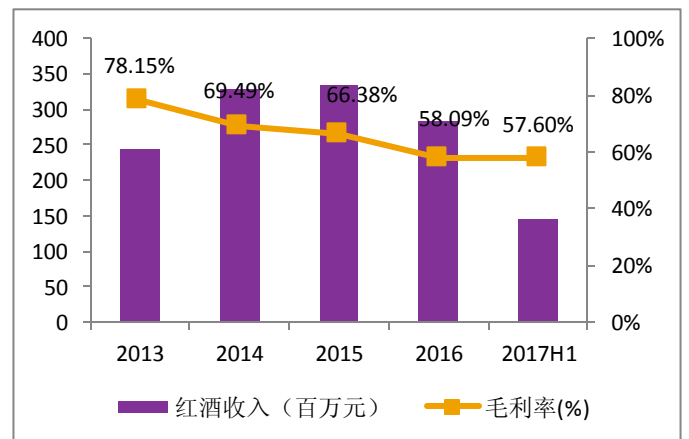
资料来源: Wind, 联讯证券

资料来源: Wind, 联讯证券

图表5: 2012-2017H1 白酒业务收入及毛利率



图表6: 2012-2017H1 红酒业务收入及毛利率



资料来源: Wind, 联讯证券

资料来源: Wind, 联讯证券



（三）公司股权结构

公司是国有体制企业，第一大股东为国资委 100% 控股的洋河集团，持有公司 34.16% 的股份。第二大股东蓝天贸易和第三大股东蓝海贸易分别持股 11.06% 与 10.38%。公司治理结构优异，集团和上市公司大部分高管都直接或者间接持有上市公司股份，充分调动管理层的积极性，提高公司的经营效率。

图表7： 公司股权结构



资料来源：联讯证券

图表8： 公司高管持股情况

姓名	职务	任职状态	期末持股数(股)	持股占比
钟玉叶	董事,执行总裁	现任	5,912,011	0.39%
朱广生	原副总裁	现任	5,912,011	0.39%
冯攀台	监事会主席	现任	5,677,986	0.38%
丛学年	董事,副总裁,董事会秘书,财务负责人	现任	3,378,291	0.22%
周新虎	董事,副总裁,总工程师	现任	3,378,291	0.22%
郑步军	副总裁	现任	71,400	0.00%
王耀	董事长	现任	30,002	0.00%
总计			24,359,992	1.62%

资料来源：公司公告，联讯证券

（四）管理层分析

公司高管年龄普遍偏高，集中于四十到五十岁。从学历上看，管理层整体学历水平较高，大部分为硕士以上学历。核心技术人员多为内部提拔，选拔方式为内部提拔与外部聘用结合，保持员工的积极性。

2015 年初，公司董事会换届，根据“双核驱动”的发展战略的需求进行。前任董事长张雨柏担任苏酒集团董事局主席，负责公司发展战略的制定和新业务的开拓。王耀担任洋河股份董事长，将负责公司董事会的全面工作。公司将全面推广“阿米巴管理模式”，保持企业大规模优势的同时，具备小企业的灵活性。



图表9: 公司管理层简介

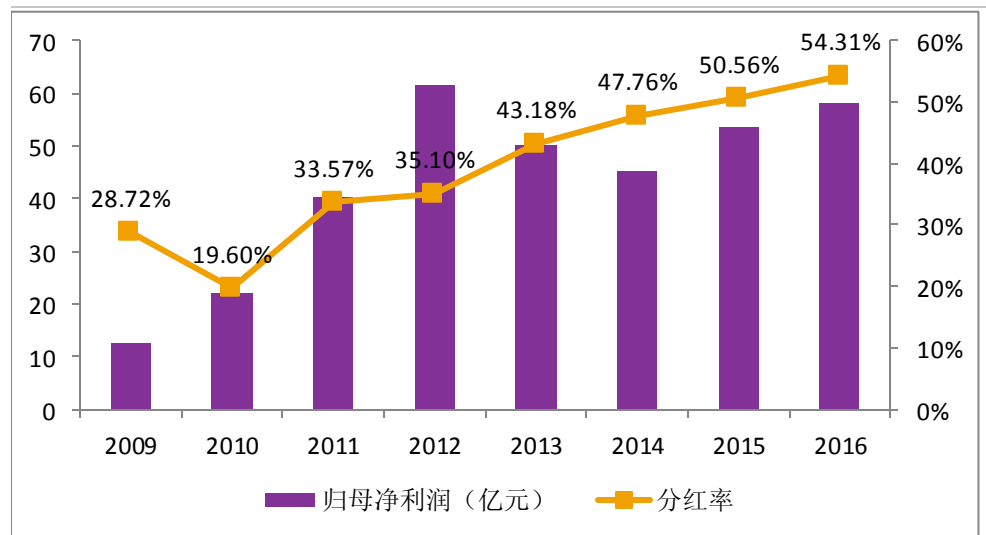
姓名	职务	学历	年龄	个人简历	派别
王耀	董事长	硕士	50	中国白酒工艺大师, 历任江苏洋河酒厂粉碎制曲车间主任。双沟酒业股份有限公司副总经理, 江苏苏酒副总经理。	技术派、管理派、内部提拔
钟雨	副董事长, 总裁	硕士	51	中国白酒大师, 历任江苏双沟酒厂技术处处长兼环保处处长, 本公司和分公司副总经理, 是江苏省五一劳动奖章获得者。	技术派/内部提拔
韩锋	董事	硕士	53	历任江苏省泗阳县副县长, 泗阳县委常委, 江苏双沟集团董事长, 现任宿迁产业发展集团有限公司董事长。	管理派
钟玉叶	董事, 执行总裁	专科	58	高级工程师, 品酒师, 酿酒师, 中国白酒大师。历任江苏洋河酒厂车间班长, 本公司副总裁, 洋河股份洋河分公司总经理。	技术派/内部选拔
丛学年	董事, 副总裁	硕士	49	高级经济师, 历任江苏洋河酒厂总帐会计, 财务处长, 总会计师, 本公司董秘。	财务背景/管理派
周新虎	副总裁, 总工程师	硕士	53	高级工程师, 中国食品工程协会白酒专业委员会专家组成员, 中国首席品酒师, 中国评酒大师, 历任洋河集团技术员, 质量检验科长。	技术派/内部提拔

资料来源: 公司公告, 联讯证券

(五) 分红率逐年提高

公司上市以来共分红 8 次, 平均分红率为 39.10%。公司 2016 年 4 月发布的最新章程中规定: 除特殊情况以外, 公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况, 采用现金方式分配股利, 每年以现金方式分配的利润不少于公司当年实现的可分配利润的 30%。公司的股利支付率从 2010 年开始逐年提升, 2016 年超过 54%。

图表10: 公司上市以来分红情况



资料来源: 公司公告, 联讯证券

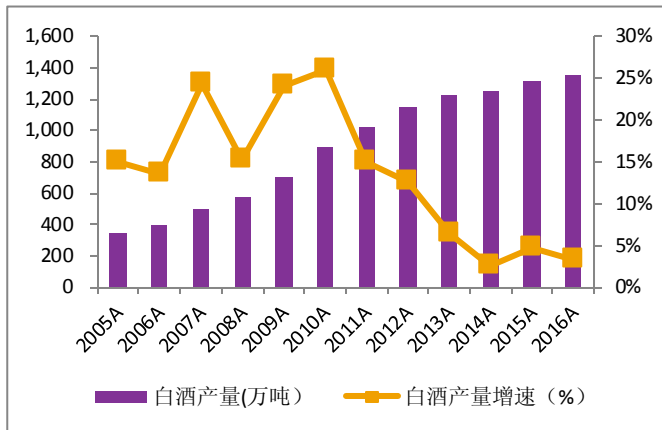


二、消费升级带动白酒行业复苏，次高端空间广阔

(一) 民间消费带动白酒行业复苏

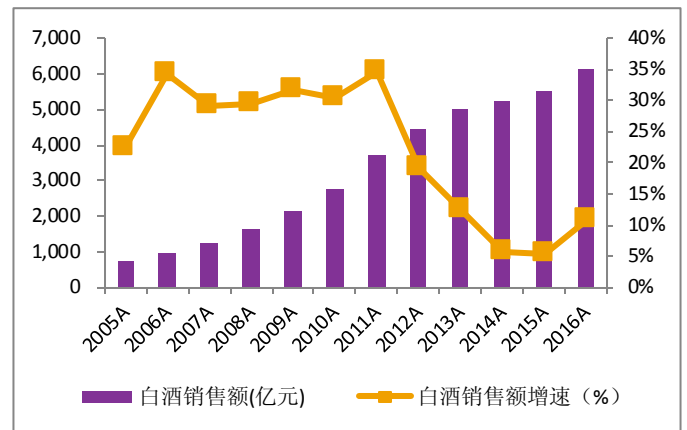
白酒行业有特殊的行业属性，毛利率高，税收负担重，受政策影响深。另外，白酒属于消费品，其景气程度受人均可支配收入影响也很大。2013年，白酒的消费环境发生巨大变化。随着限制“三公消费”，酒驾入刑等政策的出台，白酒告别了黄金十年，进入了行业低谷期。白酒公司的产量、收入、利润和产品价格方面都有大幅下降。2015年开始，商务消费和个人消费占主导，转向理性消费，行业开始弱复苏。

图表11: 白酒行业产量及增速



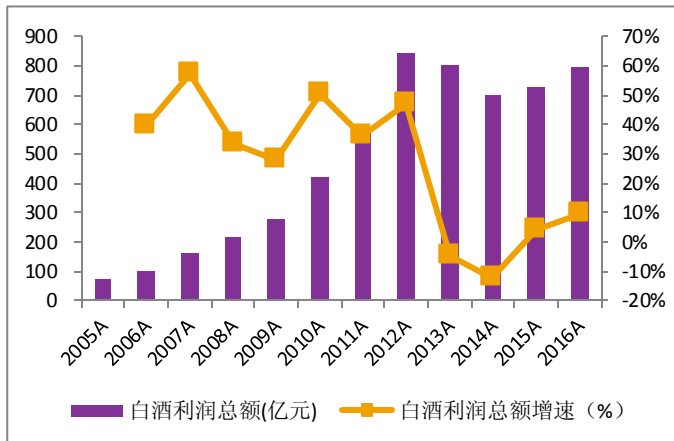
资料来源: Wind, 联讯证券

图表12: 白酒行业销售额及增速



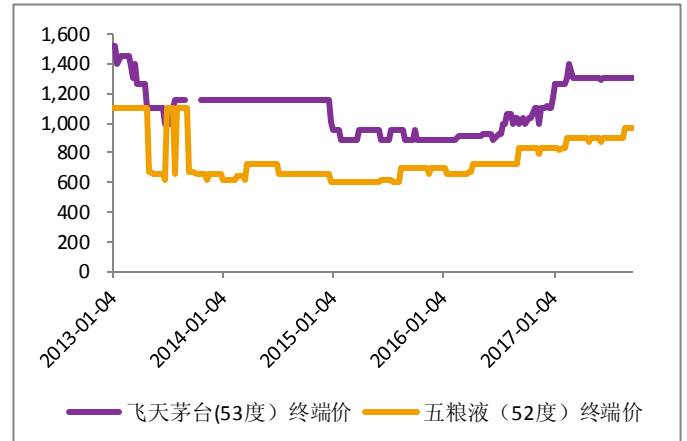
资料来源: Wind, 联讯证券

图表13: 白酒行业利润总额及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表14: 飞天茅台和普五终端价格走势



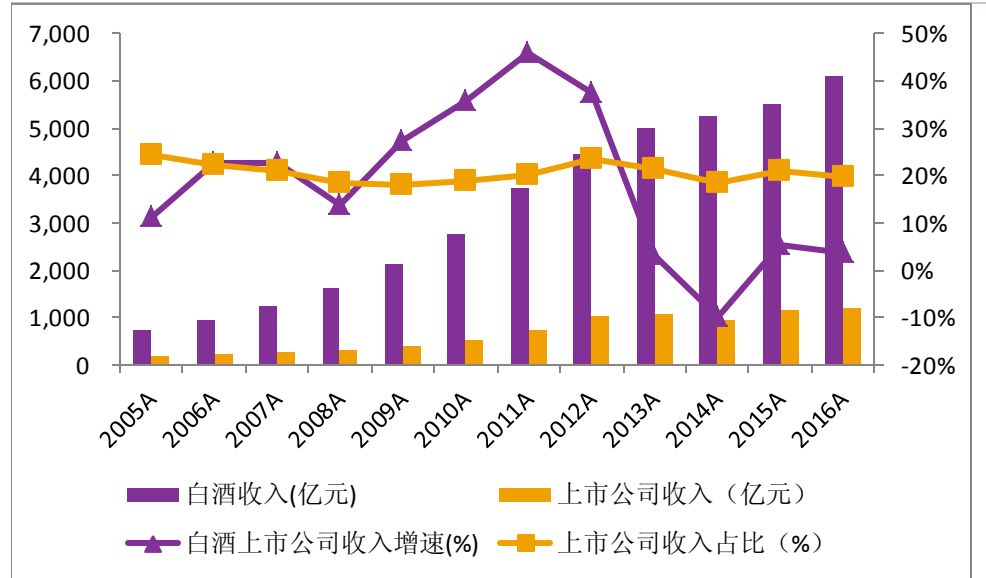
资料来源: 京东商城, 联讯证券

(二) 白酒行业集中度不断提升

白酒行业经过两年多的深度调整，目前消费者已经逐步回归理性，主要的消费也有政务变成民间和商务消费。然而，白酒行业仍然存在严重的产能过剩问题。随着行业竞争日益加剧，大企业不断对小企业实行并购，经营能力较低的小型白酒企业将被淘汰。2016年，白酒上市公司收入占比为19.6%，其中前三家龙头的市占率为13.4%。我们预测，未来行业集中度有望继续提升。

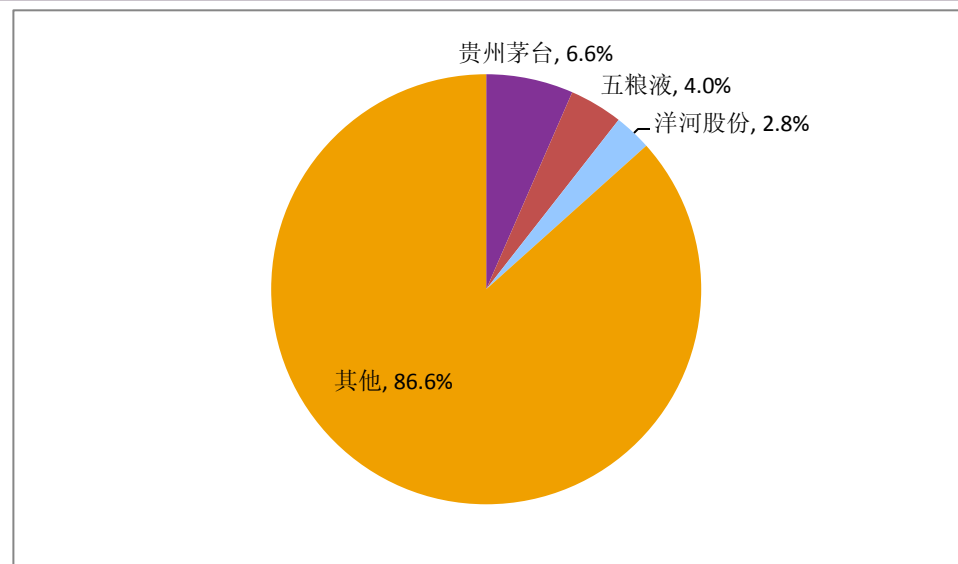


图表15: 白酒上市公司收入占比



资料来源: 联讯证券

图表16: 白酒三大龙头市占率情况



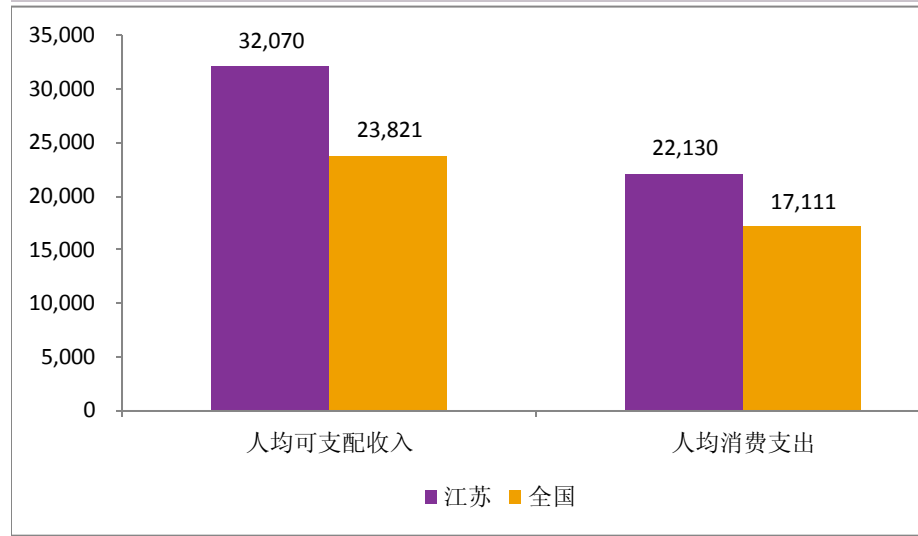
资料来源: Wind, 联讯证券

(三) 消费升级带动中高端白酒消费, 次高端市场空间大

经济发展带动居民消费能力的提升, 白酒消费也呈现中高端化。从 2005 年开始, 我国居民人均可支配收入逐年提升, 增长率基本能够保持在 10% 以上。近十年江苏省 GDP 增速高于全国水平, 2016 年江苏省人均可支配收入 32070 元, 高于全国水平 34.6%, 人均消费支出 22130 元, 高于全国水平 29.3%。



图表17: 2016年江苏省和全国人均可支配收入和支出对比



资料来源:Wind, 联讯证券

随着高端白酒的价格上涨,次高端的性价比凸显。从大众消费升级角度,部分商务和民间消费会从地产酒往次高端白酒转移。根据波士顿咨询的报告,到2020年,可支配收入在1.2万美元的中上层家庭数目占比将从17%增长到34%。中产阶级群体的扩大将驱动次高端市场的发展。2015年,整个高端和次高端白酒市场规模约870亿元,其中次高端309亿元。我们保守预测,2020年次高端白酒市场有40%增长,市场规模达到432亿元。

图表18: 公司高管持股情况

姓名	职务	任职状态	期末持股数(股)	持股占比
钟玉叶	董事,执行总裁	现任	5,912,011	0.39%
朱广生	原副总裁	现任	5,912,011	0.39%
冯攀台	监事会主席	现任	5,677,986	0.38%
丛学年	董事,副总裁,董事会秘书,财务负责人	现任	3,378,291	0.22%
周新虎	董事,副总裁,总工程师	现任	3,378,291	0.22%
郑步军	副总裁	现任	71,400	0.00%
王耀	董事长	现任	30,002	0.00%
总计			24,359,992	1.62%

资料来源:公司公告, 联讯证券

图表19: BCG 中国财富报告

分类	定义	家庭数量中占比		在消费额中占比	
		2011年	2020年	2011年	2020年
高净值人士	家庭收入超过100万美元	0%	0%	3%	7%
非常富裕消费者	可支配收入在4万-100万美元的城市家庭	3%	8%	9%	15%
中等富裕消费者	可支配收入在2万-4万美元的城市家庭	6%	12%	14%	20%
中产阶层	可支配收入在1.2万-2万美元的城市家庭	8%	14%	14%	15%



新兴中产阶级	可支配收入在 8000 美元-1.2 万美元的城市家庭	12%	13%	16%	11%
低收入者	可支配收入低于 8000 美元的城市家庭	22%	12%	18%	6%
农村消费者	农村居民	49%	41%	25%	25%

资料来源: BCG, 联讯证券

三、公司的竞争优势显著

(一) 产品结构丰富, 各价位都有大单品

公司拥有“洋河”、“双沟”两个中国名酒品牌, 形成了高中低全价位产品覆盖。从 2003 年始, 公司在洋河大曲基础上推出洋河蓝色经典系列, 收入占比超过 70%。其中, 海之蓝、天之蓝和梦之蓝覆盖了中高端、次高端和超高端。2010 年收购双沟酒业后, 公司产品线分布更加细化和完善。2016 年, 公司收购贵酒进入了酱香领域。

公司产品线清晰, 每个价位段都有大单品。超高端价格为 600 元以上, 核心单品有梦之蓝、苏酒系列绿苏、珍宝坊帝坊。次高端价位在 300-600 元, 核心单品为天之蓝、珍宝坊圣坊。中高端价位在 150-300 元, 核心品牌为海之蓝、珍宝坊君坊。中低端价位在 80-150 元, 核心单品为洋河大曲蓝瓷、洋河大曲青瓷。低端价位在 80 元以下, 核心单品为敦煌系列、双沟红宝石、蓝宝石等。

图表 20: 洋河各价位带产品

档次	价格	产品
超高端	600 元以上	梦之蓝 (M9、M6、M3、手工班)、苏酒系列绿苏、珍宝坊帝坊、双沟地锦
次高端	300-600 元	天之蓝、5A 天之蓝、珍宝坊圣坊
中高端	150-300 元	海之蓝、5A 海之蓝、珍宝坊君坊
中低端	80-150 元	洋河大曲蓝瓷、洋河大曲青瓷
低端	80 元以下	敦煌系列、双沟红宝石、蓝宝石、金樽、银樽

资料来源: 公司资料, 联讯证券

(二) 品牌力不断加强

经过多年的努力, 洋河树立了高端的国酒形象, 不断提高品牌价值和知名度。2016 年, 英国品牌评估机构 Brand Finance 发布的“全球烈酒品牌价值 50 强”中, 洋河首次超过五粮液和泸州老窖, 位列第七位, 品牌价值为 18.53 亿元。此外, 洋河分别于 2015 年获得“最具价值中国品牌 100 强”第 39 为、2016 年胡润品牌榜中国品牌第 55 为、以及入围 2017 最具价值品牌 500 强的两个中国品牌之一。此外, 公司主打的“蓝色经典”系列凭借其柔和的口感, 独特的香味和销售渠道的铺设, 塑造自身品牌力。

2016 年全国烈酒品牌价值 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	46.3



排名	品牌名称	类别	品牌价值 (亿美元)
3	轩尼诗 (Hennessy) 干邑白兰地	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	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 (Absolute)	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, 联讯证券

(三) 行业领先的销售模式

公司采用“1+1”营销模式，渠道管控力强。“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。经销商要负责物流和资金周转，降低了经销商风险，调动了经销商的积极性。公司拥有中国白酒行业最强大的营销网络，深度管理 7000 多家经销商。截至 2015 年末，公司销售人员超过 4088 人，远超其他上市公司，直接控制 3 万多的地面推广人员。2016 年，销售人员再增加 22% 到达 5000 人。较高的销售投入为公司搭建渠道，也形成公司特色的销售模式。

图表 21: 洋河的销售模式

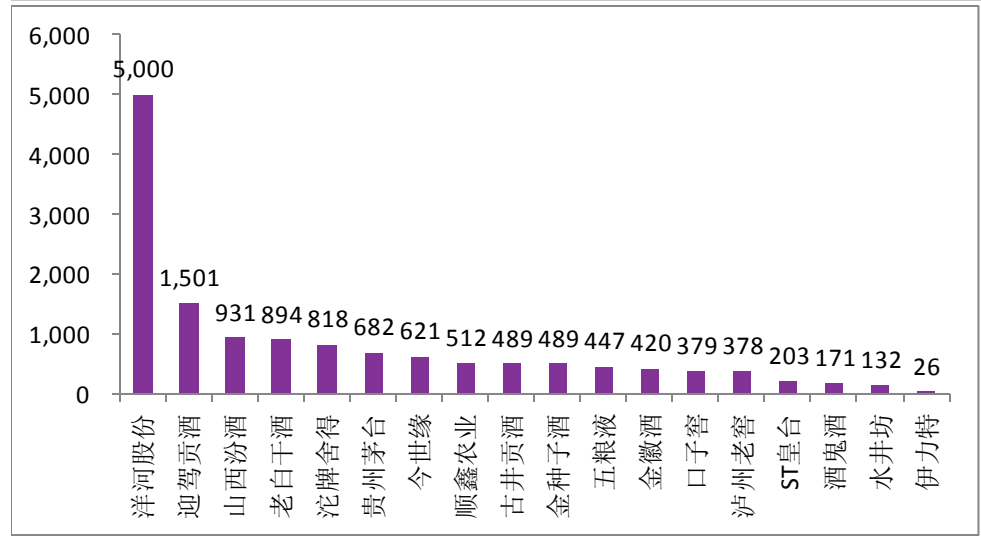
策略	具体措施
价格策略	采用需求取向定价法，洋河股份更加注重个档次产品的价格差异化，减少竞争
渠道策略	通过“1+1”，“4+3”模式不断进行渠道下沉，拥有精细化渠道，对传统经销商依赖不大，布局互联网新商业模式
沟通促销策略	品牌知名度是白酒的竞争优势，洋河股份聚集明星效用
人本策略	销售人员占比达到 30%，公司采用灵活管理模式，提高战斗力
有形展示策略	多渠道推广，蓝色经典广告语深入人心

资料来源: 公司资料, 联讯证券

洋河的销售能力不仅源于强大的销售团队，而且来自极高的销售效率。公司严格控制销售费用率，基本保持在 9-11% 之间，处于白酒上市公司的低位。2016 年，公司净利率为 33.8%，仅次于贵州茅台。

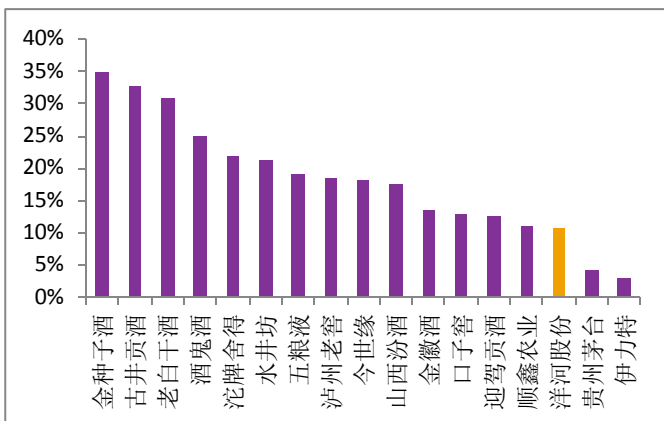


图表22: 2016年酒企销售人员数量



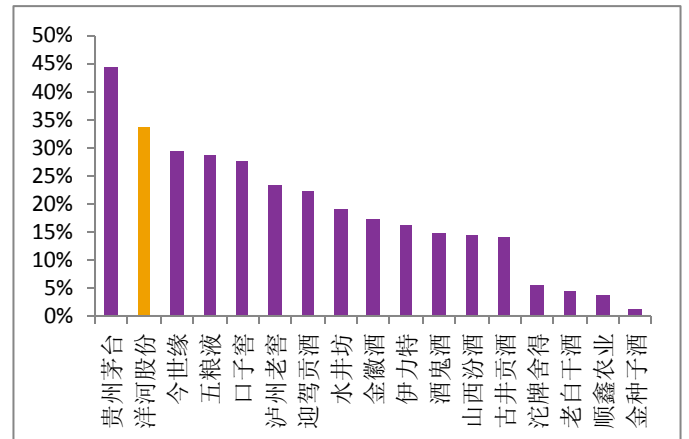
资料来源:公司公告, 联讯证券

图表23: 2016年上市白酒公司销售费率情况



资料来源:Wind, 联讯证券

图表24: 2016年上市白酒企业净利率情况



四、业绩增长的驱动力

(一) 消费升级带动产品结构提升

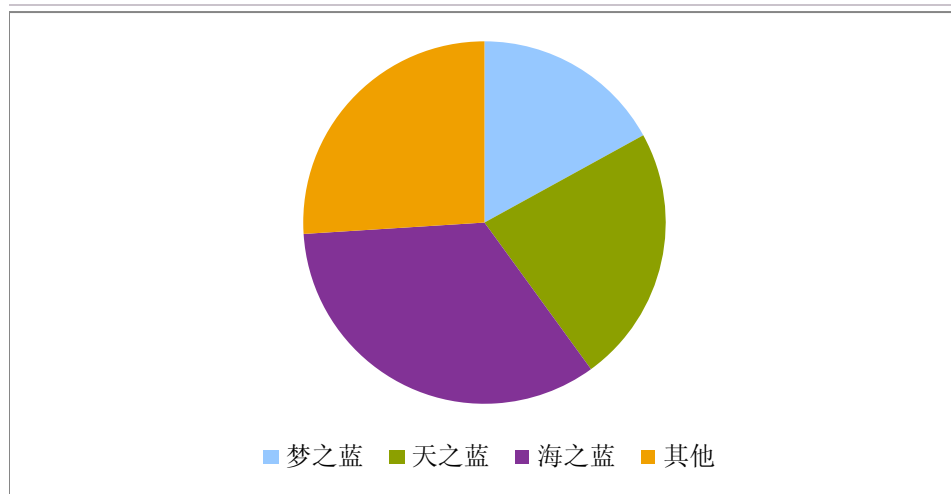
2017年梦系列有望增长近50%。白酒行业经过近几年的调整,正在逐步复苏。消费升级带动梦之蓝高增长和全国化趋势。2015年,梦系列增速超20%,16年达到30%左右。根据调研,17H1梦系列增速达到45-50%。随着苏南地区消费升级和新江苏市场的高增长,我们预计2017年梦系列有望实现50%增长。

海之蓝与天之蓝保持稳健增长。2016年,蓝色经典系列占洋河的收入70%。从销售规模来看,海之蓝>天之蓝>梦之蓝。在江苏、安徽、河南、山东等地区,海之蓝在100-200元价位带占据最大的市场份额。随着渠道下沉和喜宴等细分市场的开拓,我们预计17年海之蓝可以实现双位数增长。天之蓝作为200-300元价位带的单品,主要定价于商务



消费，17 年预计增速达到双位数。公司产品结构的进一步提升，将推动盈利能力上行。

图表25: 2016 年蓝色经典系列收入占比达到 70%



资料来源: 联讯证券整理

提价采取小步慢跑的稳健方式。2015 年，海之蓝和天之蓝系列分别提价 3 和 5 元。2016 年分别提价 2 和 4 元。2017 年 1 月底，根据市场竞争的需求，洋河对蓝色经典系列进行小幅提价。其中，海之蓝和天之蓝分别上调 2 和 3 元，梦之蓝提价 10-30 元。随着茅台和五粮液终端价格上涨，次高端性价比显现，为梦之蓝的提价腾出空间。

图表26: 2015-2017 年洋河的提价进程

	2015	2016	2017
海之蓝	3	2	2
天之蓝	5	4	3
梦之蓝			10-30

资料来源: 公司资料, 联讯证券

(二) 省内渠道下沉带动增速复苏

江苏省经济总量排名全国第二，人均收入和消费支出高于全国平均水平。目前，苏北主流消费带已经超过 100 元，苏南价格带向 200-400 元升级。根据酒业家的数据，江苏省白酒市场容量约 260 亿元，在邻近的华东市场中仅次于人口大省河南排名第二，与山东持平。作为一个白酒产销大省，江苏省内的酒文化也相对繁荣，白酒消费升级前景广阔。

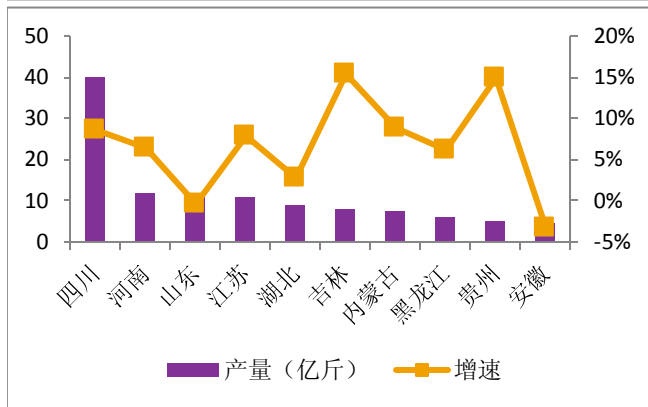
图表27: 江苏省白酒价位带

价格带	主力产品
600 元以上	茅台、五粮液、泸州老窖、梦之蓝 M6/M9
300-600 元	天之蓝、梦之蓝 M1/M3、剑南春、红花郎、水井坊、沱牌、国缘
100-300 元	海之蓝、今世缘典藏、古井贡、口子窖、迎驾
100 元以下	双沟、汤沟、今世缘、洋河大曲



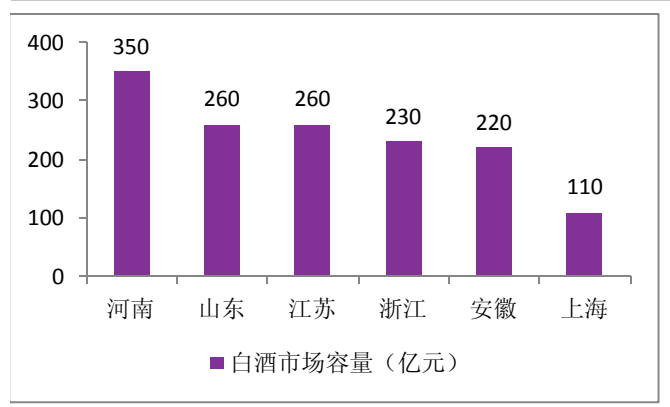
资料来源：公司资料，联讯证券

图表28： 全国白酒产量前十省市



资料来源：Wind， 联讯证券

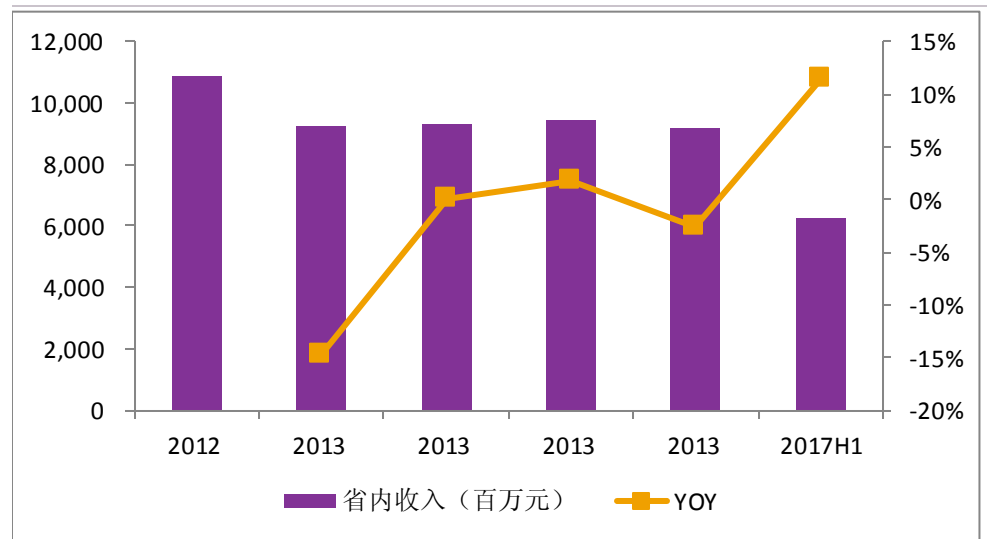
图表29： 前六大白酒市场容量



资料来源：Wind， 联讯证券

公司在苏南市场主打梦、天系列，向次高端升级。苏北市场，天之蓝和海之蓝系列比较稳固，并针对低端酒市场推出洋河大曲等产品。2016年，公司省内主动调整，梳理价格体系，提升海和天系列的渠道利润，并且对部分市场控货报价。17H1，省内已经重回10%的增速。我们预计2017-18年，省内市场有望做到5-10%的恢复性增长。

图表30： 江苏省内收入及增速



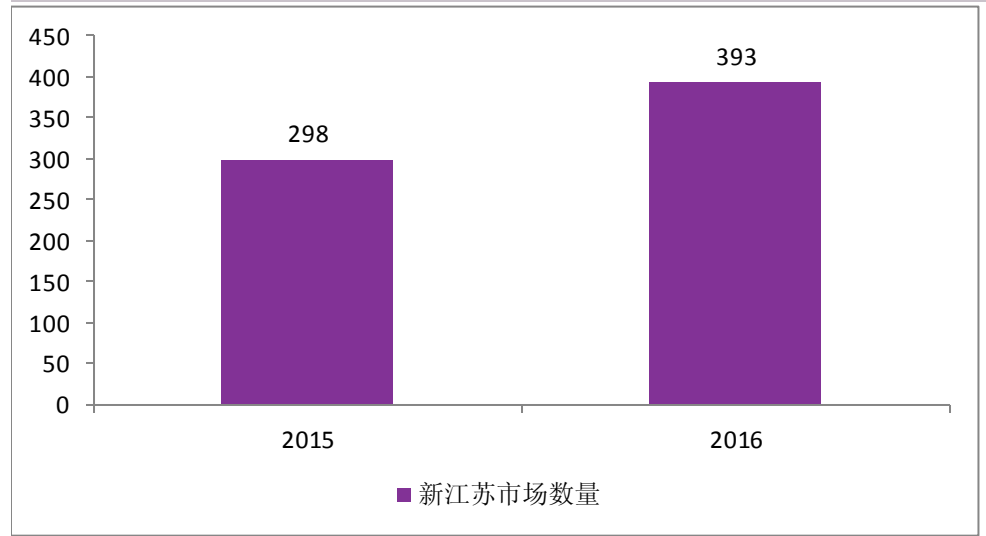
资料来源:Wind， 联讯证券

（三）新江苏市场保持高增长

新江苏市场资源聚焦，持续推进全国化。2014年，洋河提出“新江苏市场”市场战略，开启新一轮全国性扩张。新江苏战略专注于抢占河南、山东、安徽、湖北、浙江、天津和北京等关键销售地区。省外销售单位细化，重点专注新江苏市场县乡村的渠道下沉。2016年，新江苏市场的县市达到395个；2017年规划做到455个，同比增加15.2%。新江苏市场采用梯次推进的策略，将优势资源聚焦投入，复制江苏经验，实现省外市场的突破和深度全国化。



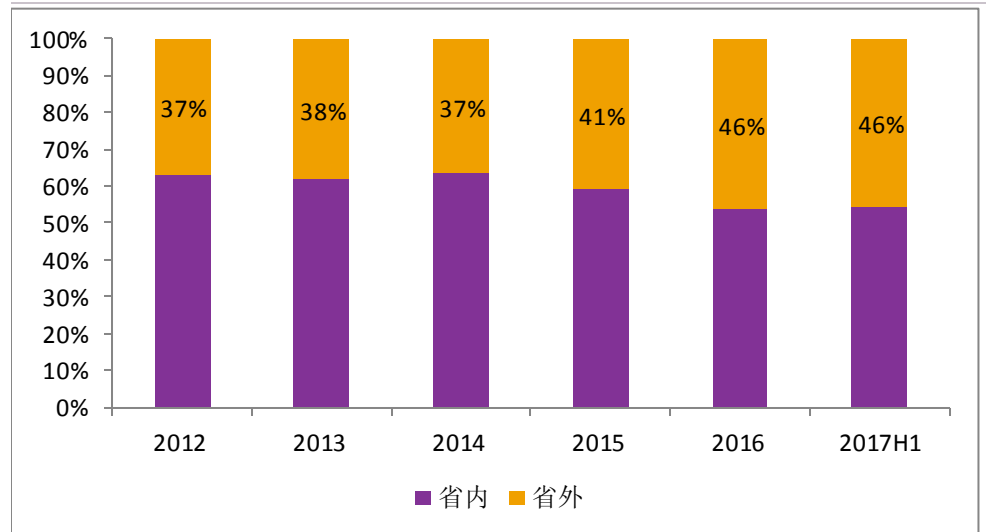
图表31: 新江苏市场数量



资料来源:公司资料, 联讯证券

2017年省外市场预计保持近20%的增长。2016年,省外市场收入75.81亿元,同比增长22.43%,占整体酒类业务的占比提高到45%。公司的下一步目标是达到省内省外5:5,最终目标达到省内外7:3结构。通过挖掘传统优势区域的增长潜能,抓住消费升级趋势,公司有望进一步实现省外结构优化。随着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。

图表32: 洋河省内省外收入占比



资料来源:Wind, 联讯证券



五、盈利预测与估值

假设:

1) 受益于消费升级,公司产品结构持续升级。我们预测梦之蓝 2017-2019 年的收入增速分别为 50%、30%和 20%。天之蓝 17-19 年收入增速分别为 14%、12%和 12%。海之蓝 17-19 年收入增速分别为 12%、10%和 10%。

2) 毛利率提升主要来自产品结构升级。我们预计 17-19 年毛利率分别为 64.9%、65.8%和 66.4%。

3) 由于公司管理和经营较为稳定,我们预计未来三年管理费率和销售费率保持稳定水平。2017-2019 年,销售费率为 9.5%,管理费率为 7.5%。

综上,我们预计 2017-2019 年收入分别为 197.78、223.69 和 249.63 亿元,归母净利润分别为 68.63、79.78 和 90.82 亿元, EPS 分别为 4.55、5.29 和 6.03 元,对应 PE 分别为 23 倍、20 倍和 17 倍。给予公司 2018 年 25 倍 PE,目标价 132 元。首次覆盖给予“买入”评级。

图表33: 可比公司估值(截止 2017 年 9 月 27 日)

证券代码	证券简称	最新价格 (元)	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
000568.SZ	泸州老窖	57	1.77	2.25	2.83	32	25	20
000596.SZ	古井贡酒	57	2.05	2.48	3.02	28	23	19
000858.SZ	五粮液	57	2.22	2.67	3.17	26	21	18
600197.SH	伊力特	22	0.86	1.06	1.27	26	21	18
600519.SH	贵州茅台	509	16.95	21.39	25.80	30	24	20
600702.SH	沱牌舍得	39	0.57	1.07	1.61	68	36	24
600779.SH	水井坊	39	0.63	0.96	1.30	63	41	30
600809.SH	山西汾酒	57	1.04	1.45	1.89	55	39	30
603198.SH	迎驾贡酒	20	0.92	1.07	1.26	21	18	16
603369.SH	今世缘	16	0.71	0.83	0.96	22	19	16
603589.SH	口子窖	48	1.68	2.10	2.55	28	23	19
平均						36	26	21

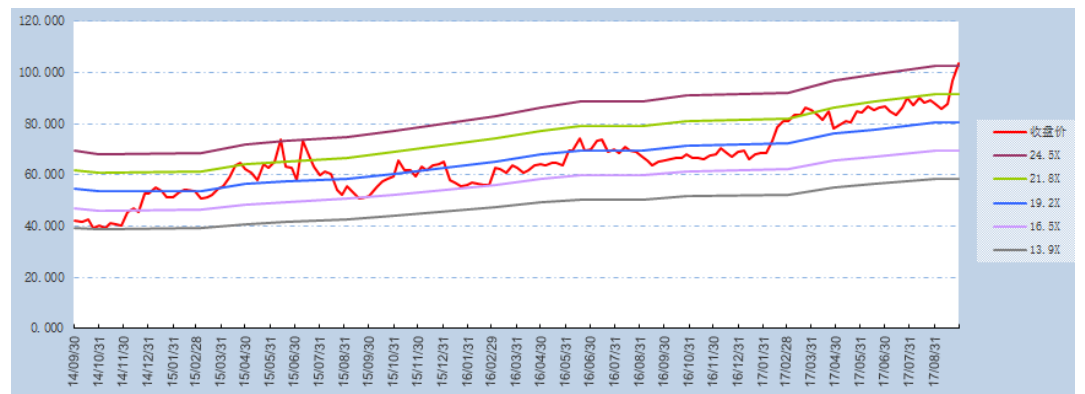
资料来源: Wind, 联讯证券

六、风险提示

食品安全风险,省外扩张不达预期,消费升级不及预期

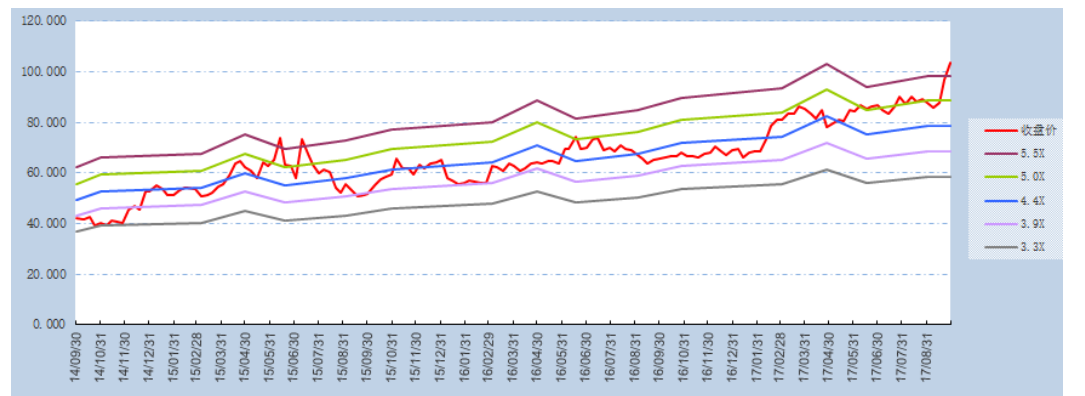


图表34: 洋河股份 PE-Band



资料来源:Wind, 联讯证券

图表35: 洋河股份 PB-Band



资料来源:Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

利润表（百万元）					现金流量表				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	17,183	19,778	22,369	24,963	净利润	5,805	6,837	7,948	9,047
营业成本	6,203	6,942	7,650	8,388	折旧摊销	731	733	733	732
营业税金及附加	310	396	447	499	财务费用	-9	-52	-143	-245
销售费用	1,869	1,879	2,125	2,372	经营性应收项目变动	2,236	14	1,213	37
管理费用	1,582	1,483	1,678	1,872	经营活动净现金流	7,404	5,873	8,791	7,802
财务费用	-9	-52	-143	-245	投资活动净现金流	-5,964	25	25	25
资产减值损失	48	48	48	48	筹资活动净现金流	-3,697	-3,143	-3,572	-3,984
营业利润	7,727	9,082	10,563	12,030	现金净增加额	-2,252	2,755	5,244	3,844
营业外收入	34	40	34	34	主要财务比率				
营业外支出	0	7	0	0	成长能力				
利润总额	7,761	9,116	10,597	12,063	营业收入增长率	7%	15%	13%	12%
所得税	1,956	2,279	2,649	3,016	营业利润增长率	8%	18%	16%	14%
净利润	5,805	6,837	7,948	9,047	归属母公司净利润增	9%	18%	16%	14%
少数股东损益	-22	-26	-30	-35	获利能力				
归属母公司净利润	5,827	6,863	7,978	9,082	毛利率	63.90%	64.90%	65.80%	66.40%
EPS（元）	3.87	4.55	5.29	6.03	净利率	33.78%	34.57%	35.53%	36.24%
资产负债表					总资产净利率	21.13%	22.44%	22.78%	23.28%
货币资金	0	2,755	8,000	11,843	ROE	22.37%	23.09%	23.47%	23.38%
应收账款	342	377	432	467	偿债能力				
存货	12,222	13,904	14,886	16,679	资产负债率	29%	27%	26%	24%
流动资产合计	23,785	28,257	34,539	40,211	流动比率	227%	269%	293%	339%
固定资产	8,515	7,956	7,397	6,838	营运能力				
无形资产	1,911	1,690	1,469	1,249	总资产周转率	0.47	0.49	0.49	0.49
资产总计	36,696	40,388	45,889	50,781	应收账款周转率	105.78	154.72	111.58	150.47
应付账款	10,459	10,508	11,776	11,848	每股指标(元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	3.87	4.55	5.29	6.03
流动负债合计	10,459	10,508	11,776	11,848	每股经营现金	4.91	3.90	5.83	5.18
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	22.55	25.77	0.00	0.00
负债合计	10,659	10,708	11,976	12,049	估值比率				
所有者权益	26,037	29,679	33,913	38,733	P/E	26.74	22.71	19.53	17.16
负债和所有者权益合	36,696	40,388	45,889	50,781	P/B	5.98	5.24	4.59	4.01

资料来源：Wind，联讯证券



分析师简介

石山虎：华东理工大学硕士研究生，现任联讯证券研究院农林牧渔首席分析师。证券行业从业 6 年，2012 年至 2017 年在民生证券研究院从事农林牧渔行业分析，2012 年水晶球行业第五小组成员，善于把握行业周期，实地调研数十家上市公司，擅长挖掘投资价值标的。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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，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。

本报告基于联讯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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com