

洋河股份 (002304)

证券研究报告

2017年10月20日

增势符合预期，小跑提价进行时

1. 自上而下的行业逻辑

高端白酒价格今年不断上升,为底下价格带的酒企提供了更大的升级空间,这就为价格带 300 元左右的酒企创造出巨大的生存和发展空间,而营销能力出色的洋河将在蛋糕做大的同时依靠自身的优势获得结构性机会。

公司核心产品梦之蓝,空间巨大。受益于次高端和公司的渠道品牌能力,根据 8 月 29 日机构公司调研显示梦之蓝系列上半年保持高速增长,领涨蓝色系列。梦系列快速增长除了行业性的机会,洋河自身在终端消费者层面的投入也是重要原因。另外,省内渠道得到强化和巩固,蓝色系列不断升级。确保未来 3 年省内稳定的同时还能维持一定的增长。

持续提价,行业逻辑和竞争优势的集中体现。2017 年以来,根据佳酿网、酒仙网、糖酒快讯的数据显示,洋河配额内不完全统计已经经历了多轮提价。洋河对于价格的控制非常重视,且一直在走自己的节奏。今年提价过程中,配套渠道政策的逐渐减少,进一步提高了提价有效性。

2. 板块行情中洋河的优势和价值

公司是白酒板块行情中的优势竞争者。白酒板块行情的底层动力刚刚起步,包括:1、提价、2 营销改革、3 国企改革、4 外延并购。作为营销上的领头羊,洋河股份一直是被其他白酒公司学习的对象。虽然当前的洋河不似尚在启动阶段汾酒和沱牌舍得弹性大,但是先发优势,以及行业整体水平的提升过程中,洋河将在营销层面上取得一个较好的竞争优势位。强调行业整合和平台化能力在外延并购上的优势。

性价比较高洋河 16 年达到 12 年收入高点,预计 17-18 年将不断创出收入新高,而且会加速,且收入恢复过程中毛利率有望保持较高水平。洋河股份目前 28 倍,依旧是白酒低梯队。

3. 投资建议:

预计公司 17-19 年 EPS 至 4.42、5.65、6.91 元,在行业整合和平台化以及 MSCI 成分股(洋河的多品类和帝亚吉欧最类似)的支持下公司估值有望恢复到 12 年水平(25 倍)。考虑到未来增速加快和外延可能,给予 18 年 25 倍 PE,6 个月目标价 141 元,给予“买入”评级。

风险提示: 食品安全风险、销售不达预期风险

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	116.58 元
目标价格	141 元
上次目标价	115 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)	1,239.82
A 股总市值(百万元)	175,684.66
流通 A 股市值(百万元)	144,537.75
每股净资产(元)	17.78
资产负债率(%)	25.76
一年内最高/最低(元)	117.99/66.71

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《洋河股份-公司深度研究:新国酒王者归来》 2017-02-27
- 《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

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,052.44	17,183.11	19,557.82	23,363.77	26,912.72
增长率(%)	9.00	7.00	14.00	19.00	15.00
EBITDA(百万元)	7,562.54	8,443.69	9,150.53	11,487.50	13,902.81
净利润(百万元)	5,365.19	5,827.17	6,662.42	8,519.78	10,411.79
增长率(%)	19.00	9.00	14.00	28.00	22.00
EPS(元/股)	3.56	3.87	4.42	5.65	6.91
市盈率(P/E)	31.07	28.61	25.02	19.57	16.01
市净率(P/B)	7.27	6.40	5.69	4.99	4.35
市销率(P/S)	10.40	9.70	8.50	7.10	6.20
EV/EBITDA	12.74	11.92	16.90	13.16	10.61

资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 自上而下的行业逻辑和终端动销数据的验证

高端白酒在今年不断上升，为底下价格带的酒企提供了更大的升级空间，这就为价格带 300 元左右的酒企创造出巨大的生存和发展空间，而营销能力出色的洋河将在蛋糕做大的同时依靠自身的优势获得结构性机会。**300 元以上梦之蓝增速亮眼**

公司核心产品梦之蓝，空间巨大。受益于次高端和公司的渠道品牌能力，根据 8 月 29 日机构公司调研显示梦之蓝系列上半年保持高速增长，领涨蓝色系列。梦系列快速增长除了行业性的机会，洋河自身在终端消费者层面的投入也是重要原因。其中主要措施有：1、主动降价，让属于高档的梦系列的梦 3 更具性价比 2、加大消费者投入，通过渠道指等常规方式，以及演唱会等非常规方式，将加强对消费者的引导。享受行业的增速的同时，超越行业的增速的部分正是洋河综合实力的体现。

我们预计随着次高端逐渐加速和集中度提升，考虑洋河自身管理优化，预计 17-19 梦之蓝保持复合 35%-45% 增长。占收入比重达到 35-40%。三年毛利率提升 5PCT 以上，达到 65% 以上。

2. 板块行情中洋河的优势和价值

2.1. 公司是白酒板块行情中的优势竞争者

白酒板块行情的底层动力刚刚起步。我们提到的行业四大动力：1、提价、2 营销改革、3 国企改革、4 外延并购。现在来看，主要是提价的作用在发挥作用，而且仅仅是高端白酒和部分次高端白酒在提价，提价的过程也是刚刚开始。

作为营销上的领头羊，洋河股份一直是被其他白酒公司学习的对象。虽然当前的洋河不似尚在启动阶段汾酒和沱牌舍得弹性大。但是，先发优势以及行业整体水平的提升过程中，洋河将在营销层面上取得一个较好的竞争优势位。第一、行业大面积的销售水平的提升还没有开始，我们认为这个趋势起来之后空间非常大。第二、先发优势，营销改革带来的行业整体的放量中，竞争的优势地位非常关键。洋河的团队、资源、机制、经验都是具有一定的护城河属性。因此，在行业收入提升的过程中，内部分额占比的变化，洋河有一定的优势。

强调行业整合和平台化能力在外延并购上的优势。古井贡酒 2016 年并购黄鹤楼之后，这给市场对未来更大体量公司的收购带来了一些期待。沿着这条线索进一步去深挖，洋河的多品类战略是最为明显的。

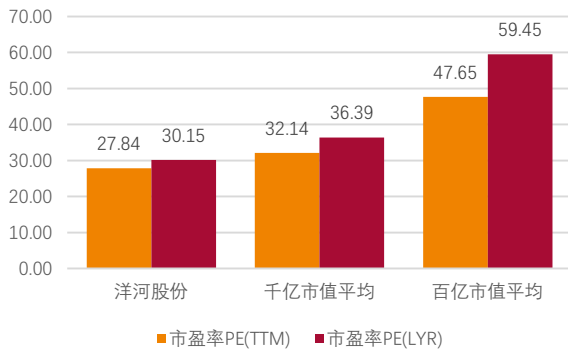
差异化国酒，享受一带一路背景下白酒出海红利。品牌层面，国际高端用酒频频亮相，重点人群集中覆盖，点面结合。大到 G20 峰会用酒，世界互联网大会用酒，入驻国家品牌计划，频繁在各国政要高层、商界领袖中亮相消费。小到留学生游洋河，中国美国商会的晚宴，对中国文化感兴趣的种子人群重点营销。渠道层面，抓住中国崛起机遇，不安于单纯出口，渠道铺向海外。据我们以前报告《一带一路下白酒出海路径——需求创造供给，人是核心增量》中测算，一带一路沿线拥有国内两倍以上的水酒消费市场规模，差异化国酒形象的洋河是主要受益品牌之一。

2.2. 性价比之选

估值较低。考虑洋河未来业绩增长和历史估值水平，洋河目前处于底部，向上趋势明显，并且加速。洋河 16 年达到 12 年收入高点，预计 17-18 年将不断创出收入新高，而且会加速，且收入恢复过程中毛利率有望保持较高水平。

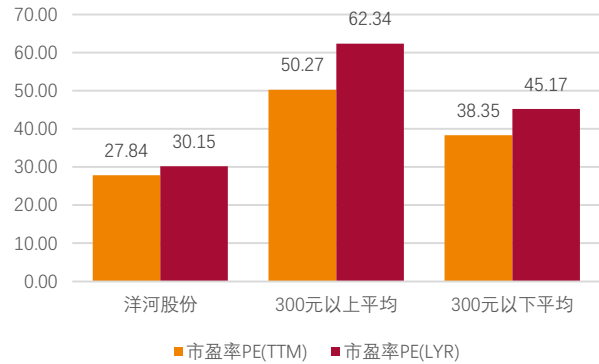
补涨近期启动后，洋河股份目前 28 倍，依旧是白酒低梯队。从市值和主力产品价格带两个标准构建组合平均市盈率。洋河股份一方面是千亿市值组合：茅、五、洋中估值最低。另一方面也是 300 元以上品类中估值最低。

图 1：白酒板块市盈率水平（按市值区分）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：白酒板块市盈率水平（按主力产品价格带区分）



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 持续提价，行业逻辑和竞争优势的集中体现

2017 年以来，根据佳酿网、酒仙网、糖酒快讯的数据显示，洋河配额内不完全统计已经经历了多轮提价。例如在中秋前每箱上涨幅度至少 30 元，预计海之蓝上涨超过 6 元/瓶，天之蓝超过 9 元/瓶，梦之蓝约 20 元/瓶。

表 1：2017 年不完全统计洋河提价历史

梦之蓝（梦 3）终端提价 （出厂价提价）	天之蓝终端提价 （出厂价提价）	海之蓝终端提价 （出厂价提价）	提价时间
20	9	6	2017 年 10 月
	20（8）	10（2.5）	2017 年 6 月
(10)	(3)	(2)	2017 年 1 月

资料来源：糖酒快讯，天风证券研究所

我们从两个角度来看待提价事件。第一就是企业提价的客观实力。洋河梦之蓝受益于次高端行业出清，增速显著。从这个角度来看，有基础在保证业绩不受影响的情况下，有余力来重点进行价格管理，这是洋河自身提价的能力。

第二，公司主观控价意图以及背后的战略转变。对于价格的控制洋河非常重视，且一直在走自己的节奏。根据 8 月 29 日机构公司调研显示洋河去年上半年的控量保价，滞后于行业提价，洋河借机调整渠道，打击串货行为，借终端自发涨价契机，保持出厂价不变拉开渠道利润空间，反映了洋河对行业短期价格提升的谨慎和理性。并充分化解渠道利润问题，解决渠道隐患问题。为 17 年的提价之路，打下坚实的基础。价格波动剧烈对于品牌形象影响程度很大，洋河积极强化配额制。提价配套销售政策方面，以消费者红包的形式体现，没有以往配套的渠道政策。一方面保证了经销商的价格底线，经销商没有渠道补贴从而降价销售空间，确保了终端提价的有效性。另一方面，保证消费者实际消费成本低于终端指导价上升幅度。

4. 投资建议

预计公司 17-19 年 EPS 至 4.42、5.65、6.91 元，在行业整合和平台化以及 MSCI 成分股（洋河的多品类和帝亚吉欧最类似）的支持下公司估值有望恢复到 12 年水平（25 倍）。考虑到未来增速加快和外延可能，给予 18 年 25 倍 PE，6 个月目标价 141 元，给予“买入”评级。

5. 风险提示

食品安全风险、收入增长不达预期风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4,707.80	2,456.63	9,278.47	12,632.18	16,167.93
应收账款	123.48	121.36	174.90	(473.72)	(545.68)
预付账款	80.04	69.32	178.09	68.35	198.83
存货	11,122.38	12,221.52	14,668.12	16,302.75	16,945.99
其他	5,422.19	10,455.75	7,541.57	6,406.12	11,009.85
流动资产合计	21,455.89	25,324.57	31,841.16	34,935.68	43,776.92
长期股权投资	46.42	21.03	21.03	21.03	21.03
固定资产	6,968.91	7,970.04	7,851.66	7,659.55	7,410.20
在建工程	1,526.06	544.67	362.80	265.68	189.41
无形资产	1,671.60	1,634.62	1,540.05	1,445.47	1,350.90
其他	2,191.43	3,309.13	2,868.31	2,885.96	3,019.76
非流动资产合计	12,404.43	13,479.49	12,643.85	12,277.70	11,991.29
资产总计	33,860.32	38,804.06	44,485.01	47,213.37	55,768.22
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	5,523.29	5,651.85	7,996.20	7,233.99	9,592.04
其他	5,054.35	6,785.49	6,862.53	6,257.33	7,563.52
流动负债合计	10,577.65	12,437.33	14,858.73	13,491.32	17,155.57
长期借款	0.22	0.18	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	340.98	329.56	325.85	332.13	329.18
非流动负债合计	341.19	329.75	325.85	332.13	329.18
负债合计	10,918.84	12,767.08	15,184.58	13,823.45	17,484.75
少数股东权益	4.38	(15.79)	(15.79)	(15.79)	(15.79)
股本	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99
资本公积	741.75	741.70	741.70	741.70	741.70
留存收益	21,430.09	24,544.64	27,809.23	31,898.72	36,792.27
其他	(741.73)	(740.56)	(741.70)	(741.70)	(741.70)
股东权益合计	22,941.48	26,036.99	29,300.43	33,389.92	38,283.47
负债和股东权益总	33,860.32	38,804.06	44,485.01	47,213.38	55,768.22

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	5,365.20	5,804.93	6,662.42	8,519.78	10,411.79
折旧摊销	620.17	730.60	455.13	464.00	470.31
财务费用	46.32	(3.34)	(212.00)	(363.00)	(486.00)
投资损失	(577.94)	(547.21)	(392.72)	(505.96)	(481.96)
营运资金变动	(2,409.66)	(4,137.69)	3,122.51	(1,053.78)	(1,808.46)
其它	2,792.27	5,557.76	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	5,836.36	7,405.04	9,635.34	7,061.03	8,105.69
资本支出	720.44	694.13	63.72	73.72	52.95
长期投资	26.60	(25.39)	0.00	0.00	0.00
其他	(4,423.34)	(6,633.07)	309.94	286.25	409.36
投资活动现金流	(3,676.30)	(5,964.33)	373.66	359.97	462.31
债权融资	0.22	0.18	0.00	0.00	0.00
股权融资	201.07	14.73	215.55	367.70	490.70
其他	(1,999.21)	(3,711.99)	(3,402.71)	(4,434.98)	(5,522.95)
筹资活动现金流	(1,797.92)	(3,697.08)	(3,187.16)	(4,067.28)	(5,032.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	362.14	(2,256.37)	6,821.84	3,353.72	3,535.75

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	16,052.44	17,183.11	19,557.82	23,363.77	26,912.72
营业成本	6,115.07	6,202.98	7,682.31	8,656.28	9,457.13
营业税金及附加	229.39	309.57	352.35	420.92	484.85
营业费用	1,882.41	1,869.00	1,760.20	2,079.38	2,206.84
管理费用	1,447.88	1,582.44	1,427.72	1,658.83	1,776.24
财务费用	(196.36)	(8.95)	(212.00)	(363.00)	(486.00)
资产减值损失	11.91	48.00	32.55	30.82	37.12
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	577.94	547.21	392.72	505.96	481.96
其他	(1,155.88)	(1,094.42)	(785.45)	(1,011.92)	(963.93)
营业利润	7,140.09	7,727.28	8,907.40	11,386.51	13,918.49
营业外收入	36.26	45.88	0.00	0.00	0.00
营业外支出	11.03	12.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	7,165.32	7,760.97	8,907.40	11,386.51	13,918.49
所得税	1,800.12	1,956.04	2,244.98	2,866.73	3,506.70
净利润	5,365.20	5,804.93	6,662.42	8,519.78	10,411.79
少数股东损益	0.01	(22.24)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	5,365.19	5,827.17	6,662.42	8,519.78	10,411.79
每股收益(元)	3.56	3.87	4.42	5.65	6.91

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	9.41%	7.04%	13.82%	19.46%	15.19%
营业利润	18.81%	8.22%	15.27%	27.83%	22.24%
归属于母公司净利润	19.03%	8.61%	14.33%	27.88%	22.21%
获利能力					
毛利率	61.91%	63.90%	60.72%	62.95%	64.86%
净利率	33.42%	33.91%	34.07%	36.47%	38.69%
ROE	23.39%	22.37%	22.73%	25.50%	27.19%
ROIC	39.48%	36.16%	32.02%	47.86%	56.19%
偿债能力					
资产负债率	32.25%	32.90%	34.13%	29.28%	31.35%
净负债率	20.41%	23.85%	35.19%	17.69%	3.11%
流动比率	2.03	2.04	2.14	2.59	2.55
速动比率	0.98	1.05	1.16	1.38	1.56
营运能力					
应收账款周转率	128.08	140.36	132.03	-156.38	-52.80
存货周转率	1.51	1.47	1.45	1.51	1.62
总资产周转率	0.51	0.47	0.47	0.51	0.52
每股指标(元)					
每股收益	3.56	3.87	4.42	5.65	6.91
每股经营现金流	3.87	4.91	6.39	4.69	5.38
每股净资产	15.22	17.29	19.45	22.17	25.41
估值比率					
市盈率	31.07	28.61	25.02	19.57	16.01
市净率	7.27	6.40	5.69	4.99	4.35
EV/EBITDA	12.74	11.92	16.90	13.16	10.61
EV/EBIT	13.87	13.04	17.78	13.72	10.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com