

洋河股份 (002304)

证券研究报告

2018年01月03日

白酒新时代，洋河新突破——再论洋河投资价值

行业层面：餐饮持续发力、次高端赛道优异搭载区位红利，洋河作为次高端龙头发展环境优越

2017年以来，餐饮行业受到消费升级和产品结构升级的双重推动，上半年餐饮月度收入增速都在11%以上，餐饮是白酒消费的重要终端渠道之一，餐饮业的繁荣势必也会带来白酒消费的增长，高端、次高端赛道上的竞争者减少，300元以下品类竞争者增加，为次高端公司提供放量和抢夺份额的空间。此外洋河业务覆盖重点经济区域市场，洋河受益区位红利。

产品力的提升：高中低三个价格带不断聚焦，巩固次高端领军企业的地位首先，酒质的优异加上不断创新优化的工艺带来产品性能的不断提升；其次，次高端作为核心，作为公司发力的重点品类不断创造惊喜，涨价带来次高端领军地位的巩固，在改善渠道现状、防止产品老化延长生命周期的同时也将产品通过价格带上调并通过调控实现产品力的加强。最后，以手工班为代表的洋河高端系列的构建在提升产品档次的同时不断凸显底层价格带产品的性价比。

品牌力的提升：“新国酒”的打造、海外扩张和精细化运作共振洋河在营销和宣传方面都将影响力在全民国家层面进行定位，同时，在一带一路白酒出海的背景下，依托公司最为符合海外市场偏好的绵柔口感开拓海外市场，2017全球烈酒品牌价值50强，洋河排名全球第3，是榜单中成长最快的烈酒品牌。公司通过品牌精准化运作实现营销的集约化管理，依靠传统渠道、新媒体等多种方式持续营销，品牌影响力不断提升。

渠道力的提升：补强渠道，直控终端，大力拓展省外新市场首先，公司库存不断降低，渠道不断补强和完善。其次SFA系统投入，该系统可整合现有的终端销售数据，使厂商分工更加明确，将经销商变为配送商凸显渠道掌控力。省外拓展方面，2015年洋河新江苏市场共计298个，2016年达到395个，增幅32.55%，而公司2017年预计新增新江苏市场60个，预计增幅15.2%。

产品力、品牌力和渠道力三方面突破背后是优秀管理基因的支持用人机制、股权激励方面行业领先，用新的激励机制和用人体制去推动业务发展充分释放竞争力。

投资建议：随着产品的稳步提价，以及手工班为代表高端的打造、天和梦次高端的持续发力、低端酒的重新布局，公司产品结构持续提升带来收入的持续增长预期，我们预计18年公司销售将增长20%左右。预计公司17-19年营收195.9/235.1/270.8亿，EPS4.49/5.80/7.15，在行业整合和消费结构升级背景下，考虑未来增速和外延可能，给予18年30倍PE，目标价174元。

风险提示：食品安全，收入增长不达预期

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	19,588.74	23,506.49	27,079.48
增长率(%)	9.41	7.04	14.00	20.00	15.20
EBITDA(百万元)	7,562.54	8,443.69	9,385.51	11,977.24	14,625.05
净利润(百万元)	5,365.19	5,827.17	6,768.96	8,746.73	10,767.58
增长率(%)	19.03	8.61	16.16	29.22	23.10
EPS(元/股)	3.56	3.87	4.49	5.80	7.15
市盈率(P/E)	32.58	30.00	25.83	19.99	16.23
市净率(P/B)	7.62	6.71	5.95	5.21	4.52
市销率(P/S)	10.89	10.17	8.92	7.44	6.46
EV/EBITDA	12.74	11.92	17.07	13.35	10.34

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	116.00元
目标价格	174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)	174,810.61
流通A股市值(百万元)	143,818.66
每股净资产(元)	18.89
资产负债率(%)	28.08
一年内最高/最低(元)	123.95/67.01

作者	
刘鹏	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
何长天	联系人
hechangtian@tfzq.com	



资料来源：贝格数据

- 相关报告**
- 《洋河股份-公司研究简报:增势符合预期，小跑提价进行时》 2017-10-20
 - 《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

创新点：

1. 本文从内在优秀管理基因、产品力、品牌力、渠道力三个方面的突破以及次高端的行业背景分析洋河的强大优势；
2. 分析洋河的提价影响：产品力不断提升成为次高端的领军企业；
3. 详细分析一带一路、“新国酒”形象塑造下带来品牌力的突破性提升

股价催化剂：

1. 茅台提价带来高端、次高端持续向好，次高端性价比不断提升；
2. 梦之蓝快速增长引领公司营收快速增长；
3. 产品提价预期

内容目录

1. 引言：趋势下的新逻辑.....	5
2. 行业背景：餐饮持续发力、次高端优秀赛道和区域增长带来洋河的发展空间	5
2.1. 餐饮持续发力，洋河不断受益.....	6
2.2. 次高端增速明显，洋河占据品类优势.....	6
2.3. 业务覆盖重点经济区域市场，洋河受益区位红利.....	7
3. 产品力的提升：高中低三个价格带不断聚焦，巩固次高端领军地位	8
3.1. 酒质的优异加上不断创新优化的工艺带来产品性能的不不断提升	9
3.2. 次高端作为核心，作为公司发力的重点品类不断创造惊喜，涨价带来次高端领军企业.....	10
3.3. 不断构建的高端系列在提升产品档次的同时不断凸显底层价格带产品的性价比10	
3.4. 低端酒在导流量的同时扩大消费者基础	11
4. 品牌力的提升：“新国酒”的打造、海外扩张和精细化运作共振	11
4.1. 打造兼具亲民与民族情怀的新国酒，品牌价值与知名度不断提升	11
4.2. 响应国家“走出去”的战略，海外拓展大力推广	13
4.2.1. 历史机遇下的消费路径.....	13
4.2.2. 洋河独有的绵柔口感符合海外市场的偏好.....	14
4.3. 品牌精准化运作实现营销的集约式管理	15
5. 渠道力的提升：补强渠道，直控终端，大力拓展省外新市场.....	16
5.1. 库存不断降低，渠道不断补强和完善	17
5.1.1. 集中解决问题区域，加强完善省内渠道	18
5.2. 直控终端试点凸显对于渠道终端控制力的不断加强	19
5.3. 省外市场渠道优化，不断提高系统性优势.....	19
6. 产品力、品牌力和渠道力三方面突破背后是优秀管理基因的支持	21
6.1. 股权结构与持股激励	21
6.2. 突破传统机制，创新人员管理.....	21
7. 盈利预测与估值	22
财务预测摘要	25

图表目录

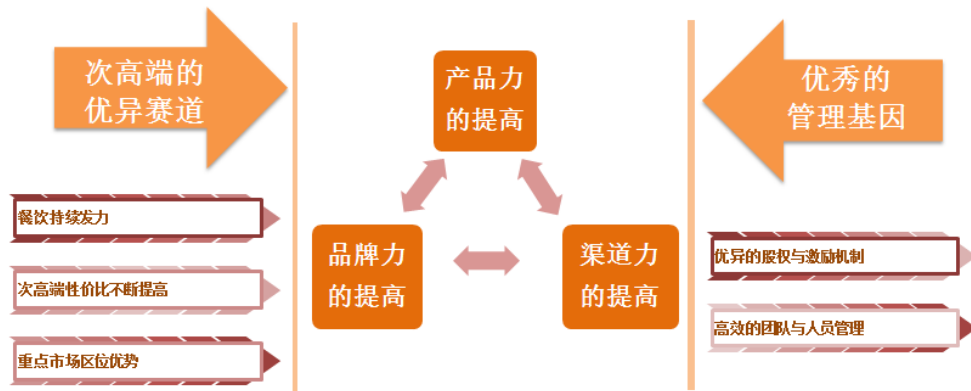
图 1：全文逻辑	5
图 2：白酒行业历年产量及增速.....	5
图 3：白酒行业历年销售额及增速	5
图 4：全国餐饮行业月度收入及同比增速	6
图 5：限额以上企业餐饮月度收入及增速	6
图 6：全国白酒月度产量及同比增长（万千升）	6
图 7：300 以下与 300 以上白酒公司平均收入增速对比.....	7
图 8：截至 2016 年 12 月 31 日次高端白酒企业高管持股比例	7
图 9：2016 各地区 GDP 总额（亿元）	8

图 10: 2016 各地区人均可支配收入 (元)	8
图 11: 洋河作为一带一路高峰论坛用酒	11
图 12: 洋河作为 G20 宴会用酒	12
图 13: 一带一路白酒出海的路径	14
图 14: 2017 全球烈酒品牌价值 50 强洋河排名世界第三	14
图 15: 洋河专有终端货架	15
图 16: 品牌店橱窗设计	15
图 17: 差异化产品营销模式	16
图 18: “我爱天之蓝”健康跑	16
图 19: G20 峰会洋河宣传	16
图 20: 洋河渠道运营模式	17
图 21: 洋河 2016 和 2017 年同时期存货周转天数对比	17
图 22: 洋河 2016 和 2017 年同时期存货周转率对比	17
图 23: 全国和江苏人均可支配收入情况 (元)	18
图 24: 全国和江苏人均消费支出情况 (元)	18
图 25: 江苏白酒产量及增速 (万千升)	18
图 26: 洋河的白酒产量省内占比	19
图 27: 新江苏市场数量 (个) 及省外营收占比	20
图 28: 省内外销售收入占比情况 (%)	20
图 29: 截至 2016 年 12 月 31 日公司股权结构	21
图 30: 2013-2017Q3 洋河股份营业收入及增长率 (亿元)	22
图 31: 茅台、五粮液和洋河主要产品京东价格统计 (元)	22
图 32: 2013-2017Q3 洋河股份管理费用及管理费用率 (亿元)	23
图 33: 2013-2017Q3 洋河股份销售费用及销售费用率 (亿元)	23
图 34: 2013-2017Q3 洋河股份净利润及增长率 (亿元)	23
图 35: 白酒行业各公司比较	24
表 1: 洋河各价位段产品	8
表 2: 洋河提价进程	10
表 3: 2016 年中国品牌价值评价信息	12
表 4: 截至 2016 年 12 月 31 日洋河高管持股情况	21

1. 引言：趋势下的新逻辑

洋河作为次高端白酒的龙头企业，凭着蓝色经典在全国范围内不断攻城略地，其成功不仅让其他次高端品牌看到了品牌和渠道深耕带来的巨大空间，其经营管理经验更是成为同行学习的目标，本文旨在从行业赛道、产品力、品牌力和和渠道力三个方面的突破以及背后的强大管理基因分析洋河强大的管理能力和效率。

图 1：全文逻辑

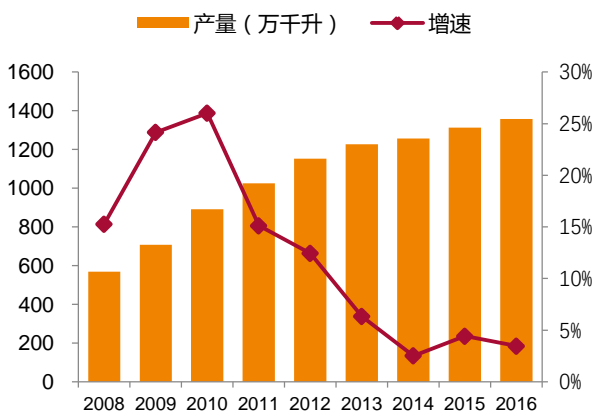


资料来源：天风证券研究所

2. 行业背景：餐饮持续发力、次高端优秀赛道和区域增长带来洋河的发展空间

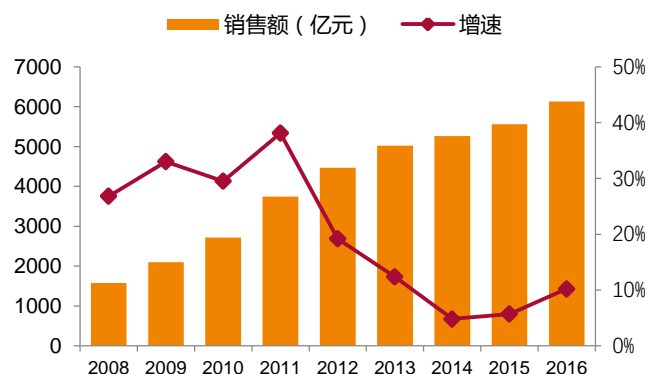
白酒行业的收入拐点出现在 2014 年，如前文所述，此轮白酒行业调整自 2012 年底开始，高端酒受到反腐和三公消费的打压，导致其价格悬崖式下跌，直接压缩了整个白酒行业的价格体系。同时受白酒黄金十年大量扩产的影响，库存短期难以出清，导致行业盈利水平大幅下滑。经过 2013-2015 的调整，随着价格体系扩大稳固以及渠道库存的逐步出清，居民消费的增加以及大众个性化消费的凸显，三公消费占比已大幅下滑，大众需求不断增加，使得白酒，尤其高端、次高端白酒的销量筑底企稳。

图 2：白酒行业历年产量及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：白酒行业历年销售额及增速



资料来源：wind、天风证券研究所

2.1. 餐饮持续发力，洋河不断受益

2017 年以来，餐饮行业受到消费升级和产品结构升级的双重推动，全国餐饮行业月度收入逐月增长，特别是上半年，餐饮月度收入增速都在 11% 以上；从限额以上企业餐饮月度收入来看，当月餐饮收入增速都在 6% 以上。同时受益于互联网平台的迅速发展，顾客的消费方式、排队点餐以及用人成本过高的问题也得到解决，这进一步推动了餐饮业的繁荣。

图 4：全国餐饮行业月度收入及同比增速



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

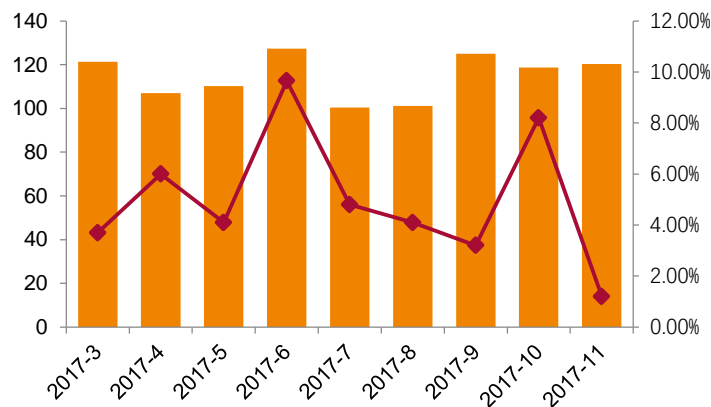
图 5：限额以上企业餐饮月度收入及增速



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

餐饮是白酒消费的重要终端渠道之一，餐饮业的繁荣势必也会带来白酒消费的增长。从 2017 年全国白酒月度产量来看，2017 年全国白酒每月产量都在 100 万千升以上，月度同比增速也都在 3% 以上。从年度数据来看，白酒行业产量和销售额从 2014 年来已经显现复苏迹象，2017 年白酒销售额增长 10% 以上。在餐饮发力的行业背景下，以餐饮渠道销售为主的次高端龙头洋河必将获得更大的红利。

图 6：全国白酒月度产量及同比增长（万千升）



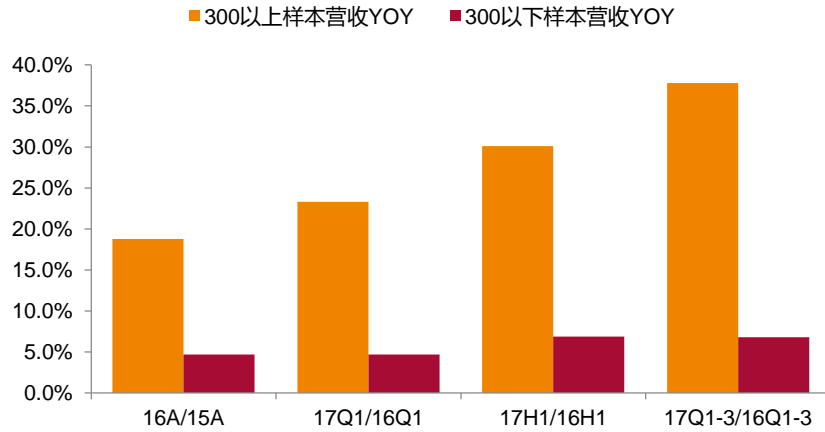
资料来源：wind、天风证券研究所

2.2. 次高端增速明显，洋河占据品类优势

自上而下看，首先，价格带扩大为次高端提供提价空间，茅台超 1500 元近期更是公布出厂价的提高，五粮液超 900 元为次高端提供了 300 元以上的升级空间，现在茅台和次高端的价格差距已经使得次高端性价比极高，正是次高端涨价时机。其次，12 年以来的行业调整使得 300 元以上的供给充分出清，竞争力较弱的品牌，只能产品价格带下移，适应市场环境变化。竞争格局来看，高端次高端赛道上的竞争者减少，300 元以下品类竞争者增加，

为次高端公司提供放量和抢夺份额的空间。在板块优势背景下，洋河敏锐把握行情，优化次高端产品塑造，提升资源配置效率，为公司未来的增长奠定了基础。

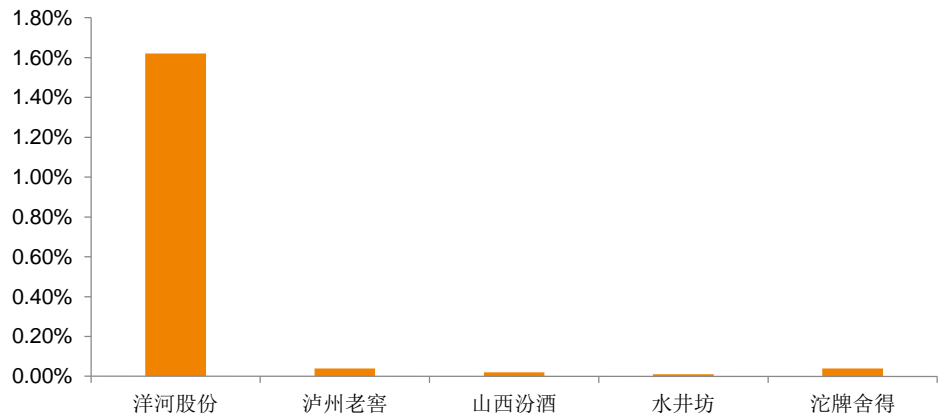
图 7：300 以下与 300 以上白酒公司平均收入增速对比



资料来源：wind、天风证券研究所

同时洋河高管持股比例远高于其它次高端酒企，高管持股比例为 1.62%，公司董事长、总裁等大多数高管都持有一定比例公司股票，从而能够有效协调各高管决策与公司目标相一致，有效提高员工激励，为公司创造价值。管理层的股权设计，更是确保了公司人事以及战略的延续性，使得洋河在次高端酒类竞争中保证公司治理上的有效性和稳定性。

图 8：截至 2016 年 12 月 31 日次高端白酒企业高管持股比例



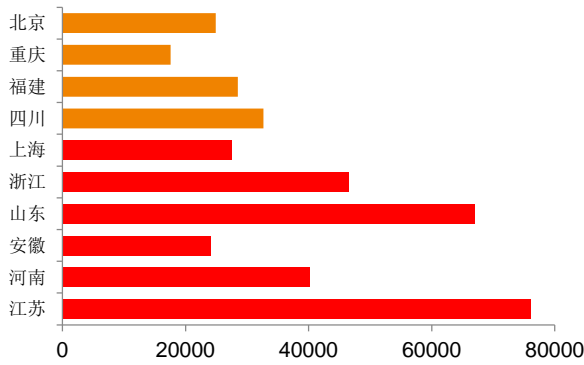
资料来源：wind、天风证券研究所

2.3. 业务覆盖重点经济区域市场，洋河受益区位红利

首先，根植于江苏省的洋河股份，依靠江苏的强大经济和消费水平可谓根基稳固。2016 年江苏省 GDP 总量位列全国第二，达到 76086 亿元，同比增长 7.5%。人均可支配收入位列全国第四，达到 30592 元，同比增长 3.6%。

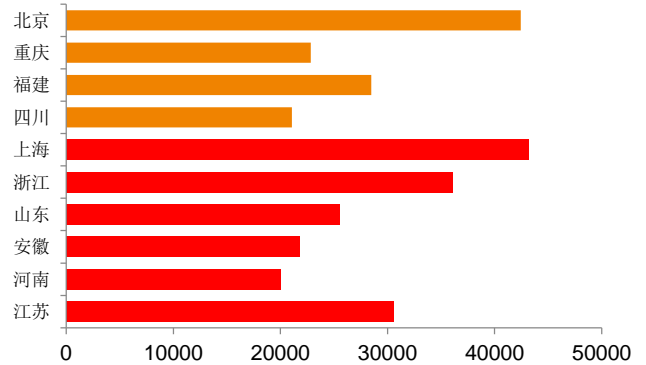
其次，省外业务分布来看，洋河重点布局的“新江苏”市场包括河南、安徽、山东、浙江、上海等重点区域，而这些区域 GDP 总额和人均可支配收入都位居全国前列。洋河是一家以终端销售来拉动业绩增长的酒企，新江苏市场强大的消费潜力为洋河的布局和发展提供了巨大的空间。

图 9：2016 各地区 GDP 总额（亿元）



资料来源：中商产业院、天风证券研究所

图 10：2016 各地区人均可支配收入（元）



资料来源：中金网、天风证券研究所

3. 产品力的提升：高中低三个价格带不断聚焦，巩固次高端领军地位

洋河近些年不断聚焦各个价格带上的核心单品，逐渐形成了以手工班、梦之蓝(M6、M9)、分子酒为主要单品的超高端系列(600元以上)，以梦之蓝(M3、M1)、天之蓝为主要单品的次高端系列(300-600元)，以海之蓝、珍宝坊君坊为主要单品的中端系列(100-300元)，以及以双沟、敦煌大曲为主要单品的低端系列(100元以下)。

表 1：洋河各价位段产品

档次	价格	产品			
超高端	600 元以上				
		梦之蓝手工班 1688 元/500ml	梦之蓝 M9 1799 元/500ml	梦之蓝 M6 659 元/500ml	珍宝坊帝坊 618 元/500ml
					
		微分子白酒 (大 V) 738 元/500ml			

次高端	300-600元				
		梦之蓝 M3 499 元/500ml	梦之蓝 M1 328 元/500ml	珍宝坊圣坊 388 元/500ml	天之蓝 358 元/500ml
中端	100-300元				
		海之蓝 156 元/480ml	珍宝坊君坊 148 元/500ml	洋河琼浆 128 元/500ml	邃之蓝 178 元/500ml
低端	100元以下				
		柔和双沟 44 元/450ml	洋河青瓷 78 元/480ml	敦煌大曲 23 元/500ml	

资料来源：京东商城，天风证券研究所

3.1. 酒质的优异加上不断创新优化的工艺带来产品性能的不断提升

好的产品永远是一个企业最核心的竞争力，洋河对于产品的控制和把握一直处在行业前列。在酿酒环境方面公司就占有较为明显的优势，地处中国白酒之都宿迁市的洋河镇是与苏格兰威士忌产区、法国干邑产区齐名的世界三大湿地名酒产区之一，得天独厚的生态环境提供了良好的水源、土壤、空气尤其是酿酒微生物菌群等条件。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，酒液澄澈透明，酒香浓郁清雅，入口鲜爽甘甜，口味细腻悠长。

近些年为了迎合消费者对于健康的不断重视和饮酒风气的不断改变，公司在产品升级创新方面一直也不落后，在 2014 年下半年推出微分子系列酒，共推出了大 V 和小 V 两款系列产品，每款产品各有两个度数。酒体中含有许多活性微量成分有多饮不醉的特点。

洋河的产品创新持续沿着消费者需求走，从蓝色系列到手工酒再到以“健康”为概念的“微分子”酒无不体现了洋河所崇尚的需求主导型产品创新的理念。公司拥有 21 名国家品酒委员,69 名省级品酒委员，1799 名技术类人员，拥有多个国家和省级技术研究开发平台，技术技能人才优势明显，强大的产品创新和质量把控制力为公司的长期发展提供了强大的支撑力。公司设计的绵柔酒代表产品，梦之蓝和绵柔苏酒先后荣获国家最佳质量奖、中国白酒酒体设计奖、中国白酒国家评委感官质量奖等国家级质量大奖。

3.2. 次高端作为核心，作为公司发力的重点品类不断创造惊喜，涨价带来次高端领军企业

近年来作为公司次高端定位的天之蓝和梦之蓝尤其是梦之蓝不断发力屡创新高，目前洋河的全年销售目标任务已经完成，进入消化库存阶段，由于各地销售进展非常顺利，加之今年春节的时间相对较迟，天梦系列供需局面将持续趋紧，受此影响，进入四季度以来，终端售价也逐步走高。虽然提价背后有上游成本提高的因素推动，强劲的市场需求才是洋河提价的关键原因。

而近几年次高端品类不断涨价，在改善渠道现状、防止产品老化延长生命周期的同时也将产品通过价格带上调并通过调控实现产品力的加强。

根据洋河历史提价数据整理，2015 年，海之蓝和天之蓝系列分别提价 3 元和 5 元。2016 年分别提价 2 元和 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 元和 3 元，梦之蓝提价 10-30 元。随着茅台和五粮液终端价格上涨，次高端酒类越来越受消费者的欢迎，这为梦之蓝的提价腾出了较大的空间。

从 11 月重庆糖酒会获悉，2018 年春节前梦之蓝价格预计会上涨 50 元左右/瓶。梦之蓝此次涨价可能分为“三步走”。第一步，12 月 1 日起，M3、M6 出厂价分别上涨 5 元/瓶、10 元/瓶，这是目前经销商已经收到的确定消息。第二步，2 月 15 日，M3、M6 出厂价再次上调，幅度较第一次更高。第三步，明年六月份左右，将会再次适度提价。即将到来的今年春节促销期间，梦之蓝的 M3、M6 供终端价格将较去年春节分别提高 110 元/箱、150 元/箱，预计终端售涨幅将达到 200-400 元每箱(四瓶装)。

表 2：洋河提价进程

时间	涉及产品	提价幅度
2015 年	海之蓝、天之蓝	海之蓝提价 3 元每瓶，天之蓝提价 5 元每瓶
2016 年	海之蓝、天之蓝	海之蓝提价 2 元每瓶，天之蓝提价 4 元每瓶
2017 年初	海之蓝、天之蓝、梦之蓝	海之蓝产品每瓶上调 2 元，天之蓝产品每瓶上调 3 元，梦之蓝 M3、M6、M9、分别上调 10 元、20 元、30 元
2017 年 7 月	海之蓝、天之蓝	海之蓝每瓶上调 10 元，天之蓝每瓶上调 20 元
2017 年 9 月	海之蓝、天之蓝	海之蓝、天之蓝提价 30 元每箱
2017 年 10 月	海之蓝、天之蓝、梦之蓝	海之蓝每瓶上调超过 6 元，天之蓝每瓶上调超过 9 元，梦之蓝每瓶提价大约 20 元
2017 年 12 月	梦之蓝	M3、M6 出厂价分别上涨 5 元/瓶、10 元/瓶
2018 年春节	梦之蓝	M3、M6 供终端价格将较去年春节分别提高 110 元/箱、150 元/箱，预计终端售价涨幅将达到 200-400 元每箱(四瓶装)

资料来源：历史提价数据整理、天风证券研究所

提价的目的是为了以后更好的促销。本质在于提高渠道利润，如果不提价不促销，价格会越来越低。而价格一旦降低之后市场价格也会随之降低，这样产品就很难有生存空间。供需趋紧的情况是本次涨价的重要前提，本次提价有利于改善经销商的利润，可以进一步的激发经销商的积极性，进而带动公司的产品销售。在消费升级带来的次高端市场扩容的大背景下，本次提价存在业绩提升的预期。

3.3. 不断构建的高端系列在提升产品档次的同时不断凸显底层价格带产品的性价比

虽然 600 元以上酒在公司产品结构中占比较少，但公司一直将高端化放在重要位置，这不仅表现在高价格带品种的推出和推广，也表现在通过不断的价格调控来达到价格带的同比提升和生命周期的延长，也凸显出公司从早期的重视渠道发展过渡到依靠性价比实现消费

者黏性的提高。

2017年2月，梦之蓝手工班悄然上市，其定价高于52度五粮液水晶瓶，直接瞄准53度飞天茅台，补充了梦之蓝M6到M9之间的价格空白，而这个价格区间，也是目前国内高端白酒的价格高地，因此其一经推出即在市场上引起重大反响，也显示了洋河稳固其高端市场的决心。

这样形成了梦9、手工班为代表的品类在形成公司高端超高端标杆的同时也凸显了次高端和低端品类的极大性价比，使公司逐渐过渡成为次高端的领军企业。

3.4. 低端酒在导流量的同时扩大消费者基础

洋河餐饮渠道占比较高的特性使得终端动销对于洋河有着更高的重要性，随着海之蓝产品的逐步老化，公司正试图通过低端口粮酒新产品的开发来满足渠道和消费者的需求。

在100元以下价格带，公司于三季度推出新品“小海”争夺低端市场，目前正在进行消费者培育，待成熟后从江苏周边向全国推广。定位在80元左右价格带表现初洋河对于消费者导流、扩大消费者基础方面做出的努力，也是公司做到产品结构平衡的重要一环。

在50元以下价格带，随着盒装酒生存空间的压缩，公司于2017年年中推出了光瓶酒小曲，的光瓶酒小曲凭借着30元左右的价格带成为洋河和同价位的五粮液、泸州老窖相关产品竞争的有力拳头，而洋河在商超本身就强大的渠道力量也为这一价格带的竞争奠定了坚固的基石。

4. 品牌力的提升：“新国酒”的打造、海外扩张和精细化运作共振

4.1. 打造兼具亲民与民族情怀的新国酒，品牌价值与知名度不断提升

洋河近些年的宣传重点在于将自身塑造成为新国酒，而一带一路、G20峰会国宴用酒都不断强化消费者的不断认知，实现消费者白酒消费心理的培育，这对于品牌和场景壁垒高企的酒行业尤其重要。

图 11：洋河作为一带一路高峰论坛用酒



资料来源：中酒网 <http://www.zhongjiu.cn/brandarticleDetail/290.htm>、天风证券研究所

图 12: 洋河作为 G20 宴会用酒



资料来源: 搜狐网 http://www.sohu.com/a/113926317_485553、天风证券研究所

公司入选世界知名品牌价值研究机构 BrandFinance 发布的全球品牌 500 强, 位列世界第七, 中国第二。2016 年, 在《2016 年中国品牌价值评价信息》中公司以 494.09 亿元的品牌价值, 在多达 152 个顶级产品的品牌价值评比中, 排名全国第一。公司荣登世界财经杂志《福布斯》发布的“全球 2000 强世界上市公司”, “梦之蓝”入选 CCTV “国家品牌计划” TOP10 品牌。

洋河从 03 年推出蓝色经典以来无论从行业地位还是再营收利润规模上都上了一个极大的台阶, 成功将蓝色经典一把火烧遍全国, 而企业对于品牌的培育也走过了一个良性的过程: 从最初依靠渠道力量到渠道和品牌共同发力, 现在随着口碑的上升目前依靠口碑的成分偏多。

公司在产品设计和价格设定方面都显示出了极大的战略眼光。公司贯彻“产品品牌化, 品牌系列化”的方针, 成功塑造了梦之蓝、天之蓝、海之蓝、绵柔苏酒、柔和双沟、珍宝坊、蓝瓷、洋河大曲等不同的品牌, 而在不同的产品之间, 有着非常严格的区隔和定位定价, 已经形成了高、中、低档全价位、全覆盖的产品序列, 且每个价位段都有自己的主导产品, 多点卡位, 也可以在多点上发力。

表 3: 2016 年中国品牌价值评价信息

序号	企业名称	品牌强度(百分制)	品牌价值(亿元)
1	江苏洋河酒厂股份有限公司	952	494.09
2	华晨汽车集团控股有限公司	897	231.21
3	中铁电气化局集团有限公司	750	222.80
4	中石油吉林石化分公司	831	80.97
5	中石油辽河石化分公司	878	80.32
6	国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司	877	66.67
7	金龙联合汽车工业有限公司	897	65.15
8	盘锦北方沥青燃料有限公司	762	64.52
9	湖北枝江酒业集团	886	63.63
10	中国一拖集团有限公司	848	62.82

资料来源: 2016 年中国品牌价值评价信息, 天风证券研究所

4.2. 响应国家“走出去”的战略，海外拓展大力推广

一带一路政策，横跨亚非欧三大洲，涉及 64 个国家，在多领域展开合作。作为走出去的主体，国内的企业将承担大量的基础设施建设项目、开展贸易活动，涉及制造，建筑，服务，金融等多个方面。项目建设期长，影响深远。在前，走出去的中国企业需要和当地政府形成有效的沟通，达成共识的合作意向和方案。在后企业在具体的运作过程中需要和当地的供应商，当地的客户，当地的利益相关者建立起社会关系。作为重要的社交润滑剂，氛围的强化剂，酒社会关系的建立中是必不可少的角色。

走出去的中国企业，在经济活动的开展过程中，不管是在整个项目合作链条上的哪一个部分，买方或者卖方，这些项目上集聚的大量的人流，物流和财流，创造了大量本地人和中国人交流的场景和中国文化的需求，以及中华文化潜移默化的影响。经济活动不断创造文化交流的需求，文化层面的深入交流，更利于经济活动的开展和进行。喝酒不仅仅是商务活动中的润滑剂，社交场合的得力助手。酒中的文化、酒中的品鉴，文化的东西是有品玩乐趣的。有趣的东西从来是有市场需求的。酒的文化属性衍生的各种玩法，又将丰富经济交流的工具和方式。

4.2.1. 历史机遇下的消费路径

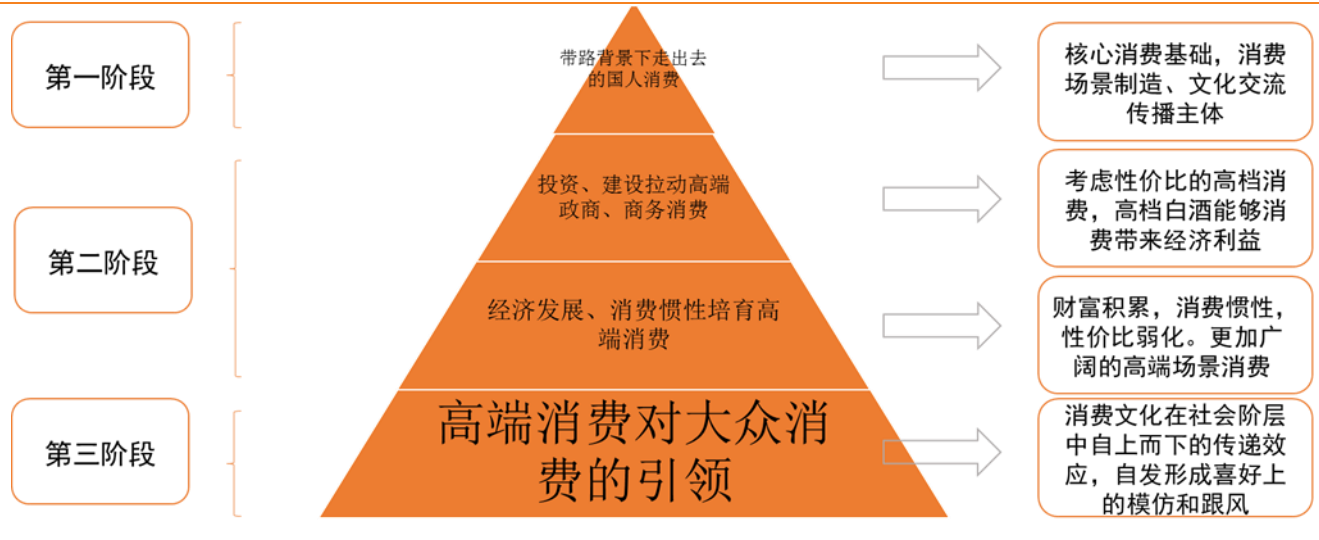
中国高档白酒的出现、兴起靠的是两个字：趋势。这个趋势包含这么两个因素：人，财富。世界烈酒市场上，其实不缺所谓的消费能力，缺乏的是决定白酒需求的人。一带一路的政策下走出去的中国人、这些带着资本、产业走出去的中国人正是中国白酒出海这么多年来所欠的东风。按照国内高档白酒消费史发展路径，我们可以预见到白酒出海将会经历以下 3 个阶段。

第一阶段：带路背景走出去的国人的消费。企业、政府外派人员收入水平一般会高于同等层次国内收入水平，并且在海外他乡各类开支比国内地。他们有消费能力，有消费意愿是海外高档白酒消费的核心人群。

第二阶段：在当地投资建设过程中涉及的政商消费，以及经济发展、消费惯性培育高端消费。这是第一轮乘数效应。第一轮乘数效应又分为两个子阶段，第一个子阶段是性价比导向的高档政商、以及直接和投资建设相关的商务消费，随着项目的不断落地会来的比较快。第二个子阶段，是随着经济的发展，企业赚取了大量的利润，高档白酒的消费性价比已经不是太重要的考虑因素。同时高档政商、商务消费中喝高档白酒的消费惯性会向更多领域的高端商务消费，私人消费延伸，这第二轮会随着一带一路建设的推进，项目的实施到来，是中短期就会显现的乘数效应。

第三阶段：高端消费对大众消费的引领。消费的文化大多数时候是从上往下传递的，每个阶层的人们总是会去模仿和跟风上一个阶层消费习惯。当白酒能够频繁的出现在主流的高端消费场景下时，基数更加庞大的下一个社会阶层的人们，再为美好的未来而奋斗的过程中，将会把主流高端消费场景下的白酒消费当成一种时尚去追求。向大众化消费扩散的第二轮乘数效应，这一轮中长期的乘数效应。

图 13：一带一路白酒出海的路径



资料来源：天风证券研究所

4.2.2. 洋河独有的绵柔口感符合海外市场的偏好

洋河酿造绵柔型酒的核心工艺讲究“三低”：低温入窖、低温发酵、低温馏酒。因为低温，发酵时间会很长，于是成就了“四多”，即小分子物质多、水溶性物质多、醇甜性物质多、健康因子多。低温工艺打造的绵柔型白酒口感更舒适、酒体更绵柔，更符合外国人的口感。一带一路沿线国家，既有泰国、斯里兰卡等对中国传统酒文化和儒家思想认同度较高的东南亚国家，也有对中国白酒鲜有了解的欧美国家。在亚洲，洋河以东南亚为跳板撬动亚洲市场，在欧美，梦之蓝系列的绵柔品质非常符合欧美消费者的饮酒习惯，洋河就依托独有的绵柔口感，通过大范围多频次的品鉴推广活动，逐步扭转外国人对中国白酒的偏见。

除了绵柔品质上的认可，品牌上洋河也屡获外国专业机构好评。继 2 月份荣登世界 500 强榜单后，最近由英国品牌评估机构 Brand Finance 发布的“2017 全球烈酒品牌价值 50 强”排行榜(Top 50 spirits brands 2017)，洋河排名全球第 3，是榜单中成长最快的烈酒品牌。

图 14：2017 全球烈酒品牌价值 50 强洋河排名世界第三

	1 Rank 2017: 1 2016: 1 BV 2017: \$ 11,548m +60% Brand Rating: AAA-		6 Rank 2017: 6 2016: 9 BV 2017: \$ 2,509m +73% Brand Rating: AA+
	2 Rank 2017: 2 2016: 2 BV 2017: \$ 4,548m -2% Brand Rating: AAA-		7 Rank 2017: 7 2016: 8 BV 2017: \$ 2,185m +15% Brand Rating: AA+
	3 Rank 2017: 3 2016: 3 BV 2017: \$ 4,281m +50% Brand Rating: AA		8 Rank 2017: 8 2016: 7 BV 2017: \$ 2,033m +0% Brand Rating: AAA-
	4 Rank 2017: 4 2016: 5 BV 2017: \$ 3,055m +22% Brand Rating: AAA-		9 Rank 2017: 9 2016: 14 BV 2017: \$ 1,975m +86% Brand Rating: AA
	5 Rank 2017: 5 2016: 3 BV 2017: \$ 2,711m -6% Brand Rating: AA		10 Rank 2017: 10 2016: 10 BV 2017: \$ 1,759m +22% Brand Rating: AA+

资料来源：公司官网、天风证券研究所

4.3. 品牌精准化运作实现营销的集约式管理

一个产品要想推广和被消费者接受，公司的宣传、产品的质量是重要因素，而终端产品的展示情况更是决定消费者是否驻足、是否购买的关键因素。洋河股份作为行业内最成功的企业，十余年来快速崛起，从濒临绝境的老国企成为当今行业最活跃的新力量，其成功是由多个微小的细节构成，而在终端品牌管理方面更是其专注细节的体现。

洋河在终端宣传和产品陈列上都花了巨大的精力，设计了详细的酒店大厅形象化落地物料清单、酒店包厢形象化落地清单、形象店（餐饮终端）柜台陈列标准、商超形象化落地物料清单、产品货架设计细则等一系列终端展示标准；通过不断完善企业形象、品牌形象和产品形象的规划设计；在销售队伍中建立专门的形象执行小组；结合当地民俗民情，结合区域市场突发事件，结合各类时尚或者流行的话题或活动来不断创新展示形式，持续提升市场活跃度，从而吸引消费者的注意力，最终转化为消费者的购买欲望。

图 15：洋河专有终端货架



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 16：品牌店橱窗设计



资料来源：公司官网，天风证券研究所

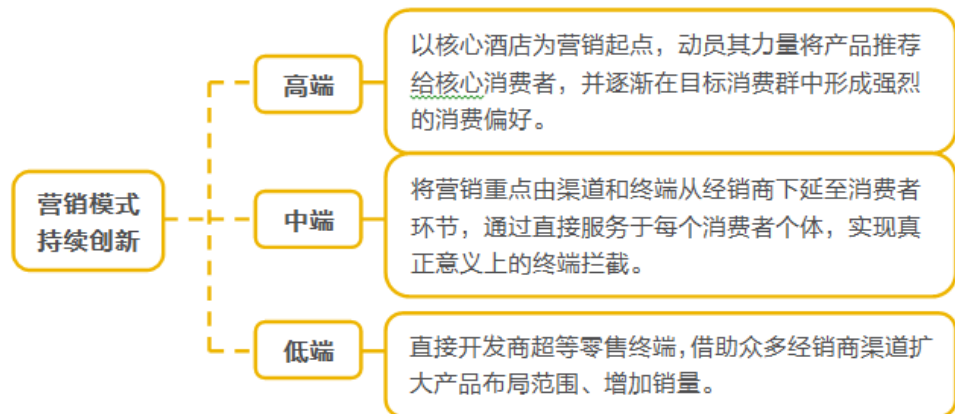
根据公司不同价格段产品特点以及消费者需求和定位的不同，公司对产品营销模式进行了细分：

高端市场采用“盘中盘”模式，所谓“盘中盘”模式，即把资源首先重点投入到核心消费者终端，以核心消费者终端为营销平台，对市场中的领袖消费群和领导消费群进行精心的公关与推广活动，培养以上两种核心消费群对产品的偏好度，并通过核心消费群的消费来带动产品在核心消费者终端的消费热潮。具体到洋河来说，其首先以核心酒店为营销起点，动员其力量将产品推荐给核心消费者，并逐渐在目标消费群中形成强烈的消费偏好。

终端市场采用“4×3”模式，所谓“4×3”模式，即在销售方式上，以集团消费、核心酒店、媒体公关三方联动；在销售组织上，以重点客户部、酒店直销部和品牌推广部作为联合销售组织；在经销商方面，形成厂商联合成立，厂方主导的经销模式；通过“一店一策”、“一企一策”的个性化操作实现渠道激励、终端助销和信息沟通的有机对接。由此将营销重点由渠道和终端从经销商下延至消费者环节，通过直接服务于每个消费者个体，实现真正意义上的终端拦截。

低端市场采用深度分销模式，即直接开发商超等零售终端，借助众多经销商渠道扩大产品布局范围、增加销量，从而实现公司在产品营销上的品类聚焦和资源聚焦。

图 17：差异化产品营销模式



资料来源：天风证券研究所

公司抓转型，促升级，营销实力显著提高。2016 年，公司全面深化“522 工程”，扎实推进渠道极致化，推动渠道不断向下扎根，实现营销模式深度转型。

在品牌传播方面，考虑到其中高端的定位，洋河股份一直与央视合作，通过简单信息的形式反复的、持续的向观众灌输，十几年如一日的宣传，使得蓝色经典的品牌文化深深的映入用户的脑海，成为绵柔型白酒品类入口的第一名。

在事件营销上，洋河股份也是频频出手。2016 年，蓝色经典接连成为了新加坡 APEC 峰会、杭州 G20 峰会、世界互联网大会等诸多国际性事件的宴会用酒。年底更是入围“CCTV 国家品牌计划”。

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，组织“我爱天之蓝”公益健康跑等活动，进一步彰显高端、大气的品牌内涵，增强公司品牌影响力。

图 18：“我爱天之蓝”健康跑



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 19：G20 峰会洋河宣传



资料来源：公司官网，天风证券研究所

5. 渠道力的提升：补强渠道，直控终端，大力拓展省外新市场

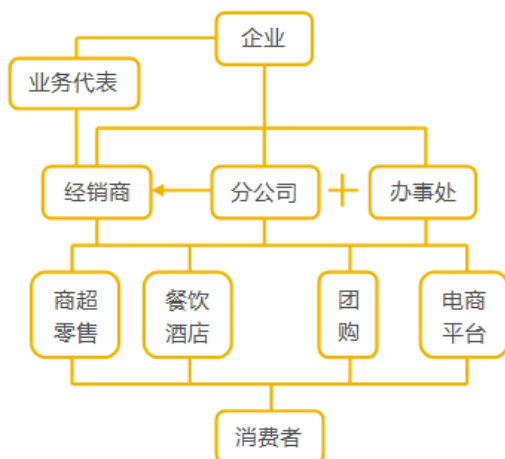
洋河在省内的市占率较高，而江苏省内的消费水平较高，公司也不断通过结构调整来改变产品收入结构来获得新的增长点；在新江苏市场和其他省外区域，洋河通过不断的营销发力在覆盖度和深度两个方面做到市场的培育和收入以及规模效应的提高。

公司的营销团队在行业内人员最多、理念最新、执行力最强，并与 8000 多家经销商合作不断加大深度分销模式。公司目前拥有中国白酒行业最强大的营销网络平台，已经渗透到全国各个地级县市，渠道的高速通路已经基本搭建完毕，为未来的市场拓展和品类延伸奠

定坚实的基础。同时，作为传统企业，公司也坚持探索营销新模式，在互联网应用创新方面取得成果，公司的电商平台在白酒行业处于领先地位。

在经销商管理环节，洋河也走出了自己独特的管理方式。同茅台五粮液等弱公司主导的企业不同，洋河的经销商管理链条较强，根据公司的“深度管理+直接控制”策略，洋河通过自设的分公司和办事处管理的业务员进行市场推广和产品销售，对经销商的工作进行指导。而经销商必须按照洋河的要求进行运营，否则将受到较为严重的惩罚。

图 20：洋河渠道运营模式

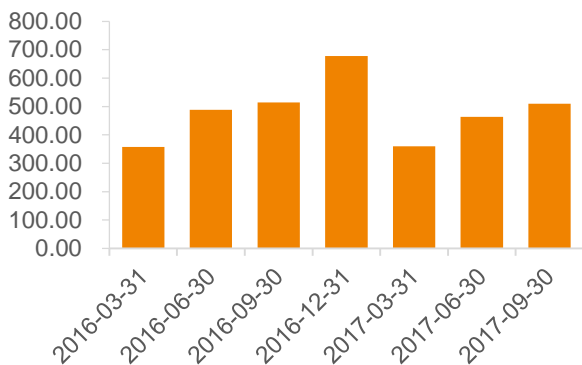


资料来源：天风证券研究所

5.1. 库存不断降低，渠道不断补强和完善

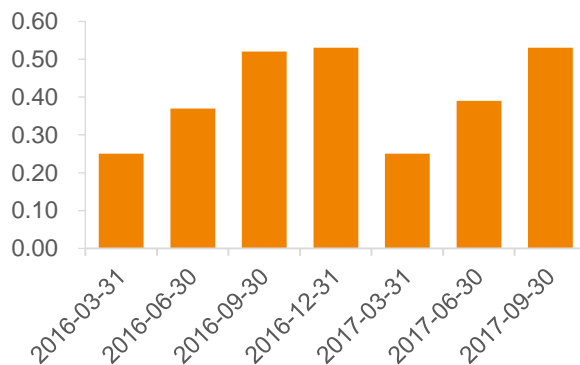
今年中秋节后，洋河就已经超额完成了全年的销售任务，洋河进入消化库存阶段，由于各地销售进展非常顺利，加之今年春节的时间相对较迟，海天梦系列供需局面将持续趋紧，受此影响，进入四季度以来，终端售价也逐步走高。洋河通过提高出厂价倒逼终端价格上涨，目前来看效果良好。在库存方面，洋河的渠道库存基本合理，依然存在下降空间，根据相关数据显示，与去年同期相比存货周转天数有显著下降，存货周转率有一定程度的提高，可见洋河库存水平不断降低，公司营运能力有显著提高。

图 21：洋河 2016 和 2017 年同时期存货周转天数对比



资料来源：wind、天风证券研究所

图 22：洋河 2016 和 2017 年同时期存货周转率对比

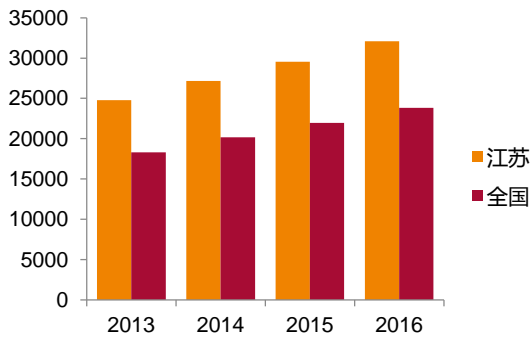


资料来源：wind、天风证券研究所

5.1.1. 集中解决问题区域，加强完善省内渠道

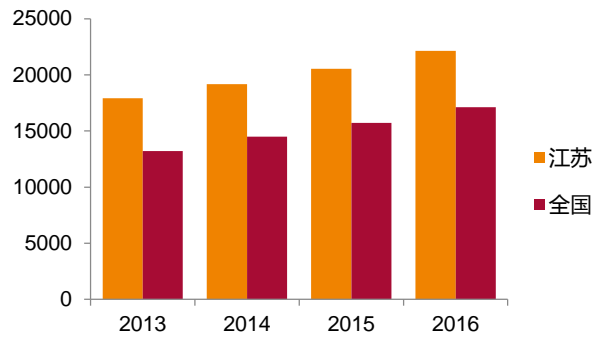
江苏作为在消费升级、需求升级方面远远领先于其他省份的中国经济发达省份。2017 年江苏省 300-500 元价格带已成为白酒的消费增长最快的价格带，其主要原因是由于 300-500 价格带的白酒最受商务消费的欢迎。据统计，2016 年江苏省人均可支配收入 32,070 元，远高于全国人均可支配收入 23,821 元的水平，比全国水平高出 34.6%；2016 年人均消费支出 22,130 元，而全国人均消费仅为 17,111 元，比全国水平高出 29.3%。

图 23：全国和江苏人均可支配收入情况（元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

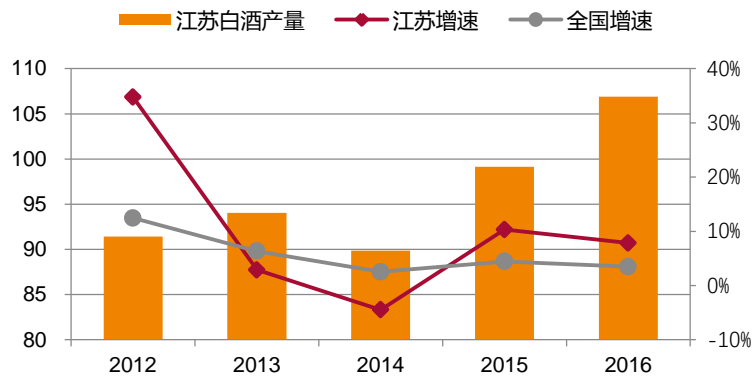
图 24：全国和江苏人均消费支出情况（元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

江苏作为经济大省，奠定了其白酒消费市场的繁荣，从下图可知，自 2014 年后，江苏省白酒产量迅速增加，自 2015 年后显著高于全国增速。2016 年江苏市场白酒产量 107 万千升，占全国白酒产量的 7%。省内市场容量较大，为洋河在省内的的发展奠定了较为稳固的基础。

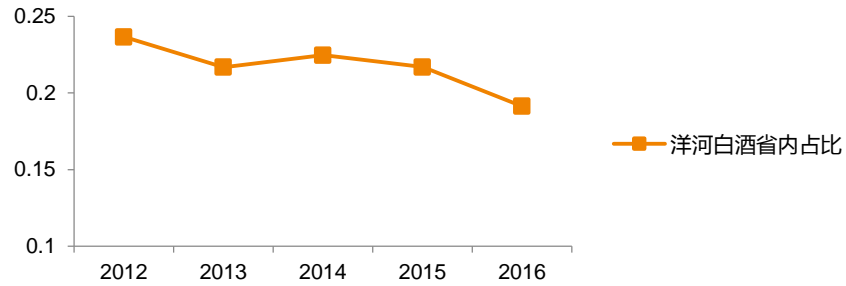
图 25：江苏白酒产量及增速（万千升）



资料来源：wind、天风证券研究所

洋河股份 2017 上半年在江苏省内的营业收入为 63.82 亿元，占总营收的比例为 55.53%，同比增长 11.07%。由下图可以看出，洋河的白酒产量一直占据江苏省内白酒产量的前列，其在江苏省内的白酒领先地位毋庸置疑。未来省内市场增长点主要在于清库存以及消费升级所带来的新产品的市场接受能力，预计 2017 年后江苏省内市场有着较好的发展态势。

图 26：洋河的白酒产量省内占比



资料来源：江苏省统计局，天风证券研究所

今年洋河集中抓出省内有问题营销区域集中解决，为理顺省内渠道、维护长期发展根基起到了积极作用。

5.2. 直控终端试点凸显对于渠道终端控制力的不断加强

洋河近期正推进“洋河 SFA”系统的建设，该系统可整合现有的终端销售数据，使厂商分工更加明确，将经销商变为配送商。目前正在进行终端数据的录入。到目前为止，仅山东片区，洋河全营销系统已导入 70%的终端网点，目标数量超过 7 万家。

SFA(销售能力自动化)是 CRM 客户关系管理系统的一个业务组件。SFA 是在销售过程中，针对每一个客户、每一个销售机会、基于每一个人员行动的科学、量化的管理；可以有效支持销售主管、销售人员对客户的管理、对销售机会的跟踪；能够有效销售规范、实现团队协同工作。

山东作为洋河最重要的新江苏市场之一，人口众多，白酒消费基础好，终端导入完成有助于企业快速进行营销决策。这一系统建设的推进，可以帮助洋河对终端的深度营销和掌控，进而推进深度全国化，这标志着洋河再次迈开营销升级的步伐。公司积极推进“洋河 SFA”系统的建设，进行终端网点的系统导入，就是为了打造攻守兼备的好渠道，建立起厂家到终端的快速通道，改变传统白酒渠道模式。同时，这种渠道变革也能为洋河构建新的优势，通过洋河线上和线下营销的深度融合，产生乘数效应。

同时，营销升级也是大数据时代的大势所趋。当洋河实现对终端网点的掌控后，未来如公司销售进出货，对经销网络特别是终端和消费者的投入，甚至小到对投给终端的门头牌、大到促销酒和额外奖励费用，以及对消费者的买赠，所有数据都能通过 SFA 系统进行有效整合。基于数据，洋河能够建立起对消费者、经销商、业务人员、终端的信息管理系统，有助于洋河实现对营销过程的精细化管理。

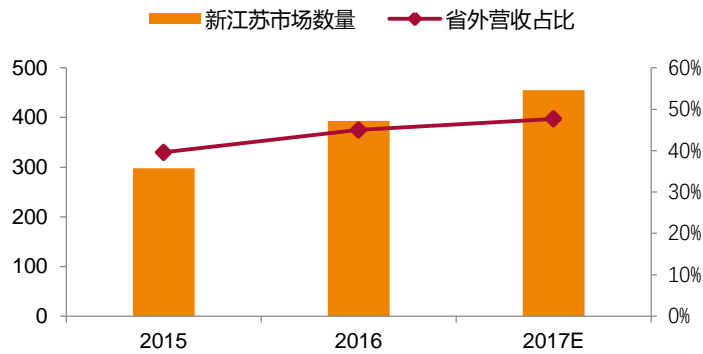
5.3. 省外市场渠道优化，不断提高系统性优势

2012 年后，随着市场竞争的加剧和政策的变动，白酒行业进入调整期。这段时间内，由于前期的快速增长和各类白酒企业的增加，很多企业的市场份额快速萎缩，随之而来的是放慢扩张速度，甚至退守成为区域性的酒企。这其中，洋河股份也面临着这样的问题，资料显示，江苏省外市场由 2012 年约 40%的增长直接降至负数。面对严峻的市场竞争，公司对省外市场进行重新规划，提出了“新江苏”战略规划，即以江苏为大本营，打造包括河南、安徽、山东、浙江、上海为省外重点、达到一定规模的市或县，目前江苏市场基本上覆盖全部的省级，但是各个省份的新江苏市场的数量不一，江苏周边的新江苏市场的数量多一点。

自 2014 年以来，洋河在稳定省内的同时，力图以省外的增长扭转行业下滑的影响，这一战略也取得显著成效，甚至可以说，近两年洋河营收的稳定，省外的“新江苏”市场起到了决定性的作用。根据公司资料，2015 年洋河新江苏市场共计 298 个，2016 年达到 395

个，增幅 32.55%，而公司 2017 年预计新增新江苏市场 60 个，预计增幅 15.2%。

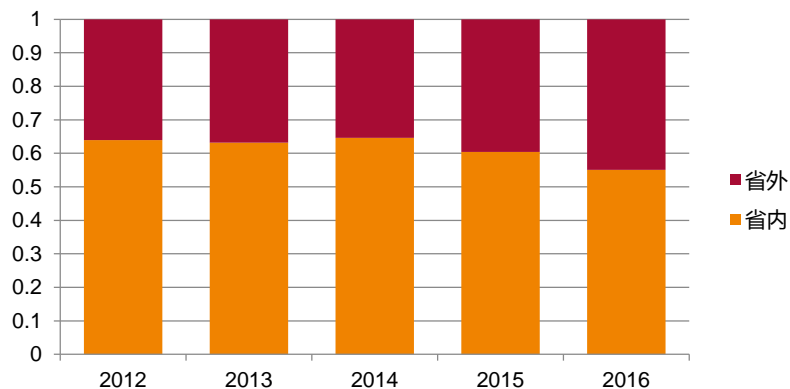
图 27：新江苏市场数量（个）及省外营收占比



资料来源：2016 洋河网上业绩说明会，天风证券研究所

在省外销售方面，“新江苏市场”以前是以省为划分，由于层级过多，导致销售压力难以传递，经过调整后，目前是以市、县为单位，目标更加可视化，销售压力能更加精准传递到区域负责人。在该战略规划下，洋河通过整合省外经销商资源，完善环江苏组织建设，如成立终端氛围营销小组、核心消费者赠品小组、网点开发和维护小组等等，同时通过大量的消费者赠酒、终端门面产品的大量投放和陈列等前置投入，利用模式和资源优势进一步扩大销售版图。

图 28：省内外销售收入占比情况 (%)



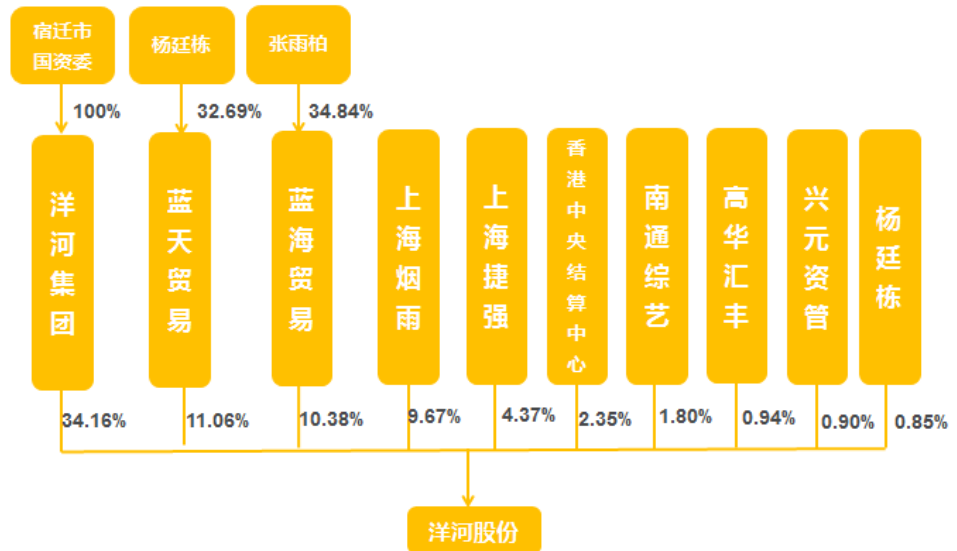
资料来源：公司年报，天风证券研究所

依托洋河深厚的营销能力和管理水平，以及公司产品多年来打造的差异化强、品牌知名度广等优势，公司很快在省外打开了市场。公司年报显示，2016 年洋河实现省外市场收入 75.81 亿元，同比增长 22.43%。省内省外收入结构方面，可以看到洋河的省外收入比重不断增长，从 2012 年的省内外收入近 7:3 结构逐步转变为 2016 年省内外收入近 5:5 结构。随着新江苏战略的有效推进和洋河营销团队的跨地区渗透，公司有望进一步实现省外结构的优化。

6. 产品力、品牌力和渠道力三方面突破背后是优秀管理基因的支持

6.1. 股权结构与持股激励

图 29：截至 2016 年 12 月 31 日公司股权结构



资料来源：公司年报，天风证券研究所

首先，从公司股权构成上来看，公司的第一大股东为国资委控股的洋河集团，持股比例为 34%，这样使得公司的管理层与大股东之间的代理成本较小，从而能够充分调动管理层的积极性，提高公司经营效率，同时也确保了政府，社会股东以及管理层的相对稳定，各自都有足够的动力去推进企业的发展。管理层的股权设计，更是确保了公司人事以及战略的延续性。同时，依托于国资委控股的国有持股背景，能有效保证公司决策的有效性，使得公司的治理成本降低。同时，公司董事长、总裁等大多数高管都持有有一定比例公司股票，从而能够有效协调各高管决策与公司目标相一致，为公司创造价值。

表 4：截至 2016 年 12 月 31 日洋河高管持股情况

姓名	职务	期末持股数	持股比例
王耀	董事长	30,002	0.002%
钟玉叶	董事、执行总裁	5,912,011	0.392%
丛学年	董事、副总裁、董事会秘书、财务负责人	3,378,291	0.224%
周新虎	董事、副总裁、总工程师	3,378,291	0.224%
冯攀台	监事会主席	5,677,986	0.377%
郑步军	副总裁	71,400	0.005%
朱广生	原副总裁	5,912,011	0.392%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

6.2. 突破传统机制，创新人员管理

2015 年，原董事长张雨柏不再担任董事会成员，转任另一级独立管理机构苏酒集团董事局主席。洋河设立苏酒集团这个管理机构，是其在以混合制为主的新一轮国企改革中对原有体制和机制的突破，意在让管理层拥有更大的自主创新决策权，以领衔洋河在白酒主业外发力相关多元化，实现从浓香型区域名酒生产企业到大健康集团的战略意图。

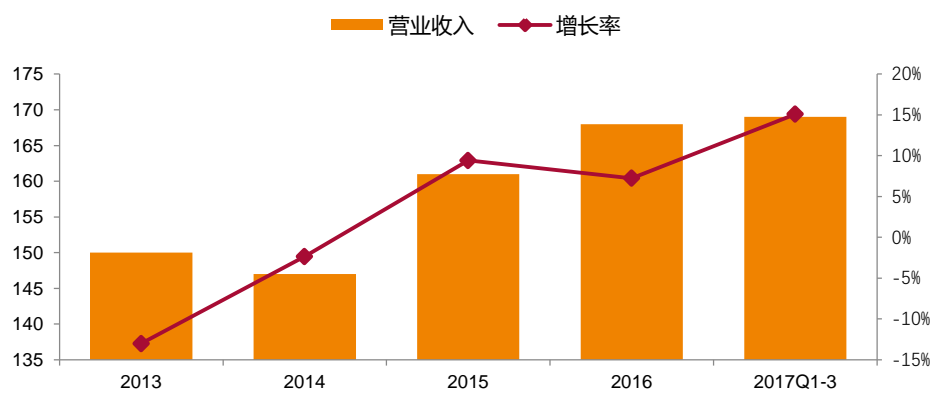
洋河选择以管理架构的探索作为管理机制创新的突破点，重组公司董事会，担纲多年董事长的张雨柏彻底退出董事会席位就是此次机制创新的开端。苏酒集团作为洋河股份双核战略的新平台，与洋河股份并无股权和资产关系，它其只是一级管理机构，但二者有所分工。白酒主业的运营管理仍由洋河股份负责，苏酒集团侧重于对创新业务的推动，所谓创新业务，包括以健康体验为主的酿酒技术研究，互联网商业模式研究及对新领域的投资等。

作为一种组织化的创新，洋河把创新的业务团队适当从传统业务中隔离出来，用新的激励机制和用人体制去推动业务发展，开辟出了一个以投资为主线，拓展新业务，最终实现主业稳定增长，新业寻求爆发和突破的模式。

7. 盈利预测与估值

1) 随着手工班为代表高端的打造、天和梦次高端的持续发力、低端酒的重新布局，公司产品结构持续提升带来收入的持续增长预期。

图 30：2013-2017Q3 洋河股份营业收入及增长率（亿元）

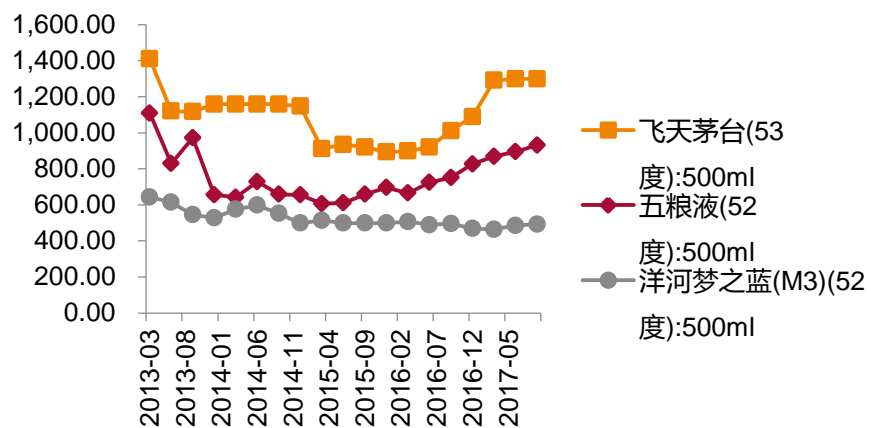


资料来源：Wind、天风证券研究所

我们预测公司 17-19 年收入增速分别为 14.00%、20.00%、15.20%。

2) 毛利率提升主要来自于提价和产品结构升级。洋河和茅台、五粮液的价差逐渐拉大，我们预计今后公司会考虑将价差缩小，从而拉动毛利率上升。

图 31：茅台、五粮液和洋河主要产品京东价格统计（元）

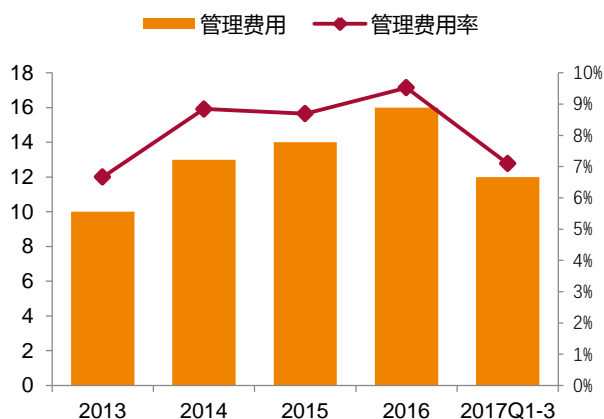


资料来源：Wind、天风证券研究所

3) 从管理费用上来看，2013-2016 管理费用呈逐年上升趋势，但是管理费用率近两年来

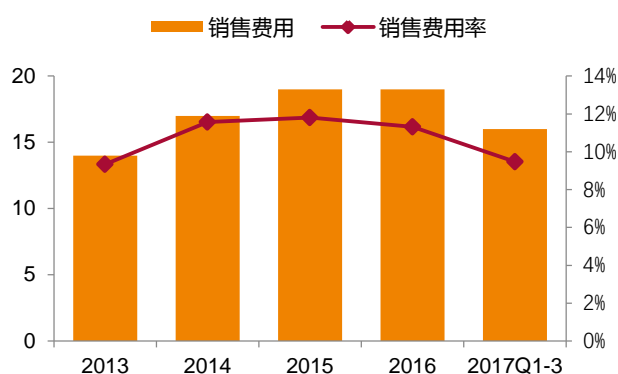
有明显下降趋势，说明洋河在不断扩大公司管理规模的同时，显著提高了管理的效率，经营风险得到控制；在销售方面，洋河特有的“1+1”营销模式需要数量巨大的销售团队作为后盾。洋河近几年也不断扩大销售团队规模以及其销售水平，从图上来看，洋河近五年来销售费用率介于 8%-12% 之间，当然公司销售费用有逐年提高的趋势，但与此同时在销售方面较大的投资能够有效拓展公司的销售渠道，提高洋河各类产品的市场占有率。

图 32：2013-2017Q3 洋河股份管理费用及管理费用率（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

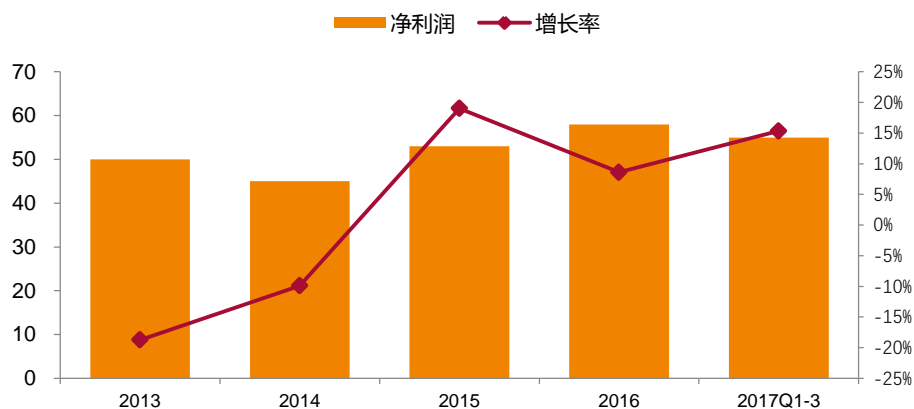
图 33：2013-2017Q3 洋河股份销售费用及销售费用率（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

随着公司管理效率的提高，我们预计公司管理费用率逐年有所降低，17-19 年的管理费用率分别为 8.34%、7.21%、6.83%。随着销售的投入和后期品牌优势的提升，我们预计 17-19 年公司销售费用率分别为 10.30%、10.30%、9.20%，这将带来净利率的提高。

图 34：2013-2017Q3 洋河股份净利润及增长率（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 35：白酒行业各公司比较

排名	代码	证券简称	总市值(万元)	净利润 (LYR,万元)	ROE(%)	市盈率PE		
						TTM	17E	18E
3	002304.SZ	洋河股份	16,478,913.78	582,716.89	23.79	25.08	24.35	20.41
沪深(9)								
		平均值	14,797,227.51	352,846.13	17.99	33.81	32.13	23.66
1	600519.SH	贵州茅台	79,512,295.95	1,671,836.27	24.44	32.81	32.44	25.07
2	000858.SZ	五粮液	25,934,044.63	678,453.33	15.01	29.99	28.89	23.26
4	000568.SZ	泸州老窖	9,170,815.25	192,774.35	18.10	37.92	35.22	26.72
5	600809.SH	山西汾酒	4,418,423.70	60,512.60	13.18	46.05	44.50	29.97
6	000596.SZ	古井贡酒	2,850,671.59	82,963.01	15.91	30.27	29.10	23.01
7	200596.SZ	古井贡B	2,850,671.59	82,963.01	15.91	17.74	17.05	13.49
8	603589.SH	口子窖	2,776,200.00	78,346.42	19.81	28.56	27.25	21.79
9	600779.SH	水井坊	2,230,211.11	22,479.19	16.34	69.90	63.22	36.86
10	603369.SH	今世缘	1,750,027.50	75,416.20	17.44	19.81	19.31	16.05

资料来源：wind，天风证券研究所

从洋河与同业公司的综合比较来看，洋河仅次于贵州茅台与五粮液，在总市值、净利润、ROE 等方面均列于行业前三。但同时白酒行业市值前十家公司的市盈率平均值为 33/23 倍，洋河股份市盈率显著低于平均值且处于行业较低水平，因为洋河未来的业绩远超市场预期可能。

综上，我们预计公司 17-19 年营收 195.9/235.1/270.8 亿，EPS4.49/5.80/7.15，在行业整合和消费结构升级背景下，考虑未来增速和新品发力，给予 18 年 30 倍 PE，目标价 174 元。

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4,707.80	2,456.63	11,808.13	12,031.90	20,497.84
应收账款	123.48	121.36	175.37	(476.61)	(549.06)
预付账款	80.04	69.32	158.42	69.24	176.48
存货	11,122.38	12,221.52	12,530.30	16,081.46	14,498.13
其他	5,422.19	10,455.75	5,786.37	7,304.82	7,855.82
流动资产合计	21,455.89	25,324.57	30,458.59	35,010.82	42,479.22
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	43,102.44	47,288.51	54,470.51
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	5,523.29	5,651.85	6,911.13	7,158.95	8,316.32
其他	5,054.35	6,785.49	6,512.40	6,252.98	7,175.25
流动负债合计	10,577.65	12,437.33	13,423.53	13,411.93	15,491.57
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	13,749.38	13,744.05	15,820.75
少数股东权益	4.38	(15.79)	(23.72)	(38.22)	(61.87)
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	27,869.80	32,075.69	37,204.64
其他	(741.73)	(740.56)	(741.70)	(741.70)	(741.70)
股东权益合计	22,941.48	26,036.99	29,353.06	33,544.46	38,649.76
负债和股东权益总计	33,860.32	38,804.06	43,102.44	47,288.51	54,470.51

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	5,365.20	5,804.93	6,768.96	8,746.73	10,767.58
折旧摊销	620.17	730.60	455.13	464.00	470.31
财务费用	46.32	(3.34)	(71.50)	(119.53)	(163.10)
投资损失	(577.94)	(547.21)	(392.72)	(498.32)	(556.75)
营运资金变动	(2,409.66)	(4,137.69)	5,599.54	(4,285.62)	2,909.97
其它	2,792.27	5,557.76	(8.35)	(14.74)	(24.19)
经营活动现金流	5,836.36	7,405.04	12,351.05	4,292.51	13,403.83
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	278.61	484.15
投资活动现金流	(3,676.30)	(5,964.33)	373.66	352.33	537.10
债权融资	0.22	0.18	0.00	0.00	0.00
股权融资	201.07	14.73	75.06	124.23	167.80
其他	(1,999.21)	(3,711.99)	(3,448.26)	(4,545.29)	(5,642.79)
筹资活动现金流	(1,797.92)	(3,697.08)	(3,373.21)	(4,421.07)	(5,474.99)
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)	9,351.50	223.78	8,465.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	16,052.44	17,183.11	19,588.74	23,506.49	27,079.48
营业成本	6,115.07	6,202.98	7,071.54	7,996.91	8,697.93
营业税金及附加	229.39	309.57	295.66	350.25	411.61
营业费用	1,882.41	1,869.00	2,017.64	2,421.17	2,491.31
管理费用	1,447.88	1,582.44	1,633.70	1,694.82	1,849.53
财务费用	(196.36)	(8.95)	(71.50)	(119.53)	(163.10)
资产减值损失	11.91	48.00	32.55	28.43	31.12
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	498.32	556.75
其他	(1,155.88)	(1,094.42)	(785.45)	(996.64)	(1,113.50)
营业利润	7,140.09	7,727.28	9,001.88	11,632.77	14,317.84
营业外收入	36.26	45.88	42.49	41.54	43.30
营业外支出	11.03	12.20	15.79	13.01	13.66
利润总额	7,165.32	7,760.97	9,028.58	11,661.31	14,347.48
所得税	1,800.12	1,956.04	2,267.98	2,929.32	3,604.09
净利润	5,365.20	5,804.93	6,760.60	8,731.99	10,743.39
少数股东损益	0.01	(22.24)	(8.35)	(14.74)	(24.19)
归属于母公司净利润	5,365.19	5,827.17	6,768.96	8,746.73	10,767.58
每股收益(元)	3.56	3.87	4.49	5.80	7.15

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	9.41%	7.04%	14.00%	20.00%	15.20%
营业利润	18.81%	8.22%	16.49%	29.23%	23.08%
归属于母公司净利润	19.03%	8.61%	16.16%	29.22%	23.10%
获利能力					
毛利率	61.91%	63.90%	63.90%	65.98%	67.88%
净利率	33.42%	33.91%	34.56%	37.21%	39.76%
ROE	23.39%	22.37%	23.04%	26.05%	27.81%
ROIC	39.48%	36.16%	32.93%	58.43%	56.87%
偿债能力					
资产负债率	32.25%	32.90%	31.90%	29.06%	29.04%
净负债率	20.41%	23.85%	35.13%	5.79%	4.43%
流动比率	2.03	2.04	2.27	2.61	2.74
速动比率	0.98	1.05	1.34	1.41	1.81
营运能力					
应收账款周转率	128.08	140.36	132.03	-156.07	-52.80
存货周转率	1.51	1.47	1.58	1.64	1.77
总资产周转率	0.51	0.47	0.48	0.52	0.53
每股指标(元)					
每股收益	3.56	3.87	4.49	5.80	7.15
每股经营现金流	3.87	4.91	8.20	2.85	8.89
每股净资产	15.22	17.29	19.49	22.28	25.69
估值比率					
市盈率	32.58	30.00	25.83	19.99	16.23
市净率	7.62	6.71	5.95	5.21	4.52
EV/EBITDA	12.74	11.92	17.07	13.35	10.34
EV/EBIT	13.87	13.04	17.94	13.89	10.69

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 37 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