

洋河股份 (002304)

证券研究报告

2018年02月09日

春节动销量价齐升验证增长逻辑

产能提前布局、小步慢跑提价突显洋河战略雄心

价格提升和产能扩大是白酒行业发展的两大趋势。一方面洋河通过提前布局产能，目前已拥有充足的生产能力，未来能满足由于消费升级带来的价格提升消费空间。另一方面，洋河一直坚持“小步慢跑”的价格策略，洋河目前的竞争力位列白酒行业第一梯队，而高端市场需要更好的产品作为保证，未来洋河通过根据市场和企业自身情况采取相应的价格策略来顺应行业提价趋势是巩固其产品力及品牌力的有力保障。

价低量大为洋河提价和利润增长创造空间

洋河相比茅台、五粮液来说产量大但单价低，如果提价绝对量相同的情况下，洋河具有更大的收入弹性，依赖更大的产量和渠道基础，洋河提价所带来的利润增长不可小觑。

渠道深度覆盖为洋河提价提供坚强后盾

洋河与 8000 多家经销商合作，拥有 3 万多名地面推广人员，同时不断加大深度分销模式。洋河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。

再次强调核心推荐逻辑：产品力、品牌力和渠道力铸就洋河次高端龙头地位

我们再次强调对于洋河的逻辑：高中低三个价格带不断聚焦，次高端赛道竞争减少，产品力不断提升；“新国酒”的打造、海外扩张和精细化运作共振，品牌力不断提升；补强渠道，直控终端，大力拓展省外新市场，渠道力不断提升。产品力、品牌力和渠道力铸就洋河次高端龙头地位。

盈利预测与估值

考虑公司高中低端的重新布局和品牌力的加强，渠道层面不断精细优化带来收入的持续增长预期，我们预计 17 年、18 年公司销售将分别增长 35%、28%左右，由此将营收由 17-19 年的 195.9/235.1/270.8 亿上调至 17-19 年 232.0/296.9/342.1 亿，EPS 由 4.49/5.80/7.15 上调至 4.64/6.06/7.65。在行业整合和消费结构升级背景下，考虑未来高端产品放量空间增加以及产品结构不断优化，上调 18 年估值至 32 倍，目标价 194 元。

风险提示：食品安全风险，提价不及预期，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	23,197.20	29,692.41	34,205.66
增长率(%)	9.41	7.04	35.00	28.00	15.20
EBITDA(百万元)	7,562.54	8,443.69	9,711.58	12,513.93	15,653.07
净利润(百万元)	5,365.19	5,827.17	6,996.75	9,134.31	11,526.43
增长率(%)	19.03	8.61	20.07	30.55	26.19
EPS(元/股)	3.56	3.87	4.64	6.06	7.65
市盈率(P/E)	37.61	34.63	28.84	22.09	17.51
市净率(P/B)	8.80	7.75	6.84	5.96	5.13
市销率(P/S)	12.57	11.74	8.70	6.80	5.90
EV/EBITDA	12.74	11.92	19.72	14.90	11.63

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	124.99 元
目标价格	194 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)	188,358.43
流通 A 股市值(百万元)	154,964.60
每股净资产(元)	18.89
资产负债率(%)	28.08
一年内最高/最低(元)	139.02/70.69

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	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《洋河股份-公司研究简报:春节配额彰显增长势头，海外收购验证平台化逻辑》 2018-01-16
- 《洋河股份-公司深度研究:白酒新时代，洋河新突破——再论洋河投资价值》 2018-01-03
- 《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



1. 产能提前布局、小步慢跑提价突显洋河战略雄心

价格提升和产能扩大是白酒行业发展的两大趋势。而对于酒企来说，产能布局的时点非常重要，如果扩产过迟，一方面短时间内生产的产品品质难以保证，另一方面酒企也可能错过白酒价值增值的机遇，而洋河通过提前布局产能，目前已拥有充足的生产能力，未来能满足由于消费升级带来的价格提升消费空间。

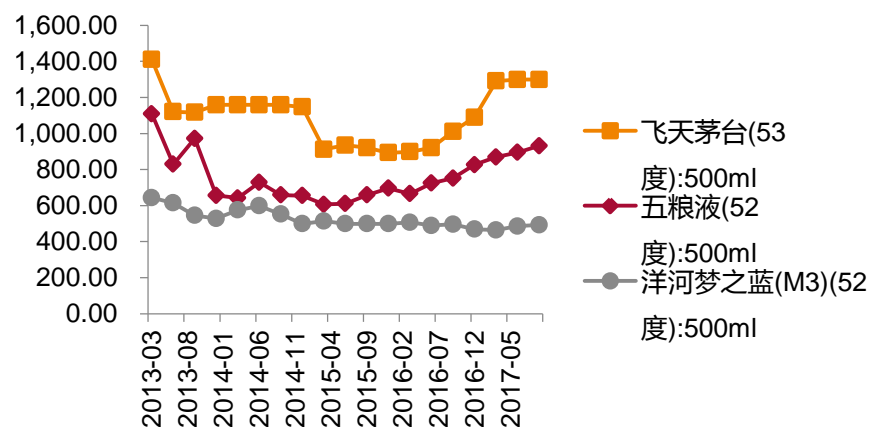
另一方面，随着宏观经济稳步增长，大众消费持续升级，白酒行业进入新一轮增长期，高端、次高端白酒产品价格齐升，中低档白酒产品销售稳步增长。洋河一直坚持“小步慢跑”的价格策略，2017年实行价格双轨制，对量进行了一些控制，价格也进行了小幅提升。洋河目前的竞争力位列白酒行业第一梯队，而高端市场需要更好的产品作为保证，未来洋河通过根据市场和企业自身情况采取相应的价格策略来顺应行业提价趋势是巩固其产品力及品牌力的有力保障。

2. 价低量大为洋河提价和利润增长创造空间

价低质高的极高性价比为洋河提价创造空间。2015年来茅台和五粮液等高端白酒也不断提价，价格带扩大为洋河提供提价空间，茅台终端价格近1500元，五粮液终端价超1000元为洋河提供了巨大的提价空间，现在茅台和次高端的价格差距已经使得洋河性价比极高，正是洋河涨价时机。同时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，为洋河提供放量和抢夺份额的空间。

价低量大为洋河营收增长创造更大弹性。比较来看，2016年洋河白酒销售量19.8万吨，而茅台和五粮液16年白酒销售量分别为3.7万吨和14.9万吨；从单价来看，根据wind数据统计，可以明显看到洋河高端产品售价要明显低于茅台和五粮液高端酒的售价，因此在提价绝对量相同的情况下，洋河具有更大的弹性，依赖更大的产量和渠道基础，洋河提价所带来的利润增长不可小觑。

图1：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

表1：提价绝对量相同下，洋河具有更大的弹性（平均吨价计算仅为粗略估算，并非实际情况）

公司	2016年白酒销售量	16年白酒营收	平均吨价
洋河	19.8万吨	1649926万元	83330元/吨
五粮液	14.9万吨	2270453万元	152379元/吨
茅台	3.7万吨	3884097万元	1049756元/吨

资料来源：公司年报、天风证券研究所

3. 渠道深度覆盖为洋河提价提供坚强后盾

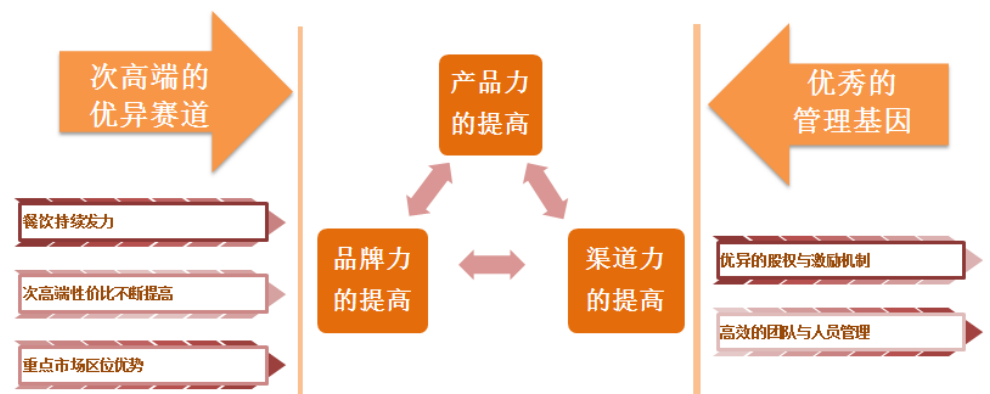
洋河拥有一支行业内人员最多、理念最新、执行力最强的营销团队，与 8000 多家经销商合作，拥有 3 万多名地面推广人员，同时不断加大深度分销模式，2016 年，洋河全面深化“522 工程”，扎实推进渠道极致化，推动渠道不断向下扎根，实现营销模式深度转型。洋河目前拥有中国白酒行业最强大的营销网络平台，已经渗透到全国各个地级县市，渠道的高速通路已经基本搭建完毕，为未来的市场拓展和品类延伸奠定坚实的基础。

同时，作为传统企业，洋河也坚持探索营销新模式，在互联网应用创新方面取得成果，洋河的电商平台在白酒行业处于领先地位。2016 年，洋河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，增强了洋河在互联网渠道的影响力。

4. 再次强调核心推荐逻辑：产品力、品牌力和渠道力铸就洋河次高端龙头地位

我们再次强调对于洋河的逻辑：高中低三个价格带不断聚焦，次高端赛道竞争减少，涨价带来次高端领军地位的巩固，改善渠道现状、防止产品老化延长生命周期，产品力不断提升；“新国酒”的打造、海外扩张和精细化运作共振，品牌力不断提升；补强渠道，直控终端，大力拓展省外新市场，渠道力不断提升。产品力、品牌力和渠道力的多维提升铸就洋河次高端龙头地位。

图 2：洋河逻辑



资料来源：天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

考虑洋河高中低端的重新布局和品牌力的加强，渠道层面不断精细优化带来收入的持续增长预期，我们预计 17 年、18 年洋河销售将分别增长 35%、28%左右，由此将营收由 17-19 年的 195.9/235.1/270.8 亿上调至 17-19 年 232.0/296.9/342.1 亿，EPS 由 4.49/5.80/7.15 上调至 4.64/6.06/7.65。在行业整合和消费结构升级背景下，考虑未来高端产品放量空间增加以及产品结构的不断优化，上调 18 年估值至 32 倍，目标价 194 元。

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	7,438.45	12,419.93	16,742.89
应收账款	123.48	121.36	230.03	(602.04)	(693.55)
预付账款	80.04	69.32	240.72	114.32	268.36
存货	11,122.38	12,221.52	21,474.36	23,144.36	24,477.78
其他	5,422.19	10,455.75	5,830.93	7,334.48	7,916.47
流动资产合计	21,455.89	25,324.57	35,214.49	42,411.06	48,711.96
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	47,858.35	54,688.75	60,703.25
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	5,523.29	5,651.85	11,450.76	10,490.88	13,609.04
其他	5,054.35	6,785.49	6,617.04	10,023.93	7,458.12
流动负债合计	10,577.65	12,437.33	18,067.80	20,514.81	21,067.16
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	18,393.65	20,846.94	21,396.34
少数股东权益	4.38	(15.79)	(23.99)	(39.13)	(64.45)
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	27,981.70	32,373.95	37,864.37
其他	(741.73)	(740.56)	(741.70)	(741.70)	(741.70)
股东权益合计	22,941.48	26,036.99	29,464.70	33,841.81	39,306.91
负债和股东权益总	33,860.32	38,804.06	47,858.35	54,688.75	60,703.25

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	5,365.20	5,804.93	6,996.75	9,134.31	11,526.43
折旧摊销	620.17	730.60	455.13	464.00	470.31
财务费用	46.32	(3.34)	(49.59)	(99.57)	(146.22)
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)	1,118.23	286.36	(1,592.80)
其它	2,792.27	5,557.76	(8.64)	(15.39)	(25.90)
经营活动现金流	5,836.36	7,405.04	8,119.16	9,271.38	9,675.08
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	53.15	104.27	150.92
其他	(1,999.21)	(3,711.99)	(3,564.14)	(4,746.49)	(6,040.13)
筹资活动现金流	(1,797.92)	(3,697.08)	(3,510.99)	(4,642.23)	(5,889.21)
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)	4,981.82	4,981.48	4,322.96

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	16,052.44	17,183.11	23,197.20	29,692.41	34,205.66
营业成本	6,115.07	6,202.98	9,626.84	12,470.81	13,545.44
营业税金及附加	229.39	309.57	350.12	442.42	519.93
营业费用	1,882.41	1,869.00	2,389.31	3,058.32	3,146.92
管理费用	1,447.88	1,582.44	1,934.65	2,140.82	2,336.25
财务费用	(196.36)	(8.95)	(49.59)	(99.57)	(146.22)
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	9,306.04	12,149.50	15,328.98
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	9,332.75	12,178.04	15,358.62
所得税	1,800.12	1,956.04	2,344.64	3,059.12	3,858.08
净利润	5,365.20	5,804.93	6,988.11	9,118.92	11,500.53
少数股东损益	0.01	(22.24)	(8.64)	(15.39)	(25.90)
归属于母公司净利润	5,365.19	5,827.17	6,996.75	9,134.31	11,526.43
每股收益(元)	3.56	3.87	4.64	6.06	7.65

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	9.41%	7.04%	35.00%	28.00%	15.20%
营业利润	18.81%	8.22%	20.43%	30.55%	26.17%
归属于母公司净利润	19.03%	8.61%	20.07%	30.55%	26.19%
获利能力					
毛利率	61.91%	63.90%	58.50%	58.00%	60.40%
净利率	33.42%	33.91%	30.16%	30.76%	33.70%
ROE	23.39%	22.37%	23.73%	26.96%	29.28%
ROIC	39.48%	36.16%	34.13%	46.91%	61.29%
偿债能力					
资产负债率	32.25%	32.90%	38.43%	38.12%	35.25%
净负债率	20.41%	23.85%	34.99%	32.37%	21.44%
流动比率	2.03	2.04	1.95	2.07	2.31
速动比率	0.98	1.05	0.76	0.94	1.15
营运能力					
应收账款周转率	128.08	140.36	132.03	-159.64	-52.80
存货周转率	1.51	1.47	1.38	1.33	1.44
总资产周转率	0.51	0.47	0.54	0.58	0.59
每股指标(元)					
每股收益	3.56	3.87	4.64	6.06	7.65
每股经营现金流	3.87	4.91	5.39	6.15	6.42
每股净资产	15.22	17.29	19.57	22.48	26.13
估值比率					
市盈率	37.61	34.63	28.84	22.09	17.51
市净率	8.80	7.75	6.84	5.96	5.13
EV/EBITDA	12.74	11.92	19.72	14.90	11.63
EV/EBIT	13.87	13.04	20.69	15.47	11.99

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