

洋河股份(002304)/饮料制造

内外并举, 稳步前行

评级: 买入(维持)

市场价格: 87.58

目标价格: 100.00

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

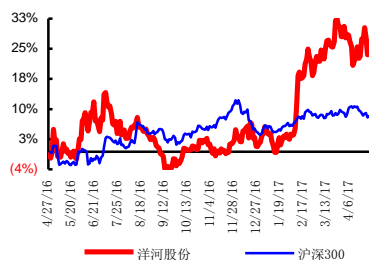
联系人: 龚小乐

电话: 021-20315138

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,507
流通股本(百万股)	1,232
市价(元)	87.58
市值(百万元)	131,983
流通市值(百万元)	107,899

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 洋河股份(002304.SZ)公司点评: 业绩加速增长, 估值提升在即
- 2 洋河股份(002304.SZ)三季报点评: 省内回归正增长, 持续稳健前行
- 3 业绩稳健, 砥砺前行

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,052.44	17,183.11	19,575.07	21,924.08	24,133.64
增长率 yoy%	9.41%	7.04%	13.92%	12.00%	10.08%
净利润	5,365.19	5,827.17	6,787.14	7,901.70	8,854.56
增长率 yoy%	19.03%	8.61%	16.47%	16.42%	12.06%
每股收益(元)	3.56	3.87	4.50	5.24	5.88
每股现金流量	3.87	4.91	5.06	5.56	6.24
净资产收益率	23.39%	22.37%	22.99%	23.27%	22.68%
P/E	19.25	18.26	19.45	16.70	14.91
PEG	1.01	2.12	1.18	1.02	1.24
P/B	4.50	4.08	4.47	3.89	3.38

备注:

投资要点

- **事件: 洋河股份公布 2016 年年报, 报告期内公司实现营业收入 171.83 亿元, 同比增长 7.04%; 归属于上市公司股东的净利润 58.27 亿元, 同比增长 8.61%, 扣非后归属于上市公司股东的净利润 54.07 亿元, 同比增长 9.98%, 基本每股收益 3.87 元, 同比增长 8.71%, 每 10 股派发现金红利 21 元(含税)。同时公布 2017 年一季报, 报告期内公司实现营业收入 75.89 亿元, 同比增长 10.90%, 归属于上市公司股东的净利润 27.43 亿元, 同比增长 11.68%。**
- **预收账款表现抢眼, 整体业绩符合预期。2016Q4 公司实现收入 25.16 亿元, 同比增长 5.21%, 预计三季度省内市场调整到位后四季度增速小幅回升, 预收账款创出历史新高 38.47 亿元, 环比大幅增长 186.66%。全年公司实现营业收入 171.83 亿元, 同比增长 7.04%; 分产品来看, 白酒收入 164.99 亿元, 同比增长 7.73%, 预计海之蓝两位数增长, 天之蓝个位数增长, 梦之蓝增速在 20%-30%; 红酒收入 2.83 亿元, 同比减少 15.00%。分市场来看, 省内收入 94.54 亿元, 同比减少 2.54%; 省外收入 77.29 亿元, 同比增长 21.68%。2016Q4 公司实现净利润 9.88 亿元, 同比增长 9.29%; 全年实现净利润 58.27 亿元, 同比增长 8.61%, 我们认为利润增速快于收入增速主要得益于毛利率提升。17Q1 公司实现收入 75.89 亿元, 同比增长 10.90%, 预计省内收入实现小个位数增长, 省外收入继续保持 20%以上增长, 预收账款为 13.61 亿元, 同比大幅增长 227.95%, 体现渠道强劲需求, 考虑预收款收入增速则更快。17Q1 公司实现净利润 27.43 亿元, 同比增长 11.68%, 我们认为利润增速略快于收入增速主要得益于高端品快速增长, 预计 Q1 梦之蓝同比增长 40%-50%。**
- **毛利率稳步提升, 费用率小幅上移。2016 年公司毛利率为 63.90%, 同比提高 1.99pct; 其中 Q4 毛利率为 81.43%, 同比提高 14.23pct, 主要得益于蓝色经典系列产品结构升级。2016 年公司期间费用率为 20.03%, 同比提高 0.51pct; 其中销售费用率为 10.88%, 同比下降 0.85pct, 管理费用率为 9.21%, 同比提高 0.19pct; 财务费用率为 -0.05%, 同比提高 1.17pct, 主要是购买理财产品占用资金使得存款利息下降所致; 2016 年公司净利率为 33.78%, 同比提高 0.36pct。公司现金流优秀, 全年经营活动产生的现金流量净额为 74.05 亿元, 同比增长 26.88%。17Q1 公司毛利率为 61.23%, 同比提高 0.63pct; 期间费用率为 12.47%, 同比提高 0.33pct, 其中销售费用率为 6.68%, 同比提高 0.26pct, 管理费用率为 6.04%, 同比下降**

0.10pct，财务费用率为-0.25%，同比提高 0.17pct；净利率为 36.08%，同比提高 0.19pct；经营活动产生的现金流量净额为 11.70 亿元，同比下降 53.50%。

- **一季度销势强劲，新品承接空档，预计 2017 年收入有望保持两位数增长。**去年下半年起，公司逐步加强梦之蓝系列推广力度，大型事件营销投入效果显著，品牌力得到持续提升。渠道走访显示，一季度蓝色经典普遍旺销，特别是梦 6 预计实现翻倍增长，且公司在春糖会上推出梦之蓝手工班，价格定位茅五之间，意在填补梦 6 和梦 9 之间的空白价格带。高端酒梦之蓝系列采取配额制策略，渠道库存处于低位，4 月开始小幅上调梦之蓝系列产品出厂价，预计在梦之蓝驱动下公司全年收入有望保持两位数增长。
- **投资建议：上调目标价至 100 元，维持“买入”评级。**公司渠道力行业领先，品牌张力在持续提升，春节销势强劲背景下全年收入料将加速增长，当前估值（行业最低水平）具备一定提升空间。我们小幅上调盈利预测，预计 2017-19 年收入为 195.75、219.24、241.34 亿元，同比增长 13.92%、12.00%、10.08%；实现净利润 67.87、79.02、88.55 亿元，同比增长 16.47%、16.42%、12.06%，对应 EPS 分别为 4.50、5.24、5.88 元。小幅上调目标价至 100.00 元，对应 2018 年 19XPE。
- **风险提示：**三公消费限制力度加大、省内渠道调整不充分、新江苏市场增速不及预期。

图表 1：洋河股份三大财务报表预测（单位：百万元）

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	14,672	16,052	17,183	19,575	21,924	24,134	货币资金	4,347	4,708	2,457	10,672	16,176	22,535
增长率	-2.34%	9.4%	7.0%	13.9%	12.0%	10.1%	应收款项	204	207	273	283	323	358
营业成本	-5,777	-6,115	-6,203	-6,739	-7,422	-8,036	存货	10,097	11,122	12,222	12,072	13,449	14,600
%销售收入	39.4%	38.1%	36.1%	34.4%	33.9%	33.3%	其他流动资产	1,543	5,419	10,373	10,390	10,395	10,403
毛利	8,895	9,937	10,980	12,836	14,502	16,098	流动资产	16,191	21,456	25,325	33,418	40,344	47,896
%销售收入	60.6%	61.9%	63.9%	65.6%	66.1%	66.7%	%总资产	56.3%	63.4%	65.3%	72.6%	77.2%	81.2%
营业税金及附加	-190	-229	-310	-312	-359	-398	长期投资	1,145	1,205	1,479	1,479	1,479	1,479
%销售收入	1.3%	1.4%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	固定资产	8,365	8,496	8,515	8,045	7,420	6,727
营业费用	-1,680	-1,882	-1,869	-2,251	-2,412	-2,655	%总资产	29.1%	25.1%	21.9%	17.5%	14.2%	11.4%
%销售收入	11.4%	11.7%	10.9%	11.5%	11.0%	11.0%	无形资产	1,975	1,953	1,913	1,524	1,413	1,308
管理费用	-1,267	-1,448	-1,582	-1,860	-2,017	-2,172	非流动资产	12,566	12,404	13,479	12,620	11,884	11,086
%销售收入	8.6%	9.0%	9.2%	9.5%	9.2%	9.0%	%总资产	43.7%	36.6%	34.7%	27.4%	22.8%	18.8%
息税前利润（EBIT）	5,758	6,378	7,219	8,414	9,715	10,873	资产总计	28,758	33,860	38,804	46,038	52,227	58,983
%销售收入	39.2%	39.7%	42.0%	43.0%	44.3%	45.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	237	196	9	131	268	387	应付款项	7,523	9,024	10,459	10,893	12,220	13,372
%销售收入	-1.6%	-1.2%	-0.1%	-0.7%	-1.2%	-1.6%	其他流动负债	1,198	1,554	1,978	5,323	5,774	6,318
资产减值损失	-38	-12	-48	0	0	0	流动负债	8,721	10,578	12,437	16,217	17,994	19,690
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0	0
投资收益	53	578	547	475	516	508	其他长期负债	307	341	330	330	330	330
%税前利润	0.9%	8.1%	7.1%	5.3%	4.9%	4.3%	负债	9,029	10,919	12,767	16,546	18,324	20,020
营业利润	6,010	7,140	7,727	9,020	10,500	11,768	普通股股东权益	19,725	22,937	26,053	29,525	33,960	39,047
营业利润率	41.0%	44.5%	45.0%	46.1%	47.9%	48.8%	少数股东权益	4	4	-16	-33	-56	-84
营业外收支	21	25	34	29	30	30	负债股东权益合计	28,758	33,860	38,804	46,038	52,227	58,983
税前利润	6,031	7,165	7,761	9,049	10,530	11,798	比率分析						
利润率	41.1%	44.6%	45.2%	46.2%	48.0%	48.9%							
所得税	-1,523	-1,800	-1,956	-2,279	-2,651	-2,971	每股指标	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	25.2%	25.1%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	每股收益(元)	4.187	3.560	3.867	4.504	5.243	5.876
净利润	4,508	5,365	5,805	6,770	7,878	8,826	每股净资产(元)	18.324	15.220	17.288	19.592	22.535	25.911
少数股东损益	1	0	-22	-17	-23	-28	每股经营现金净流(元)	2.519	3.873	4.914	5.064	5.562	6.239
归属于母公司的净利润	4,507	5,365	5,827	6,787	7,902	8,855	每股股利(元)	2.000	1.800	2.100	2.200	2.300	2.500
净利率	30.7%	33.4%	33.9%	34.7%	36.0%	36.7%	回报率						
							净资产收益率	22.85%	23.39%	22.37%	22.99%	23.27%	22.68%
							总资产收益率	15.67%	15.85%	15.02%	14.74%	15.13%	15.01%
							投入资本收益率	30.16%	28.01%	24.41%	36.26%	44.68%	54.35%
							增长率						
							营业总收入增长率	-2.34%	9.41%	7.04%	13.92%	12.00%	10.08%
							EBIT增长率	-10.95%	10.77%	13.19%	16.55%	15.47%	11.92%
							净利润增长率	-9.89%	19.03%	8.61%	16.47%	16.42%	12.06%
							总资产增长率	1.91%	17.74%	14.60%	18.64%	13.44%	12.93%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
							存货周转天数	596.3	633.3	686.8	653.9	661.4	663.1
							应付账款周转天数	62.9	48.5	46.6	49.9	48.6	48.7
							固定资产周转天数	145.6	151.6	158.7	150.4	136.8	125.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-22.03%	-20.52%	-9.43%	-36.19%	-47.71%	-57.84%
							EBIT利息保障倍数	-24.3	-32.5	-806.9	-64.1	-36.2	-28.1
							资产负债率	31.40%	32.25%	32.90%	35.94%	35.08%	33.94%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。