

洋河股份 (002304)

成长之美，稳步前行

推荐 (维持)

现价: 89.51 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.chinayanghe.com
大股东/持股	江苏洋河集团/34.16%
实际控制人/持股	宿迁市国有资产监督管理委员会/100.00%
总股本(百万股)	1,507
流通 A 股(百万股)	1,241
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	1,348.90
流通 A 股市值(亿元)	1,110.56
每股净资产(元)	17.78
资产负债率(%)	25.76

行情走势图



证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

研究助理

刘彪 一般从业资格编号
S1060117050002
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

洋河股份公布 17 年中报。1H17 营收 115 亿元，同比+13.1%，归母净利 39.1 亿元，同比+14.2%，EPS2.59 元。2Q17 营收 39.4 亿元，同比+17.6%，归母净利 11.7 亿元，同比增 20.4%，EPS0.77 元。公司预计 1-3Q17 归母净利增 10-20%。

平安观点:

■ **2Q17 营收增 17.6%超我们预期的 12%，因高端梦之蓝增长快及 2Q16 相对低基数，并带动归母净利增 20%超我们预期的 14%。**

■ **梦之蓝充分享受次高端红利，海、天表现优于 16 年。**受益于茅台、五粮液持续挺价打开次高端空间，估计 1H17 梦之蓝营收增速近 40-50%。经历 2016 年调整后，17 年以来天之蓝、海之蓝增速好于 16 年同期，估计两者增速 5-10%。估算蓝色经典之外其他白酒营收大致持平。

■ **省内增速回升至双位数，省外增速仍达 15%。**1H17 洋河在江苏省内扭转了 16 年的下滑局面，增速回升至 11%，主要驱动力是省内天之蓝升级至梦之蓝，且 1H16 省内下滑 5%基数较低，但天、海省内压力应仍较明显。1H17 省外增长 15%占比达到 45%，新江苏战略成效显著。随着基数变大，增速略下滑是可预期的，尤其是 17 年其他全国性名酒和地产龙头普遍加大了扩张力度。

■ **预收款环比小升，其他应付款正常。**2Q17 末预收款余额约 14.6 亿元，同比增约 1 亿，环比增约 3.3 亿。反映公司对经销商返利的指标其他应付款同比增 10%至 44.7 亿，基本正常。

■ **2Q17 毛利率降或因费用，销售、管理费用节省提升盈利增速。**2Q17，虽高端梦之蓝占比上升，但毛利率同比仍降 3.5pct，这或许因成本上涨和费用计提，全年数据更有效。随着营收持续增长，洋河管理费用规模效应持续体现。

■ **成长之美，稳步前行。**考虑 1H17 营收超预期，上调 17-18 年 EPS 预测约 2%、5%至 4.41、5.02 元/股，同比增 14.1%、13.7%，动态 PE 20.3、17.8 倍。洋河综合竞争力一流，持续成长可期，节奏上短期更可能稳步前行，17 年 PE 仅 20 倍，隐含中长期回报率应能超 10%，维持“推荐”评级。

■ **风险提示。**渠道波动；白酒政策风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,052	17,183	19,253	21,275	23,247
YoY(%)	9.4	7.0	12.0	10.5	9.3
净利润(百万元)	5,365	5,827	6,649	7,561	8,426
YoY(%)	19.0	8.6	14.1	13.7	11.4
毛利率(%)	61.9	63.9	63.9	65.0	65.8
净利率(%)	33.4	33.9	34.5	35.5	36.2
ROE(%)	25.2	23.8	25.6	27.3	26.9
EPS(摊薄/元)	3.56	3.87	4.41	5.02	5.59
P/E(倍)	25.1	23.1	20.3	17.8	16.0
P/B(倍)	5.9	5.2	5.2	4.6	4.1

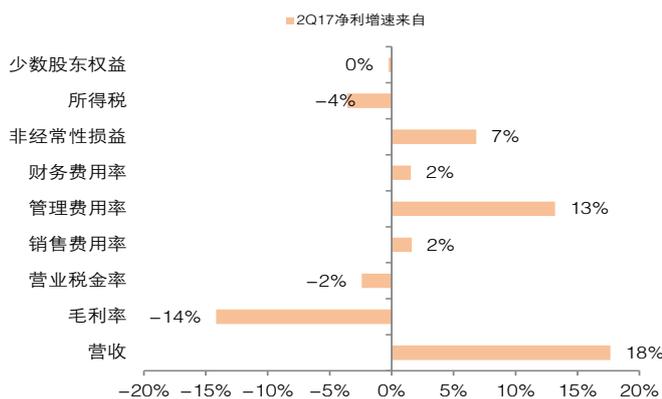
图表 1 中报快读：2Q17营收增17.6%、归母净利增20.4%超预期

单位：百万元

	2Q16	2Q17	QoQ	1H16	1H17	HoH	
营业收入	3,351	3,942	17.6%	10,194	11,530	13.1%	超我们预期的 12%
营业成本	1,314	1,682	28.0%	4,010	4,624	15.3%	
毛利率	60.8%	57.3%	-3.5%	60.7%	59.9%	-0.8%	毛利率降或因费用计提
毛利	2,037	2,260	11.0%	6,184	6,907	11.7%	
营业税金及附加	46	77	68.5%	162	223	37.9%	
销售费用	395	449	13.7%	834	956	14.6%	
管理费用	398	341	-14.2%	818	800	-2.2%	
财务费用	-0	-15	-1056	-29	-34	-18.6%	
资产减值损失	-1	-1	-6.1%	-0	6	4144.7%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	72	139	92.3%	150	246	63.6%	现金很充裕
营业利润	1,271	1,546	21.7%	4,549	5,201	14.3%	
营业利润率	37.9%	39.2%	1.3%	44.6%	45.1%	0.5%	
营业外收入	9	19	117.2%	13	30	139.2%	
营业外支出	5	3	-42.3%	6	10	61.2%	
利润总额	1,274	1,563	22.6%	4,555	5,222	14.6%	
所得税	311	400	28.7%	1,136	1,322	16.4%	
所得税率	25.9%	28.4%	2.5%	25.8%	26.7%	0.8%	税率略偏高
少数股东损益	-4	-3	36.4%	-4	-8	-86.8%	
归属于母公司净利润	968	1,165	20.4%	3,424	3,908	14.1%	
净利率	28.8%	29.5%	0.7%	33.5%	33.8%	0.3%	
EPS	0.64	0.77	20.4%	2.27	2.59	14.1%	净利超我们预期的 14%

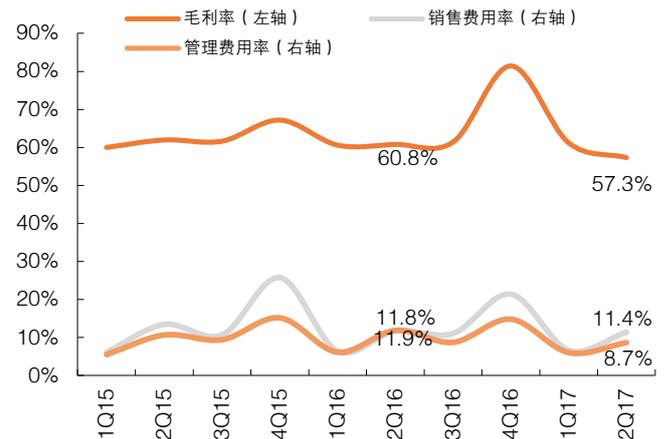
资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表2 2Q17营收增长、管理费用率降等推动净利增20%



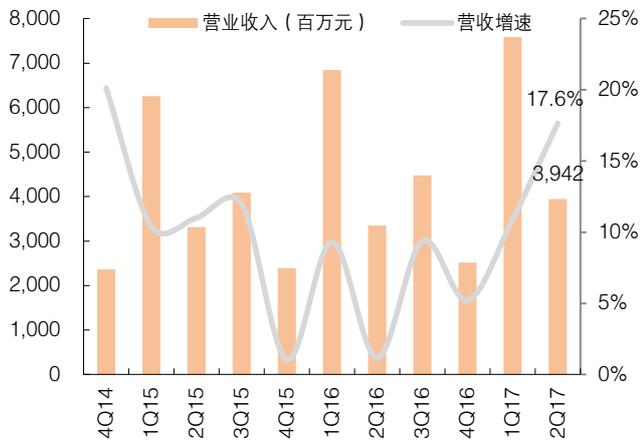
资料来源：公司年报、平安证券研究所、Wind

图表3 2Q17毛利率同比降，销售费用率同比略降



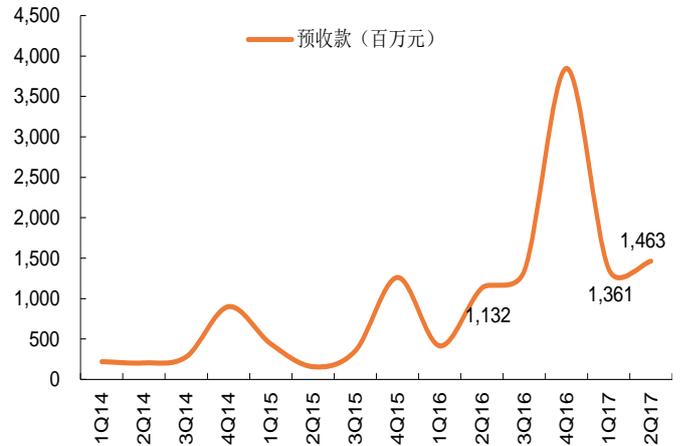
资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

图表4 2Q17营收同比+17.6%至39.4亿元



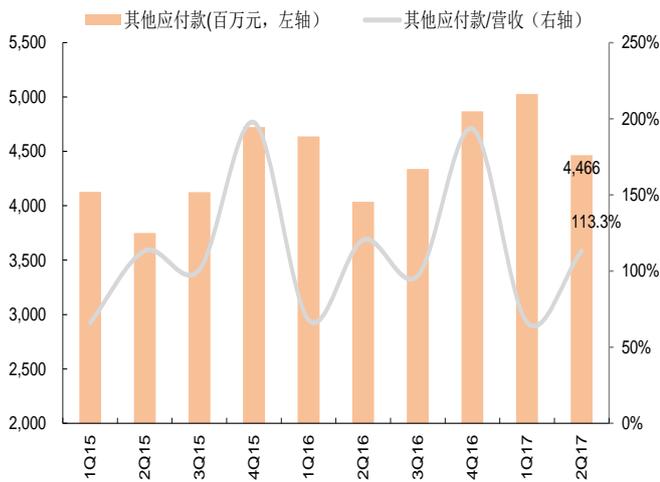
资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表5 2Q17末预收款余额环比升1亿，同比增3.3亿



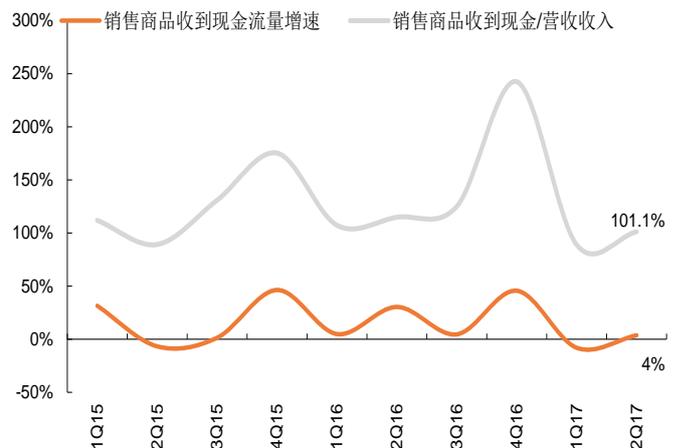
资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表6 2Q17其他应付款44.7亿



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表7 2Q17销售商品收到现金同比+4%



资料来源：公司年报、平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	25,325	30,238	35,405	40,905
现金	2,457	4,617	7,554	10,850
应收账款	162	182	201	220
其他应收款	111	124	137	150
预付账款	69	78	83	89
存货	12,222	13,693	14,672	15,656
其他流动资产	10,304	11,545	12,758	13,940
非流动资产	13,479	13,567	13,611	13,663
长期投资	21	21	21	21
固定资产	8,515	8,578	8,621	8,663
无形资产	1,635	1,647	1,653	1,659
其他非流动资产	3,309	3,322	3,316	3,319
资产总计	38,804	43,805	49,016	54,568
流动负债	12,437	17,591	19,376	21,110
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,744	1,954	2,094	2,234
其他流动负债	10,693	15,637	17,282	18,876
非流动负债	330	330	330	330
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	330	330	330	330
负债合计	12,767	17,921	19,705	21,440
少数股东权益	-16	-41	-71	-104
股本	1,507	1,507	1,507	1,507
资本公积	742	742	742	742
留存收益	23,803	23,676	27,131	30,981
归属母公司股东权益	26,053	25,926	29,381	33,231
负债和股东权益	38,804	43,805	49,016	54,568

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	7,405	6,123	7,301	8,130
净利润	5,827	6,649	7,561	8,426
折旧摊销	-22	-26	-29	-33
财务费用	-9	-7	-32	-61
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	4,317	1,314	1,042	1,037
其他经营现金流	-2,708	-1,807	-1,242	-1,239
投资活动现金流	-5,964	-806	-785	-788
资本支出	649	694	679	682
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-6,614	-1,500	-1,463	-1,470
筹资活动现金流	-3,697	-3,157	-3,579	-4,045
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3,697	-3,157	-3,579	-4,045
现金净增加额	-2,256	2,160	2,937	3,296

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	17,183	19,253	21,275	23,247
营业成本	6,203	6,950	7,447	7,946
营业税金及附加	310	347	383	419
营业费用	1,869	2,118	2,298	2,464
管理费用	1,582	1,579	1,702	1,860
财务费用	-9	-7	-32	-61
资产减值损失	48	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	547	575	603	633
营业利润	7,727	8,842	10,080	11,253
营业外收入	46	46	46	46
营业外支出	12	12	12	12
利润总额	7,761	8,875	10,114	11,287
所得税	1,956	2,252	2,582	2,893
净利润	5,805	6,623	7,532	8,394
少数股东损益	-22	-26	-29	-33
归属母公司净利润	5,827	6,649	7,561	8,426
EBITDA	7,902	8,990	10,181	11,297
EPS (元)	3.87	4.41	5.02	5.59

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	7.0	12.0	10.5	9.3
营业利润(%)	8.2	14.4	14.0	11.6
归属于母公司净利润(%)	8.6	14.1	13.7	11.4
获利能力				
毛利率(%)	63.9	63.9	65.0	65.8
净利率(%)	33.9	34.5	35.5	36.2
ROE(%)	23.8	25.6	27.3	26.9
ROIC(%)	23.6	23.6	25.7	27.6
偿债能力				
资产负债率(%)	32.9	40.9	40.2	39.3
净负债比率(%)	-8.2	-16.6	-24.6	-31.8
流动比率	2.04	1.72	1.83	1.94
速动比率	1.05	0.94	1.07	1.20
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.47	0.46	0.45
应收账款周转率	1988.8	1677.6	1666.7	1657.8
应付账款周转率	7.8	8.4	8.2	8.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	3.87	4.41	5.02	5.59
每股经营现金流(最新摊薄)	4.91	4.06	4.84	5.39
每股净资产(最新摊薄)	17.28	17.18	19.45	21.98
估值比率				
P/E	23.1	20.3	17.8	16.0
P/B	5.2	5.2	4.6	4.1
EV/EBITDA	17.0	14.9	13.2	11.9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033