

陈曦

执业证书编号: S0730511080002

021-50588666-8110

chenxi@ccnew.com

走出调整低谷，未来增长点众多

—洋河股份（002304）14 年年报及 15 年 1 季报点评

证券研究报告-公司点评

买入（维持）

撰写日期：2015 年 5 月 4 日

报告关键要素：

- 公司为白酒行业优质白马品种，成长潜力大，有“行业整合+微分子酒+电商+多品类经营”等多个增长看点，未来将全面推广阿米巴管理模式，有助于进一步激活组织动力。预计公司15年、16年EPS分别为4.80元、5.54元，对应4月30日收盘价93.57元的PE为19倍、17倍，估值的安全边际高，维持对公司的“买入”评级。

事件：

- 公司发布14年年报及15年1季报。14年营业收入146.72亿，同比下降2.344%；归属于上市公司股东的净利润45.07亿，同比下降9.89%；EPS4.19元/股。15年1季度营业收入62.60亿，同比增长10.41%；归属于上市公司股东的净利润22.27亿，同比增长11.28%；EPS2.07元/股。

表1：公司主要财务指标

	累计				单季			
	2012	2013	2014	1Q15	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
营业收入同比	35.6	-13.0	-2.3	10.4	-3.4	0.3	20.1	10.4
EBIT 同比	50.3	-19.3	-11.3	13.0	-13.7	-3.8	-3.2	13.0
母公司股东净利润同比	53.1	-18.7	-9.9	11.3	-8.1	-7.0	4.0	11.3
毛利率	63.6	60.4	60.6	60.0	62.4	62.4	57.9	60.0
净利率	35.6	33.3	30.7	35.6	28.6	30.9	22.2	35.6
ROE（未年化）	50.5	31.4	24.5	10.7	4.6	6.1	2.7	10.7

资料来源：公司公告、中原证券

点评：

- **收入增速连续三个季度转正。**公司单季度收入同比自14年3季度起恢复正增长，14年3季度增速为0.26%，4季度上升至20.12%，15年1季度有所回落，但仍保持在10.41%的两位数增长。14年全年的销售收现率为113%，15年1季度为112%，均保持在健康的水平。省内市场14年收入93亿，同比微增0.09%，占比约65%，省外市场收入51亿，同比下降6.14%，占比约35%，省内市场的表现更加稳定。公司红酒业务14年实现收入3.29亿，由于推出了价格亲民的拉丁之星系列新品，销售量同比大幅增长449%，但由于单价较低，收入同比增幅为34.03%。
- **毛利率保持稳定，销售费用率有所上升。**14年公司整体毛利率60.62%，同比微升0.2个百分点；15年1季度毛利率60.01%，同比提升0.33个百分点，环比提升2.12个百分点。14年销售费用率为11.4%，同比提升2.2个百分点；今年1季度销售费用率6.1%，同比下降0.16个百分点。
- **营销平台价值持续提升。**公司拥有目前我国白酒行业最强大的营销网络平台，深度管理7000多家经销商，直接控制3万多地面推广人员，同时不断加大深度分销模式，公司的渠道网络已渗透到全国各个地级县市。渠道高速通路的形成，将为未来的市场拓展和品类延伸奠定坚实的基础。同时公司

在互联网应用方面积极开拓，目前B2C全网销售位居行业前三，O2O平台洋河1号已覆盖23个省102个地级市。公司15年基础电商发展目标：线上B2C销售额6个亿，同比增长1倍；洋河1号再推进100家城市，打造10000家高质量配送终端，注册用户100万，销售额3-5亿；计划发展2000家微店。

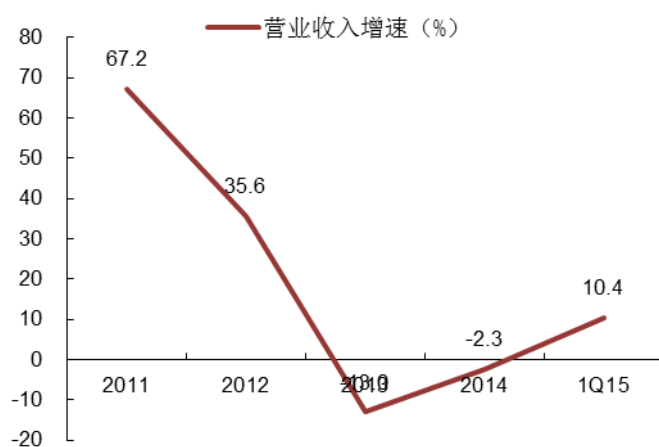
- **预计15年上半年净利润增长5%—15%。**公司1季度收入在全年收入中占比较高，13年、14年均占40%左右，一季度的稳健增长为全年业绩奠定良好基础。公司在1季报中对今年1-6月经营业绩作出预测，预计归属于上市公司股东的净利润变动幅度为5%—15%。
- **投资建议：**公司为白酒行业优质白马品种，成长潜力大，有“行业整合+微分子酒+电商+多品类经营”等多个增长看点，未来将全面推广阿米巴管理模式，有助于进一步激活组织动力。预计公司15年、16年EPS分别为4.80元、5.54元，对应4月30日收盘价93.57元的PE为19倍、17倍，估值的安全边际高，维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示：**1、食品安全风险；2、终端需求大幅回落。

表2：2014年公司主营业务营收增长与毛利率变化

	营业收入 (百万元)	营业收入 同比增长	毛利率	毛利率同比增减 (百分点)
白酒	14,038.66	-2.82%	61.51%	0.20
红酒	329.08	34.40%	69.49%	-8.66

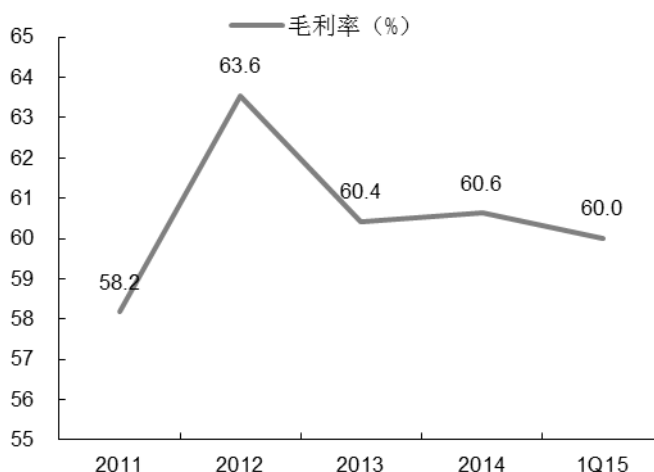
资料来源：公司公告、中原证券

图1：营业收入同比增速



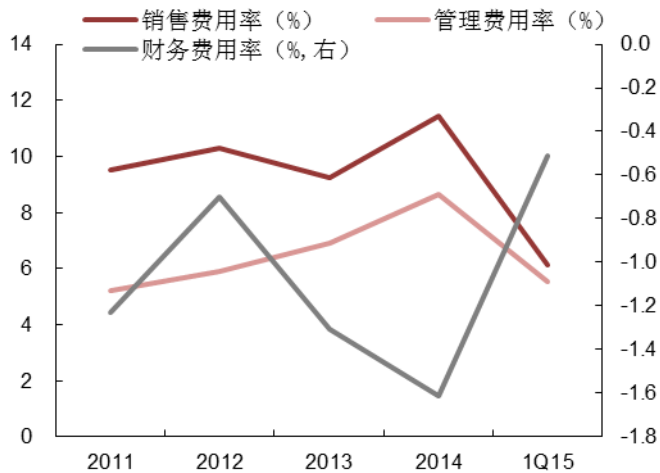
资料来源：公司公告、Wind、中原证券

图2：毛利率变化



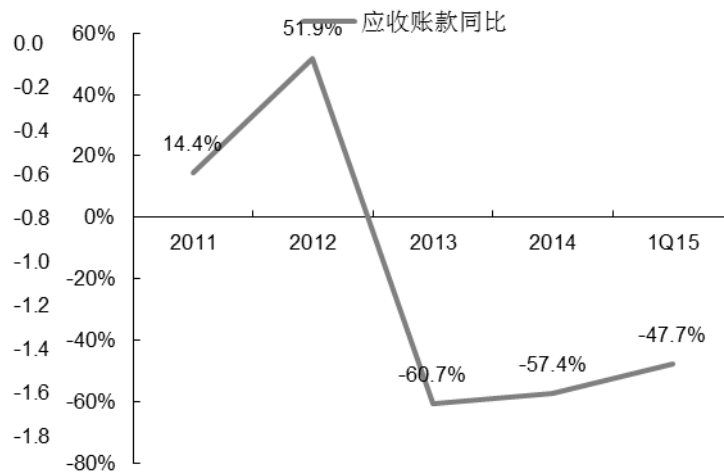
资料来源：公司公告、Wind、中原证券

图3: 期间费用率变化



资料来源: 公司公告、Wind、中原证券

图4: 应收账款同比



资料来源: 公司公告、Wind、中原证券

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。