

# 洋河股份(002304)

## 17Q3 收入增速拐点显现，明年看结构升级+提价打开空间

2017年10月19日

买入(维持)

事件:

近期我们草根调研了洋河经销商，跟踪了三季度中秋国庆期间的动销情况。

投资要点:

■ **省内 17Q3 起调整完毕，梦之蓝高增长+海天恢复性增长。**我们认为公司收入提速的拐点在 17Q3 体现。主因 1) 省内：草根调研显示 1H17 省内销售增长约 11-12%，3Q 加速，省内有望实现 15%以上增长。为优化库存及理顺价格体系，公司自 16 年 Q2 起省内主动采取调整策略，导致报表增速不达预期。根据草根调研，16 年 Q2-Q3 省内收入略有下滑，自 16Q4 开始逐步调整完毕，16Q4 开始逐渐调整，梦之蓝实现高增长，直至 17Q3 调整完毕，海天实现恢复性增长。2) 省外：草根调研显示山东省中秋国庆双节加速明显，8 月 15 日开始中秋促销后 9 月中旬即用完配额，开始使用计划外配额。安徽双节销售环比上半年也有加速。我们认为 17Q3 起公司打开新一轮增长空间，且此轮公司以梦之蓝作为市场开拓者，带动海天销售，产品结构升级可期。

■ **结构优化明显，梦之蓝高速增长，毛利进一步提升。**目前公司空中推广和地面费用投放以梦系列为主，如 M6 作为 G20 峰会用酒等，中美商会和互联网大会也使用洋河梦系列产品。草根调研显示 1-8 月份梦之蓝有望实现 50-60%以上增长，带动产品结构升级明确。我们判断年初梦之蓝占比约 20%，到 17 年底占比有望达到 25%-30%，打开毛利提升空间。

■ **渠道利润增厚，出厂价提升空间打开。**受益于外部环境景气+茅五沪价格上行打开价格空间，洋河蓝色经典系列经销商出货价格逐步提升，渠道利润不断增厚。根据草根调研，17 年年初至今海天梦大约提升经销商供货价 5-6 次(最近一次中秋期间海天梦分别提 25/60/80 元每箱)，以海之蓝为例，出货价年初至今提升幅度约 10%，经销商毛利显著增厚，出货动力增强。由于洋河之前提价幅度很小，我们认为今年以来供货价和终端价的明显提升有望打开未来厂家出厂价提升空间，带来利润弹性。

■ **盈利预测及投资建议。**公司收入增速提升+结构升级及提价带来更大利润弹性，营销能力全行业领先，布局品牌力加成，进入新一轮上升周期。预计 2017-19 年收入分别为 200.9、240.6、284.7 亿，同比+17%、20%、18%，EPS 分别为 4.7、5.9 和 7.3 元，同比+21.6%、26%和 23%，给予 18 年合理估值水平 25XPE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**高端白酒需求回落风险。

证券分析师 马浩博

执业证书编号：S0600515090002  
021-60199762

mahb@dwzq.com.cn

证券分析师 周恺锴

执业证书编号：S0600514070001  
0512-62938619

zhoukk@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	116.58
一年最低/最高价	65.11/117.9
市净率(倍)	6.56
流通 A 股市值(百万元)	175,684

### 基础数据

每股净资产(元)	17.78
资本负债率(%)	25.76
总股本(百万股)	1,507
流通 A 股(百万股)	1,240

### 相关研究

1. 洋河股份：高端酒放量，提价+公司拐点带来估值修复 -20170213

图表 1: 洋河股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>25324.6</b>	<b>29263.3</b>	<b>33794.8</b>	<b>41407.8</b>	<b>营业收入</b>	<b>17183.1</b>	<b>20088.3</b>	<b>24058.8</b>	<b>28470.0</b>
现金	2456.6	4600.0	5504.2	9116.3	营业成本	6203.0	6963.5	7823.9	8718.1
应收款项	273.0	319.1	382.2	452.3	营业税金及附加	309.6	361.9	433.4	512.9
存货	12221.5	12496.1	13718.6	15047.8	营业费用	1869.0	2008.8	2405.9	2847.0
其他	10373.5	11848.0	14189.8	16791.5	管理费用	1582.4	1922.5	2165.3	2562.3
<b>非流动资产</b>	<b>13479.5</b>	<b>14133.3</b>	<b>14766.2</b>	<b>15339.7</b>	财务费用	-8.9	-39.3	-85.0	-219.3
长期股权投资	21.0	-4.4	-29.8	-55.2	投资净收益	547.2	547.2	547.2	547.2
固定资产	8515.5	9276.4	10016.4	10697.1	其他	-48.0	-15.0	-15.0	-15.0
无形资产	1634.6	1552.9	1471.2	1389.4	<b>营业利润</b>	<b>7727.3</b>	<b>9403.2</b>	<b>11847.6</b>	<b>14581.2</b>
其他	3308.3	3308.3	3308.3	3308.3	营业外净收支	33.7	33.7	33.7	33.7
<b>资产总计</b>	<b>38804.1</b>	<b>43396.6</b>	<b>48560.9</b>	<b>56747.6</b>	<b>利润总额</b>	<b>7761.0</b>	<b>9436.9</b>	<b>11881.3</b>	<b>14614.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>12437.3</b>	<b>12839.8</b>	<b>12725.9</b>	<b>14417.2</b>	所得税费用	1956.0	2378.4	2994.5	3683.5
短期借款	0.0	1330.1	0.0	0.0	少数股东损益	-22.2	-27.0	-34.0	-41.9
应付账款	1744.2	3338.7	3429.6	3821.7	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5827.2</b>	<b>7085.5</b>	<b>8920.8</b>	<b>10973.3</b>
其他	10693.1	8171.1	9296.3	10595.6	EBIT	7528.7	9193.6	11663.8	14342.6
<b>非流动负债</b>	<b>329.7</b>	<b>318.3</b>	<b>306.9</b>	<b>295.5</b>	EBITDA	8254.0	9859.3	12427.9	15205.4
长期借款	0.2	0.2	0.2	0.2	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
其他	329.6	318.2	306.7	295.3	每股收益(元)	3.87	4.70	5.92	7.28
<b>负债总计</b>	<b>12767.1</b>	<b>13158.2</b>	<b>13032.8</b>	<b>14712.8</b>	每股净资产(元)	17.29	20.09	23.61	27.94
少数股东权益	-15.8	-30.2	-48.4	-70.8	发行在外股份(百万股)	1507.0	1507.0	1507.0	1507.0
归属母公司股东权益	26052.8	30268.6	35576.5	42105.6	ROIC(%)	22.4%	23.0%	25.4%	28.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>38804.1</b>	<b>43396.6</b>	<b>48560.9</b>	<b>56747.6</b>	ROE(%)	22.4%	23.4%	25.1%	26.1%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	63.9%	65.3%	67.5%	69.4%
经营活动现金流	7405.0	4819.5	7266.9	9514.5	EBIT Margin(%)	43.8%	45.8%	48.5%	50.4%
投资活动现金流	-5964.3	-1136.6	-1419.7	-1458.3	销售净利率(%)	33.9%	35.3%	37.1%	38.5%
筹资活动现金流	-3697.1	-1539.5	-4943.0	-4444.2	资产负债率(%)	32.9%	30.3%	26.8%	25.9%
现金净增加额	-2251.2	2143.4	904.2	3612.1	收入增长率(%)	7.0%	16.9%	19.8%	18.3%
折旧和摊销	725.4	665.7	764.1	862.8	净利润增长率(%)	8.6%	21.6%	25.9%	23.0%
资本开支	-637.5	-1400.9	-1445.1	-1483.7	P/E	28.61	23.53	18.69	15.19
营运资本变动	-5469.3	-2932.2	-2414.8	-2314.1	P/B	6.40	5.51	4.69	3.96
企业自由现金流	2011.6	3209.0	5628.3	7792.7	EV/EBITDA	21.75	18.24	14.46	11.93

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

