

## 洋河股份(002304)/饮料制造

## 提价策略全面实施，戴维斯双击加速实现

**评级：买入(维持)**

市场价格：129.99

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

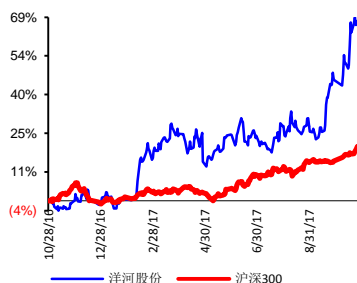
Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

联系人：龚小乐

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)	1,240
市价(元)	129.99
市值(百万元)	195,895
流通市值(百万元)	161,188

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 洋河股份(002304.SZ)\_跟踪报告：产品价格全面回升，戴维斯双击加速到来
- 2 产品结构优化不断，估值空间进一步打开
- 3 洋河股份(002304.SZ)\_中报点评：结构不断优化，估值有待提升，重申买入

**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	19,953.79	24,298.15	28,649.41
增长率 yoy%	9.41%	7.04%	16.12%	21.77%	17.91%
净利润	5,365.19	5,827.17	7,002.62	9,108.33	11,458.51
增长率 yoy%	19.03%	8.61%	20.17%	30.07%	25.80%
每股收益(元)	3.56	3.87	4.65	6.04	7.60
每股现金流量	3.87	4.91	5.27	7.02	8.59
净资产收益率	23.39%	22.37%	23.55%	25.74%	26.60%
P/E	19.25	18.26	27.97	21.51	17.10
PEG	1.01	2.12	1.39	0.72	0.66
P/B	4.50	4.08	4.44	3.73	3.06

备注：

**投资要点**

- **蓝色经典全面提价，全年公司利润增速有望加速至30%**。根据微酒显示，2月15日起，洋河蓝色经典海、天、梦系列将全面提高出厂价，终端供货价亦将相应提高，其中海之蓝每瓶提高4元、天之蓝每瓶提高6元，梦之蓝M3、M6、M9分别提高20元、40元、60元。上述提价策略与我们近期渠道反馈情况相一致，其中海和天系列将直接提高出厂价，梦系列提价将以收缩费用投入方式来实现。目前海和天两大单品价格已超过历史高点，梦系列价格亦呈现加速上行趋势，我们认为产品价格的全面回升是渠道体系进入良性循环的有力体现，预计消费升级趋势下年内蓝色经典系列仍具备提价能力。公司实施配额制控量策略，目前渠道库存较低，仅够春节期间销售，结合节前旺销势头，我们预计节后市场存在阶段性断货的可能。全年来看，我们预计公司收入增速有望加速至20%以上，核心产品提价后利润端增速料将加快至30%。
- **梦之蓝成长空间充足，全国市场有望继续量价齐升**。2016年以来，公司明显加大梦之蓝的品牌事件营销，比如一带一路峰会、G20峰会、中旅商会、互联网大会等大型活动基本都有梦之蓝的身影。随着品牌力的逐步提升，2017年梦之蓝增速明显加快，我们预计全年增速达60%左右。目前省内外消费升级趋势显著，江苏省内宴席市场用酒基本在300元以上，这无疑为梦系列提供了广阔的发展空间；省外全国化进程加速推进，梦系列高性价比优势逐步赢得消费者认可；当前梦系列价格较历史高点差距仍旧较大，未来具备较好提价空间，我们认为在次高端酒高景气周期大环境下，预计未来梦系列将在全国市场继续量价齐升实现高速增长。
- **经营进入良性循环+品牌力提升超预期，业绩估值双升料将加速实现**。前期市场对公司发展前景相对谨慎，估值受到明显压制，我们认为主要原因一方面在于行业调整期公司内在问题未及时解决，特别是渠道价格和库存管理方面；另一方面在于市场对公司品牌力缺乏信心，特别是对公司高端酒梦之蓝未来发展存在担忧。经过近几年充分调整，目前公司经营进入全面良性循环通道，品牌营销的持续深化显著拉升梦之蓝品牌张力，梦系列的快速增长就是有力的证明。公司是二线白酒中率先突围走向行业第一梯队的酒企，管理层能力出众、经营理念稳健，内部治理结构合理高效，随着内部经营体系进入正向循环，品牌力提升进度超出市场预期，我们认为压制估值的顾虑已得到充分消除，2018年公司有望迎来业绩估值双升。
- **投资建议：重申“买入”评级，继续重点推荐**。我们调整公司盈利预测，

预计 2017-19 年公司收入分别为 199.54、242.98、286.49 亿元，同比增长 16.12%、21.77%、17.91%；实现净利润分别为 70.03、91.08、114.59 亿元，同比增长 20.17%、30.07%、25.80%，对应 EPS 分别为 4.65、6.04、7.60 元，公司对应 2018 年合理估值区间为 25-30XPE，重申“买入”评级。

- **风险提示：**三公消费限制力度加大、提价后终端动销不及预期、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
<b>营业总收入</b>	<b>14,672</b>	<b>16,052</b>	<b>17,183</b>	<b>19,954</b>	<b>24,298</b>	<b>28,649</b>	货币资金	4,347	4,708	2,457	11,063	18,742	28,633
增长率	-2.34%	9.4%	7.0%	16.1%	21.8%	17.9%	应收款项	204	207	273	289	358	425
营业成本	-5,777	-6,115	-6,203	-6,563	-6,914	-7,310	存货	10,097	11,122	12,222	11,757	12,529	13,280
% 销售收入	39.4%	38.1%	36.1%	32.9%	28.5%	25.5%	其他流动资产	1,543	5,419	10,373	10,388	10,389	10,394
毛利	8,895	9,937	10,980	13,391	17,384	21,340	流动资产	16,191	21,456	25,325	33,496	42,018	52,732
% 销售收入	60.6%	61.9%	63.9%	67.1%	71.5%	74.5%	% 总资产	56.3%	63.4%	65.3%	72.6%	78.0%	82.6%
营业税金及附加	-190	-229	-310	-798	-1,458	-1,719	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%	4.0%	6.0%	6.0%	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	-2,235	-2,576	-2,980	% 总资产	29.1%	25.1%	21.9%	17.4%	13.8%	10.5%
% 销售收入	11.4%	11.7%	10.9%	11.2%	10.6%	10.4%	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	-1,736	-2,041	-2,378	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%	8.7%	8.4%	8.3%	% 总资产	43.7%	36.6%	34.7%	27.4%	22.0%	17.4%
息税前利润 (EBIT)	5,758	6,378	7,219	8,622	11,310	14,263	<b>资产总计</b>	<b>28,758</b>	<b>33,860</b>	<b>38,804</b>	<b>46,116</b>	<b>53,901</b>	<b>63,819</b>
% 销售收入	39.2%	39.7%	42.0%	43.2%	46.5%	49.8%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	237	196	9	135	298	474	应付款项	7,523	9,024	10,459	10,725	12,257	13,769
% 销售收入	-1.6%	-1.2%	-0.1%	-0.7%	-1.2%	-1.7%	其他流动负债	1,198	1,554	1,978	5,355	5,993	6,743
资产减值损失	-38	-12	-48	0	0	0	流动负债	8,721	10,578	12,437	16,080	18,250	20,513
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	53	578	547	550	500	500	其他长期负债	307	341	330	330	330	330
% 税前利润	0.9%	8.1%	7.1%	5.9%	4.1%	3.3%	<b>负债</b>	<b>9,029</b>	<b>10,919</b>	<b>12,767</b>	<b>16,410</b>	<b>18,579</b>	<b>20,842</b>
营业利润	6,010	7,140	7,727	9,307	12,108	15,237	<b>普通股股东权益</b>	<b>19,725</b>	<b>22,937</b>	<b>26,053</b>	<b>29,740</b>	<b>35,382</b>	<b>43,073</b>
营业利润率	41.0%	44.5%	45.0%	46.6%	49.8%	53.2%	少数股东权益	4	4	-16	-33	-60	-97
营业外收支	21	25	34	29	30	30	<b>负债股东权益合计</b>	<b>28,758</b>	<b>33,860</b>	<b>38,804</b>	<b>46,116</b>	<b>53,901</b>	<b>63,819</b>
税前利润	<b>6,031</b>	<b>7,165</b>	<b>7,761</b>	<b>9,336</b>	<b>12,138</b>	<b>15,267</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	41.1%	44.6%	45.2%	46.8%	50.0%	53.3%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-1,523	-1,800	-1,956	-2,351	-3,056	-3,845	<b>每股指标</b>						
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	4.647	6.044	7.604
净利润	4,508	5,365	5,805	6,985	9,081	11,422	每股净资产 (元)	18.324	15.220	17.288	19.735	23.479	28.582
少数股东损益	1	0	-22	-18	-27	-36	每股经营现金净流 (元)	2.519	3.873	4.914	5.273	7.016	8.589
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>4,507</b>	<b>5,365</b>	<b>5,827</b>	<b>7,003</b>	<b>9,108</b>	<b>11,459</b>	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%	35.1%	37.5%	40.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	22.85%	23.39%	22.37%	23.55%	25.74%	26.60%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	15.67%	15.85%	15.02%	15.18%	16.90%	17.95%
净利润	4,508	5,365	5,805	6,985	9,081	11,422	投入资本收益率	30.16%	28.01%	24.41%	37.54%	55.97%	82.83%
少数股东损益	0	0	0	-18	-27	-36	<b>增长率</b>						
非现金支出	576	632	779	774	845	913	营业总收入增长率	-2.34%	9.41%	7.04%	16.12%	21.77%	17.91%
非经营收益	126	-570	-530	-579	-530	-530	EBIT 增长率	-10.95%	10.77%	13.19%	19.44%	31.17%	26.12%
营运资金变动	-2,498	409	1,352	767	1,177	1,138	净利润增长率	-9.89%	19.03%	8.61%	20.17%	30.07%	25.80%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,712</b>	<b>5,836</b>	<b>7,405</b>	<b>7,929</b>	<b>10,546</b>	<b>12,906</b>	总资产增长率	1.91%	17.74%	14.60%	18.84%	16.88%	18.40%
资本开支	1,784	715	472	-114	79	86	<b>资产管理能力</b>						
投资	-1,747	-3,143	-5,914	0	0	0	应收账款周转天数	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
其他	83	182	422	550	500	500	存货周转天数	596.3	633.3	686.8	653.9	661.4	663.1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,447</b>	<b>-3,676</b>	<b>-5,964</b>	<b>664</b>	<b>421</b>	<b>414</b>	应付账款周转天数	62.9	48.5	46.6	49.9	48.6	48.7
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	145.6	151.6	158.7	147.5	123.4	105.7
债权募资	-951	0	-84	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-1,822	-1,799	-3,608	-5	-3,315	-3,466	净负债/股东权益	-22.03%	-20.52%	-9.43%	-37.24%	-53.06%	-66.62%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-2,773</b>	<b>-1,799</b>	<b>-3,692</b>	<b>-5</b>	<b>-3,315</b>	<b>-3,466</b>	EBIT 利息保障倍数	-24.3	-32.5	-806.9	-63.8	-37.9	-30.1
<b>现金净流量</b>	<b>-3,508</b>	<b>361</b>	<b>-2,251</b>	<b>8,589</b>	<b>7,652</b>	<b>9,855</b>	资产负债率	31.40%	32.25%	32.90%	35.58%	34.47%	32.66%

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。