

2018年02月23日

公司研究

评级：买入（上调）

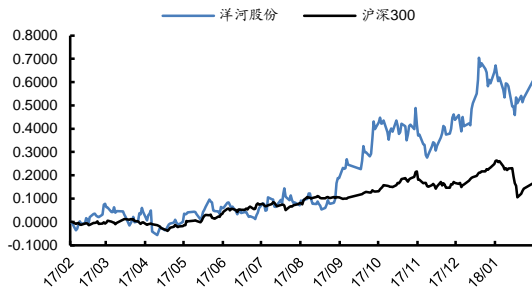
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn  
证券分析师：陈鹏 S0350517070001  
0755-83702462 chenp02@ghzq.com.cn

## 结构升级明显，梦之蓝快速增长

### ——洋河股份（002304）动态点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
洋河股份	-1.9	13.6	58.4
沪深300	-7.5	-1.2	16.7

市场数据

2018-02-22

当前价格（元）	131.30
52周价格区间（元）	76.13 - 139.02
总市值（百万）	197867.52
流通市值（百万）	162787.84
总股本（万股）	150698.80
流通股（万股）	123981.60
日均成交额（百万）	413.96
近一月换手（%）	7.02

相关报告

《洋河股份（002304）2016年年报点评：产品结构升级趋势明显，新江苏市场增速较快》——2017-04-28

《洋河股份（002304）调研简报：省内结束调整后有望稳中有升，“新江苏”市场维持较快增长》——2016-11-25

《洋河股份（002304）事件点评：“新江苏”市场快速增长，消费升级带动毛利率提升》——2016-10-28

## 投资要点：

- 动销良好，库存处于合理水平。**公司为合理控制库存水平，对海天梦系列产品实施配额制，根据历史销量、库存水平等制定本年度配额量，并且配额分批次发放，经销商申请发货量在配额范围内按计划内价格打款，超出配额范围的量按照计划外价格打款。春节经销商打款意愿强劲，配额缺口大，部分区域已经开始计划外开票。苏南市场2017年下半年以来梦之蓝终端库存一直处于紧张状态，过去长期存在的高库存问题得到解决。
- 受益消费升级，产品结构提升。**蓝色经典系列是洋河的主要收入来源，预计2017年蓝色经典销售收入占总收入的70%左右。随着江苏经济的快速发展，江苏白酒消费需求快速向300元以上升级。洋河公司产品覆盖面全，梦之蓝定位次高端。洋河作为江苏白酒龙头，在省内积极培育高端消费人群，引导白酒消费由天之蓝向M3升级，M3向M6升级。预计梦之蓝2017年上半年增速超过40%，2017年下半年增速超过70%，全年增速超50%。
- 省内稳定增长，省外加速增长。**洋河在江苏省内次高端（主要为梦之蓝M3和M6）规模约30亿元左右，占江苏省内次高端份额约50%以上，占据强势地位。预计2018年洋河省内渠道将继续向乡镇下沉，在省内次高端市占率仍将提升。公司积极对外扩张，打造包括河南、安徽、山东、浙江、上海为省外重点的新江苏市场，新江苏市场已从2015年298个县市扩展到当前的400多个县市，每年实行动态调整，公司对新江苏市场提供额外费用支持，并对不同发展阶段的市場制定不同目标，预计梦之蓝省外收入有望继续快速增长。
- 采取小步慢跑策略，稳健提价。**2015年起洋河一直小幅度地提升海之蓝与天之蓝的价格，2017年公司多次上调蓝色经典系列核心产品终端指导价格，提价意愿明确，经过一年的调整，产品价格明显提升，海之蓝和天之蓝批价提升幅度达到10%左右。预计2018年公司严控价格红线，继续提价。
- 投资建议：**预计公司2017-2019年EPS分别为4.56元、5.56元、6.90元，对应PE分别为29X、24X、19X。省内消费升级和新江苏市场推动梦之蓝M3\M6快速增长，给予“买入”评级。

**合规声明**

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

■ **风险提示：** 行业竞争加剧；食品安全事件；省外市场拓展不达预期

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	17183.11	19867.84	23970.69	29445.86
增长率(%)	7.04%	15.62%	20.65%	22.84%
净利润（百万元）	5827.17	6868.64	8384.21	10397.49
增长率(%)	8.61%	17.87%	22.07%	24.01%
摊薄每股收益（元）	3.87	4.56	5.56	6.90
ROE(%)	23.79%	24.89%	27.00%	29.45%

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

表：洋河股份盈利预测表

证券代码:	002304.SZ				股价:	131.30	投资评级:	买入	日期:	2018-02-22
<b>财务指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>每股指标与估值</b>		<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	23.79%	24.89%	27.00%	29.45%	EPS	3.87	4.56	5.56	6.90	
毛利率	63.90%	64.20%	65.00%	65.70%	BVPS	17.28	19.34	21.86	24.99	
期间费率	20.03%	19.11%	18.93%	18.78%	<b>估值</b>					
销售净利率	33.91%	34.57%	34.98%	35.31%	P/E	33.96	28.81	23.60	19.03	
<b>成长能力</b>					P/B	7.60	6.79	6.01	5.25	
收入增长率	7.04%	15.62%	20.65%	22.84%	P/S	11.52	9.96	8.25	6.72	
利润增长率	8.61%	17.87%	22.07%	24.01%	<b>利润表 (百万元)</b>					
<b>营运能力</b>					<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
总资产周转率	0.47	0.48	0.52	0.55	<b>营业收入</b>	<b>17183.11</b>	<b>19867.84</b>	<b>23970.69</b>	<b>29445.86</b>	
应收账款周转率	1988.82	1702.50	1736.05	1750.19	营业成本	6202.98	7112.69	8389.74	10099.93	
存货周转率	0.53	0.54	0.55	0.55	营业税金及附加	309.57	357.93	431.85	530.49	
<b>偿债能力</b>					销售费用	1869.00	2086.12	2516.92	3091.82	
资产负债率	0.33	0.33	0.34	0.34	管理费用	1582.44	1788.11	2157.36	2650.13	
流动比	2.04	2.14	2.20	2.25	财务费用	-8.95	-76.57	-137.79	-213.22	
速动比	1.05	1.14	1.19	1.22	其他费用/(-收入)	730.60	710.17	696.61	683.21	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>营业利润</b>	<b>7727.28</b>	<b>9089.56</b>	<b>11102.61</b>	<b>13776.72</b>	
现金及现金等价物	2456.63	5201.38	8579.10	12744.55	营业外净收支	33.68	33.68	33.68	33.68	
应收款项	162.44	187.82	226.61	278.37	<b>利润总额</b>	<b>7760.97</b>	<b>9123.24</b>	<b>11136.29</b>	<b>13810.40</b>	
存货净额	12221.52	14013.88	16530.02	19899.55	所得税费用	1956.04	2280.81	2784.07	3452.60	
其他流动资产	10065.24	10065.24	10065.24	10065.24	<b>净利润</b>	<b>5804.93</b>	<b>6842.43</b>	<b>8352.21</b>	<b>10357.80</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>25324.57</b>	<b>29914.51</b>	<b>35887.82</b>	<b>43528.89</b>	少数股东损益	-22.24	-26.21	-32.00	-39.68	
固定资产	7970.04	8116.70	8252.09	8420.88	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5827.17</b>	<b>6868.64</b>	<b>8384.21</b>	<b>10397.49</b>	
在建工程	544.67	500.00	500.00	500.00	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
无形资产及其他	1634.62	1624.62	1594.62	1544.62	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
长期股权投资	21.03	21.03	21.03	21.03	<b>经营活动现金流</b>	<b>1606.00</b>	<b>6677.97</b>	<b>8071.67</b>	<b>9877.35</b>	
<b>资产总计</b>	<b>38804.06</b>	<b>43485.83</b>	<b>49564.53</b>	<b>57324.40</b>	净利润	5804.93	6842.43	8352.21	10357.80	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	-15.79	-42.00	-74.00	-113.68	
应付款项	1744.21	2000.01	2359.11	2840.00	折旧摊销	730.60	710.17	696.61	683.21	
预收帐款	3847.49	4448.63	5367.31	6593.26	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	营运资金变动	-4376.27	-274.37	-315.68	-426.75	
<b>流动负债合计</b>	<b>12437.33</b>	<b>14008.14</b>	<b>16288.05</b>	<b>19336.92</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1156.66</b>	<b>-278.32</b>	<b>-278.32</b>	<b>-278.32</b>	
长期借款及应付债券	0.18	0.18	0.18	0.18	资本支出	-649.44	-700.00	-700.00	-700.00	
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	长期投资	-60.91	-102.00	-102.00	-102.00	
<b>长期负债合计</b>	<b>329.75</b>	<b>329.75</b>	<b>329.75</b>	<b>329.75</b>	其他	-979.20	0.00	0.00	0.00	
<b>负债合计</b>	<b>12767.08</b>	<b>14337.89</b>	<b>16617.79</b>	<b>19666.66</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-3154.67</b>	<b>-3654.90</b>	<b>-4415.63</b>	<b>-5433.58</b>	
股本	1506.99	1506.99	1506.99	1506.99	债务融资	-0.04	0.00	0.00	0.00	
股东权益	26036.98	29147.94	32946.74	37657.73	权益融资	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>38804.06</b>	<b>43485.83</b>	<b>49564.53</b>	<b>57324.40</b>	其它	1.14	-1.14	0.00	0.00	
					<b>现金净增加额</b>	<b>-2705.32</b>	<b>2744.75</b>	<b>3377.72</b>	<b>4165.45</b>	

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

## 【分析师承诺】

余春生、陈鹏，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。