

# 洋河股份 (002304) \ 食品饮料

## ——春节时点致使四季度增速放缓，重整消费税

### 再出发

#### 事件：

公司发布业绩快报，2017年度实现营业收入197.70亿元，同比增长15.05%，归母净利润65.98亿元，同比增长13.23%，基本每股收益4.38元，同比增长13.18%。

#### 投资要点：

##### ➤ 年度任务的提前完成致使四季度收入放缓

公司2017年第四季度实现营业收入28.92亿元，同比增长14.92%；前三季度实现营业收入168.78亿元，同比增长15.08%。第四季度收入增速放缓的原因有两个方面，其一是今年春节时间延后，今年春节在18年2月份，去年在17年1月份；其二是大部分办事处和分公司提前完成任务，导致四季度开票动力不足，表现在17年底预收账款比去年底的数额还多。

##### ➤ 利润增速受消费税影响低于营收增速，销售旺势不改

2017年公司实现利润总额88.09亿元，同比增长13.50%，其中第四季度实现利润总额13.55亿元，同比增长2.65%。公司全年净利润增速低于营收增速，主要是因为四季度一次性补缴了之前消费税，如果剔除消费税的影响因素，17年的净利增速仍然高于营收增速。目前公司已按财税新规相应缴纳消费税，预测未来销量与毛利率的提升将拉动利润端增速。

##### ➤ 省内消费升级与新江苏市场开拓稳步进行中，未来成长空间大

目前江苏省内对洋河系列产品的消费选择已经从海之蓝、天之蓝升级到梦之蓝，2018年春节期间，梦之蓝销售旺盛，部分地区出现断货现象，库存维持在低位，而新江苏市场的增速快于省内市场，在洋河强大的品牌和渠道力的推动下，蓝色经典系列产品和竞品相比具有优势，省外扩张步伐加快，全国化战略带来长期成长空间。

##### ➤ 盈利预测与估值

我们预计公司18-19年EPS分别为5.55元、6.64元，对应估值分别为21、18倍。我们认为公司梦之蓝产品将受益于次高端市场规模的持续增长，在优势市场持续高增长，首次覆盖给予“推荐”评级。

##### ➤ 风险提示

省内竞争环境变化、消费税影响、新江苏市场增速不及预期

投资建议：

推荐

首次覆盖

当前价格：

127.21元

目标价格：

元

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,507/1,240
流通A股市值 (百万元)	159,664
每股净资产 (元)	18.89
资产负债率 (%)	28.08
一年内最高/最低 (元)	139.02/78.00

#### 一年内股价相对走势



王承 分析师

执业证书编号：S0590513090004

电话：0510-85630532

邮箱：wangc@glsc.com.cn

王映雪研究助理

电话：0510-85630532

邮箱：wangyingxue@glsc.com.cn

#### 相关报告

**图表 1：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3606.12	917.12	7210.84	15842.61	24325.59	营业收入	<b>16052.44</b>	<b>17183.11</b>	<b>19769.17</b>	<b>23723.00</b>	<b>27993.14</b>
应收账款+票据	206.77	272.98	278.97	383.37	398.19	营业成本	6115.07	6202.98	6919.21	7828.59	9237.74
预付账款	80.04	69.32	140.56	96.90	183.31	营业税金及附加	229.39	309.57	356.16	427.39	504.32
存货	11122.38	12221.52	13817.79	15643.82	19120.88	营业费用	1882.41	1869.00	2150.29	2580.34	3044.81
其他	5338.90	10304.14	10304.14	10304.14	10304.14	管理费用	1447.88	1582.44	1770.31	2124.37	2506.76
<b>流动资产合计</b>	<b>20354.21</b>	<b>23785.07</b>	<b>31752.31</b>	<b>42270.84</b>	<b>54332.11</b>	财务费用	-196.36	-8.95	-122.65	-346.53	-603.25
长期股权投资	46.42	21.03	21.03	21.03	21.03	资产减值损失	11.91	48.00	32.55	32.55	32.55
固定资产	6968.91	7970.04	6915.31	6621.51	5752.24	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1526.85	545.46	845.46	300.00	300.00	投资净收益	-0.24	-3.89	0.00	0.00	0.00
无形资产	1671.60	1634.62	1590.49	1546.35	1502.22	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1598.45	2740.26	2740.05	2739.83	2739.62	<b>营业利润</b>	<b>6561.91</b>	<b>7176.18</b>	<b>8663.30</b>	<b>11076.29</b>	<b>13270.22</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>11812.24</b>	<b>12911.41</b>	<b>12112.34</b>	<b>11228.72</b>	<b>10315.11</b>	营业外净收益	603.41	584.78	26.70	26.70	26.70
<b>资产总计</b>	<b>32166.45</b>	<b>36696.48</b>	<b>43864.65</b>	<b>53499.57</b>	<b>64647.22</b>	<b>利润总额</b>	<b>7165.32</b>	<b>7760.97</b>	<b>8690.01</b>	<b>11102.99</b>	<b>13296.93</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	1800.12	1956.04	2172.50	2775.75	3324.23
应付账款+票据	3038.71	1744.21	4212.77	2527.13	5425.96	<b>净利润</b>	<b>5365.20</b>	<b>5804.93</b>	<b>6517.51</b>	<b>8327.24</b>	<b>9972.70</b>
其他	5985.38	8715.12	6897.22	9890.54	8166.67	少数股东损益	0.01	-22.24	-24.97	-31.90	-38.21
<b>流动负债合计</b>	<b>9024.09</b>	<b>10459.34</b>	<b>11110.00</b>	<b>12417.67</b>	<b>13592.63</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5365.19</b>	<b>5827.17</b>	<b>6542.48</b>	<b>8359.15</b>	<b>10010.90</b>
长期带息负债	0.22	0.18	0.18	0.18	0.18						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	200.66	199.98	199.98	199.98	199.98						
<b>非流动负债合计</b>	<b>200.88</b>	<b>200.16</b>	<b>200.16</b>	<b>200.16</b>	<b>200.16</b>						
<b>负债合计</b>	<b>9224.97</b>	<b>10659.50</b>	<b>11310.16</b>	<b>12617.83</b>	<b>13792.79</b>						
少数股东权益	4.38	-15.79	-40.75	-72.66	-110.87						
股本	1506.99	1506.99	1506.99	1506.99	1506.99						
资本公积	741.75	741.70	741.70	741.70	741.70						
留存收益	20688.36	23804.08	30346.55	38705.70	48716.60						
<b>股东权益合计</b>	<b>22941.48</b>	<b>26036.99</b>	<b>32554.49</b>	<b>40881.73</b>	<b>50854.43</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>32166.45</b>	<b>36696.48</b>	<b>43864.65</b>	<b>53499.57</b>	<b>64647.22</b>						

  

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.41%	7.04%	15.05%	20.00%	18.00%
EBIT	20.28%	11.35%	10.52%	25.55%	18.01%
EBITDA	19.85%	11.87%	13.57%	23.60%	16.52%
归属于母公司净利润	-9.89%	8.61%	12.28%	27.77%	19.76%
<b>获利能力</b>					
毛利率	61.91%	63.90%	65.00%	67.00%	67.00%
净利率	33.42%	33.78%	32.97%	35.10%	35.63%
ROE	23.39%	22.37%	20.07%	20.41%	19.64%
ROIC	28.97%	26.99%	26.06%	28.91%	33.54%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	28.68%	29.05%	25.78%	23.58%	21.34%
流动比率	2.26	2.27	2.86	3.40	4.00
速动比率	0.43	0.12	0.69	1.31	1.83
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	178.87	105.78	154.81	107.60	147.05
存货周转率	0.55	0.51	0.50	0.50	0.48
总资产周转率	0.50	0.47	0.45	0.44	0.43
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	3.56	3.87	4.34	5.55	6.64
每股经营现金流	3.88	4.91	4.28	5.68	5.42
每股净资产	15.22	17.29	21.63	27.18	33.82
<b>估值比率</b>					
市盈率	32.86	30.26	26.95	21.09	17.61
市净率	7.69	6.77	5.41	4.31	3.46
EV/EBITDA	23.05	20.61	17.81	13.75	11.24
EV/EBIT	25.10	22.55	20.02	15.22	12.29

  

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	4786.28	5263.54	6497.48	8307.22	9952.67
折旧摊销	620.17	730.60	1066.52	1151.06	1181.06
财务费用	46.32	-3.34	-121.91	-345.79	-602.51
存货减少	-1024.50	-883.71	-1596.28	-1826.03	-3477.06
营运资金变动	1433.82	2235.64	573.42	1246.94	1073.73
其它	-19.58	61.57	32.55	32.55	32.55
<b>经营活动现金流</b>	<b>5842.51</b>	<b>7404.30</b>	<b>6451.78</b>	<b>8565.95</b>	<b>8160.44</b>
资本支出	719.53	480.21	300.00	300.00	300.00
长期投资	6258.14	13949.84	0.00	0.00	0.00
其他	3301.36	8465.71	20.03	20.03	20.03
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3676.30</b>	<b>-5964.33</b>	<b>-279.97</b>	<b>-279.97</b>	<b>-279.97</b>
债权融资	-0.04	-83.54	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1797.88	-3613.54	121.91	345.79	602.51
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1797.92</b>	<b>-3697.08</b>	<b>121.91</b>	<b>345.79</b>	<b>602.51</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>367.00</b>	<b>-2251.91</b>	<b>6293.72</b>	<b>8631.77</b>	<b>8482.98</b>

数据来源：公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

**分公司机构销售联系方式**

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064