

## 洋河股份 (002304)

# 梦之蓝再超预期，18年净利或加速增长

### 推荐 (维持)

现价: 110.75 元

#### 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.chinayanghe.com
大股东/持股	江苏洋河集团/34.16%
实际控制人	宿迁市国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,507
流通 A 股(百万股)	1,240
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	1,702.90
流通 A 股市值(亿元)	1,400.99
每股净资产(元)	21.88
资产负债率(%)	25.73

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《洋河股份\*002304\*梦之蓝增长加速，次高端显王者风范》 2018-01-29
- 《洋河股份\*002304\*梦之蓝驱动，经营再上台阶》 2017-10-28
- 《洋河股份\*002304\*成长之美，稳步前行》 2017-08-28

#### 证券分析师

文献 投资咨询资格编号  
S1060511010014  
0755-22627143  
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号  
S1060117110064  
0755-33547523  
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

刘彪 一般从业资格编号  
S1060117050002  
0755-33547353  
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

### 投资要点

**事项:** 洋河股份公布 17 年报和 18 年一季报，2017 年、1Q18 营收分别为 199、95.4 亿元，同比+15.9%、25.7%；归母净利分别为 66.3、34.8 亿元，同比+13.7%、+26.7%。17 年分配预案为每 10 股派现 25.5 元。公司预测，1-6 月份利润增幅为 20-30%，18 年计划力争营收增 20%以上。

#### 平安观点:

■ 年报符合此前业绩预告，1 季报营收、净利均超预期，或因梦之蓝增长超预期。

■ 梦之蓝加速增长，区域龙头尽享次高端升级红利。2017 年，我们估计梦之蓝增速超 50%，1Q18 增速或再次明显提升。梦之蓝从 15 年开始快速增长，之后增速持续攀升，有江苏白酒消费档次高且升级快的原因，但也充分体现了洋河此前积累庞大消费者群体、销售网络、品牌组合的综合优势。中国次高端白酒市场有望持续高速增长，我们相信，洋河凭借这些优势可能充分分享次高端红利。我们估计，18 年梦之蓝报表确认量或达 1 万吨，营收占比达 25-30%。

■ 全国化助推海之蓝、天之蓝稳步增长。通过新江苏战略，洋河持续推动全国化，17 年省外营收达到 92.9 亿，占比从 45%升至 46.6%，白酒总销量也增长约 9%至 21.6 万吨。海之蓝、天之蓝应仍是全国化的主力，估计两者 17 年增双位数。蓝色经典系列 17 年合计营收占比已超过 70%。

■ 消费税入账方式调整影响毛利率，持续涨价提升净利率效果开始显现。4Q17 开始，洋河消费税不再计入成本，和产品结构升级、涨价一起推动 1Q18 毛利率同比大升 13.6Pct 至 74.6%。洋河从 16 年开始，持续推动向终端供货价上升，早期大部分用于增厚经销商利润和直接投放终端。1Q18，销售费用仅增 18.8%，明显慢于营收，或显示涨价提升净利率效果显现。洋河 18 年将继续推动产品价格上涨，预计将明显提升净利增速相对收入的弹性，尤其是 3Q18 开始再无消费税率提升的拖累，效果将更加明显。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17,183	19,918	23,929	27,244	29,968
YoY(%)	7.0	15.9	20.1	13.9	10.0
净利润(百万元)	5,827	6,627	7,994	9,456	10,652
YoY(%)	8.6	13.7	20.6	18.3	12.7
毛利率(%)	63.9	66.5	75.3	75.9	76.0
净利率(%)	33.9	33.3	33.4	34.7	35.5
ROE(%)	23.8	23.9	23.9	22.4	20.4
EPS(摊薄/元)	3.87	4.40	5.30	6.27	7.07
P/E(倍)	28.6	25.2	20.9	17.7	15.7
P/B(倍)	6.4	5.7	4.4	3.6	2.9

■ **继续收割份额&分享升级红利，仍是成长股，继续“推荐”。**合并计算天之蓝、梦之蓝，洋河在批价 200-600 元价格带上市场份额已是第一，海之蓝也是 100-200 元价格带唯一全国性产品。依靠系统性竞争优势，未来洋河可在这些价格带上继续收割市场份额，并在打下的地盘上充分享受消费升级的红利。因梦之蓝增速超预期，上调 18、19 年 EPS 预期约 2%、4%至 5.30、6.27 元，同比增约 21%、18%，PE 约 21、18 倍，维持“推荐”评级。

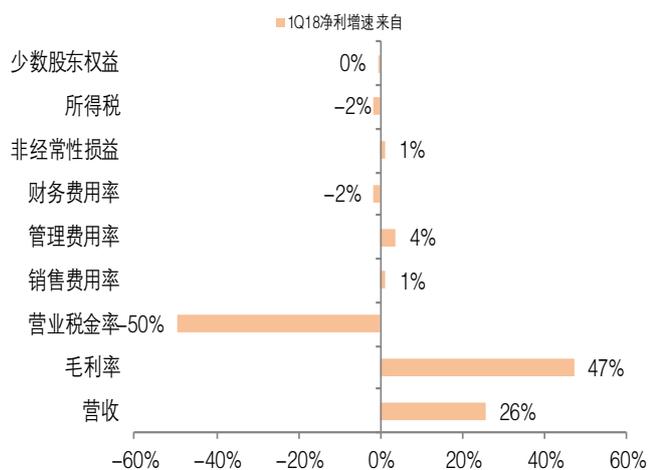
■ **风险提示：**1)白酒行业景气度下行风险。白酒行业景气度与价格走势相关度很高，如果白酒价格下降，可能导致企业营收增速大幅放缓。2)管理层更换易导致业务波动风险。白酒企业受业务策略影响大，如更换管理层，可能会导致企业营收、利润大幅波动。3)政策风险。白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。

图1 年报&一季报快读：1Q18 营收、净利增 25.7%，超预期 单位：百万元，元/股

	4Q16	4Q17	同比	2016	2017	同比	1Q17	1Q18	同比
营业收入	2,516	3,040	20.8%	17,183	19,918	15.9%	7,589	9,538	25.7%
营业成本	467	310	-33.6%	6,203	6,681	7.7%	2,942	2,405	-18.3%
毛利	2,049	2,730	33.2%	10,980	13,237	20.6%	4,647	7,133	53.5%
毛利率	81.4%	89.8%	8.4%	63.9%	66.5%	2.6%	61.2%	74.8%	13.6%
营业税金及附加	75	594	691.5%	310	1152	272.1%	146	1546	956.2%
销售费用	539	782	45.1%	1869	2387	27.7%	507	602	18.8%
管理费用	373	233	-37.7%	1582	1532	-3.2%	459	472	2.9%
财务费用	16	0	-99.4%	-9	-34	279.0%	-19	20	-203.7%
资产减值损失	27	5	-79.8%	48	23	-52.4%	7	3	-51.6%
公允价值变动收益	0	0	-	0	0	-	0	0	-
投资收益	280	261	-6.9%	547	624	14.0%	108	163	51.4%
营业利润	1299	1412	8.7%	7727	8836	14.4%	3654	4674	27.9%
营业利润率	51.6%	46.5%	-5.2%	45.0%	44.4%	-0.6%	48.2%	49.0%	0.8%
营业外收入	24	-23	-197.9%	46	20	-56.8%	11	4	-60.3%
营业外支出	2	-6	-378.3%	12	8	-31.6%	7	0	-94.2%
利润总额	1320	1395	5.6%	7761	8848	14.0%	3659	4678	27.8%
所得税	338	349	3.3%	1956	2229	14.0%	921	1202	30.5%
所得税率	33.2%	30.3%	-2.9%	27.2%	27.1%	-0.1%	26.0%	26.6%	0.7%
净利润	982	1045	6.4%	5805	6619	14.0%	2738	3476	27.0%
净利率	39.0%	34.4%	-4.6%	33.8%	33.2%	-0.6%	36.1%	36.4%	0.4%
少数股东损益	-6	0	-99.5%	-22	-8	-62.3%	-5	1	-114.4%
归属于母公司净利润	988	1046	5.8%	5827	6627	13.7%	2743	3475	26.7%
EPS	0.66	0.70	6.1%	3.87	4.40	13.7%	1.82	2.31	26.9%

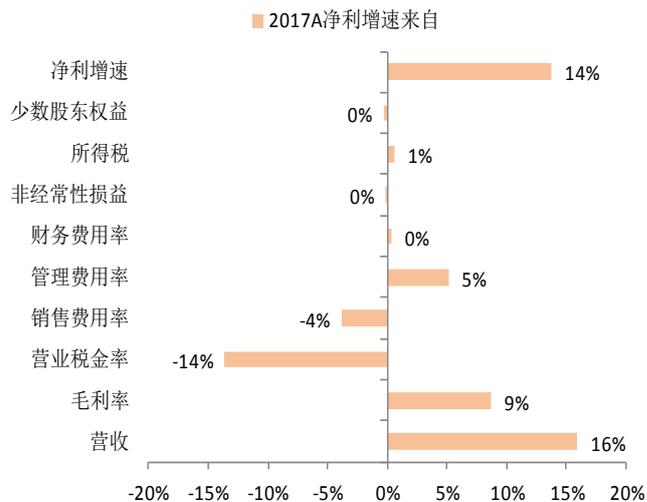
资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

图2 1Q18 净利增长主要靠营收驱动



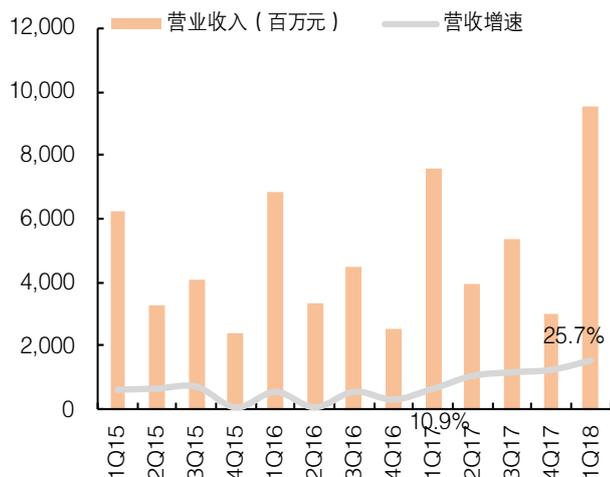
资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

图3 17年净利增长主要靠营收驱动



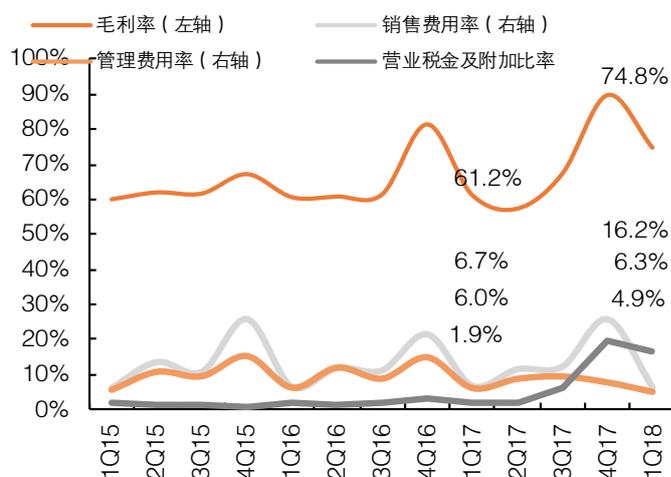
资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

图表4 1Q18 业绩主要由营收、销售费用率下降推动



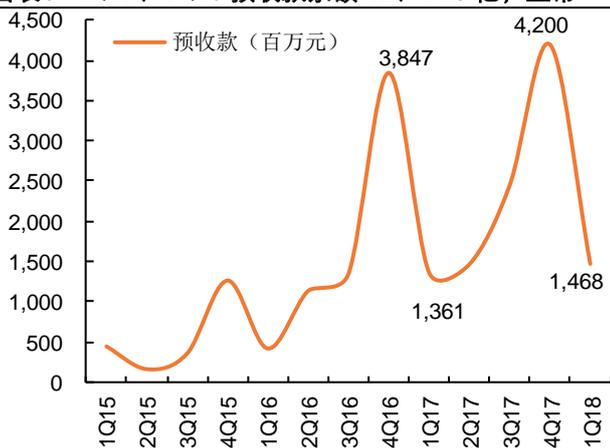
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 消费税从成本转为营业税金提升毛利率



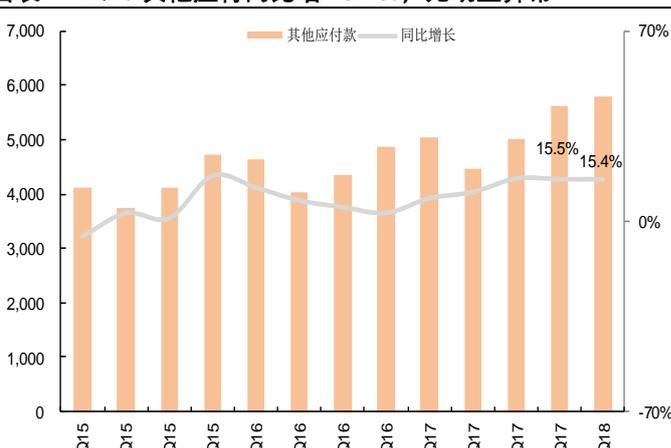
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 4Q17、1Q18 预收款余额 42、14.9 亿，正常



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 1Q18 其他应付同比增 15.4%，无明显异常



资料来源：公司公告、平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	28,527	38,705	50,130	62,521
现金	1,751	10,617	18,488	27,778
应收账款	221	266	303	333
其他应收款	57	69	78	86
预付账款	87	77	85	93
存货	12,862	11,400	12,644	13,846
其他流动资产	13,549	16,277	18,532	20,385
<b>非流动资产</b>	14,732	14,670	14,757	14,794
长期投资	2	2	2	2
固定资产	8,484	8,465	8,528	8,571
无形资产	1,654	1,652	1,656	1,659
其他非流动资产	4,592	4,551	4,572	4,562
<b>资产总计</b>	43,258	53,375	64,888	77,315
<b>流动负债</b>	13,439	15,572	17,641	19,430
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,120	992	1,101	1,205
其他流动负债	12,319	14,580	16,540	18,225
<b>非流动负债</b>	325	325	325	325
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	324	324	324	324
<b>负债合计</b>	13,763	15,897	17,966	19,755
少数股东权益	-20	-30	-43	-56
股本	1,507	1,507	1,507	1,507
资本公积	742	742	742	742
留存收益	27,265	35,259	44,715	55,367
<b>归属母公司股东权益</b>	29,515	37,509	46,964	57,616
<b>负债和股东权益</b>	43,258	53,375	64,888	77,315

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	6,883	9,500	8,511	9,829
净利润	6,627	7,994	9,456	10,652
折旧摊销	-8	-10	-12	-14
财务费用	-34	-33	-116	-200
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	3,043	-619	1,650	1,448
其他经营现金流	-2,744	2,169	-2,467	-2,057
<b>投资活动现金流</b>	-4,161	-668	-755	-740
资本支出	614	624	703	689
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-4,775	-1,292	-1,458	-1,429
<b>筹资活动现金流</b>	-3,417	33	116	200
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3,417	33	116	200
<b>现金净增加额</b>	-695	8,865	7,872	9,290

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	19,918	23,929	27,244	29,968
营业成本	6,681	5,922	6,568	7,192
营业税金及附加	1,152	3,709	4,223	4,645
营业费用	2,387	2,752	2,997	3,147
管理费用	1,532	1,579	1,662	1,738
财务费用	-34	-33	-116	-200
资产减值损失	23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	624	686	755	830
<b>营业利润</b>	8,836	10,687	12,665	14,277
营业外收入	20	20	20	20
营业外支出	8	8	8	8
<b>利润总额</b>	8,848	10,698	12,676	14,288
所得税	2,229	2,714	3,233	3,650
<b>净利润</b>	6,619	7,984	9,443	10,638
少数股东损益	-8	-10	-12	-14
<b>归属母公司净利润</b>	6,627	7,994	9,456	10,652
EBITDA	8,870	10,656	12,482	13,938
EPS (元)	4.40	5.30	6.27	7.07

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	15.9	20.1	13.9	10.0
营业利润(%)	14.4	20.9	18.5	12.7
归属于母公司净利润(%)	13.7	20.6	18.3	12.7
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	66.5	75.3	75.9	76.0
净利率(%)	33.3	33.4	34.7	35.5
ROE(%)	23.9	23.9	22.4	20.4
ROIC(%)	22.1	25.3	29.4	31.3
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	31.8	29.8	27.7	25.6
净负债比率(%)	-4.8	-27.5	-38.7	-47.7
流动比率	2.12	2.49	2.84	3.22
速动比率	1.17	1.75	2.12	2.51
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.49	0.50	0.46	0.42
应收账款周转率	2063.0	2562.1	2499.4	2459.1
应付账款周转率	7.0	5.6	6.3	6.3
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	4.40	5.30	6.27	7.07
每股经营现金流(最新摊薄)	4.57	6.30	5.65	6.52
每股净资产(最新摊薄)	19.57	24.87	31.14	38.20
<b>估值比率</b>				
P/E	25.2	20.9	17.7	15.7
P/B	5.7	4.4	3.6	2.9
EV/EBITDA	18.8	15.6	13.3	11.9

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PINGAN SECURITIES

## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033