

# 洋河股份 (002304)

证券研究报告

2018年05月18日

## 一季报增长超预期，优秀管理占据消费升级先机

### 洋河 2017 年及 2018 年一季度保持高速增长

公司 2017 年全年实现营业收入 199.18 亿元，同比增长 15.92%，归属于上市公司股东的净利润 66.27 亿元，同比增长 13.73%。毛利率 66.46%，同比上升 2.56PCT，预收款 42 亿，比年初上升 9.18%。一季度实现营收 95.38 亿，同比增长 25.68%，净利润 34.75 亿元，同比增长 26.69%；毛利率 74.79%，同比上升 13.56PCT，净利率 36.44%，同比上升 0.36PCT。

### 春节动销旺盛梦之蓝在省内外快速增长，带动收入增长的同时带来利润率提高

2017 年，公司省内外市场收入占比为 53.37%，46.63%，收入增速分别为 12.45%，20.16%，省外市场仍是公司收入增长的主要来源。公司主营业务省外收入 92.39 亿元，同比增长 21.86%，成为收入和利润提升的强劲动力。

### 白酒行业增长向好，公司产品力、品牌力、渠道力共同推动快速增长

2017 年，全年规模以上白酒企业累计完成销售收入 5654.42 亿元，同比增长 14.42%；累计实现利润总额 1028.48 亿元，同比增长 35.79%。行业集中度提高，高端、次高端市场扩容为洋河提供优越的增长空间。

洋河具有优秀的管理基因，产品力、品牌力、渠道力三方面共同突破。公司以 42.81 亿美元入选世界知名品牌价值研究机构 BrandFinance 发布的“2017 全球烈酒品牌价值 50 强”排名全球第三，中国第二。渠道不断补强和完善，渠道不断降低。

### 投资建议

17 年营收增长率和归母净利润增长率分别为 15.92%、13.73%，低于预期 35.00%、20.07%。基于以上原因，我们谨慎调整盈利预测，下调 2018-2019 年营收 296.9/342.1 亿至 249.0/293.8 亿，下调 2018-2019 年归母净利润 91.3/115.3 亿元至 86.2/105.2 亿元。我们预计 18 年公司销售将增长 25%左右，预计 18-20 年营收分别为 249.0/293.8/393.3 亿元，18-20 年 EPS 分别为 5.72/6.98/8.23 元，对应 18-20 年 PE 为 23/19/16。考虑到随着公司产品稳步提价，产品结构持续提升带来收入的持续增长预期，维持“买入”评级。

**风险提示：重要节假日动销不及预期风险，高端、次高端收入增长不达预期风险**

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17,183.11	19,917.94	24,901.41	29,383.67	39,332.97
增长率(%)	7.04	15.92	25.02	18.00	33.86
EBITDA(百万元)	8,443.69	9,456.21	11,801.38	14,147.50	16,568.40
净利润(百万元)	5,827.17	6,627.17	8,615.37	10,515.45	12,400.61
增长率(%)	8.61	13.73	30.00	22.05	17.93
EPS(元/股)	3.87	4.40	5.72	6.98	8.23
市盈率(P/E)	33.87	29.78	22.91	18.77	15.92
市净率(P/B)	7.58	6.69	5.62	4.64	3.78
市销率(P/S)	11.49	9.91	7.93	6.72	5.02
EV/EBITDA	11.92	17.62	15.55	12.42	10.51

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	130.70 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,506.99
流通 A 股股本(百万股)	1,242.19
A 股总市值(百万元)	196,963.33
流通 A 股市值(百万元)	162,354.76
每股净资产(元)	21.88
资产负债率(%)	25.73
一年内最高/最低(元)	139.02/80.50

### 作者

刘鹏 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516070001  
liupeng1@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

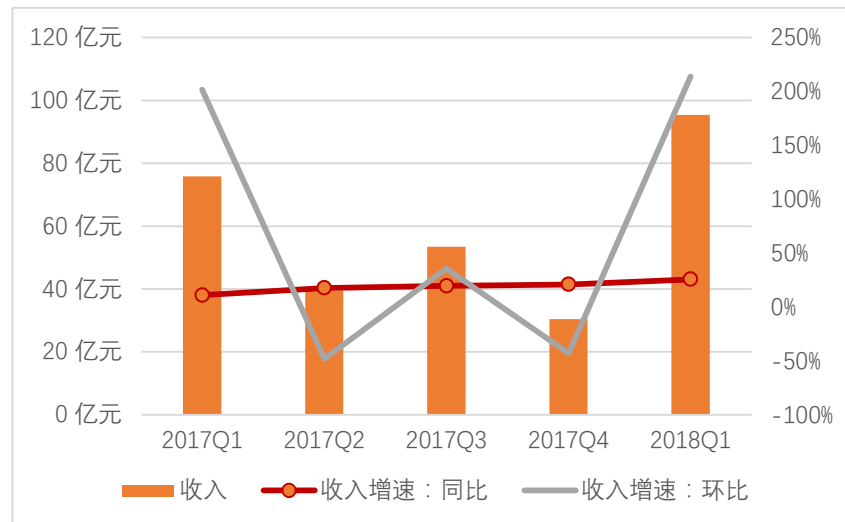
- 1 《洋河股份-公司点评:春节动销量价齐升验证增长逻辑》 2018-02-09
- 2 《洋河股份-公司研究简报:春节配额彰显增长势头，海外收购验证平台化逻辑》 2018-01-16
- 3 《洋河股份-公司深度研究:白酒新时代，洋河新突破——再论洋河投资价值》 2018-01-03



## 1. 洋河 2017 年及 2018 年一季度保持高速增长

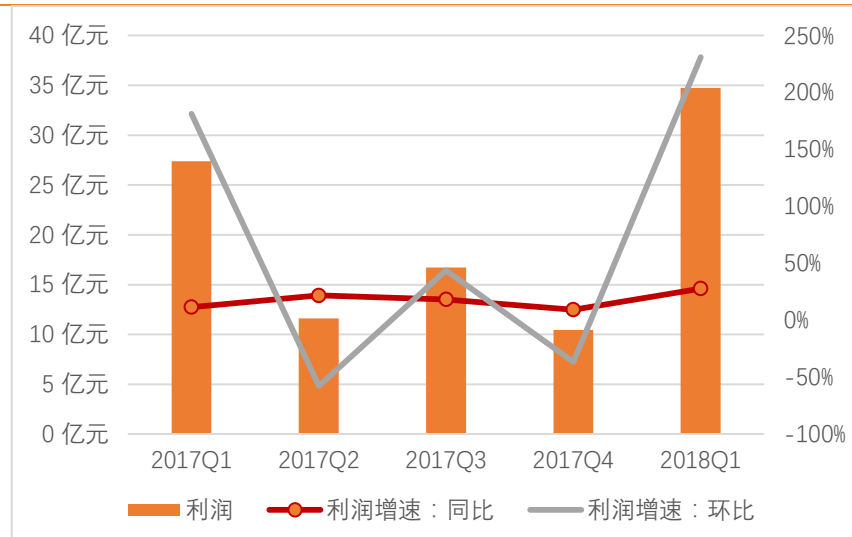
公司 2017 年全年实现营业收入 199.18 亿元，同比增长 15.92%，归属于上市公司股东的净利润 66.27 亿元，同比增长 13.73%。预收款 42 亿，比年初上升 9.18%。经营性现金流 68.83 亿元，同减 7.05%。18 年一季度实现营收 95.38 亿，同比增长 25.68%，净利润 34.75 亿元，同比增长 26.69%。

图 1：2017 年及 2018 年一季度公司收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

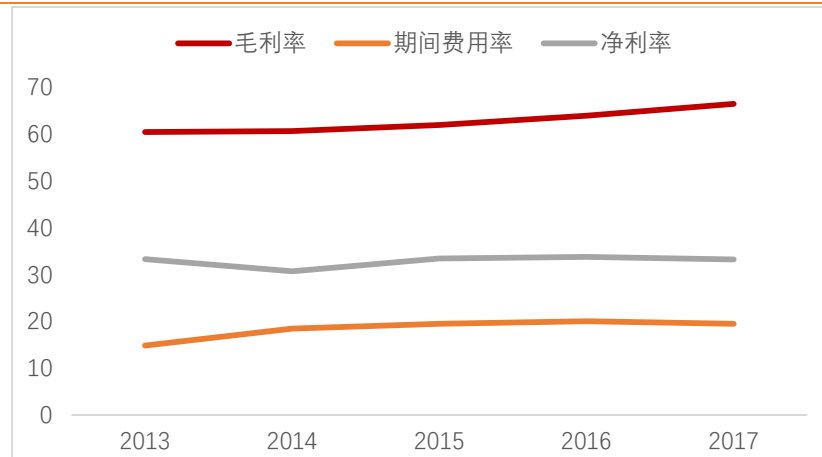
图 2：2017 年及 2018 年一季度公司净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

2017 年公司毛利率 66.46%，同比上升 2.56PCT，期间费用率 19.51%，同比上升 0.52PCT，净利率 33.23%，同比下降 0.55PCT，销售费用率 11.99%，同比上升 1.11PCT，主要由于广告促销费用的上升。从单季度看，18 年一季度毛利率 74.79%，同比上升 13.56PCT，期间费用率 11.47%，净利率 36.44%，同比上升 0.36PCT，同比下降 1.00PCT，其中管理费用率 4.95%，同比下降 1.09PCT，公司的管理效率不断提高。销售费用率 6.31%，同比下降 0.37PCT。公司毛利率的持续提升，主要是因为公司的提价政策及次高端产品不断发力。

图 3：2013-2017 年公司盈利能力

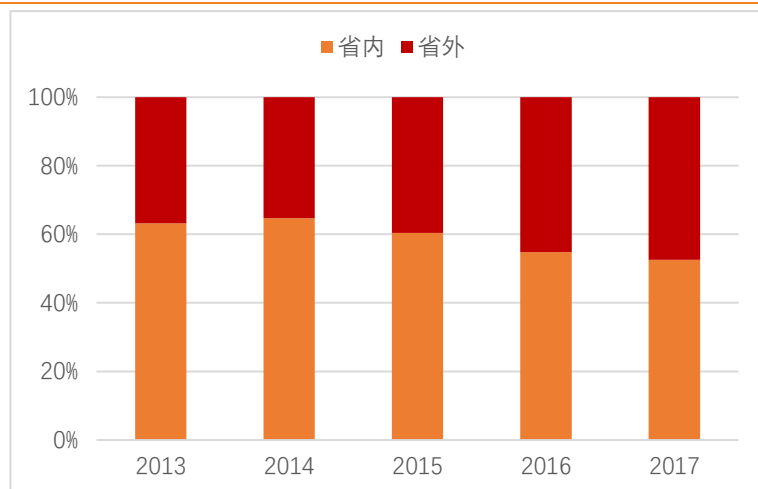


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 春节动销旺盛梦之蓝在省内外快速增长，带动收入增长的同时带来利润率的提高

2017 年，公司省内外市场收入占比为 53.37%，46.63%，收入增速分别为 12.45%，20.16%，省外市场仍是公司收入增长的主要来源。公司新江苏市场成果显著，2017 年“新江苏市场”计划达到 455 个，目前约 500 个，占到公司省外收入的 70%以上，公司主营业务省内收入 106.30 亿元，同比增长 12.45%；省外收入 92.87 亿元，同比增长 20.16%，成为收入和利润提升的强劲动力。

图 4：2013-2017 年省内和省外收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

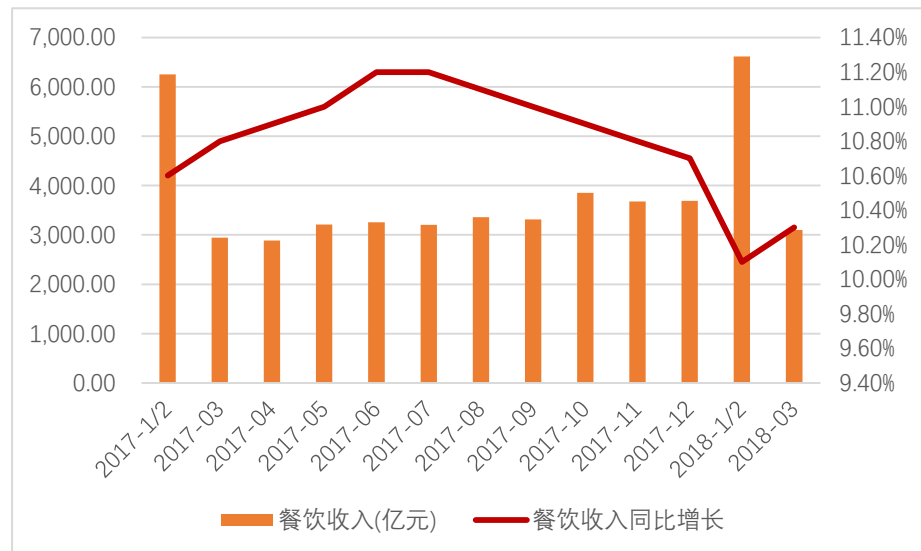
## 3. 白酒行业增长提速，洋河发展环境优越

2017 年，受益于大众消费升级、消费结构转换等因素，白酒行业的收入和利润继续保持快速增长，且利润增速明显快于营收增长。根据国家统计局公布的统计数据，全年规模以上白酒企业累计完成销售收入 5654.42 亿元，同比增长 14.42%；累计实现利润总额 1028.48 亿元，同比增长 35.79%。白酒行业市场的竞争更加激化，行业集中度不断提升，名酒企业发展强者恒强，高端、次高端，还是中低端和小酒等，都逐步形成了全国化的，或各个主流消费价位段的代表性品牌，白酒行业的发展格局和竞争态势正在逐渐形成。根据已经披露的白酒行业定期报告，公司的营业收入和利润规模稳居白酒行业第三位。

高端、次高端品牌受益市场容量的快速增长，全年呈现出量价齐升的繁荣景象。2017 年以来，餐饮行业受到消费升级和产品结构升级的双重推动，截至 2018 年 3 月餐饮月度收入增速都在 10%以上，餐饮是白酒消费的重要终端渠道之一，餐饮业的繁荣势必也会带来白

酒消费的增长。为行业次高端龙头，洋河具有优秀的管理基因，产品力、品牌力、渠道力三方面共同突破，充分释放竞争力，次高端产品获得高度增长，同时洋河业务覆盖重点经济区域市场，洋河受益区位红利，未来发展环境优越，增长空间广阔。

图 5：全国餐饮收入月度数据



资料来源：国家统计局，Wind，天风证券研究所

#### 4. 产品结构不断升级，巩固次高端行业地位

公司以次高端作为核心，作为公司发力的重点品类不断创造惊喜，涨价带来次高端领军地位的巩固，在改善渠道现状、防止产品老化延长生命周期的同时也将产品通过价格带上调并通过调控实现产品力的加强，以手工班为代表的洋河高端系列的构建在提升产品档次的同时不断凸显底层价格带产品的性价比。

2017 年，白酒产品收入 191.83 亿元，同比增长 16.27%；营业成本 61.52 亿元，同比增长 7.78%；毛利率 67.93%，同比增长 2.53PCT，主要来自高端和次高端产品提价增量。公司精准定位营销战略，严格执行管控，推动主导产品稳健提价；抢抓消费升级机遇，梦之蓝产品放量增长，推动营销业绩再攀高。

#### 5. 打造“新国酒”白酒品牌，价值提升增强公司影响力

洋河在营销和宣传方面都将影响力在全民国家层面进行定位，同时，在一带一路白酒出海的背景下，依托公司最为符合海外市场偏好的绵柔口感开拓海外市场。公司以 42.81 亿美元入选世界知名品牌价值研究机构 BrandFinance 发布的“2017 全球烈酒品牌价值 50 强”排名全球第三，中国第二。2017 年，在 WorldBrandLab 发布的《中国 500 最具价值品牌》中以 355.26 亿元的品牌价值排名全国前 100。公司荣登世界财经杂志《福布斯》发布的“全球 2000 强世界上市公司”，“梦之蓝”入选 CCTV “国家品牌计划” TOP10 品牌。公司通过品牌精准化运作实现营销的集约式管理，依靠传统渠道、新媒体等多种方式持续营销，品牌影响力不断提升。

#### 6. 补强渠道，直控终端，新江苏市场提供增长动力

2017 年，公司库存不断降低，渠道不断补强和完善，商品库存 15.13 亿元，同比减少 1.78 亿元，降幅 10.54%。目前公司拥有一支行业内人员最多、理念最新、执行力最强的营销团队，与 8000 多家经销商合作，拥有 3 万多名地面推广人员，同时不断加大深度分销模式。公司目前拥有中国白酒行业最强大的营销网络平台，已经渗透到全国各个地级县市，渠道的高速通路已经基本搭建完毕，为未来的市场拓展和品类延伸奠定坚实的基础。其次 SFA

系统投入，该系统可整合现有的终端销售数据，使厂商分工更加明确，将经销商变为配送商凸显渠道掌控力，为公司次高端产品提价提供有力支撑。

## 7. 盈利预测与估值

我们对公司各项业务做如下预测：

1：公司聚焦梦系列，以手工班为代表高端，梦3为次高端收入增长持续发力。2：低端酒的重新布局，小海成为核心增量，升级面很广，19年有望提价。3：已经解决了产品过多及品牌老化问题，公司产品结构持续提升带来收入的持续增长预期。4：区域方面，华中和华南地区开始发力。基于上述逻辑，我们预测18-20年营业收入分别增长25%、18%、34%，归母净利润分别增长30%、22%、18%。

17年营收增长率和归母净利润增长率分别为15.92%、13.73%，低于预期35.00%、20.07%。基于以上原因，我们谨慎调整盈利预测，下调2018-2019年营收296.9/342.1亿至249.0/293.8亿，下调2018-2019年归母净利润91.3/115.3亿元至86.2/105.2亿元。我们预计18年公司销售将增长25%左右，预计18-20年营收分别为249.0/293.8/393.3亿元，18-20年EPS分别为5.72/6.98/8.23元，对应18-20年PE为23/19/16。考虑到随着公司产品稳步提价，产品结构持续提升带来收入的持续增长预期，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,456.63	1,751.45	8,930.44	16,589.89	18,182.51
应收账款	121.36	65.57	260.22	(636.40)	(851.88)
预付账款	69.32	86.66	135.72	121.47	289.45
存货	12,221.52	12,861.50	19,059.43	20,362.34	41,554.36
其他	10,455.75	13,761.39	9,865.88	11,509.12	11,800.48
<b>流动资产合计</b>	<b>25,324.57</b>	<b>28,526.58</b>	<b>38,251.69</b>	<b>47,946.42</b>	<b>70,974.91</b>
长期股权投资	21.03	1.98	1.98	1.98	1.98
固定资产	7,970.04	8,249.56	7,963.24	7,656.55	7,324.62
在建工程	544.67	234.43	176.66	154.00	122.40
无形资产	1,634.62	1,653.55	1,608.13	1,562.72	1,517.30
其他	3,309.13	4,592.05	4,796.04	4,898.21	4,761.27
<b>非流动资产合计</b>	<b>13,479.49</b>	<b>14,731.56</b>	<b>14,546.05</b>	<b>14,273.45</b>	<b>13,727.57</b>
<b>资产总计</b>	<b>38,804.06</b>	<b>43,258.14</b>	<b>52,797.74</b>	<b>62,219.86</b>	<b>84,702.48</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	5,651.85	6,731.44	8,826.38	10,355.70	20,259.21
其他	6,785.49	6,707.27	8,555.85	9,088.55	11,963.34
<b>流动负债合计</b>	<b>12,437.33</b>	<b>13,438.71</b>	<b>17,382.23</b>	<b>19,444.25</b>	<b>32,222.55</b>
长期借款	0.18	0.15	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	329.56	324.41	331.65	328.54	328.20
<b>非流动负债合计</b>	<b>329.75</b>	<b>324.56</b>	<b>331.65</b>	<b>328.54</b>	<b>328.20</b>
<b>负债合计</b>	<b>12,767.08</b>	<b>13,763.27</b>	<b>17,713.88</b>	<b>19,772.79</b>	<b>32,550.75</b>
少数股东权益	(15.79)	(20.17)	(34.05)	(57.42)	(78.52)
股本	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99
资本公积	741.70	741.70	741.70	741.70	741.70
留存收益	24,544.64	28,007.14	33,610.92	40,997.50	50,723.26
其他	(740.56)	(740.79)	(741.70)	(741.70)	(741.70)
<b>股东权益合计</b>	<b>26,036.99</b>	<b>29,494.87</b>	<b>35,083.86</b>	<b>42,447.07</b>	<b>52,151.73</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>38,804.06</b>	<b>43,258.14</b>	<b>52,797.74</b>	<b>62,219.86</b>	<b>84,702.48</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	5,804.93	6,618.79	8,615.37	10,515.45	12,400.61
折旧摊销	730.60	690.89	449.82	454.96	459.05
财务费用	(3.34)	11.71	(123.86)	(295.92)	(403.20)
投资损失	(547.21)	(623.95)	(583.03)	(498.32)	(556.75)
营运资金变动	(4,137.69)	(1,455.75)	1,027.02	(69.19)	(8,469.68)
其它	5,557.76	1,641.48	(14.61)	(23.77)	(21.58)
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,405.04</b>	<b>6,883.17</b>	<b>9,370.71</b>	<b>10,083.22</b>	<b>3,408.45</b>
资本支出	694.13	664.10	52.76	83.11	50.34
长期投资	(25.39)	(19.05)	0.00	0.00	0.00
其他	(6,633.07)	(4,806.07)	640.44	326.20	405.70
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,964.33)</b>	<b>(4,161.02)</b>	<b>693.20</b>	<b>409.31</b>	<b>456.04</b>
债权融资	0.18	0.15	0.00	0.00	0.00
股权融资	14.73	33.69	126.07	298.52	405.11
其他	(3,711.99)	(3,450.95)	(3,011.00)	(3,131.60)	(2,676.98)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3,697.08)</b>	<b>(3,417.12)</b>	<b>(2,884.93)</b>	<b>(2,833.08)</b>	<b>(2,271.87)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(2,256.37)</b>	<b>(694.97)</b>	<b>7,178.98</b>	<b>7,659.45</b>	<b>1,592.62</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>17,183.11</b>	<b>19,917.94</b>	<b>24,901.41</b>	<b>29,383.67</b>	<b>39,332.97</b>
营业成本	6,202.98	6,681.15	8,715.49	10,578.12	16,846.31
营业税金及附加	309.57	1,151.87	748.18	437.82	597.86
营业费用	1,869.00	2,387.45	2,564.85	3,026.52	3,618.63
管理费用	1,582.44	1,532.15	2,076.78	2,118.56	2,686.44
财务费用	(8.95)	(33.91)	(123.86)	(295.92)	(403.20)
资产减值损失	48.00	22.87	27.59	28.43	31.12
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	547.21	623.95	583.03	498.32	556.75
其他	(1,094.42)	(1,284.05)	(1,166.07)	(996.64)	(1,113.50)
<b>营业利润</b>	<b>7,727.28</b>	<b>8,836.47</b>	<b>11,475.42</b>	<b>13,988.45</b>	<b>16,512.55</b>
营业外收入	45.88	19.82	33.99	33.23	29.01
营业外支出	12.20	8.34	10.52	10.35	9.74
<b>利润总额</b>	<b>7,760.97</b>	<b>8,847.95</b>	<b>11,498.88</b>	<b>14,011.33</b>	<b>16,531.82</b>
所得税	1,956.04	2,229.17	2,898.12	3,519.65	4,152.79
<b>净利润</b>	<b>5,804.93</b>	<b>6,618.79</b>	<b>8,600.76</b>	<b>10,491.68</b>	<b>12,379.03</b>
少数股东损益	(22.24)	(8.38)	(14.61)	(23.77)	(21.58)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5,827.17</b>	<b>6,627.17</b>	<b>8,615.37</b>	<b>10,515.45</b>	<b>12,400.61</b>
每股收益(元)	3.87	4.40	5.72	6.98	8.23

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	7.04%	15.92%	25.02%	18.00%	33.86%
营业利润	8.22%	14.35%	29.86%	21.90%	18.04%
归属于母公司净利润	8.61%	13.73%	30.00%	22.05%	17.93%
<b>获利能力</b>					
毛利率	63.90%	66.46%	65.00%	64.00%	57.17%
净利率	33.91%	33.27%	34.60%	35.79%	31.53%
ROE	22.37%	22.45%	24.53%	24.74%	23.74%
ROIC	36.16%	32.42%	37.12%	48.25%	57.87%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.90%	31.82%	33.55%	31.78%	38.43%
净负债率	23.85%	34.96%	34.24%	20.69%	6.10%
流动比率	2.04	2.12	2.20	2.47	2.20
速动比率	1.05	1.17	1.10	1.42	0.91
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	140.36	213.11	152.87	-156.22	-52.86
存货周转率	1.47	1.59	1.56	1.49	1.27
总资产周转率	0.47	0.49	0.52	0.51	0.54
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	3.87	4.40	5.72	6.98	8.23
每股经营现金流	4.91	4.57	6.22	6.69	2.26
每股净资产	17.29	19.59	23.30	28.20	34.66
<b>估值比率</b>					
市盈率	33.87	29.78	22.91	18.77	15.92
市净率	7.58	6.69	5.62	4.64	3.78
EV/EBITDA	11.92	17.62	15.55	12.42	10.51
EV/EBIT	13.04	19.01	16.17	12.83	10.81

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com