

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**食品饮料**
**饮料**
**洋河股份 (002304)**
**重大事件快评**
**买入**

(维持评级)

2018年05月28日

## 新江苏市场拓展顺利，产品提价叠加升级换代助力腾飞

**证券分析师：** 陈梦瑶      18520127266      chenmengyao@guosen.com.cn      证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001  
**联系人：** 孙山山      13751048798      sunss@guosen.com.cn

### 事项：

2018年05月23日上午，公司在南京洋河运营中心召开2017年度股东大会并进行会后交流。公司董事长王总、副董事长钟总及董秘丛总出席会议。公司2018年经营目标：力争实现营收同比增长20%以上；预测2018H1归母净利润增速范围为20%--30%。

### 评论：

#### ■ 受益消费升级，行业景气度继续向好

白酒行业经过过去三十多年的发展证明仍旧是朝阳行业，行业景气度依旧向好。首先，受益大众消费升级及消费结构等因素，2017年白酒行业规模以上企业累计实现收入5654.42亿，同比14.42%，累计实现利润总额1028.48亿，同比增长35.79%。其次，从全球人均消费对比来看，中国的白酒还有上升空间。从纯酒精饮酒来看，世界发达国家人均饮酒9.1升，这几年中国人均消费量上升很快至7.8升，与欧美（美国人均9升，英国是10升）人均相比还有很大提升空间。最后，受益于中产阶级的崛起（最新数据显示有3亿多人）及白酒行业头部效应，近8年白酒行业产量年均增长6%以上，收入年均增长10%以上。

#### ■ 省外市场特别是新江苏市场顺利拓展，2020年省内外营收占比有望达到3:7

公司省外市场将继续聚焦打造“5+2”的规模市场，用板块市场驱动和引领更大样板市场，由点成线，线成面，面成市的省外市场发展路径。占省外营收70%以上的新江苏市场，其数量从2015年297个扩展到目前的495个，主要针对销量比较大的县市区等市场，剔除不符合要求的，拓展符合要求的区域，其销售占比稳步提升，扩大新江苏市场的覆盖面，到2020年建成深度的全国化市场。目前安徽、浙江、上海等是全区域新江苏市场，省外市场中销售额排名前三的是河南、山东、安徽，销售增速前三位是山东、河南、安徽。目前省内外营收比重约5:5，到2020年省内外营收比重有望达到3:7。

#### ■ 坚持三化战略，打造并培育高端产品特别是梦系列

公司继续坚持产品品牌化，品牌系列化，多品牌差异化的长期战略。蓝色经典系列销售占比在稳步提升，从2016年占比70%左右提升到2017年超70%。最新数据显示，18Q1占比进一步提高，未来有望提升到80%以上。目前海天梦占蓝色经典销售额比重约为4:3:3。梦之蓝持续发力，总的销售额在稳步增长，17年梦之蓝系列省内外比重为3:1，而最新数据显示18Q1比重已提升至7:3。受益于消费升级、次高端行业发展机遇，18年以M3为代表的次高端产品增长将会加快。此外，公司将会对M3和M6升级在突破，加强梦之蓝国际版的开发、招商及推广工作；聚焦整合优化苏酒、双沟珍宝坊、柔和双沟三大核心品牌，针对高中低三个价位段，高效释放双沟的品牌势能；复兴洋河大曲和双沟大曲等老名酒，加强红酒势能提升，强化健康白酒概念。未来的目标是将梦系列打造成中国超高端白酒的标杆，成为百亿俱乐部一员。目前，公司产品遍及全国33个省市，330个地市，2582个县区，合作的终端网点达200万家以上。

#### ■ 分红比例持续提升，渠道营销多元化展现公司与时俱进

公司章程规定每年分配利润不少于当年可分配利润的 30%，远高于证监会规定（每 3 年分红不低于 30%，平均每年不低于 10%）。分红占当年归母净利润比例从 14 年 47.7% 稳步提升至 17 年 58.0%，回报多年支持公司发展的股东，展现企业社会责任感。此外，公司主要渠道虽然是线下（公司经销商已全部覆盖全国各省市自治区直辖市，省内经销商占总经销商比例为 40% 左右），但公司积极探索新模式，如电商方面 17 年公司各电商业务平台均超额完成公司下达的年度目标，增速明显高于整个行业的水平，18Q1 增速也是超预期的。公司全力推进线上线下渠道发展，保持对新零售的高度关注。此外，公司目前正在进行圈层营销和粉丝营销，通过梦想汇平台，以经销商为主体，以消费者为核心，深入开展和消费者体验、互动，实现消费者和公司零距离接近，不断提升核心消费群体对产品的美誉度、凝聚力及忠诚度。

#### ■ 产品提价、升级换代叠加智能制造工程顺利实施，助力公司更上一层楼

公司提价方式采取小步快跑策略，预计将于下半年进行提价，预计海天系列产品终端价提升 2-3 个百分点。本次提价后，公司产品进入稳定期，未来将根据实际情况可能会调 1-2 次价格。

目前，海、天系列上市已有 15 年，经过 4 次升级换代，目前准备升级成 5.0 的版本。海之蓝已成为白酒行业 100 元-200 元价格带的超级大单品，天之蓝在 400 元-600 元价格带处于领先地位。预计 18 年中秋节前对海天产品进行改版升级，此次升级除包装上升级外还有品质升级，极具性价比，用更优的基酒、更好的陈酒、更多的特级酒实现更高的绵柔酒质。公司将继续夯实绵柔白酒的缔造者地位，做绵柔型白酒的创新者和领跑者。

公司智能制造工程将制曲生产、供应链上下游、包装全面打通，实现数字化、网络化、智能化，计划 1 期工程 2018 年 10 月实现目标。未来随着智能制造工程的最终实现，公司的生产效率将提升 20% 左右，整体运营成本将下降 10% 左右，在线次品率将下降 5% 以下，订单响应度将提升 25% 以上。

整体而言，我们看好公司梦系列的增长及新江苏市场拓展，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 5.46/6.70/8.08 元，对应 23.6/19.3/16.0 倍 PE，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1751	3116	7398	12525
应收款项	278	360	423	495
存货净额	12862	14466	17192	20487
其他流动资产	13083	14813	17560	20876
<b>流动资产合计</b>	<b>28527</b>	<b>33307</b>	<b>43126</b>	<b>54936</b>
固定资产	8485	7987	7478	6950
无形资产及其他	1654	1587	1521	1455
投资性房地产	4591	4591	4591	4591
长期股权投资	2	(0)	(2)	(5)
<b>资产总计</b>	<b>43258</b>	<b>47473</b>	<b>56715</b>	<b>67928</b>
短期借款及交易性金融负债	0	30	30	30
应付款项	1120	2299	2685	3182
其他流动负债	12319	9567	11362	13568
<b>流动负债合计</b>	<b>13439</b>	<b>11896</b>	<b>14077</b>	<b>16779</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	324	323	322	320
<b>长期负债合计</b>	<b>325</b>	<b>323</b>	<b>322</b>	<b>321</b>
<b>负债合计</b>	<b>13763</b>	<b>12219</b>	<b>14399</b>	<b>17100</b>
少数股东权益	(20)	(26)	(33)	(41)
股东权益	29515	35280	42349	50869
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>43258</b>	<b>47473</b>	<b>56715</b>	<b>67928</b>

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	4.40	5.46	6.70	8.08
每股红利	2.10	1.64	2.01	2.42
每股净资产	19.59	23.41	28.10	33.76
ROIC	22%	25%	28%	31%
ROE	22%	23%	24%	24%
毛利率	66%	67%	68%	69%
EBIT Margin	41%	44%	46%	46%
EBITDA Margin	44%	48%	49%	49%
收入增长	16%	18%	20%	19%
净利润增长率	14%	24%	23%	21%
资产负债率	32%	26%	25%	25%
息率	1.6%	1.3%	1.6%	1.9%
P/E	29.3	23.6	19.3	16.0
P/B	6.6	5.5	4.6	3.8
EV/EBITDA	23.5	18.2	15.1	12.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>19918</b>	<b>23475</b>	<b>28097</b>	<b>33456</b>
营业成本	6681	7715	9021	10531
营业税金及附加	1152	1009	1152	1372
销售费用	2387	2420	2852	3392
管理费用	1532	1907	2210	2615
财务费用	(34)	(36)	(78)	(148)
投资收益	624	567	575	586
资产减值及公允价值变动	(23)	(34)	(34)	(34)
其他收入	36	0	0	0
营业利润	8836	10992	13480	16246
营业外净收支	11	6	6	6
<b>利润总额</b>	<b>8848</b>	<b>10998</b>	<b>13486</b>	<b>16252</b>
所得税费用	2229	2773	3401	4096
少数股东损益	(8)	(10)	(13)	(15)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6627</b>	<b>8236</b>	<b>10098</b>	<b>12172</b>

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>6627</b>	<b>8236</b>	<b>10098</b>	<b>12172</b>
资产减值准备	(25)	(1)	(1)	(1)
折旧摊销	690	911	943	971
公允价值变动损失	23	34	34	34
财务费用	(34)	(36)	(78)	(148)
营运资本变动	(3906)	(4991)	(3359)	(3983)
其它	21	(5)	(6)	(7)
<b>经营活动现金流</b>	<b>3430</b>	<b>4183</b>	<b>7709</b>	<b>9186</b>
资本开支	(566)	(380)	(400)	(410)
其它投资现金流	(313)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(860)</b>	<b>(378)</b>	<b>(398)</b>	<b>(407)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(0)	0	0	0
支付股利、利息	(3169)	(2471)	(3029)	(3652)
其它融资现金流	3064	30	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(3275)</b>	<b>(2441)</b>	<b>(3029)</b>	<b>(3652)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(705)</b>	<b>1365</b>	<b>4281</b>	<b>5128</b>
货币资金的期初余额	2457	1751	3116	7398
货币资金的期末余额	1751	3116	7398	12525
企业自由现金流	2326	3335	6802	8207
权益自由现金流	5390	3392	6860	8318

## 相关研究报告

- 《洋河股份-002304-2017 年年报及 2018 年一季报点评：Q1 业绩靓丽，望提价增利》 ——2018-05-02
- 《洋河股份-002304-消费升级促发展，蓝色经典续辉煌》 ——2018-03-16
- 《洋河股份-002304-重大事件快评：消费税影响 Q4 业绩，提速增长无虞》 ——2018-03-01
- 《洋河股份-002304-2017 年三季报点评：业绩符合预期，梦之蓝继续表现》 ——2017-10-30
- 《洋河股份-002304-2017 年中报点评：业绩超预期，高端产品拉动增长》 ——2017-08-29

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032