

## 洋河股份(002304)/饮料制造

## 蓝色经典全面提价，戴维斯双击在望

**评级：买入(维持)**

市场价格：141.50

**分析师：范劲松**
**执业证书编号：S0740517030001**

电话：021-20315733

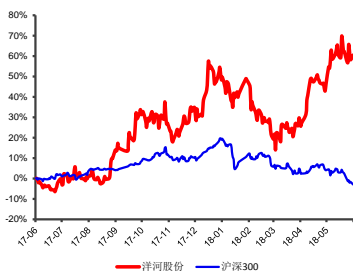
Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

**联系人：龚小乐**

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1507
流通股本(百万股)	1242
市价(元)	141.50
市值(百万元)	176,000
流通市值(百万元)	213,000

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 洋河股份(002304.SZ)\_一季报点评：加速增长持续验证，全国化空间充分打开
- 2 洋河股份(002304.SZ)\_公司点评：波澜不惊，重视18年加速发展趋势
- 3 提价策略全面实施，戴维斯双击加速实现

**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17,183.11	19,917.94	24,211.71	29,207.27	34,676.63
增长率 yoy%	7.04%	15.92%	21.5 %	20.63%	18.73%
净利润	5,827.17	6,627.17	8,298.78	10,165.33	12,395.23
增长率 yoy%	8.61%	13.73%	25.22%	22.49%	21.94%
每股收益(元)	3.87	4.40	5.51	6.75	8.23
每股现金流量	4.91	4.57	8.91	5.52	7.26
净资产收益率	22.37%	22.45%	26.29%	28.14%	29.79%
P/E	28.6	25.2	20.1	16.4	13.5
PEG	1.4	1.1	1.3	0.8	0.6
P/B	6.4	5.7	5.3	4.6	4.0

备注：

**投资要点**

- **事件：根据微酒显示，7月1日起，洋河将同时上调海之蓝、天之蓝、梦之蓝出厂价及终端供货价，5月底股东大会公开说明的提价策略将正式实施。**其中，出厂价方面，海之蓝上涨4元/瓶，天之蓝上涨6元/瓶，梦之蓝M3、M6、M9分别上涨5元/瓶、5元/瓶和10元/瓶；终端供货价方面，海之蓝上涨60元/箱，天之蓝上涨100元/箱，梦之蓝M3、M6分别上涨110元/箱、140元/箱，M9提高600元/箱。
- **品质升级推动提价策略实施，下半年业绩有望加速增长。**我们认为本次蓝色经典的价格提升是内在品质升级为基础，近期海天系列新品即将上市，具备更多老陈酒、更高绵柔度、外观更时尚等新的亮点。从提价幅度来看，核心产品出厂价上提3%-5%，终端供货价涨幅高于出厂价，经销商渠道利润有望得到提高，这将有效改善海之蓝和天之蓝等成熟产品的动销质量，激发经销商经营活力，蓝色经典价格的全面提高是顺应消费升级趋势的举措，亦是洋河主动性拔高品牌力的象征。目前来看，二季度梦之蓝增速仍在50%以上，我们预计整体收入增速在20%以上，渠道库存约1-2月，配额制对于库存管控效果显著。展望下半年，提价以及消费税高基数逐步消除，公司利润端增速有望环比加快。
- **省内消费升级+省外加速扩张，未来3年收入复合增速有望达20%以上。**2017年以来省内收入增速回归双位数，江苏市场消费升级趋势显著，婚宴用酒普遍向300元以上看齐，凭借强势龙头地位，未来省内增长具备较好的持续性。目前省外收入增速约25%，新江苏市场个数已发展到495个，收入占比(省外)达70%以上，新江苏市场对省外发展起到良好的引领作用，未来公司将积极拓展省外市场覆盖面，到2020年建成深度全国化的市场，省外收入占比有望达到70%。从产品结构来看，未来公司核心增长点来自梦之蓝，在品牌力逐步提升趋势下，我们看好梦之蓝在全国次高端市场持续放量增长，未来3年公司成长步伐清晰可见，预计收入增速可持续实现20%以上增长，梦之蓝占比逐步提高推动利润弹性加速体现。
- **中长期成长空间充足，理应享受估值溢价。**经过近几年充分调整，目前公司经营进入全面良性循环通道，渠道库存及价格体系健康运行，品牌营销的持续深化显著拉升梦之蓝品牌张力，梦系列的快速增长就是有力的证明。公司是二线白酒中率先突围走向行业第一梯队的酒企，管理层能力出众、经营理念稳健，内部治理结构合理高效，随着内部经营体系进入正向循环，品牌力提升进度超出市场预期，全国化成长空间全面打开。公司对应2018

年 25 倍 PE，MSCI 落地后，机制优秀、业绩增长稳健的洋河更受外资偏好，白酒估值体系有望迎来重构，公司理应享受估值溢价。

- **投资建议：继续重点推荐，重申“买入”评级。**我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 242.12/292.07/346.77 亿元，同比增长 21.56%/20.63%/18.73%；净利润分别为 82.99/101.65/123.95 亿元，同比增长 25.22%/22.49%/21.94%，对应 EPS 分别为 5.51/6.75/8.23 元。
- **风险提示：三公消费限制力度加大、省外增速放缓、食品品质事故。**

图表 1: 洋河股份三大财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>17,183.1</b>	<b>19,917.9</b>	<b>24,211.7</b>	<b>29,207.3</b>	<b>34,676.6</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	6,203.0	6,681.1	5,754.8	6,591.8	7,671.9	营业收入增长率	7.0%	15.9%	21.6%	20.6%	18.7%
营业税费	309.6	1,151.9	3,873.9	4,673.2	5,548.3	营业利润增长率	8.2%	14.4%	25.1%	22.1%	22.1%
销售费用	1,869.0	2,387.4	2,663.3	3,358.8	3,814.4	净利润增长率	8.6%	13.7%	25.2%	22.5%	21.9%
管理费用	1,582.4	1,532.1	1,573.8	1,898.5	2,080.6	EBITDA增长率	11.7%	12.0%	22.5%	20.2%	20.8%
财务费用	-8.9	-33.9	-150.9	-299.5	-392.2	EBIT增长率	11.2%	13.6%	24.4%	21.4%	21.9%
资产减值损失	48.0	22.9	27.6	32.8	27.8	NOPLAT增长率	11.0%	14.1%	23.8%	21.4%	21.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	27.2%	12.6%	-26.6%	5.0%	3.3%
投资和汇兑收益	547.2	624.0	583.0	584.7	597.2	净资产增长率	13.5%	13.3%	6.9%	14.4%	15.2%
<b>营业利润</b>	<b>7,727.3</b>	<b>8,836.5</b>	<b>11,052.3</b>	<b>13,536.4</b>	<b>16,523.0</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	33.7	11.5	23.5	22.9	19.3	毛利率	63.9%	66.5%	76.2%	77.4%	77.9%
<b>利润总额</b>	<b>7,761.0</b>	<b>8,848.0</b>	<b>11,075.8</b>	<b>13,559.3</b>	<b>16,542.3</b>	营业利润率	45.0%	44.4%	45.6%	46.3%	47.6%
减: 所得税	1,956.0	2,229.2	2,791.1	3,416.9	4,168.7	净利率	33.9%	33.3%	34.3%	34.8%	35.7%
<b>净利润</b>	<b>5,827.2</b>	<b>6,627.2</b>	<b>8,298.8</b>	<b>10,165.3</b>	<b>12,395.2</b>	EBITDA/营业收入	49.1%	47.5%	47.8%	47.6%	48.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	EBIT/营业收入	44.9%	44.0%	45.0%	45.3%	46.5%
货币资金	2,456.6	1,751.5	11,265.6	14,563.2	19,256.8	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	156	147	118	90	69
应收账款	121.4	65.6	251.2	106.3	294.9	流动营业资本周转天数	168	208	150	100	99
应收票据	151.6	212.8	125.7	321.6	228.5	流动资产周转天数	490	487	433	445	447
预付账款	69.3	86.7	60.2	100.1	87.0	应收账款周转天数	3	2	2	2	2
存货	12,221.5	12,861.5	8,215.8	16,349.9	12,147.6	存货周转天数	245	227	157	151	148
其他流动资产	10,304.1	13,548.6	9,730.5	11,194.4	11,491.2	总资产周转天数	761	742	637	602	575
可供出售金融资产	1,458.1	3,460.3	2,025.7	2,314.7	2,600.2	投资资本周转天数	380	390	295	212	186
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	21.0	2.0	2.0	2.0	2.0	ROE	22.4%	22.5%	26.3%	28.1%	29.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.0%	15.3%	19.5%	18.4%	22.3%
固定资产	7,970.0	8,249.6	7,616.0	6,982.5	6,349.0	ROIC	36.2%	32.4%	35.6%	58.9%	68.4%
在建工程	544.7	234.4	234.4	234.4	234.4	<b>费用率</b>					
无形资产	1,634.6	1,653.5	1,608.1	1,562.7	1,517.3	销售费用率	10.9%	12.0%	11.0%	11.5%	11.0%
其他非流动资产	1,851.1	1,131.8	1,336.1	1,438.4	1,301.6	管理费用率	9.2%	7.7%	6.5%	6.5%	6.0%
<b>资产总额</b>	<b>38,804.1</b>	<b>43,258.1</b>	<b>42,471.4</b>	<b>55,170.3</b>	<b>55,510.5</b>	财务费用率	-0.1%	-0.2%	-0.6%	-1.0%	-1.1%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	20.0%	19.5%	16.9%	17.0%	15.9%
应付账款	5,651.8	6,731.4	3,541.4	8,412.0	5,530.2	<b>偿债能力</b>					
应付票据	960.0	8.2	2,511.0	1,206.9	1,219.6	资产负债率	32.9%	31.8%	25.8%	34.6%	25.2%
其他流动负债	5,825.5	6,699.1	4,556.6	9,156.7	6,896.2	负债权益比	49.0%	46.7%	34.7%	53.0%	33.6%
长期借款	0.2	0.1	-	-	-	流动比率	2.04	2.12	2.27	2.27	3.19
其他非流动负债	329.6	324.4	331.7	328.5	328.2	速动比率	1.05	1.17	2.02	1.40	2.30
<b>负债总额</b>	<b>12,767.1</b>	<b>13,763.3</b>	<b>10,940.6</b>	<b>19,104.1</b>	<b>13,974.3</b>	利息保障倍数	-862.65	-258.50	-72.23	-44.20	-41.13
<b>少数股东权益</b>	<b>-15.8</b>	<b>-20.2</b>	<b>-34.2</b>	<b>-57.2</b>	<b>-78.8</b>	<b>分红指标</b>					
股本	1,507.0	1,507.0	1,507.0	1,507.0	1,507.0	DPS(元)	2.10	2.55	3.19	3.91	4.77
留存收益	24,544.6	28,007.1	30,058.0	34,616.5	40,108.0	分红比率	54.3%	58.0%	58.0%	58.0%	58.0%
<b>股东权益</b>	<b>26,037.0</b>	<b>29,494.9</b>	<b>31,530.8</b>	<b>36,066.2</b>	<b>41,536.2</b>	股息收益率	1.9%	2.3%	2.9%	3.5%	4.3%
<b>现金流量表</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
净利润	5,804.9	6,618.8	8,298.8	10,165.3	12,395.2	EPS(元)	3.87	4.40	5.51	6.75	8.23
加: 折旧和摊销	730.6	690.9	678.9	678.9	678.9	BVPS(元)	17.29	19.59	20.95	23.97	27.61
资产减值准备	48.0	22.9	-	-	-	PE(X)	28.6	25.2	20.1	16.4	13.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.4	5.7	5.3	4.6	4.0
财务费用	-3.3	11.7	-150.9	-299.5	-392.2	P/FCF	112.6	41.1	11.6	17.9	14.1
投资收益	-547.2	-624.0	-583.0	-584.7	-597.2	P/S	9.7	8.4	6.9	5.7	4.8
少数股东损益	-22.2	-8.4	-14.1	-23.0	-21.6	EV/EBITDA	19.1	16.9	13.1	10.7	8.5
营运资金的变动	-4,137.7	-1,455.8	5,191.6	-1,618.3	-1,118.4	CAGR(%)	20.4%	23.2%	15.6%	20.4%	23.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>7,405.0</b>	<b>6,883.2</b>	<b>13,421.3</b>	<b>8,318.8</b>	<b>10,944.8</b>	PEG	1.4	1.1	1.3	0.8	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-5,964.3</b>	<b>-4,161.0</b>	<b>2,187.8</b>	<b>286.7</b>	<b>261.0</b>	ROIC/WACC	3.4	3.1	3.4	5.6	6.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-3,697.1</b>	<b>-3,417.1</b>	<b>-6,094.9</b>	<b>-5,307.9</b>	<b>-6,512.2</b>	REP	2.3	2.3	2.7	1.5	1.2

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。