

高中低端协同发展，省内坚守省外发力

洋河股份(002304.SZ)

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

洋河股份发布 2018 半年报。2018 上半年公司实现营业收入 145.43 亿元,同比增加 26.12%; 实现归母净利润 50.05 亿元,同比增加 28.06%, 扣非后归属利润 46.86 亿元,同比增加 26.13%; 基本每股收益 3.32 元。

2. 我们的分析与判断

公司绵柔品质特征突出,高中低端产品全覆盖,省内省外市场协同发展,在白酒行业中竞争力强,业绩表现和盈利能力双重增长。

(一) 品牌力不断提升,一二季度业绩俱佳

一、二季度业绩稳步增长。2018Q1、Q2 公司分别完成营业收入 95.38、50.05 亿元,同比增速分别为 25.68、26.97%。一季度收入规模明显大于二季度,主要原因为公司产品季节性较强,春节期间是消费旺季。Q1、Q2 公司完成归母净利润 34.75、15.30 亿元,同比增长 26.69、31.28%; 完成扣非归母净利润 33.34、13.52 亿元,同比增长 25.38、28.04%,二季度收入、净利增速略高于一季度。

就已披露的白酒上市公司 2018 半年经营情况而言,公司的营业收入和利润规模居白酒行业第三位。公司三大基地原酒总产能为 16 万吨,产能居全国第一。

公司品牌力进一步加强。2018 上半年,公司发力营销创新工程,例如冠名央视的《经典咏流传》、开展“梦之蓝 敬我最尊敬的人”等活动。公司入选“2018 世界最具价值品牌 500 强”,排名第 215 位,较去年提升 175 个位次; 在“全球烈酒品牌价值 50 强”排行榜上,位列中国第二、全球第三位; 同时,公司连续两年入选“BrandZ2018 最具价值中国品牌 100 强”,位居榜单第 49 位。

2018 年全年公司经营目标: 收入增长 20% 以上。预计 2018 年 1-9 月归母净利润同比增长 20-30%。

(二) 高中低端全覆盖,梦之蓝增速领先

公司是白酒行业唯一拥有“洋河、双沟”两大中国名酒、两个中华老字号,六枚中国驰名商标的企业; 主导产品有梦之蓝、洋河蓝色经典、双沟珍宝坊、洋河大曲、双沟大曲等,其绵柔特征在行业内独树一帜。

分析师

周颖

☎: 010-83571301

✉: zhouying_yj@ChinaStock.com.cn

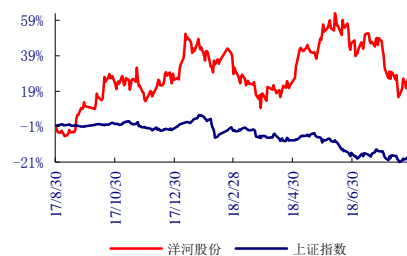
执业证书编号: S0130511090001

市场数据

2018-08-30

A 股收盘价(元)	116.00
A 股一年内最高价(元)	149.80
A 股一年内最低价(元)	85.01
上证指数	2737.74
市盈率	26.38
总股本(万股)	150698.80
实际流通 A 股(万股)	124405.18
限售的流通 A 股(万股)	26293.62
流通 A 股市值(亿元)	1443.10

相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

图 1: 公司产品图



资料来源: 公司京东自营旗舰店, 中国银河证券研究院整理

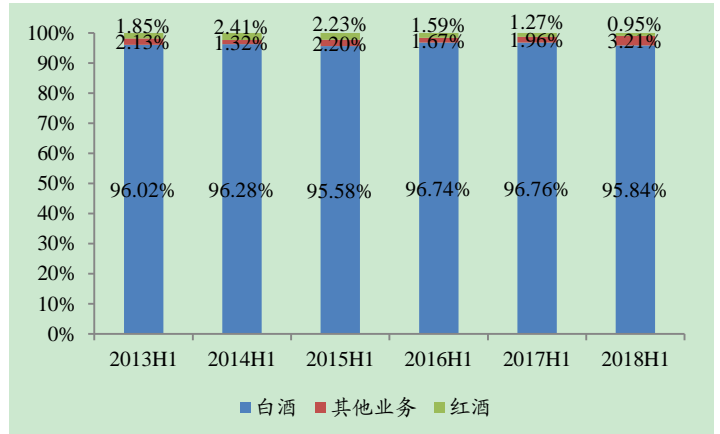
公司业务仍以白酒为绝对主导。2018 年上半年公司白酒、红酒、其他业务收入分别为 139.38、1.38、4.67 亿元, 同比增速分别为 24.92%、-5.79%、105.99%, 占当期收入比例分别为 95.84%、0.95%、3.21%。2018 年上半年其他业务增速较高主要是因为子公司宿迁市苏酒物流有限公司的运输费收入增加所致。

图 2: 按产品档次划分营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 按产品档次划分营业收入占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

蓝色经典销售占比超 70%，2018H1 梦之蓝增速领跑。2017 年底，公司包括海之蓝、天之蓝、梦之蓝在内的蓝色经典系列产品的销售占比已经达到 70% 以上，2018 年一季度，该比例进一步提升。2018 年上半年，海之蓝、天之蓝、梦之蓝继续延续了去年的良好增长态势，增速从高到低分别是梦之蓝、海之蓝、天之蓝，规模从大到小依次是海之蓝、梦之蓝、天之蓝，梦之蓝的规模正在逐步趋近海之蓝。分区域来看，目前省内市场是高中低端全覆盖，而省外市场以中高端为主。

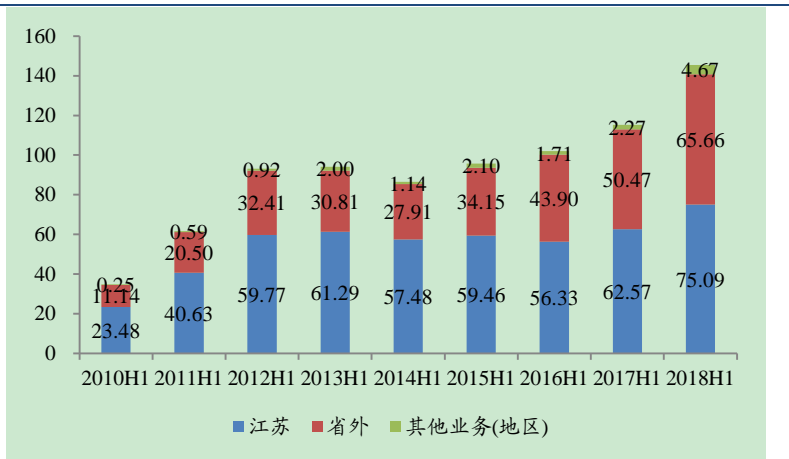
拓展白酒品类，逐步布局酱香。除了在公司传统浓香型白酒业务方面深耕细作，洋河在酱香酒方面也有所布局，2016、2017 先后收购了贵州贵酒有限责任公司、厚工坊迎宾酒业，已实现制取、酿造、包装的全覆盖，预计每年可实现酱香产能 5 千吨左右。

（三）省内市场稳定增长，新江苏带动省外发力

公司立足省内市场，抓住新江苏地区机遇，有力拓展省外份额。公司在江苏本省的竞争地位不断夯实，并积极规划全国性的扩张，尤其是向河南、安徽、山东、浙江、上海等江苏周边地区为重点扩张，打造“新江苏”市场，目前已经取得了较大成效。2018年上半年，公司省内、省外收入分别为75.09、65.66亿元，分别同比增长20.02%、30.10%，占上半年收入的比例分别为51.64%、45.15%；对比2017上半年及全年，省内、省外市场销售额增速分别为11.07%、14.98%，以及11.18%、21.86%。可见从2017上半年以来，省内省外市场销售持续提速，2018H1公司省内、省外市场提速更为明显，且省外市场增速高于省内市场大约10PCT。

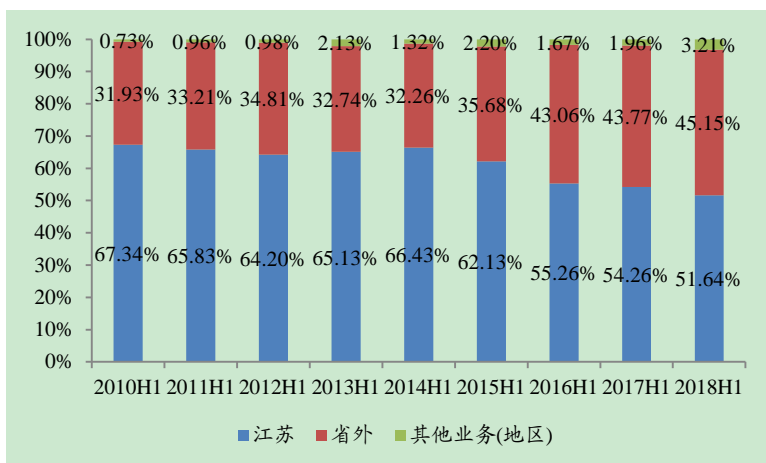
目前，新江苏市场销售在省外市场总销售额占比超过70%，2017年省外市场中，销售额排名前三的是河南、山东、安徽，增速从高到低依次是山东、河南、安徽。

图 4：按地区分部划分营业收入（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：按地区分部划分营业收入占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(四) 费用管控能力增强，高端化提升盈利水平

费用管控能力不断增强。2018 年上半年公司销售费用率为 8.07%，比去年同期下降 0.23PCT，管理费用率为 6.05%，比去年同期下降 0.89PCT。从全年来看，公司现金折扣和促销政策较去年应有所下降，一是因为梦系列市场促销费用调整，二是海天出厂价上调。

产品结构改善和消费税调整导致上半年毛利增长明显。从盈利能力指标来看，2018 年上半年公司毛利率增幅明显，净利率小幅提升，净资产收益率亦有所提升。公司毛利率提升主要由两方面原因：一是产品结构持续改善，中高档高毛利产品销售占比提升；二是消费税调整影响，2017 年 9 月 1 日起白酒生产方式由委托加工方式改为自行生产，消费税核算方式由委托加工计入白酒生产升本，改为由白酒生产企业自行生产销售计入税金及附加，因此生产成本有较大幅度下降，毛利率提升，但是对应的，公司税金及附加部分也有大幅提升。2018 年上半年公司平均净资产收益率为 16.66%，同比增加 1.87PCT。

分季度来看，公司的毛利率和净利率呈现一定的季节性，二季度均低于一季度。公司 2018 年 Q1、Q2 毛利率分别为 74.79%、65.24%，分别同比增加 13.55%、7.91PCT，Q1、Q2 净利率分别为 36.44%、30.56%，分别同比增加 0.37%、1.07PCT。

图 6: 公司 2017 年至今单季度销售和管理费用率变动

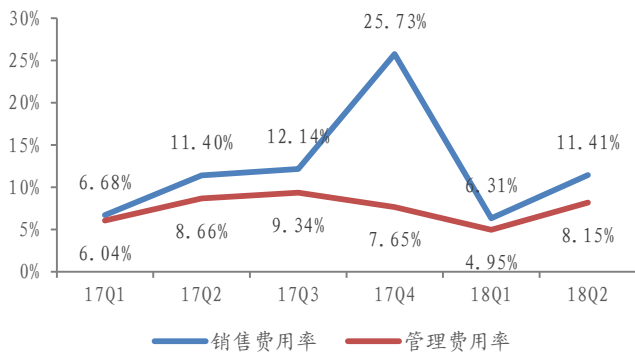
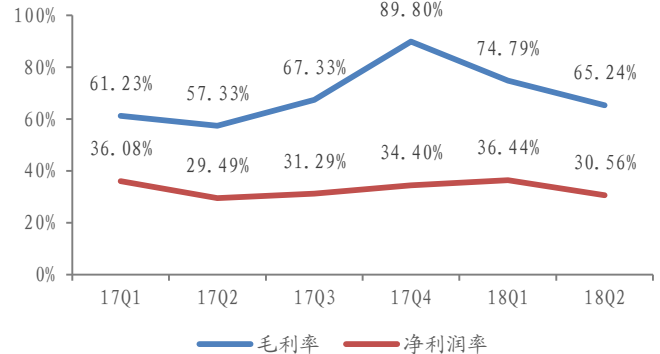


图 7: 公司 2017 年至今单季度毛利率和净利率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 投资建议

我们给予公司 2018-2020EPS 为 5.56、6.79、8.14 元，对应 PE 倍数为 20、17、14，予以“推荐”评级。

4. 风险提示

原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；食品安全风险；宏观经济及政策风险。

附录

表 1: 公司主要财务指标及盈利预测

主要财务指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	16052.44	17183.11	19917.94	24853.61	29717.46	35105.23
营业收入增长率	9.41%	7.04%	15.92%	24.78%	19.57%	18.13%
归属净利润 (百万元)	5365.19	5827.17	6627.17	8384.03	10235.23	12266.92
净利润增长率	19.03%	8.61%	13.73%	26.51%	22.08%	19.85%
EPS (元) (摊薄)	3.56	3.87	4.40	5.56	6.79	8.14
P/E	32	29	26	20	17	14

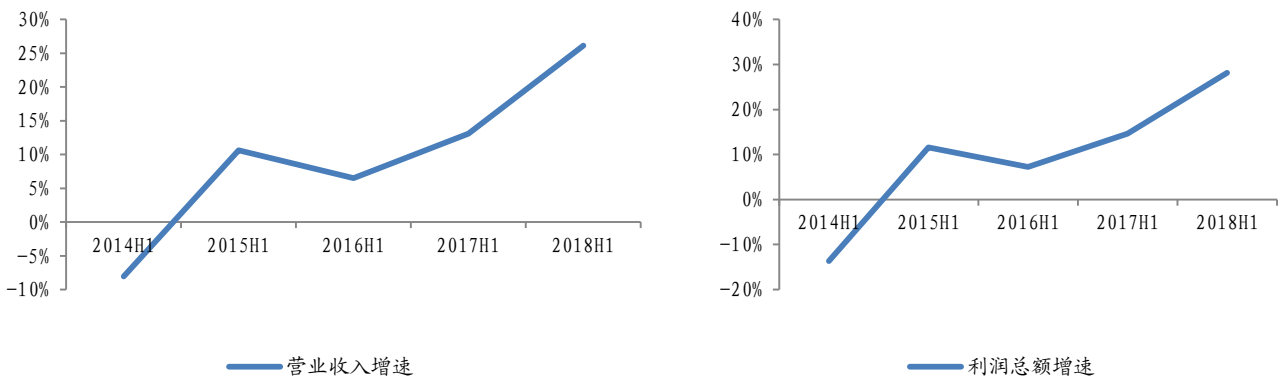
资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院 (PE 对应 2018 年 8 月 30 日收盘价)

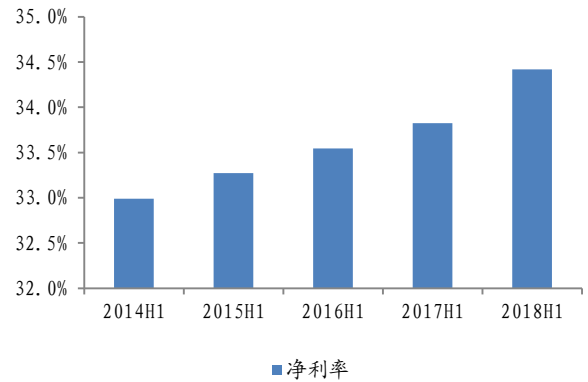
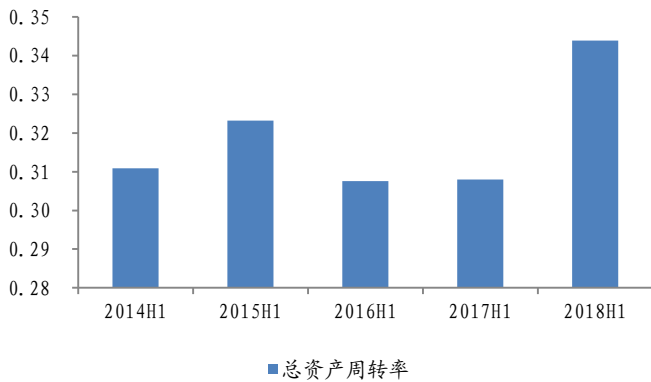
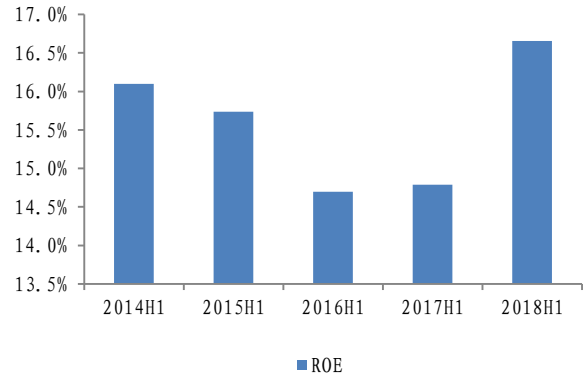
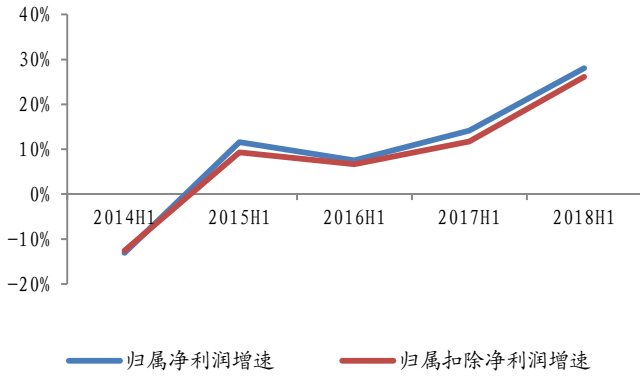
表 2: 关键财务指标 (半年度比较)

	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
成长能力					
营业收入增速	-8.05%	10.61%	6.50%	13.12%	26.12%
利润总额增速	-13.69%	11.56%	7.24%	14.63%	28.16%
归属净利润增速	-13.10%	11.57%	7.50%	14.15%	28.06%
归属扣除净利润增速	-12.59%	9.30%	6.64%	11.72%	26.13%
盈利、营运能力					
ROE	16.10%	15.73%	14.70%	14.79%	16.66%
总资产周转率	0.31	0.32	0.31	0.31	0.34
净利率	32.99%	33.27%	33.55%	33.82%	34.42%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 8: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (半年度)





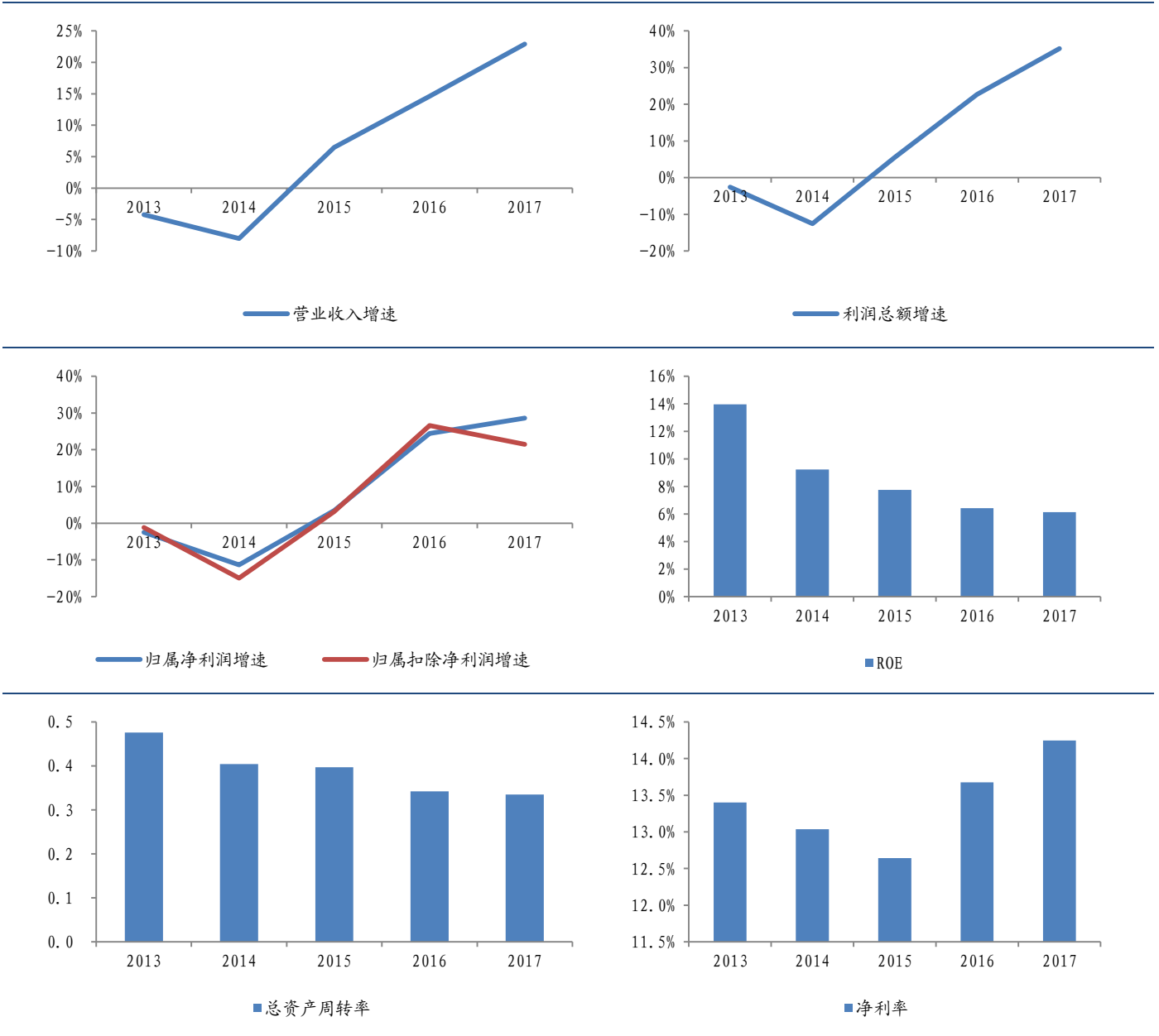
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 3: 关键财务指标 (年度比较)

	2013	2014	2015	2016	2017
成长能力					
营业收入增速	-4.21%	-8.00%	6.49%	14.62%	22.91%
利润总额增速	-2.58%	-12.56%	5.47%	22.64%	35.17%
归属净利润增速	-2.51%	-11.37%	3.41%	24.43%	28.62%
归属扣除净利润增速	-1.16%	-14.97%	3.15%	26.62%	21.46%
盈利、营运能力					
ROE	13.97%	9.23%	7.74%	6.42%	6.14%
总资产周转率	0.48	0.40	0.40	0.34	0.34
净利率	13.40%	13.04%	12.64%	13.68%	14.25%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (年度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 4: 公司十大股东明细 (2018 中报)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质
1	江苏洋河集团有限公司	514,858,939	34.16	0.00	A 股流通股
2	江苏蓝色同盟股份有限公司	323,138,626	21.44	0.00	限售流通 A 股, A 股流通股
3	上海海烟物流发展有限公司	145,708,137	9.67	0.00	A 股流通股
4	香港中央结算有限公司(陆股通)	87,483,213	5.81	1.27	A 股流通股
5	上海捷强烟草糖酒(集团)有限公司	63,224,544	4.20	-0.17	A 股流通股
6	南通综艺投资有限公司	15,280,000	1.01	-0.30	A 股流通股

7	中国证券金融股份有限公司	14,462,707	0.96	-0.02	A 股流通股
8	中央汇金资产管理有限责任公司	12,766,400	0.85	0.00	A 股流通股
9	UBS AG	12,104,781	0.80	0.03	A 股流通股
10	兴元资产管理有限公司-客户资金	11,828,147	0.78	0.01	A 股流通股
	合 计	1,200,855,494	79.68		

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 5: 公司十大流通股东明细 (2018 中报)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质
1	江苏洋河集团有限公司	514,858,939	34.1648	0.0000	A 股流通股
2	上海海烟物流发展有限公司	145,708,137	9.6688	0.0000	A 股流通股
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	87,483,213	5.8052	1.2689	A 股流通股
4	江苏蓝色同盟股份有限公司	73,658,626	4.8878	0.0000	A 股流通股
5	上海捷强烟草糖酒(集团)有限公司	63,224,544	4.1954	-0.1727	A 股流通股
6	南通综艺投资有限公司	15,280,000	1.0139	-0.3001	A 股流通股
7	中国证券金融股份有限公司	14,462,707	0.9597	-0.0178	A 股流通股
8	中央汇金资产管理有限责任公司	12,766,400	0.8471	0.0000	A 股流通股
9	UBS AG	12,104,781	0.8032	0.0318	A 股流通股
10	兴元资产管理有限公司-客户资金	11,828,147	0.7849	0.0113	A 股流通股
	合 计	951,375,494	63.1309		

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

周颖，食品饮料行业、社会服务行业分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事消费类行业研究工作。清华大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn