

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10月10日

蓝色经典结构持续优化，新江苏市场发展一片向好

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：

近期我们调研了洋河股份，和公司领导进行了深入交流。

评论：

■ 蓝色经典继续提价，符合公司小步快跑式提价风格

从10月1日起，洋河蓝色经典系列、双沟珍宝坊系列将全面停货，同时大幅提高终端供货指导价。具体来看，海之蓝、天之蓝每瓶提价幅度分别超过10元、15元，梦之蓝M3、M6和M9每瓶提价幅度分别超过30元、50元和200元，双沟珍宝坊君坊每瓶提价5元左右。

本次终端提价是自7月1日蓝色经典系列出厂价及终端价提价后的又一次提价，且此次终端提价幅度较前一次（7月1日终端供货价方面，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，平均涨幅达到百元，M9更是大幅提高600元/箱）更大。

我们认为公司在此时停止供货及提价有以下几点考虑：第一，这符合公司一贯的小步快跑式提价风格（小幅度、多频次的终端提价）及持续提价原则；第二，公司的全年目标任务基本完成，在全年目标任务基本完成情况下进行产品提价显示公司追求稳步增长，稳扎稳打是公司一贯的风格；第三，提价是为了到达蓝色经典系列产品价格占位，有利于理顺蓝色经典价格体系，明确区隔海之蓝、天之蓝、M3、M6、M9的价格。公司希望海之蓝站稳150元价格，天之蓝站稳300元价格，M3站稳500元价格，M6站稳800元价格，梦9及梦之蓝手工班在1200-1500价格带竞争；第四，白酒企业一般在中秋国庆左右完成全年目标任务。此时提价也是为了提高品牌影响力和提升品牌知名度，特别是强化梦之蓝高端白酒形象，积极进军高端白酒领域。

■ 蓝色经典结构持续优化，梦之蓝规模接近海之蓝

江苏省内苏北地区海升天趋势明显，苏南地区天升梦趋势明显，苏南个别地区已呈现M3升级至M6。省内主推团购为主的M9，省外主推商务消费为主的M3和M6。蓝色经典系列销售占比在稳步提升，产品结构持续优化，从17年占比超70%到18Q1的73%，18H1占比76%左右，未来有望提升到80%以上。

数据显示18Q1海天梦占蓝色经典比重约35:30:35。海之蓝省内占蓝色经典比为35%-40%，天之蓝省内占蓝色经典比55%-60%，梦之蓝省内占蓝色经典比约70%。

最新数据显示：18H1海天梦占蓝色经典比重约36:29:35。海之蓝增速约13%，省内增速约为10%，省外增速约16%；天之蓝增速5%-10%，省内增速约5%，省外增速10%左右；梦之蓝整体增速约55%，梦之蓝省外占比35%，省外增速超100%。

■ 新江苏市场发展向好，省外江西和山东增速较快

公司省内目标已从打造亿元市变为打造亿元县，甚至以后会变为打造亿元镇。省外市场继续聚焦打造“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498个，扩大新江苏市场的覆盖面，到2020年建成深度的全国化市场。

调研显示：18H1新江苏市场营收排名前五的省份分别是：河南（增速约20%）、山东（增速约40%左右）、安徽、浙江、河北。以上五省的蓝色经典占比都在70%左右。此外，新进的新江苏市场中江西市场表现亮眼，增速最快，18H1达50%左右。草根调研显示：山东地区目前销售额约23亿（山东地区18年销售额目标为26亿，17年销售额14.5亿）。山东地区销售额从2010年2亿增长到2017年14.5亿，7年CAGR为32.7%。

省内外营收比重已从17H1的55:45提升至18H1的54:46，18年省内外营收比重5:5问题不大，到2020年省内外营收比重有望达到3:7。

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22.1/18.1/15.0倍PE，维持“买入”评级。

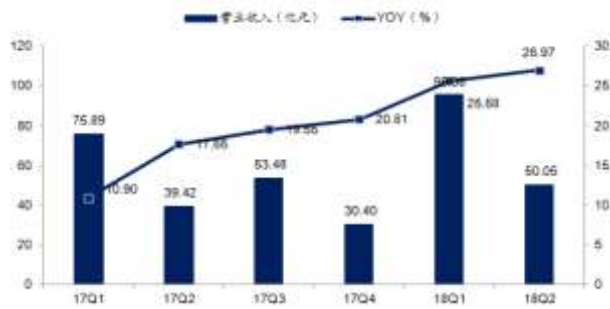
风险提示：白酒景气周期持续性较弱；白酒行业政策的调整；省外扩张不及预期。

表 1：可比公司估值

公司	市值(亿)	股价(元) 2018-10-08	EPS			PE		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020
贵州茅台	8618	686.15	29.06	35.53	42.7	23.61	19.31	16.07
五粮液	2464	63.48	3.35	4.38	5.45	18.95	14.49	11.65
泸州老窖	652	44.51	2.45	3.18	3.95	18.17	14.00	11.27
平均	-	-	11.62	14.36	17.37	20.24	15.93	13.00
洋河股份	1823	120.95	5.46	6.70	8.08	22.13	18.05	14.97

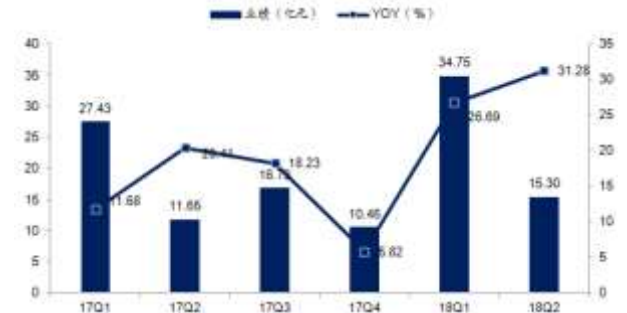
资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

图 1: 2017Q1-2018Q2 营收 (亿元) 及增速 (%)



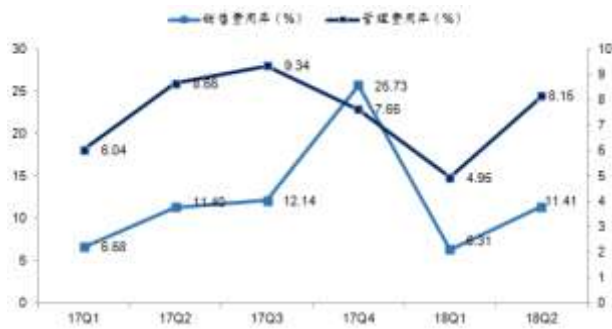
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2017Q1-2018Q2 业绩 (亿元) 及增速 (%)



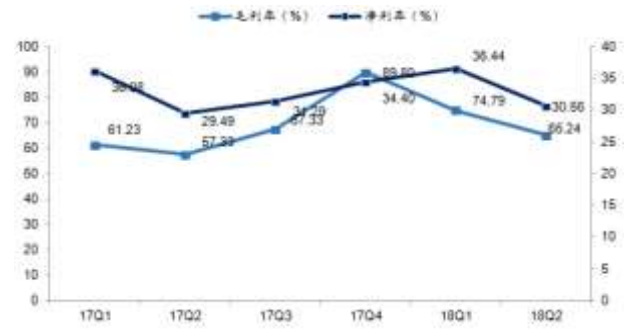
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 2017Q1-2018Q2 销售、管理费用率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2017Q1-2018Q2 毛利率及净利率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

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	7397	12525
应收款项	278	360	423	495
存货净额	12862	14467	17192	20487
其他流动资产	13083	14813	17560	20876
流动资产合计	28527	33308	43126	54936
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)
资产总计	43258	47473	56714	67928
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
流动负债合计	13439	11896	14077	16779
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	324	323	322	320
长期负债合计	325	323	322	321
负债合计	13763	12219	14399	17100
少数股东权益	(20)	(26)	(33)	(41)
股东权益	29515	35280	42348	50869
负债和股东权益总计	43258	47473	56714	67928

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	33.75
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	1.7%	1.4%	1.7%	2.0%
P/E	27.5	22.1	18.1	15.0
P/B	6.2	5.2	4.3	3.6
EV/EBITDA	22.1	17.2	14.2	12.1

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
营业收入	19918	23475	28097	33456
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
利润总额	8848	10998	13486	16252
所得税费用	2229	2773	3401	4096
少数股东损益	(8)	(10)	(13)	(15)
归属于母公司净利润	6627	8236	10098	12172

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	6627	8236	10098	12172
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)	(4992)	(3358)	(3983)
其它	21	(5)	(6)	(7)
经营活动现金流	3430	4183	7709	9186
资本开支	(566)	(380)	(400)	(410)
其它投资现金流	(313)	0	0	0
投资活动现金流	(860)	(378)	(398)	(407)
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
融资活动现金流	(3275)	(2441)	(3029)	(3652)
现金净变动	(705)	1364	4282	5128
货币资金的期初余额	2457	1751	3116	7397
货币资金的期末余额	1751	3116	7397	12525
企业自由现金流	2326	3334	6802	8207
权益自由现金流	5390	3391	6860	8318

相关研究报告

- 《洋河股份-002304-二季度略超预期，蓝色经典持续发力》 ——2018-08-30
- 《洋河股份-002304-重大事件快评：海天产品升级换代，蓝色经典提价助力腾飞》 ——2018-06-27
- 《洋河股份-002304-重大事件快评：新江苏市场拓展顺利，产品提价叠加升级换代助力腾飞》 ——2018-05-28
- 《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

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