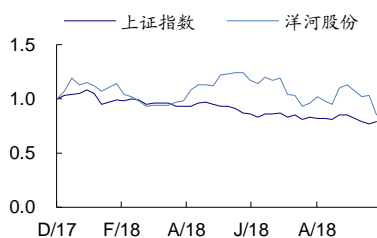


**证券研究报告—动态报告**
**食品饮料**
**饮料**
**洋河股份(002304)**
**买入**

(维持评级)

2018年10月29日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,507/1,244
总市值/流通(百万元)	144,671/119,429
上证综指/深证成指	2,599/7,505
12个月最高/最低(元)	147.13/95.02

**相关研究报告:**

《洋河股份-002304-重大事件快评: 蓝色经典结构持续优化, 新江苏市场发展一片向好》——2018-10-10  
 《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

**证券分析师: 陈梦瑶**

电话: 18520127266  
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001  
**联系人: 孙山山**  
 电话: 13751048798  
 E-MAIL: sunss@guosen.com.cn

**独立性声明:**

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。

**财报点评**

## 如期迎来收获, 梦之蓝持续发力

**● 业绩符合预期, 毛利率大幅提升**

公司 2018Q1-Q3 营收 209.66 亿 (+24.22%), 归母净利润 70.39 亿 (+26.10%), 扣非归母净利润 65.40 亿 (+23.25%), 业绩符合预期。18Q3 营收 64.23 亿 (+20.11%), 归母净利润 20.34 亿 (+21.53%), 扣非归母净利润 18.53 亿 (+16.51%)。18Q1-Q3 毛利率 73.03% (+10.78pcts), 18Q3 毛利率 76.51% (+9.18pcts), 主因 7 月 1 日蓝色经典系列提价、蓝色经典占比持续提升带来产品结构不断优化以及 17 年 9 月起消费税从营业成本中调至营业税金等所致。18Q1-Q3 净利率 33.58% (+0.56pcts), 主因毛利率 (+10.78pcts) 提升、销售费用率 (-0.05pcts)、管理费用率 (-1.48pcts) 下降及增值税政策调整等所致。预收款 27.72 亿 (+13.37%), 销售商品、提供劳务等收到现金 222.9 亿 (+24.94%), 经营现金流净额 58.74 亿 (+36.96%), 公司产品市场反映良好, 经销商打款积极, 现金流得到明显改善。预计 2018 年归母净利润为 79.53 亿-86.15 亿, 增幅为 20%--30%。

**● 梦之蓝规模接近海之蓝, 新江苏市场表现亮眼**

从产品来看, 蓝色经典占比稳步提升, 从 18Q1 的 73% 提升到 18H1 占比 76%, 预计 18Q1-Q3 占比 77%, 预计未来将提升至 80% 以上。从区域来看, 新江苏市场扩张顺利, 目前共有 498 个新江苏市场; 省内外营收占比约 54: 46, 省外占比稳步提升, 料 18 年省内外营收比重各占一半无虞。调研显示, 18 年前三季度海天梦占蓝色经典比重约 36: 28: 36, 梦之蓝规模接近海之蓝。海之蓝增速 10%-15%, 天之蓝增速 10%-15%, 梦之蓝整体增速超 50%, 省外增速超 100%, 梦之蓝省内外占比约 65: 35。增速方面, M9>M6>M3。18 年前三季度省外市场增速表现依旧亮眼, 山东地区增速 40% 左右, 安徽地区增速 30% 左右, 湖北地区增速 30% 左右, 河南地区增速 25% 左右。

**● 渠道稳步下沉, 10 月停货提价奠定 18 年业绩**

当前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。继 7 月对蓝色经典系列进行提价后, 公司 10 月对蓝色经典系列进行停货并对终端进行提价。当前公司渠道库存处于良性, 经销商利润空间有保障。我们看好蓝色经典特别是梦之蓝未来增长空间及新江苏市场的扩张, 预测 18-20 年 EPS 为 5.43/6.59/7.95 元, 对应 PE18/15/12, 维持“买入”评级。

**● 风险提示: 食品安全问题; 产品提价及新品推广不及预期; 新江苏市场扩张不及预期**
**盈利预测和财务指标**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17,183	19,918	24,148	28,501	33,266
(+/-%)	7.0%	15.9%	21.2%	18.0%	16.7%
净利润(百万元)	5,827	6,627	8,185	9,924	11,981
(+/-%)	8.6%	13.7%	23.5%	21.3%	20.7%
摊薄每股收益(元)	3.87	4.40	5.43	6.59	7.95
EBIT Margin	45.1%	44.3%	42.8%	44.3%	46.0%
净资产收益率(ROE)	22.4%	22.5%	23.2%	23.5%	23.7%
市盈率(PE)	24.8	21.8	17.68	14.58	12.07
EV/EBITDA	18.6	16.7	14.0	11.8	9.9
市净率(PB)	5.6	4.9	4.10	3.43	2.86

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 2017Q1-2018Q3 营收 (亿元) 及增速 (%)



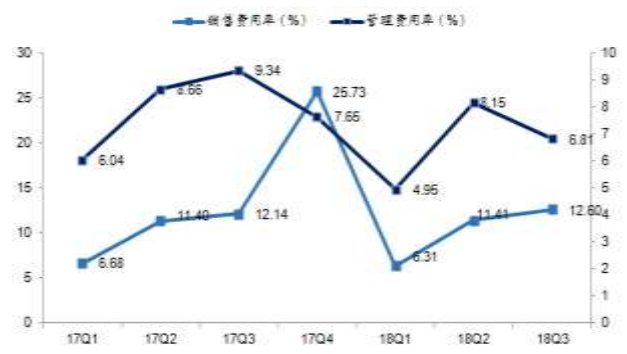
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2017Q1-2018Q3 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



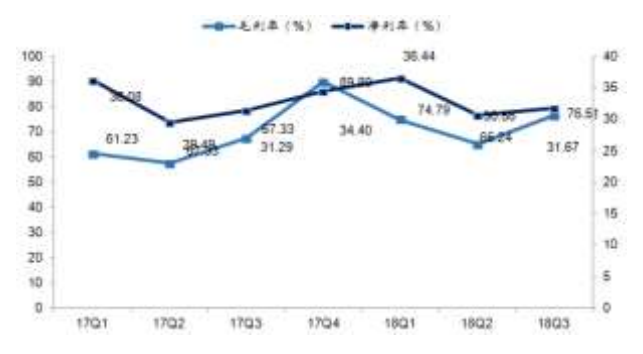
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 2017Q1-2018Q3 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: 2017Q1-2018Q3 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

表 1: 可比公司估值

公司	投资评级	市值 (亿)	股价 (元) 2018-10-26	EPS			PE		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020
贵州茅台	买入	7663	610.10	29.06	35.53	42.7	20.99	17.17	14.29
五粮液	买入	2108	54.30	3.35	4.38	5.45	16.21	12.40	9.96
泸州老窖	买入	562	38.36	2.45	3.18	3.95	15.66	12.06	9.71
平均				11.62	14.36	17.37	17.62	13.88	11.32
洋河股份	买入	1447	96.00	5.43	6.59	7.95	17.68	14.58	12.07

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1751	2507	6978	12539	营业收入	19918	24148	28501	33266
应收款项	278	370	429	492	营业成本	6681	8184	9327	10454
存货净额	12862	15336	17789	20330	营业税金及附加	1152	1014	1169	1364
其他流动资产	13083	15237	17813	20758	销售费用	2387	2729	3192	3659
<b>流动资产合计</b>	<b>28527</b>	<b>34003</b>	<b>43561</b>	<b>54671</b>	管理费用	1532	1877	2175	2495
固定资产	8485	7987	7478	6950	财务费用	(34)	(31)	(70)	(145)
无形资产及其他	1654	1587	1521	1455	投资收益	624	567	575	586
投资性房地产	4591	4591	4591	4591	资产减值及公允价值变动	(23)	(34)	(34)	(34)
长期股权投资	2	(0)	(2)	(5)	其他收入	36	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>43258</b>	<b>48169</b>	<b>57150</b>	<b>67662</b>	营业利润	8836	10908	13248	15992
短期借款及交易性金融负债	0	30	30	30	营业外净收支	11	6	6	6
应付款项	1120	2437	2778	3157	<b>利润总额</b>	<b>8848</b>	<b>10914</b>	<b>13254</b>	<b>15998</b>
其他流动负债	12319	10160	11862	13617	所得税费用	2229	2739	3343	4031
<b>流动负债合计</b>	<b>13439</b>	<b>12627</b>	<b>14669</b>	<b>16804</b>	少数股东损益	(8)	(10)	(13)	(15)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6627</b>	<b>8185</b>	<b>9924</b>	<b>11981</b>
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>12950</b>	<b>14991</b>	<b>17125</b>					
少数股东权益	(20)	(26)	(33)	(41)					
股东权益	29515	35244	42191	50578					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>43258</b>	<b>48169</b>	<b>57150</b>	<b>67662</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	6627	8185	9924	11981
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)	(31)	(70)	(145)
营运资本变动	(3906)	(5565)	(3048)	(3417)
其它	21	(5)	(6)	(7)
<b>经营活动现金流</b>	<b>3430</b>	<b>3559</b>	<b>7846</b>	<b>9562</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)	(2455)	(2977)	(3594)
其它融资现金流	3064	30	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(3275)</b>	<b>(2425)</b>	<b>(2977)</b>	<b>(3594)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(705)</b>	<b>756</b>	<b>4471</b>	<b>5561</b>
货币资金的期初余额	2457	1751	2507	6978
货币资金的期末余额	1751	2507	6978	12539
企业自由现金流	2326	2713	6945	8585
权益自由现金流	5390	2767	6998	8694

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	4.40	5.43	6.59	7.95
每股红利	2.10	1.63	1.98	2.39
每股净资产	19.59	23.39	28.00	33.56
ROIC	22%	25%	27%	30%
ROE	23%	23%	24%	24%
毛利率	66%	66%	67%	69%
EBIT Margin	44%	43%	44%	46%
EBITDA Margin	44%	47%	48%	49%
收入增长	16%	21%	18%	17%
净利润增长率	14%	24%	21%	21%
资产负债率	32%	27%	26%	25%
息率	2.2%	1.7%	2.1%	2.5%
P/E	21.8	17.7	14.6	12.1
P/B	4.9	4.1	3.4	2.9
EV/EBITDA	16.7	14.0	11.8	9.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 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