

19Q1 业绩超预期, 产品升级+全国化稳步推进

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2018年年报及2019年一季报, 2018年公司实现收入242亿元(同比+21%), 归母净利润81亿元(同比+22%); 其中18Q4实现收入32亿元(同比+5%), 归母净利润11亿元(同比+3%)。2019Q1实现收入109亿元(同比+14%), 归母净利润40亿元(16%)。2018年业绩符合预期, 19Q1业绩超预期。
- 梦系列高增长, 省外市场持续发力。** 公司18Q4+19Q1实现收入141亿元(同比+12%)、现金回款140亿元(同比-2%), 截至19Q1预收账款20亿元(同比+34%), 现金流情况较好。**1、分产品来看, 产品结构提升明显。** 我们估算2018年梦系列增速在50%以上增速, 全年收入占比接近30%, 提升明显, 2019年春节期增速表现良好, 预计全年将维持较快增长; 海之蓝、天之蓝受提价影响收入增速略有放缓。**2、分区域来看, 省外市场收入占比接近50%。** 1) 2018年省外市场实现25%的收入增速, 明显高于省内14%的增长, 收入占比达到48%, 山东、湖南、安徽、浙江、河北等新疆江苏市场表现突出; 此外省外产品结构提升明显, 梦系列增长趋势良好, 未来仍有较大成长空间。2) 省内市场受基数较大和竞争加剧的影响, 增速略有放缓。江苏市场经济较为发达, 郎酒、剑南春、古井贡酒以及茅五泸等竞争对手布局较为积极, 使得省内市场竞争加剧。公司针对省内市场加大精细化管理, 强化淮安、宿迁、南京等地区的销售, 巩固省内龙头地位。未来随着新疆江苏市场持续扩张, 公司收入规模有望保持稳定增长。
- 消费税补缴影响毛利率, 净利率稳中有升。** **1、毛利率:** 2018年公司实现毛利率为74%, 同比提升7个百分点, 主要由于产品结构提升和消费税调整所致; 19Q1毛利率为72%, 同比下降2.5个百分点, 预计主要原因在于人工、包材等成本上涨所致。**2、销售费用率&管理费用率:** 2018年公司销售费用率为11%, 同比下降1.3个百分点, 主要原因在于公司经营效率提高, 装卸运输、劳务费比率下降所致, 此外市场投入力度仍旧维持在较高水平; 19Q1销售费用率为6.4%, 同比基本持平。2018年公司管理费用率为7.2%, 同比下降0.5个百分点, 主要得益于管理效率提升以及收入持续增长; 19Q1管理费用率为5.0%, 同比基本持平。2018年公司实现净利率为33.6%, 同比提升0.4个百分点, 19Q1实现净利率37.0%, 同比提升0.5个百分点, 未来随着公司产品结构升级和经营效率持续改善, 其盈利能力有望进一步提高。
- 盈利预测与评级。** 预计2019-2021年公司的收入和归母净利润复合增速分别为14%和16%。考虑到公司是大众白酒龙头、未来产品结构升级和省外市场扩张空间较大, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济下行、市场竞争加剧、省外市场拓展不及预期等风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	24159.80	27786.15	31556.92	35346.84
增长率	21.30%	15.01%	13.57%	12.01%
归属母公司净利润(百万元)	8115.19	9477.59	10962.00	12532.44
增长率	22.45%	16.79%	15.66%	14.33%
每股收益EPS(元)	5.39	6.29	7.27	8.32
净资产收益率ROE	24.14%	24.70%	25.67%	26.97%
PE	22	19	17	14
PB	5.39	4.72	4.24	3.90

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌
执业证号: S1250517080001
电话: 021-58351839
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
电话: 0755-23614240
邮箱: zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	15.07
流通A股(亿股)	12.48
52周内股价区间(元)	84.8-149.5
总市值(亿元)	1,812.15
总资产(亿元)	496.91
每股净资产(元)	25.10

相关研究

- 洋河股份(002304): 梦系列高增长, 省外市场持续发力 (2019-02-28)
- 洋河股份(002304): 品牌、产品、渠道三位一体, 省内外市场齐头并进 (2018-11-28)
- 洋河股份(002304): 梦系列高增长, 产品结构持续提升 (2018-10-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	24159.80	27786.15	31556.92	35346.84	净利润	8115.33	9477.59	10962.00	12532.44
营业成本	6353.24	7073.76	7727.59	8328.21	折旧与摊销	757.45	169.38	169.38	169.38
营业税金及附加	3769.93	4306.85	4891.32	5478.76	财务费用	-65.14	-62.15	-68.20	-86.77
销售费用	2561.40	2850.86	3174.63	3485.20	资产减值损失	1.10	5.00	5.00	5.00
管理费用	1704.27	1945.03	2180.58	2396.52	经营营运资本变动	-2713.49	-10321.77	-2950.09	-2797.11
财务费用	-65.14	-62.15	-68.20	-86.77	其他	2961.50	-898.56	-909.44	-903.85
资产减值损失	1.10	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	9056.75	-1630.51	7208.64	8919.09
投资收益	918.29	900.00	900.00	900.00	资本支出	8417.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-11767.04	2020.00	900.00	900.00
其他经营损益	0.00	50.00	50.00	50.00	投资活动现金流净额	-3349.34	2020.00	900.00	900.00
营业利润	10813.65	12616.79	14596.00	16689.93	短期借款	0.00	3438.77	-1165.45	-757.27
其他非经营损益	25.53	20.00	20.00	20.00	长期借款	-0.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	10839.19	12636.79	14616.00	16709.93	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	2723.86	3159.20	3654.00	4177.48	支付股利	0.00	-4869.11	-6634.32	-8769.60
净利润	8115.33	9477.59	10962.00	12532.44	其他	-3841.32	204.11	68.20	86.77
少数股东损益	0.14	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-3841.36	-1226.23	-7731.57	-9440.09
归属母公司股东净利润	8115.19	9477.59	10962.00	12532.44	现金流量净额	1865.40	-836.73	377.08	378.99
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3615.35	2778.61	3155.69	3534.68	成长能力				
应收和预付款项	266.95	389.94	414.37	462.84	销售收入增长率	21.30%	15.01%	13.57%	12.01%
存货	13892.12	15461.18	16895.30	18207.48	营业利润增长率	22.38%	16.67%	15.69%	14.35%
其他流动资产	18100.39	19474.02	22116.78	24772.95	净利润增长率	22.61%	16.79%	15.66%	14.33%
长期股权投资	9.42	9.42	9.42	9.42	EBITDA 增长率	21.20%	10.59%	15.51%	14.12%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	73.70%	74.54%	75.51%	76.44%
无形资产和开发支出	2057.96	1888.68	1719.39	1550.10	三费率	17.39%	17.04%	16.75%	16.39%
其他非流动资产	11621.58	11621.49	11621.40	11621.31	净利率	33.59%	34.11%	34.74%	35.46%
资产总计	49563.77	51623.34	55932.35	60158.79	ROE	24.14%	24.70%	25.67%	26.97%
短期借款	0.00	3438.77	2273.32	1516.05	ROA	16.37%	18.36%	19.60%	20.83%
应付和预收款项	7909.62	9498.55	10645.34	11866.19	ROIC	36.13%	37.77%	34.30%	35.73%
长期借款	0.11	0.11	0.11	0.11	EBITDA/销售收入	47.62%	45.79%	46.57%	47.45%
其他负债	8029.52	310.94	310.94	310.94	营运能力				
负债合计	15939.25	13248.37	13229.71	13693.29	总资产周转率	0.52	0.55	0.59	0.61
股本	1506.99	1506.99	1506.99	1506.99	固定资产周转率	5.86	—	—	—
资本公积	741.70	741.70	741.70	741.70	应收账款周转率	3475.06	3608.89	3117.29	3277.40
留存收益	31537.80	36146.28	40473.97	44236.81	存货周转率	0.47	0.48	0.48	0.47
归属母公司股东权益	33644.53	38394.98	42722.66	46485.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.33%	—	—	—
少数股东权益	-20.01	-20.01	-20.01	-20.01	资本结构				
股东权益合计	33624.52	38374.96	42702.65	46465.49	资产负债率	32.16%	25.66%	23.65%	22.76%
负债和股东权益合计	49563.77	51623.34	55932.35	60158.79	带息债务/总负债	0.00%	25.96%	17.18%	11.07%
					流动比率	2.30	2.95	3.30	3.51
					速动比率	1.41	1.75	1.99	2.15
					股利支付率	0.00%	51.37%	60.52%	69.98%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	11505.96	12724.02	14697.17	16772.53	每股收益	5.39	6.29	7.27	8.32
PE	22.33	19.12	16.53	14.46	每股净资产	22.33	25.48	28.35	30.85
PB	5.39	4.72	4.24	3.90	每股经营现金	6.01	-1.08	4.78	5.92
PS	7.50	6.52	5.74	5.13	每股股利	0.00	3.23	4.40	5.82
EV/EBITDA	14.43	13.38	11.48	9.99					
股息率	0.00%	2.69%	3.66%	4.84%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn