食品饮料　洋河股份（002304.SZ）　维持评级

报告原因：三季报点评　公司调整凸显，三季度业绩回归正增长　买入

2020 年 10 月 22 日　公司研究/点评报告

公司近一年市场表现

市场数据：2020 年 10 月 21 日

收盘价(元)：158.26

年内最高/最低（元）：160.80/78.15

流通 A 股/总股本（亿）：12.49/15.07

流通 A 股市值（亿）：1977

总市值（亿）:2385

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益：4.90

每股净资产(元)：24.23

净资产收益率：21.21%

分析师：和芳芳

执业登记编码：　S0760519110004

E-mail：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 10 月 21 日晚披露三季报，公司前三季度营收 189.14 亿元，同比下滑 10.35%；净利润 71.86 亿元，同比增长 0.55%。其中，第三季度净利润 17.85 亿元，同比增长 14.07%。

事件点评

- **调整凸显，业绩回归正增长。**公司 2020 年前三季度实现营业收入 189.14 亿元，同比下降 10.35%，归母净利润 71.86 亿，同比增长 0.55%，其中单 Q3 实现营业收入为 41.60 亿元，同比增加 7.57%，实现归母净利润 17.85 亿元，同比增加 14.07%，收入和利润回归正增长，扣非后归母净利润为 13.68 亿元，同比增加 2.25%，我们认为主要是投资带来的非经常性收益大幅增加。此外，20Q3 经营活动产生的现金流量净额为 22.89 亿元，同比增长 2.69%，20Q3 末预收账款为 38.69 亿元，同比增长 95.5%，主要是公司经过前期调整，渠道逐渐进入正循环，经销商信心增强，打款积极。
- **非经常性损益大幅增加，增厚企业利润。**公司 2020 年前三季度销售净利率 38.01%，同比增加 4.11pct，具体来看：1）2020 年前三季度销售毛利率为 73.20%，同比增加 1.53pct；2） 2020 年前三季度销售期间费用率 19.60%，同比增加 2.46pct，其中销售费用率为 11.46%，同比增加 0.7pct，主要是加大费用投放所致；管理费用率 8.40%，同比增加 1.79pct；研发费用率为 1.25%，同比增加 1.11pct，主要是本期新增研发项目投入增加所致；财务费用率为-0.26%，同比增加 0.03pct；公允价值变动净收益为 12.47 亿元，同比增长 939.08%，主要是交易性金融资产产生的公允价值变动收益增加所致。
- **拐点已到，静待后续恢复性增长。**2019 年和 2020 年是公司的调整年，公司在渠道、产品、组织、人事等方面采取了一系列调整措施，一是逐步建立“一商为主、多商配称”的新型经销商合作体系，进一步推动渠道去库存及价格恢复，理顺与经销商的关系，经销商信心逐步恢复；二是完成梦 6+产品的招商与渠道布局，梦 6+的市场认可度在不断提高；三是围绕双品牌战略，成立双沟销售公司，强化双沟品牌创新，希望未来双沟品牌对公司的贡献能越来越大。展望明年，我们认为，随着消费的进一步恢复，梦系列在低基数的基础上有望高增长，同时

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

海天系列基本盘有望稳住，预计公司将恢复良性增长。

投资建议

- 公司三季度业绩回归正增长，调整效果凸显。随着消费的进一步恢复，我们预计公司四季度业绩仍将继续恢复增长。同时，展望明年，梦系列预计将持续发力，看好未来公司成长性。预计 2020-2022 年公司归母净利润为 76.97 亿、88.00 亿、98.99 亿，EPS 分别为 5.11 元、5.84 元、6.57 元，对应当前股价，PE 分别为 31 倍、27 倍、24 倍。维持“买入”评级。

存在风险

- 食品安全风险、宏观经济下行导致高端酒价格大幅下跌风险、疫情发展超预期

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	37,806	43,129	55,848	80,854
现金	4,300	17,279	8,687	5,674
应收账款	54	266	138	182
其他应收款	38	50	49	54
预付账款	200	242	296	400
存货	14,440	7,017	6,964	6,736
其他流动资产	18,775	18,276	39,714	67,809
非流动资产	15,649	14,965	8,543	74
长期投资	25	12	16	18
固定资产	7,257	6,797	6,337	5,878
无形资产	1,747	1,631	1,522	1,420
其他非流动资产	6,620	6,525	668	(7,242)
资产总计	53,455	58,094	64,391	80,928
流动负债	16,537	17,675	20,024	32,378
短期借款	0	0	0	10,347
应付账款	1,331	1,215	1,384	1,467
其他流动负债	15,206	16,461	18,641	20,564
非流动负债	427	344	365	396
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	427	344	365	396
负债合计	16,963	18,020	20,390	32,774
少数股东权益	(17)	(19)	(19)	(18)
股本	1,507	1,507	1,507	1,507
资本公积	742	742	742	742
留存收益	34,264	37,845	41,771	45,923
归属母公司股东权益	36,509	40,093	44,020	48,172
负债和股东权益	53,455	58,094	64,391	80,928

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	6,798	17,055	(3,209)	(6,159)
净利润	7,386	7,697	8,800	9,899
折旧摊销	776	576	568	561
财务费用	(3)	(162)	(195)	151
投资损失	(851)	(700)	(700)	(700)
营运资金变动	11,330	9,124	(12,383)	######
其他经营现金流	######	520	700	1,000
投资活动现金流	(1,293)	190	(3)	(302)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(16)	13	(3)	(2)
其他投资现金流	(1,277)	177	0	(300)

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	23,126	23,006	25,675	28,371
营业成本	6,626	6,442	7,061	7,518
营业税金及附加	3,201	3,184	3,553	3,927
销售费用	2,692	2,678	2,989	3,302
管理费用	1,856	1,840	1,946	1,986
财务费用	(78)	(162)	(195)	151
资产减值损失	(2)	(1)	(1)	(0)
公允价值变动收益	159	523	700	1,000
投资净收益	851	700	700	700
营业利润	9,762	10,249	11,722	13,187
营业外收入	22	25	25	25
营业外支出	13	14	12	12
利润总额	9,771	10,260	11,735	13,200
所得税	2,385	2,565	2,934	3,300
净利润	7,386	7,695	8,801	9,900
少数股东损益	3	(2)	1	1
归属母公司净利润	7,383	7,697	8,800	9,899
EBITDA	10,537	10,663	12,095	13,899
EPS（元）	4.90	5.11	5.84	6.57

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-4.28%	-0.52%	11.60%	10.50%
营业利润	-9.73%	4.98%	14.37%	12.50%
归属于母公司净利润	-9.02%	4.25%	14.34%	12.49%
获利能力				
毛利率(%)	71.35%	72.00%	72.50%	73.50%
净利率(%)	31.92%	33.45%	34.28%	34.89%
ROE(%)	20.24%	19.20%	20.00%	20.56%
ROIC(%)	28.14%	84.53%	252.10%	46.21%
偿债能力				
资产负债率(%)	31.73%	31.02%	31.67%	40.50%
净负债比率(%)	31.90%	-0.79%	21.21%	30.56%
流动比率	2.29	2.44	2.79	2.50
速动比率	1.41	2.04	2.44	2.29
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.41	0.42	0.39
应收账款周转率	2151.31	198.09	168.64	262.37
应付账款周转率	17.84	18.08	19.76	19.91
每股指标（元）				

筹资活动现金流	(4,823)	(3,954)	(4,679)	4,448	每股收益(最新摊薄)	4.90	5.11	5.84	6.57
短期借款	0	0	0	10,347	每股经营现金流(最新摊薄)	4.51	11.32	(2.13)	(4.09)
长期借款	(0)	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	24.23	26.60	29.21	31.97
普通股增加	0	0	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	(0)	0	0	0	P/E	32.3	31.0	27.1	24.1
其他筹资现金流	(4,823)	(3,954)	(4,679)	(5,898)	P/B	6.5	5.9	5.4	5.0
现金净增加额	682	13,291	(7,892)	(2,013)	EV/EBITDA	13.19	18.93	17.87	17.05

分析师承诺：

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。本报告清晰准确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受到任何形式的补偿。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。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336