

方正证券研究所证券研究报告

洋河股份(002304)

公司研究

食品饮料行业

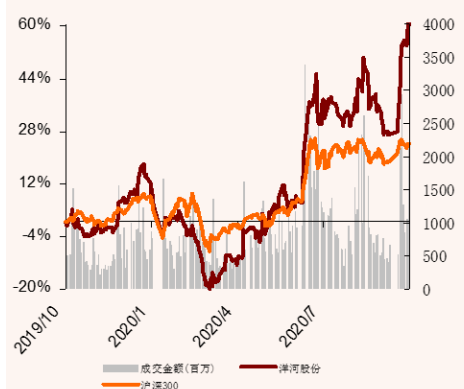
公司财报点评

2020.10.21/强烈推荐(维持)

首席分析师：薛玉虎
 执业证书编号：S1220514070004
 E-mail: xueyuhu@foundersc.com

分析师：刘洁铭
 执业证书编号：S1220515070003
 E-mail: liujieming@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《洋河股份：经营压力充分释放，期待 H2 重回增长》2020.08.29
 《调整恢复进度超预期，全年目标收入持平显信心》2020.04.29
 《持续调整拖累业绩，疫情拉长调整期》2020.03.01

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件：公司发布三季报，营收 189.14 亿元，-10.35%；归母净利润 71.86 亿元，+0.55%；扣非净利 56.34 亿元，-13.94%；经营性净现金流-4.44 亿，-125.83%。

核心观点：

1、三季度业绩企稳恢复，符合预期：公司 Q3 营收 54.85 亿元，+7.57%；归母净利润 17.85，+14.07%，扣非 13.68%，+2.25%，至三季度末实现投资收益 20.4 亿。Q3 销售商品收到的现金同比-5.12%，比上半年的下滑幅度有明显收窄（-38.9%）。经营性净现金流 22.9 亿元，也有明显改善。公司自去年二季度进入调整期，叠加今年上半年疫情影响，连续四个季度下滑，本季度开始转正，公司正在走出低谷，后面几个季度看好公司积极调整和低基数上实现弹性增长。

2、调整初见成效，梦6+趋势明确，后续梦3新品继续导入：自去年下半年公司调整以来，密集展开了一系列控货提价去库存、组织结构调整等动作，全方位导入次高端梦6+替代梦6，借以打造全新的推广模式，重新建立“一商为主、多商配称”的经销商体系，并配套进行费用投入、考核方式的改革，今年4月初步完成了渠道、团购的全国化招商，初步布局完成；另外梦6+之后，公司开始对另一大单品梦3升级，预计很快会推出新版梦3，借此洋河将完成在次高端400和600两大主力价格带的占位，全面发力次高端新趋势。

3、反转仍需时间，但基本面最差时点已过：从产品结构上来看，梦之蓝系列收入占比30%多，公司的基本盘仍是海之蓝和天之蓝，受省内消费升级、省外酱酒挤压的影响，海天的市场压力很大；疫情对白酒行业造成直接影响，把公司的调整期拉长，目前消费需求开始恢复，洋河基本面最差的时刻已过，积极的信号已经出现，后续看海天企稳、双沟重启、梦之蓝发力。

4、看好公司长期发展空间，次高端趋势下，公司梦之蓝占比将不断提高：过去两年公司面临调整压力一半源自行业价格升级，一半来自公司自身经营；自去年以来公司积极调整、主动变革，走在正确的道路上；公司管理团队优秀、市场基础雄厚、品牌底蕴深，重新走回升势只是时间早晚的事；另外截止9月底，公司总回购股份9,661,310股，使用资金总额10亿，已达回购最低要求，此次回购有利于公司构建长效激励机制，激发团队活力。

5、盈利预测和评级：预计20-22年，EPS为5.14/6.27/7.57元，对应PE30.8/25.2/20.9倍，维持“强烈推荐”评级！

6、风险提示：1) 疫情影响消费需求；2) 营销调整进度低于预期；3) 行业竞争格局加剧导致费用上升，影响净利润表现；4) 梦之蓝推广不达预期；5) 食品安全问题等。

盈利预测:

| 单位/百万 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 23126.48 | 23357.74 | 26861.40 | 30756.31 |
| (+/-) (%) | -4.28 | 1.00 | 15.00 | 14.50 |
| 净利润 | 7382.82 | 7746.48 | 9453.22 | 11415.32 |
| (+/-) (%) | -9.02 | 4.93 | 22.03 | 20.76 |
| EPS(元) | 4.90 | 5.14 | 6.27 | 7.57 |
| P/E | 18.76 | 30.79 | 25.23 | 20.89 |

数据来源: wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|----------|----------|----------|----------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 37806.26 | 45563.55 | 57193.83 | 70796.02 | 营业总收入 | 23126.48 | 23357.74 | 26861.40 | 30756.31 |
| 现金 | 4300.14 | 12967.21 | 23583.40 | 36485.53 | 营业成本 | 6626.36 | 6540.17 | 6930.24 | 7227.73 |
| 应收账款 | 16.08 | 9.35 | 11.27 | 12.71 | 营业税金及附加 | 3201.48 | 3246.73 | 3728.66 | 4152.10 |
| 其它应收款 | 37.52 | 45.05 | 50.85 | 58.59 | 营业费用 | 2691.71 | 2732.86 | 3062.20 | 3444.71 |
| 预付账款 | 200.12 | 138.19 | 167.38 | 167.29 | 管理费用 | 1856.49 | 1799.27 | 1880.30 | 2152.94 |
| 存货 | 14433.24 | 13718.56 | 14560.94 | 15177.59 | 财务费用 | -78.43 | -79.00 | -85.00 | -92.00 |
| 其他 | 18819.15 | 18685.18 | 18819.98 | 18894.32 | 资产减值损失 | -2.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产 | 15648.78 | 15360.52 | 15094.42 | 14889.69 | 公允价值变动收益 | 158.68 | 180.00 | 210.00 | 230.00 |
| 长期投资 | 5076.21 | 5949.35 | 6814.95 | 7683.07 | 投资净收益 | 850.55 | 873.13 | 865.61 | 868.12 |
| 固定资产 | 7519.71 | 6390.85 | 5309.02 | 4278.46 | 营业利润 | 9761.88 | 10270.14 | 12521.78 | 15069.48 |
| 无形资产 | 2023.39 | 1990.86 | 1940.99 | 1898.70 | 营业外收入 | 22.25 | 24.00 | 29.00 | 34.00 |
| 其他 | 1029.46 | 1029.46 | 1029.46 | 1029.46 | 营业外支出 | 13.32 | 13.80 | 18.80 | 23.80 |
| 资产总计 | 53455.04 | 60924.07 | 72288.25 | 85685.71 | 利润总额 | 9770.80 | 10280.34 | 12531.98 | 15079.68 |
| 流动负债 | 16536.77 | 16259.33 | 18170.28 | 20152.42 | 所得税 | 2384.71 | 2533.86 | 3078.76 | 3664.36 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润 | 7386.09 | 7746.48 | 9453.22 | 11415.32 |
| 应付账款 | 1330.65 | 1242.56 | 1323.39 | 1377.87 | 少数股东损益 | 3.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 15206.12 | 15016.76 | 16846.89 | 18774.56 | 归属母公司净利润 | 7382.82 | 7746.48 | 9453.22 | 11415.32 |
| 非流动负债 | 426.71 | 426.71 | 426.71 | 426.71 | EBITDA | 9366.57 | 9742.33 | 11918.53 | 14383.62 |
| 长期借款 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | EPS (元) | 4.90 | 5.14 | 6.27 | 7.57 |
| 其他 | 426.64 | 426.64 | 426.64 | 426.64 | | | | | |
| 负债合计 | 16963.49 | 16686.04 | 18596.99 | 20579.13 | 主要财务比率 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 少数股东权益 | -17.28 | -17.28 | -17.28 | -17.28 | 成长能力 | | | | |
| 股本 | 1506.99 | 1506.99 | 1506.99 | 1506.99 | 营业收入 | -0.04 | 0.01 | 0.15 | 0.15 |
| 资本公积 | 741.53 | 741.53 | 741.53 | 741.53 | 营业利润 | -0.10 | 0.05 | 0.22 | 0.20 |
| 留存收益 | 34263.92 | 42010.41 | 51463.63 | 62878.95 | 归属母公司净利润 | -0.09 | 0.05 | 0.22 | 0.21 |
| 归属母公司股东权益 | 36508.84 | 44255.32 | 53708.54 | 65123.86 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 53455.04 | 60924.07 | 72288.25 | 85685.71 | 毛利率 | 0.71 | 0.72 | 0.74 | 0.77 |
| | | | | | 净利率 | 0.32 | 0.33 | 0.35 | 0.37 |
| | | | | | ROE | 0.20 | 0.18 | 0.18 | 0.18 |
| | | | | | ROIC | 0.70 | 0.91 | 1.56 | 3.36 |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 0.32 | 0.27 | 0.26 | 0.24 |
| | | | | | 净负债比率 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | | | | | 流动比率 | 2.29 | 2.80 | 3.15 | 3.51 |
| | | | | | 速动比率 | 1.41 | 1.96 | 2.35 | 2.76 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.45 | 0.41 | 0.40 | 0.39 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 2151.31 | 1837.05 | 2605.18 | 2565.09 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 17.84 | 18.15 | 20.94 | 22.77 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 4.90 | 5.14 | 6.27 | 7.57 |
| | | | | | 每股经营现金 | 4.51 | 5.32 | 6.58 | 8.09 |
| | | | | | 每股净资产 | 24.23 | 29.37 | 35.64 | 43.21 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 18.76 | — | — | — |
| | | | | | P/B | 3.79 | — | — | — |
| | | | | | EV/EBITDA | 14.33 | -1.33 | -1.98 | -2.54 |

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、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。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。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

- 强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;
- 推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;
- 中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;
- 减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

- 推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;
- 中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;
- 减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

| | 北京 | 上海 | 深圳 | 长沙 |
|---------|---|---|---|---|
| 地址: | 北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037) | 上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120) | 深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000) | 长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015) |
| 网址: | http://www.foundersc.com | http://www.foundersc.com | http://www.foundersc.com | http://www.foundersc.com |
| E-mail: | yjzx@foundersc.com | yjzx@foundersc.com | yjzx@foundersc.com | yjzx@foundersc.com |