

洋河股份 (002304)

报告日期: 2020 年 10 月 22 日

改革效果显现, 经营情况趋势向好 ——洋河股份业绩点评报告

分析师: 邱冠华 执业证书编号: S1230520010003
联系人: 杨骥、张潇倩
qiuguanhua@stocke.com.cn;

事件

公司发布 2020 年三季报, 公司 2020 年前三季度实现收入 189.14 亿元, 同比下降 10.35%, 归母净利润 71.86 亿元, 同比增长 0.55%, 其中 2020Q3 公司收入及归母净利润分别为 54.85、17.85 亿元, 分别同比增长 7.57%、14.07%。

点评

□ 2020Q3 业绩转正, 实现高质量增长

收入及利润端: 2020Q1-3 收入及净利润分别同比增长-10.35%、0.55%, 其中 2020Q3 收入及利润分别同比增长 7.57%、14.07%, 收入稳健增长主因: 1) 随着消费环境逐步恢复, 经销商打款节奏健康; 2) 去年同期业绩基数较低; 归母净利润实现明显增长主因投资带来非经常性收益增长显著, 总体来看, 调整已见成效。**预收端:** 20Q3 公司预收账款为 38.69 亿元, 较去年同期增长 95.50%, 环比略降 0.79 亿元, 预收款表现良性; **经营性现金流端:** 2020Q3 经营现金流为 22.89 亿元, 同比增长 2.69%。

□ 2020Q3 毛利率小幅下降, 费用率表现稳定

盈利能力端: 2020Q3 毛利率及净利率分别为 73.16%、32.58%, 较去年同期分别变动-0.78、1.84 个百分点, 毛利率较去年同期下降或因去年同期经销商因 19Q4 即将推出 M6+导致 M6 打款积极; 净利率提升主要系投资及公允价值变动等带来非经常性收益增加较多所致。**费用端:** 2020Q3 公司销售费用率、管理费用率分别为 17.96%、8.21%, 较去年同期提升 0.31、-0.05 个百分点; 税金及附加比率为 13.17%, 较去年同期变动-0.08 个百分点, 整体较为平稳。

□ 梦之蓝 M6+动销表现优秀, 为观测洋河模式的重要指标

我们通过跟踪洋河三大指标(海天去库存速度; 梦 6+成长情况; 消费者培育情况)判断洋河基本面拐点基本已于双节到来: ① M6 及 M6+: M6+为观测洋河模式的重要指标, 目前来看 M6+表现优秀。在渠道严管控的背景下, 据渠道调研显示, 双节期间梦 6+在省内出现供不应求的趋势, 部分经销商反映脱销, 开箱率及团购单位复购率明显提升, 目前库存不足一个月, 我们预计全年 M6+业务口径体量或达 50 亿元, 超过去年 M6 体量。② M3 和 M3 水晶瓶: M3 水晶瓶预计 11 月上市; M3 控量提价, 库存进一步下降, 销量较去年同期有所下滑, 但可以实现和 M3 水晶瓶的并轨。③ 海之蓝、天之蓝系列: 双节促销力度较去年同期大, 批价较去年下降 10-15 元/箱, 总体仍呈下滑态势, 预计调整还需要 2 个季度。

□ 近期盈利预测及估值

截至 9 月底, 公司已完成 10.02 亿元回购, 达到回购计划下限, 预计新股权激励将加速公司结束调整期, 助力公司在未来取得更佳表现。预计 2020~2022 年公司 EPS 分别为 5.1、5.7、6.5 元/股, 同比分别增长 3.4%、13.5%、13.0%。目前对应 2020 年估值 33 倍。长期看业绩确定性强, 当前估值具有性价比, 给予买入评级。

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥167.82

单季度业绩

元/股

4Q/2019

0.16

1Q/2020

2.66

2Q/2020

0.93

3Q/2020

1.18



公司简介

洋河为江苏白酒龙头, 是唯一实现全国化的次高端白酒品牌, 其中海之蓝、天之蓝、梦之蓝为公司主要产品系列。

相关报告

《金徽酒深度报告: 二次创业加速进行时, 结构升级及渠道拓展为最大看点》(20201020)

《酱酒行业专题报告: 一峰独立群峰竞秀, 酱酒品类崛起》(20201016)

《专题报告: 批价、动销为中秋国庆旺季核心观测指标》(20200910)

《2020 年中报总结: 白酒结构性分化趋势延续, 啤酒高端化推动盈利能力提升》(20200904)

《洋河股份深度报告: 梦之蓝 M6+或超预期, 深度调整拐点可期》(20200830)

报告撰写人: 邱冠华

联系人: 杨骥、张潇倩

- **催化剂：**库存回落、终端价提升；梦之蓝 M6+动销持续向好。
- **风险提示：**1、疫情反复影响白酒动销；2、梦之蓝 M6+动销情况不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	23126.5	22643.9	25379.8	28107.0
(+/-)	-4.3%	-2.1%	12.1%	10.7%
净利润	7382.8	7632.1	8663.3	9789.8
(+/-)	-9.0%	3.4%	13.5%	13.0%
每股收益 (元)	4.9	5.1	5.7	6.5
P/E	34.3	33.1	29.2	25.8

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	37806.3	33417.7	40635.1	48230.3	营业收入	23126.5	22643.9	25379.8	28107.0
现金	4300.1	2973.4	7614.4	14244.5	营业成本	6626.4	6361.3	6869.4	7345.0
交易性金融资产	17976.8	5992.3	7989.7	10652.9	营业税金及附加	3201.5	3079.6	3451.7	3906.9
应收账款	675.3	373.5	465.6	593.0	营业费用	2691.7	2287.0	2614.1	2810.7
其它应收款	37.5	48.8	48.8	53.4	管理费用	1856.5	1698.3	1903.5	2108.0
预付账款	200.1	97.9	111.2	151.3	研发费用	160.0	156.6	175.6	194.4
存货	14433.2	13337.1	14795.3	15739.2	财务费用	(78.4)	(54.5)	(79.4)	(163.9)
其他	183.1	10594.7	9610.1	6796.0	资产减值损失	(2.2)	8.3	2.7	3.5
非流动资产	15648.8	23036.5	22126.8	21452.1	公允价值变动损益	158.7	0.0	0.0	0.0
金额资产类	0.0	2057.9	1590.5	1216.1	投资净收益	850.6	876.1	902.4	929.4
长期投资	25.4	12.3	15.7	17.8	其他经营收益	105.0	108.1	111.4	114.7
固定资产	7256.6	16126.9	15142.7	14147.8	营业利润	9761.9	10091.5	11456.0	12946.6
无形资产	1747.1	1735.2	1728.0	1692.3	营业外收支	8.9	9.2	9.5	9.7
在建工程	263.2	210.5	168.4	134.7	利润总额	9770.8	10100.7	11465.5	12956.3
其他	6356.6	2893.7	3481.5	4243.3	所得税	2384.7	2465.2	2798.3	3162.2
资产总计	53455.0	56454.2	62761.9	69682.4	净利润	7386.1	7635.5	8667.1	9794.1
流动负债	16536.8	15288.4	16988.0	18768.4	少数股东损益	3.3	3.4	3.8	4.3
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	7382.8	7632.1	8663.3	9789.8
应付款项	1330.6	1202.1	1347.1	1434.4	EBITDA	10482.4	10850.7	12463.9	13872.9
预收账款	6753.6	5191.8	5974.9	7089.8	EPS (最新摊薄)	4.9	5.1	5.7	6.5
其他	8452.5	8894.6	9666.0	10244.2	主要财务比率				
非流动负债	426.7	354.1	363.9	381.6	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0.1	0.1	0.1	0.1	成长能力				
其他	426.6	354.0	363.9	381.5	营业收入增长率	-4.3%	-2.1%	12.1%	10.7%
负债合计	16963.5	15642.5	17351.9	19150.0	营业利润增长率	-9.7%	3.4%	13.5%	13.0%
少数股东权益	(17.3)	(13.9)	(10.1)	(5.7)	归属于母公司净利	-9.0%	3.4%	13.5%	13.0%
归属母公司股东权	36508.8	40825.6	45420.0	50538.2	获利能力				
负债和股东权益	53455.0	56454.2	62761.9	69682.4	毛利率	71.3%	71.9%	72.9%	73.9%
					净利率	31.9%	33.7%	34.1%	34.8%
					ROE	21.1%	19.7%	20.1%	20.4%
					ROIC	20.0%	18.5%	18.9%	19.1%
					偿债能力				
					资产负债率	31.7%	27.7%	27.6%	27.5%
					净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	2.3	2.2	2.4	2.6
					速动比率	1.4	1.3	1.5	1.7
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
					应收账款周转率	2151.3	1726.1	2335.7	2116.1
					应付账款周转率	5.1	5.0	5.4	5.3
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊	4.9	5.1	5.7	6.5
					每股经营现金流(最	4.5	0.9	6.2	8.2
					每股净资产(最新摊	24.2	27.1	30.1	33.5
					估值比率				
					P/E	34.3	33.1	29.2	25.8
					P/B	6.9	6.2	5.6	5.0
					EV/EBITDA	13.8	22.5	19.1	16.4

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>