

## 洋河股份(002304)/饮料制造

## Q3 恢复增长, 业绩拐点已现

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 158.26

**分析师: 范劲松**
**执业证书编号: S0740517030001**

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

**分析师: 龚小乐**
**执业证书编号: S0740518070005**

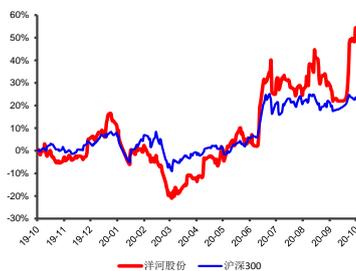
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

**分析师: 房昭强**
**执业证书编号: S0740520090005**

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1507
流通股本(百万股)	1249
市价(元)	158.26
市值(百万元)	238,498
流通市值(百万元)	197,667

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 洋河股份(002304.SZ)\_跟踪点评: 调整坚决, 环比改善值得期待
- 2 洋河股份(002304.SZ)\_中报点评: 业绩符合预期, 下半年轻装上阵
- 3 洋河股份(002304.SZ)\_跟踪点评: 调整方向清晰有效, 良性增长指日可待

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24,160	23,26	21,900	25,144	28,629
增长率 yoy%	21.30%	-4.28%	-5.30%	14.81%	13.86%
净利润	8,115	7,383	6,937	8,232	9,544
增长率 yoy%	22.45%	-9.02%	-6.04%	18.67%	15.94%
每股收益(元)	5.39	4.90	4.60	5.46	6.33
每股现金流量	6.01	4.51	3.89	4.67	5.68
净资产收益率	24.12%	20.22	13.70%	15.35%	16.6
P/E	26.69	29.34	31.23	26.32	22.70
PEG	54.25	3.28	19.62	53.48	2.54
P/B	6.44	5.93	4.28	4.04	3.78

备注:

**投资要点**

- **事件: 洋河股份发布 2020 年三季报, 公司前三季度实现营业收入 189.14 亿元, 同比下降 10.35%, 实现归母净利润 71.86 亿元, 同比增长 0.55%, 扣非后归母净利润 56.34 亿元, 同比下降 13.94%; 其中单三季度实现营业收入 54.85 亿元, 同比增长 7.57%, 实现归母净利润 17.85 亿元, 同比增长 14.07%, 扣非后归母净利润 13.68 亿元, 同比增长 2.25%。**
- **业绩符合预期, 新品梦 6+ 驱动收入回归正增长。**20Q3 公司收入和利润回归正增长, 增速水平与我们预期基本一致, 结束连续 4 个季度下滑趋势, 我们认为主因一是中秋旺季消费恢复进度较快, 宴席和聚会场景出现一定补偿性消费, 二是公司渠道层面调整基本到位, 渠道反馈蓝色经典系列整体库存处于良性水平, 价格体系同比普遍有提升, 特别是梦系列。报告期末预收账款 38.69 亿元, 同比大幅增长 95.5%, 环比下降 2%。分产品来看, 我们认为三季度收入增长主要由梦系列驱动, 其中梦 3 旺季发货较少, 提前停货为升级版新品上市做准备, 梦 6+ 顺利替换老梦 6, 在江苏省内及上海等地反馈较好, 如宴席和商务招待等消费场景接受度逐步提高, 初步形成一定复购率; 海和天系列部分市场继续去库存, 预计收入同比有所下滑。
- **20Q3 毛利率小幅下降, 期间费用率有所提高。**20Q3 公司毛利率为 73.16%, 同比下降 0.78pct, 主要是新品推广中货折力度提升所致; 期间费用率为 28.51%, 同比提高 2.62pct, 其中销售费用率 17.96%, 同比提高 0.31pct, 管理费用率 8.21%, 基本持平, 财务费用率 -0.21%, 基本持平, 研发费用率 2.55%, 同比提高 2.38pct。20Q3 公司净利率为 32.58%, 同比提高 1.84pct, 主要得益于中银证券上市带来公允价值变动收益大幅提升。20Q3 公司经营性净现金流为 22.89 亿元, 同比增长 2.69%, 现金流表现良好。
- **公司业绩拐点已现, 全年规划目标仍将是努力方向。**公司 2019-2020 年在多方面进行了深度调整, 目前来看渠道调整进入收尾阶段, 随着渠道利润的提升, 正循环有望陆续开启。根据三季度市场动销表现, 国内疫情持续得到良好控制背景下, 次高端价位以上产品基本恢复正常水平, 公司产品梦 3 停货后, 预计升级版新品将在年内面市, 操盘思路类似梦 6+, 终端定价将有一定提升。考虑到去年下半年业绩低基数因素, 我们预计四季度业绩将继续保持恢复性增长, 全年收入持平目标仍是努力方向。
- **营销创新优势依旧显著, 看好梦之蓝新品在次高端市场未来发展潜力。**2019 年公司调整销售领导, 下半年公司主动控货, 调整态度坚决, 彻底调整有利于长期重回增长轨道; 公司积极推出回购方案用于团队激励, 目前回购

金额达 10 亿元，历时一年的回购工作结束，我们认为后续激励方案落地有望进一步完善治理结构，激发团队经营活力。历史上来看，洋河上一轮快速增长超越竞品主要得益于营销创新，近两年企业深度调整后继续以营销创新强化品牌理念，突出产品价值感，如梦 6+ 与时代背景有效结合，丰富品牌内涵，营销思路独到新颖。随着高端酒价格的提升，白酒行业次高端价格带正在跟随上移，洋河在此价位消费基础深厚，我们看好梦 6+ 在次高端市场的良好增长潜力，未来 3-5 年有望打造成为百亿大单品。随着全国化持续推进，公司中长期成长空间仍足，未来 3-5 年业绩仍旧有望实现稳健增长，继续建议以中长期视角看待优秀企业的良好成长空间。

- **投资建议：重申“买入”评级。**基于公司将 2020 年定位调整年，我们更新盈利预测，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 219/251/286（之前为 232/257/287）亿元，同比增长 -5.3%/14.8%/13.9%（之前为 0.5%/10.5%/11.9%）；净利润分别为 69/82/95（之前为 75/84/95）亿元，同比增长 -6.0%/18.7%/15.9%（之前为 1.3%/12.4%/13.0%），对应 EPS 分别为 4.60/5.46/6.33（之前为 4.96/5.58/6.30）元，对应 PE 分别为 31.2/26.3/22.7 倍，重点推荐。
- **风险提示：疫情持续扩散风险、新品推广进程放缓、食品品质事故。**

**图表 1: 洋河股份三大财务报表预测 (单位: 百万元)**

损益表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>24,160</b>	<b>23,126</b>	<b>21,900</b>	<b>25,144</b>	<b>28,629</b>
增长率	21.3%	-4.3%	-5.3%	14.8%	13.9%
营业成本	-6,353	-6,626	-6,422	-6,947	-7,830
<b>%销售收入</b>	<b>26.3%</b>	<b>28.7%</b>	<b>29.3%</b>	<b>27.6%</b>	<b>27.4%</b>
毛利	17,807	16,500	15,478	18,197	20,798
%销售收入	73.7%	71.3%	70.7%	72.4%	72.6%
营业税金及附加	-3,770	-3,201	-3,066	-3,520	-4,008
%销售收入	15.6%	13.8%	14.0%	14.0%	14.0%
营业费用	-2,561	-2,692	-2,409	-2,841	-3,092
%销售收入	10.6%	11.6%	11.0%	11.3%	10.8%
管理费用	-1,704	-1,856	-1,642	-1,810	-1,890
%销售收入	7.1%	8.0%	7.5%	7.2%	6.6%
息税前利润 (EBIT)	9,771	8,750	8,361	10,025	11,809
%销售收入	40.4%	37.8%	38.2%	39.9%	41.2%
财务费用	65	78	47	56	62
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	1	-2	7	2	2
公允价值变动收益	0	159	0	0	0
投资收益	918	851	850	900	867
%税前利润	8.5%	8.6%	9.2%	8.2%	6.8%
营业利润	10,755	9,836	9,265	10,983	12,740
营业利润率	44.5%	42.5%	42.3%	43.7%	44.5%
营业外收支	26	9	15	17	14
税前利润	<b>10,781</b>	<b>9,845</b>	<b>9,280</b>	<b>11,000</b>	<b>12,753</b>
利润率	44.6%	42.6%	42.4%	43.7%	44.5%
所得税	-2,724	-2,385	-2,326	-2,760	-3,200
所得税率	25.3%	24.2%	25.1%	25.1%	25.1%
净利润	8,115	7,386	6,940	8,236	9,549
少数股东损益	0	3	3	4	4
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>8,115</b>	<b>7,383</b>	<b>6,937</b>	<b>8,232</b>	<b>9,544</b>
净利率	33.6%	31.9%	31.7%	32.7%	33.3%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,615	4,300	17,520	20,116	22,925
应收款项	296	713	362	468	566
存货	13,892	14,433	17,674	15,905	18,897
其他流动资产	18,071	18,360	28,650	27,680	24,894
流动资产	35,875	37,806	64,206	64,168	67,282
%总资产	72.4%	70.7%	82.7%	83.4%	84.4%
长期投资	2,723	25	2,083	1,616	1,241
固定资产	7,834	7,257	6,535	5,810	5,083
%总资产	15.8%	13.6%	8.4%	7.5%	6.4%
无形资产	1,782	1,747	1,661	1,573	1,486
非流动资产	13,689	15,649	13,465	12,804	12,398
%总资产	27.6%	29.3%	17.3%	16.6%	15.6%
<b>资产总计</b>	<b>49,564</b>	<b>53,455</b>	<b>77,672</b>	<b>76,972</b>	<b>79,680</b>
短期借款	0	0	1,915	1,315	0
应付款项	12,187	14,605	22,163	19,019	19,644
其他流动负债	3,441	1,931	2,624	2,666	2,407
流动负债	15,628	16,537	26,702	23,000	22,051
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	311	427	354	364	381
<b>负债</b>	<b>15,939</b>	<b>16,963</b>	<b>27,056</b>	<b>23,363</b>	<b>22,432</b>
普通股股东权益	33,645	36,509	50,630	53,620	57,254
少数股东权益	-20	-17	-14	-11	-6
<b>负债股东权益合计</b>	<b>49,564</b>	<b>53,455</b>	<b>77,672</b>	<b>76,972</b>	<b>79,680</b>

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	5.39	4.90	4.60	5.46	6.33
每股净资产 (元)	22.33	24.23	33.60	35.58	37.99
每股经营现金净流 (元)	6.01	4.51	3.89	4.67	5.68
每股股利 (元)	3.20	3.20	2.67	3.17	3.67
<b>回报率</b>					
净资产收益率	24.12%	20.22%	13.70%	15.35%	16.67%
总资产收益率	16.37%	13.82%	8.93%	10.70%	11.98%
投入资本收益率	35.18%	28.98%	84.75%	69.33%	82.71%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	21.30%	-4.28%	-5.30%	14.81%	13.86%
EBIT增长率	21.92%	-8.67%	-5.72%	18.68%	16.03%
净利润增长率	22.45%	-9.02%	-6.04%	18.67%	15.94%
总资产增长率	14.58%	7.85%	45.30%	-0.90%	3.52%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	0.9	0.8	1.1	1.0	1.0
存货周转天数	199.3	220.5	263.9	240.4	218.8
应付账款周转天数	67.2	70.4	62.9	66.8	66.7
固定资产周转天数	119.8	117.5	113.4	88.4	68.5
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-12.79%	-48.01%	-35.96%	-40.31%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-164.1	-124.5	-197.5	-195.0	-205.9
资产负债率	32.16%	31.73%	34.83%	30.35%	28.15%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	8,115	7,386	6,940	8,236	9,549
加: 折旧和摊销	757	776	804	807	809
资产减值准备	1	21	0	0	0
公允价值变动损失	0	-159	0	0	0
财务费用	1	-3	-47	-56	-62
投资收益	-918	-851	-850	-900	-867
少数股东损益	0	3	3	4	4
营运资金的变动	-1,882	9,923	-982	-1,046	-869
<b>经营活动现金净流</b>	<b>9,057</b>	<b>6,798</b>	<b>5,865</b>	<b>7,041</b>	<b>8,561</b>
固定资本投资	497	468	-60	-60	-50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,349</b>	<b>-1,293</b>	<b>-1,790</b>	<b>1,341</b>	<b>1,413</b>
股利分配	-4,822	-4,822	-4,023	-4,775	-5,536
其他	981	-1	13,169	-1,011	-1,628
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-3,841</b>	<b>-4,823</b>	<b>9,146</b>	<b>-5,786</b>	<b>-7,164</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,866</b>	<b>682</b>	<b>13,220</b>	<b>2,596</b>	<b>2,810</b>

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。