

食品饮料

2020年10月21日

洋河股份 (002304)

——20Q3 收入环比改善，梦之蓝长期成长可期

报告原因：有业绩公布需要点评

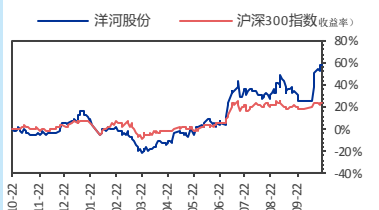
买入 (维持)

市场数据： 2020年10月21日	
收盘价(元)	158.26
一年内最高/最低(元)	160.8/80.34
市净率	6.3
息率(分红/股价)	1.90
流通A股市值(百万元)	197657
上证指数/深证成指	3325.03/13467.91

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2020年09月30日	
每股净资产(元)	25.34
资产负债率%	20.32
总股本/流通A股(百万)	1507/1249
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《洋河股份(002304)点评：渠道表现良性，调整仍需耐心》 2020/08/28

《洋河股份(002304)点评：2019年报与20Q1点评：2019主动调整，2020期待改善》 2020/04/29

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com

联系人

田荣振
(8621)23297818×转
tianrz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司发布2020年三季报，2020年前三季度营收189.14亿，同比下降10.35%，归母净利润71.86亿，同比增长0.55%，扣非净利润56.34亿，同比下降13.94%，其中20Q3营收54.85亿，同比增长7.57%，归母净利润17.85亿，同比增长14.07%，扣非净利润13.68亿，同比增长2.25%。我们在业绩前瞻中预测公司20Q3收入和归母净利润增速均为5%，公司业绩基本符合我们预期。
- **投资评级与估值：**维持盈利预测，预测2020-2022年归母净利润分别为73.9亿、79.9亿、88.1亿，同增0%、8%、10%，当前股价对应的PE分别为32x、30x、27x，维持买入评级。公司自2019年三季度开始主动调整，当前调整成效已初步显现，但由于洋河整体体量大，全国化布局广，海天梦三大单品完全调整理顺仍需时间。我们认为洋河的核心竞争优势仍强，公司拥有深厚的品牌文化、差异化的绵柔品质优势、精细化的渠道网络及优秀的营销管理能力，将在调整到位后重回良性稳健的增长通道。当前梦6+市场表现向好，预计明年有望开始放量，梦3即将升级换代，预计调整速度会明显快于梦6，梦之蓝中长期成长空间仍大。
- **20Q3收入环比改善，梦6+表现向好中长期成长空间有望打开。**20Q3营收增长7.57%，环比改善明显，主因：1、三季度白酒消费需求环比改善，双节旺季宴席需求大幅增加，动销改善；2、公司自19Q3调整以来坚持不压货，对渠道回款不做硬性要求，中秋旺季前渠道库存良性，梦6+价格稳中有升，渠道资金压力小，打款积极；3、中秋前梦3控货提价，升级版产品即将推出，进一步刺激了渠道回款；4、货折费用减少，间接推动营收增长。结合渠道反馈，分产品看，预计20Q3梦3增速最快，同比两位数增长，主因9月初梦3控货提价，为升级版产品做准备，渠道积极打款；梦6+控货稳价，预计梦6+量稳价增，梦之蓝整体增速达到两位数，海天仍然处于调整期，预计动销下滑。从产品结构来看，预计收入占比：梦之蓝>海之蓝>天之蓝。分区域看，预计省内市场表现好于省外，省内增速快于省外增速，主因省内调整时间及速度均快于省外，省外海天占比较高。2020年初梦6+上市以来，尽管受到新冠肺炎疫情冲击销量有所下降，但根据渠道反馈，梦6+当前价格稳定，成交价在620元以上，渠道利润丰厚，库存良性，预计明年有望迎来加速增长，中长期增长潜力大。预计梦3升级版产品即将推出，梦之蓝长期成长空间有望打开。
- **剔除非经常性损益变动，20Q3净利率24.98%，同比下降1.32个百分点。**20Q3净利率32.58%，同比提升1.84个百分点，净利率提升主因投资收益和公允价值变动收益增加。20Q3投资收益2.41亿，去年同期为1.74亿，公允价值变动收益3.26亿，去年同期为0.88亿。剔除非经常性损益变动，20Q3净利率24.98%，同比下降1.32个百分点。毛利率73.16%，同比下降0.78个百分点。税率13.17%，同比基本持平。销售费用率17.96%同比提升0.31个百分点，基本维持稳定。管理费用率(含研发费用)10.76%，同比提升2.33个百分点，主因20Q3新增研发项目投入增加，20Q3研发费用1.4亿，去年同期为0.09亿。
- **风险提示：**经济下行影响中高端白酒需求。

财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	23,126	18,914	23,123	24,990	26,916
同比增长率(%)	-4.3	-10.4	-	8.1	7.7
归母净利润(百万元)	7,383	7,186	7,386	7,994	8,814
同比增长率(%)	-9.0	0.6	-	8.2	10.3
每股收益(元/股)	4.90	4.77	4.90	5.30	5.85
毛利率(%)	71.4	73.2	73.0	74.1	75.1
ROE(%)	20.2	18.8	18.6	18.4	18.5
市盈率	32		32	30	27

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

- **20Q3 预收款环比下降，现金流增速慢于收入增速。**20Q3 经营活动现金流净额为 22.89 亿，同比增长 2.69%，其中，销售商品提供劳务收到的现金 57.11 亿，同比下降 5.12%，主因预收款环比下降。20 年三季度末合同负债+其他流动负债（两者相加与原预收款口径最为接近）为 39.37 亿，环比下降 0.11 亿，去年同期预收款环比增加 2 亿。预收款下降主因去年三季度公司主动调整，为控制库存发货进度减慢，今年预收款环比下降主要是旺季自然回落。
- 股价表现的催化剂：梦之蓝放量，业绩增长超预期
- 核心假设风险：经济下行影响中高端白酒需求

财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	24,160	23,126	23,123	24,990	26,916
其中: 营业收入	24,160	23,126	23,123	24,990	26,916
减: 营业成本	6,353	6,626	6,240	6,483	6,698
减: 税金及附加	3,770	3,201	3,191	3,499	3,768
主营业务利润	14,037	13,299	13,692	15,008	16,450
减: 销售费用	2,561	2,692	2,705	3,049	3,257
减: 管理费用	1,704	1,856	1,850	1,999	2,153
减: 研发费用	28	160	23	25	27
减: 财务费用	-65	-78	-29	28	128
经营性利润	9,809	8,669	9,143	9,907	10,885
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	-19	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-1	-2	0	0	0
加: 投资收益及其他	1,006	1,114	650	700	801
营业利润	10,814	9,762	9,793	10,608	11,686
加: 营业外净收入	26	9	26	21	24
利润总额	10,839	9,771	9,819	10,629	11,709
减: 所得税	2,724	2,385	2,430	2,631	2,891
净利润	8,115	7,386	7,389	7,998	8,818
少数股东损益	0	3	3	4	4
归属于母公司所有者的净利润	8,115	7,383	7,386	7,994	8,814
全面摊薄总股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507
每股收益 (元)	5.39	4.90	4.90	5.30	5.85

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司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投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。