证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

洋河股份(002304)

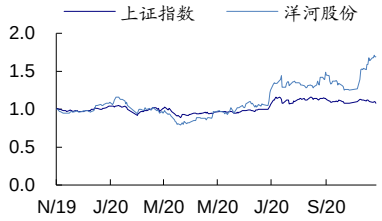
买入

2020 三季报点评

（维持评级）

2020 年 11 月 02 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,507/1,248
总市值/流通(百万元)	253,264/209,897
上证综指/深圳成指	3,225/13,237
12 个月最高/最低(元)	175.29/80.34

相关研究报告:

《洋河股份-002304-2019 年三季报点评：黎明前的黑暗，静待调整到位》 ——2019-10-30

《洋河股份-002304-2019 年中报:调整路更远，结构更优化》 ——2019-09-02

《洋河股份-002304-2018 年年报及 2019 年一季报：业绩基本符合预期，梦之蓝破百亿》 ——2019-04-30

《洋河股份-002304-如期迎来收获，梦之蓝持续发力》 ——2018-10-29

《洋河股份-002304-重大事件快评：蓝色经典结构持续优化，新江苏市场发展一片向好》 ——2018-10-10

证券分析师：陈梦瑶
电话：18520127266
E-MAIL：chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001

证券分析师：熊鹏
电话：13012858690
E-MAIL：xiongpeng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

Q3 业绩符合预期，苏酒龙头调整已见效

● 收入利润符合预期，三季度动销明显改善

公司 2020 前三季度营收 189.14 亿元（-10.35%），归母净利润 71.86 亿元（+0.55%），单 Q3 营收 54.85 亿元(+7.57%)；归母净利润 17.85 亿元（+14.07%），扣非后归母净利润 13.68 亿元（+2.25%），符合我们此前预期。公司三季度实现收入利润正增长，结束连续四个季度的业绩下滑，经过一年多的深度调整，梦系列带动公司势能上行，调整已见效。我们认为三季度收入增长主要由梦系列贡献，梦 3 回款较好，梦 6+消费者接受度较高顺利替换梦 6，海天仍处于去库存过程中，同比有所下滑。Q3 末公司预收账款 38.69 亿元，同比增长 95.5%，主要系三季度终端需求较好经销商回款较多，尤其是梦 3 回款较为积极。

● 毛利率小幅下滑，非经常性收益推升净利率

2020 前三季度公司毛利率 73.20%，同比增长 1.53pct，其中单三季度毛利率 73.16%，同比下滑 0.78pct，预计系去年同期梦 6 打款较多占比较高所致。Q3 公司销售费用率同比增长 0.31pct 至 17.96%，管理费用率（包含研发费用）同比增长 2.33pct 至 10.76%，其中研发费用大幅增长预计主要系新增研发项目投入增加，税金及附加比例同比下滑 0.08pct 至 13.17%，同时叠加公司投资的中银证券上市带来公允价值变动收益大幅增加，单二季度公司净利率同比增长 1.84pct 至 32.58%。

● 梦 6+完全全国化布局，战略调整见效

经过一年多的深度调整，公司各方面调整逐步见效，梦 6+省内消费者已逐渐接受，省外积极布局，当前梦 6+已完成全国范围内的渠道、团购的招商。同时梦 3 停货后升级版新品也将在年内上市，延续梦 6+的操作思路，终端定价将有一定提升。在去年低基数以及当前梦系列增长较好趋势下，预计全年保平目标有望顺利完成。

● 投资建议：维持 “买入”评级。

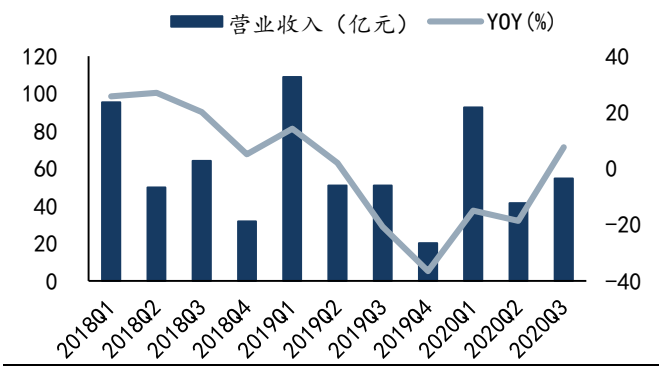
维持业绩预测，预计 2020-2022 年归母净利润 76.02/87.74/102.35 亿元，摊薄公司 EPS 为 5.04/5.82/6.79 元，当前股价对应 PE=33/29/25x。维持“买入”评级。**风险提示：**新品推广不急预期，省外推广不及预期

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24,160	23,126	23,586	26,415	29,838
(+/-%)	21.3%	-4.3%	2.0%	12.0%	13.0%
净利润(百万元)	8115	7383	7602	8774	10235
(+/-%)	22.5%	-9.0%	3.0%	15.4%	16.7%
摊薄每股收益(元)	5.39	4.90	5.04	5.82	6.79
EBIT Margin	40.4%	37.8%	38.7%	39.9%	41.7%
净资产收益率(ROE)	24.1%	20.2%	19.4%	20.8%	22.4%
市盈率(PE)	31.2	34.3	33.3	28.9	24.7
EV/EBITDA	25.6	28.4	27.9	25.7	24.0
市净率(PB)	7.53	6.94	6.47	6.00	5.54

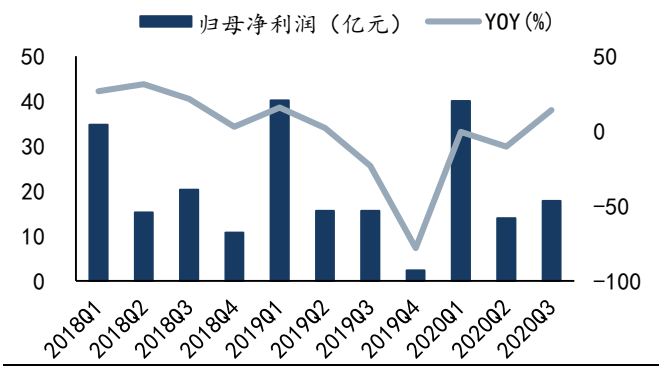
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：洋河股份分季度营业收入及同比增速



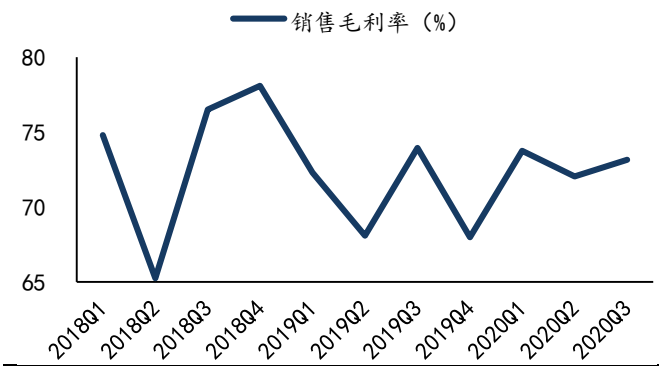
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：洋河股份分季度归母净利润及同比增速



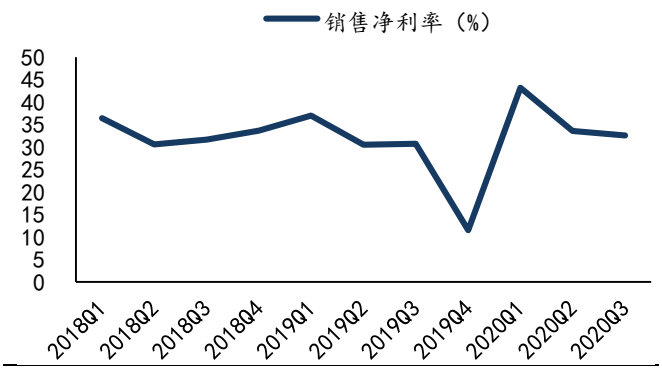
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3：洋河股份分季度毛利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：洋河股份分季度净利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司的估值对比（截止至 2020 年 11 月 1 日）

股票代码	简称	PE（TTM）	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600519.SH	贵州茅台	47	20,979	32.80	37.17	43.50	50.91	44.93	38.39	买入
000858.SZ	五粮液	49	9,485	4.48	5.25	6.40	54.50	46.51	38.16	买入
000568.SZ	泸州老窖	45	2,527	3.17	4.02	4.84	54.43	42.89	35.66	,买入
	平均	47	10997	13.48	15.48	18.25	53.28	44.78	37.40	
000858.SZ	**洋河股份**	**34**	**2,533**	***4.90***	***5.04***	***5.82***	***34.3***	***33.3***	***28.9***	**买入**

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	4300	4300	4300	4300
应收款项	713	508	569	643
存货净额	14433	14616	16092	17793
其他流动资产	383	391	438	494
流动资产合计	37806	48577	67419	96863
固定资产	7520	7168	6841	6512
无形资产及其他	1747	1677	1607	1537
投资性房地产	6357	6357	6357	6357
长期股权投资	25	27	35	44
资产总计	53455	63806	82260	111314
短期借款及交易性金融负债	0	7952	21701	45295
应付款项	1331	1313	1411	1589
其他流动负债	15206	14934	16446	18103
流动负债合计	16537	24199	39558	64988
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	427	478	529	602
长期负债合计	427	478	529	602
负债合计	16963	24677	40087	65589
少数股东权益	(17)	(16)	(15)	(13)
股东权益	36509	39145	42188	45738
负债和股东权益总计	53455	63806	82260	111314

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	4.90	5.04	5.82	6.79
每股红利	3.20	3.29	3.80	4.44
每股净资产	24.23	25.98	27.99	30.35
ROIC	26%	38%	44%	54%
ROE	20%	19%	21%	22%
毛利率	71%	72%	73%	74%
EBIT Margin	38%	39%	40%	42%
EBITDA Margin	41%	42%	43%	45%
收入增长	-4%	2%	12%	13%
净利润增长率	-9%	3%	15%	17%
资产负债率	32%	39%	49%	59%
息率	1.9%	2.0%	2.3%	2.6%
P/E	34.3	33.3	28.9	24.7
P/B	6.9	6.5	6.0	5.5
EV/EBITDA	28.4	27.9	25.7	24.0

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	23126	23586	26415	29838
营业成本	6626	6604	7168	7785
营业税金及附加	3201	3184	3566	4028
销售费用	2692	2613	2923	3133
管理费用	1856	2051	2209	2460
财务费用	(78)	(81)	(138)	(189)
投资收益	851	798	855	835
资产减值及公允价值变动	161	46	68	92
其他收入	(78)	0	0	0
营业利润	9762	10058	11610	13547
营业外净收支	9	15	15	15
利润总额	9771	10073	11626	13563
所得税费用	2385	2468	2848	3323
少数股东损益	3	3	4	5
归属于母公司净利润	7383	7602	8774	10235

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	7383	7602	8774	10235
资产减值准备	20	(0)	(1)	(1)
折旧摊销	775	817	849	876
公允价值变动损失	(161)	(46)	(68)	(92)
财务费用	(78)	(81)	(138)	(189)
营运资本变动	14207	(224)	76	75
其它	(19)	2	2	3
经营活动现金流	22205	8150	9632	11096
资本开支	(435)	(349)	(384)	(384)
其它投资现金流	(16857)	(10786)	(17258)	(27612)
投资活动现金流	(17307)	(11136)	(17650)	(28005)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(0)	0	0	0
支付股利、利息	(4822)	(4965)	(5731)	(6685)
其它融资现金流	5431	7952	13749	23594
融资活动现金流	(4213)	2986	8018	16909
现金净变动	685	0	0	0
货币资金的期初余额	3615	4300	4300	4300
货币资金的期末余额	4300	4300	4300	4300
企业自由现金流	21163	7140	8506	9953
权益自由现金流	26594	15172	21832	32491

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032