公司研究

季报点评

申港证券股份有限公司证券研究报告

结束连续下滑 改革成效显现

——洋河股份（002304.SZ）三季报点评　　食品饮料/饮料制造

申港证券 SHENGANG SECURITIES

事件：

公司发布三季报，2020 年前三季度实现营收 189.14 亿元，同比下滑 10.35%；归母净利润 71.86 亿元，同比增长 0.55%，扣非归母净利润 56.34 亿元，同比下滑 13.94%。Q3 营收 54.85 亿元，同比增长 7.57%；归母净利润 17.85 亿元，同比增长 14.07%，扣非归母净利润 13.68 亿元，同比增长 2.25%，业绩略超市场预期。

投资摘要：

Q3 结束连续 4 个季度营收下滑的局面，预收及现金流指标亮眼。Q3 营收 54.85 亿元，同比增长 7.57%。结合渠道反馈，双节旺季公司中高端产品销售情况良好，渠道出货动力恢复，我们认为增长主要由梦之蓝和双沟产品贡献。

截止三季度末合同负债 38.69 亿元，同比增长 95.52%。三季度经营性现金流量净额 22.89 亿元，同比+2.69%。主要因经销商信心改善，渠道去库存彻底、双节备货打款增加，M3 产品停货换代刺激经销商打款所致。

前三季度销售毛利率、销售净利率较同期提升 1.5、4.1pct。Q3 研发费用率 2.55%，同比+2.38pct，单季度研发费用 1.4 亿元，较同期 881 万元大幅增加。如剔除单季度 1.4 亿元的研发费用后，Q3 扣非净利润增速超过营收增速，说明梦之蓝等高端产品占比进一步提高。

费用投放增加、渠道及消费者促销恢复。Q3 销售费用率 17.96%，同比+0.31pct，管理费用率 8.21%，同比-0.05pct，整体较为平稳。其中销售费用率同比增加，主要为配合品牌投放，终端活化和消费者动销费用投放的逐步恢复。

改革成效逐步显现，产品培育和渠道恢复向好。公司从去年下半年开始的营销转型，重点理顺经销关系和渠道利润体系，聚焦梦之蓝产品，集中资源进行 M6+的打造和价位带培育。目前整体渠道库存降到 1-2 月水平，配额制和控货逐步恢复渠道利润，双节期间 M6+产品出现供不应求，渠道接受程度高、省内旺季动销良好，出现消费者复购。M3 产品控货提价，渠道价格有明显的提升，海天产品加大促销力度提振销量，经销商利润得到改善。

最坏时刻已经过去，看好未来经营向好趋势。渠道去库存后轻装上阵，伴随产品调整、出货动力好转。下半年公司又一核心产品 M3 换代上市，将拉高整体产品的价格和结构。随着 M6+品牌势能释放、双沟品牌的增长以及下滑产品的调整，预计四季度将保持恢复性增长，明年将在同比低基数基础上实现领先的增长。洋河渠道、品牌基础扎实，调整措施正确彻底，组织及团队氛围提升明显，调整后公司经营将更为稳健、良性。

投资建议：公司渠道和产品调整已见成效，渠道和产品正循环建立，经营形势逐步向好。预计 20-22 年归母净利润至 75.8/87.0/95.9 亿元，每股收益 5.03/5.77/6.37 亿元，当前股价对应 PE 为 33.37/29.07/26.36 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复影响消费场景、营销改革不及预期、产品培育不及预期

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	24,159.80	23,126.48	22,575.28	25,374.27	27,998.41
增长率（%）	21.30%	-4.28%	-2.38%	12.40%	10.34%
归母净利润（百万元）	8,115.19	7,382.82	7,579.07	8,700.08	9,593.03
增长率（%）	22.45%	-9.02%	2.66%	14.79%	10.26%
净资产收益率（%）	24.12%	20.22%	18.91%	20.01%	20.21%
每股收益(元)	5.39	4.90	5.03	5.77	6.37
PE	31.16	34.26	33.37	29.07	26.36
PB	7.52	6.93	6.31	5.82	5.33

评级　　买入（维持）

2020 年 10 月 22 日

曹旭特　　分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据	时间 2020.10.21
总市值/流通市值（亿元）	2,384.96/1,976.57
总股本（万股）	150,698.8
资产负债率（%）	20.32
每股净资产（元）	25.34
收盘价（元）	158.26
一年内最低价/最高价（元）	80.34/160.8

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

1、《洋河股份公司深度研究：开启新周期》2020-09-30

资料来源：公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
主营收入(百万元)	10889.63	5108.95	5099.15	2028.74	9268.17	4160.34	5485.13
增长率（%）	14.18%	2.08%	-20.61%	-36.49%	-14.89%	-18.57%	7.57%
毛利率（%）	72.29%	68.08%	73.94%	67.99%	73.74%	72.05%	73.16%
期间费用率（%）	11.27%	20.90%	25.88%	50.01%	12.36%	23.96%	28.52%
净利润（百万元）	4025.17	1559.72	1567.41	233.78	4003.45	1398.33	1786.83
增长率（%）	15.80%	1.97%	-22.94%	-78.27%	-0.54%	-10.35%	14.00%
每股盈利（季度，元）	2.67	1.04	1.04	0.16	2.66	0.93	1.18
资产负债率（%）	23.91%	23.39%	21.68%	31.73%	23.24%	20.30%	20.32%
净资产收益率（%）	10.65%	4.50%	4.32%	0.64%	10.01%	3.81%	4.68%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1：公司盈利预测表

利润表					单位:百万元	资产负债表					单位:百万元
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	24160	23126	22575	25374	27998	**流动资产合计**	35875	37806	42392	45249	50590
营业成本	6353	6626	5523	6042	6378	货币资金	3615	4300	3788	4344	8009
营业税金及附加	3770	3201	3324	3624	4061	应收账款	5	16	10	15	15
营业费用	2561	2692	2596	2994	3331	其他应收款	48	38	37	41	45
管理费用	1704	1856	1896	2084	2326	预付款项	19	200	92	100	106
研发费用	28	160	282	241	301	存货	13892	14433	12053	13174	13912
财务费用	-65	-78	-72	-75	-73	其他流动资产	16932	183	8000	8992	9922
资产减值损失	1	-2	0	0	0	**非流动资产合计**	13689	15649	14913	14347	13675
公允价值变动收益	0	159	79	119	99	长期股权投资	9	25	25	25	25
投资净收益	918	851	884	867	876	固定资产	7834	7257	6580	5988	5341
营业利润	10814	9762	10076	11536	12737	无形资产	1782	1747	1697	1649	1601
营业外收入	38	22	5	14	9	商誉	276	276	276	276	276
营业外支出	12	13	2	8	5	其他非流动资产	205	204	196	220	243
利润总额	10839	9771	10079	11542	12742	**资产总计**	49564	53455	57305	59595	64265
所得税	2724	2385	2496	2838	3144	**流动负债合计**	15628	16537	16815	15694	16386
净利润	8115	7386	7582	8704	9597	短期借款	0	0	1891	0	0
少数股东损益	0	3	3	4	4	应付账款	1261	1331	1088	1190	1256
归属母公司净利润	8115	7383	7579	8700	9593	预收款项	4468	6754	5384	6052	6677
EBITDA	13238	12153	10781	12251	13458	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
EPS（元）	5.39	4.90	5.03	5.77	6.37	**非流动负债合计**	311	427	427	427	427
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						**负债合计**	15939	16963	17242	16121	16813
营业收入增长	21.30%	-4.28%	-2.38%	12.40%	10.34%	少数股东权益	-20	-17	-14	-10	-6
营业利润增长	22.38%	-9.73%	3.22%	14.49%	10.41%	实收资本（或股本）	1507	1507	1507	1507	1507
归属于母公司净利润增长	22.45%	-9.02%	2.66%	14.79%	10.26%	资本公积	742	742	1000	1000	1000
获利能力						未分配利润	30784	33510	36820	40228	44201
毛利率(%)	73.70%	71.35%	75.54%	76.19%	77.22%	归属母公司股东权益合计	33645	36509	40077	43485	47458
净利率(%)	33.59%	31.94%	33.59%	34.30%	34.28%	**负债和所有者权益**	49564	53455	57305	59595	64265
总资产净利润(%)	16.37%	13.81%	13.23%	14.60%	14.93%	**现金流量表**					单位:百万元
ROE(%)	24.12%	20.22%	18.91%	20.01%	20.21%		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
偿债能力						**经营活动现金流**	9057	6798	614	6901	8359
资产负债率(%)	32%	32%	30%	27%	26%	净利润	8115	7386	7582	8704	9597
流动比率						折旧摊销	757	775	777	791	794
速动比率						财务费用	-65	-78	-72	-75	-73
营运能力						应付帐款减少	3	-11	6	-4	0
总资产周转率	0.52	0.45	0.41	0.43	0.45	预收帐款增加	269	2285	-1370	668	626
应收账款周转率	3475	2151	1706	2027	1919	**投资活动现金流**	-3349	-1293	923	762	852
应付账款周转率	20.36	17.84	18.67	22.28	22.89	公允价值变动收益	0	159	79	119	99
每股指标（元）						长期股权投资减少	-7	-16	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	5.39	4.90	5.03	5.77	6.37	投资收益	918	851	884	867	876
每股净现金流(最新摊薄)	1.24	0.45	-0.34	0.37	2.43	**筹资活动现金流**	-3841	-4823	-2048	-7108	-5546
每股净资产(最新摊薄)	22.33	24.23	26.59	28.86	31.49	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	31.16	34.26	33.37	29.07	26.36	普通股增加	0	0	0	0	0
P/B	7.52	6.93	6.31	5.82	5.33	资本公积增加	0	0	258	0	0
EV/EBITDA	18.83	20.46	23.28	20.29	18.20	**现金净增加额**	1866	682	-512	556	3665

资料来源：公司财报，申港证券研究所

单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上