洋河股份（002304）

调整如期到位，梦 6+发力可期

买入（维持）

2020 年 10 月 21 日

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn
研究助理 宋英男
songyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	23,126	22,061	25,096	27,927
同比（%）	-4.3%	-4.6%	13.8%	11.3%
归母净利润（百万元）	7,383	7,517	8,649	9,804
同比（%）	-9.0%	1.8%	15.1%	13.4%
每股收益（元/股）	4.90	4.99	5.74	6.51
P/E（倍）	32.30	31.73	27.58	24.33

事件

公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 189.14 亿元（-10.35%），归母净利 71.86 亿元（+0.55%），扣非净利 56.34 亿元（-13.94%）。20Q3 实现营收 54.85 亿元（+7.57%），归母净利 17.85 亿元（+14.07%），扣非净利 13.68 亿元（+2.25%）。

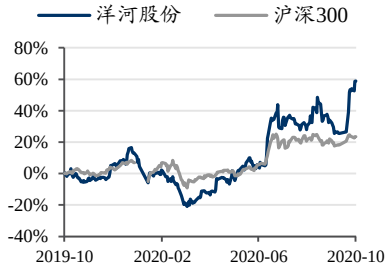
投资要点

- **业绩重回增长，公司调整基本到位：**公司 20Q1-Q3 实现营收 189.14 亿元，同比-10.35%，20Q3 营收 54.85 亿，归母净利 17.85 亿，分别同比+7.57/14.07%，自 19Q3 以来收入/业绩同比增速首次转正。**1）从省内看，**梦系列保持增长，以南京市场为例，因渠道价格管控到位，20Q1-Q3 梦 3 同比保持约 15%增长，梦 6 及梦 6+由于产品换新影响略有下滑，天之蓝保持低个位数增长，海之蓝略有下滑，海/天系列保持相对平稳状态。**2）从省外看，**公司省外核心市场下半年均保持环比改善态势，安徽市场梦 3 保持增长，海天占比下降；湖南市场梦 6+/梦 3 保持同比增长，带动打款/动销个位数增长；山东市场以去化库存为主，中秋国庆不强制打款，梦 3 等部分产品配额限制对全年任务完成略有影响。**整体来看公司深度调整已基本到位，**当前公司在渠道库存（同比 19Q3 下降 1-1.5 个月左右），主产品价盘（相比 19 年初 M3 批价回升约 30 元，M6+/海/天批价亦有提振），渠道信心等方面均有显著改善。

- **结构优化+理财收益提振净利率，现金流环比改善：**20Q1-Q3 公司净利率为 38.01%(+4.11pct)，一方面由于 20H1 疫后中低端产品份额下降结构优化后公司毛利率提升 1.53pct（为 73.2%），另一方面公司由于赎回理财产品带来公允价值净收益同比增加约 11 亿元所致，公司销售/管理（含研发）费用率分别同比+0.7/1.8pct。公司 20Q3 单季度毛利率为 73.16%（-0.78pct），预计系中低档产品海/天恢复增长，梦系列部分地区配额限制所致，同时公司销售费用率同比+0.31pct，管理（含研发）费用率主要由于新增 1.3 亿研发费用同比+2.33pct，此外由于公司公允价值净收益增加，公司净利率为 32.58%(+1.84pct)。**现金流方面，**20Q3 公司经营性净现金流 22.9 亿元（环比约+47 亿，系公司赎回理财所致）；公司其他应付款较年初下滑约 44 亿，主要是经销商保证金直接退还或充作购酒款，与缓和厂商关系，降低渠道资金压力和库存的目标相符合。

- **公司核心优势不改，梦 6+发力高线次高端：**我们认为公司在品牌和渠道方面已基本实现全国化，核心优势短期难被超越，而公司业内领先的优质基酒产能及储酒能力也足够支撑其未来的高端及次高端布局。公司针对 500-600 元高线次高端价格带推出卡位产品梦 6+，当前全国招商顺利，且该价格带当前处于竞争蓝海，未来有望冲击百亿大单品。当前公司回购已基本完成，随后续激励政策的陆续落地，公司品牌+渠道的核心优势也将进一步释能，助推公司高质量增长。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	158.26
一年最低/最高价	78.15/160.80
市净率(倍)	6.25
流通 A 股市值(百万元)	197657.18

基础数据

每股净资产(元)	25.34
资产负债率(%)	20.32
总股本(百万股)	1506.99
流通 A 股(百万股)	1248.94

相关研究

1、《洋河股份（002304）：梦 6+布局提速，公司改善可期》2020-08-30
2、《洋河股份（002304）：调整渐进，静待改善》2020-04-29
3、《洋河股份（002304）：压力全释放，轻装再出发》2020-03-01

请务必阅读正文之后的免责声明部分

■ **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年公司收入分别为 220.6/251.0/279.3 亿元，同比-4.6/+13.8/+11.3%；归母净利润分别为 75.2/86.5/98.0 亿元，同比+1.8/15.1/13.4%；对应 PE 分别为 32/28/24X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**次高端白酒需求回落，白酒竞争加剧，省外扩张不达预期。

表 1：分季度财务数据一览

单位：百万元	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业总收入	3,194	10,890	5,109	5,099	2,029	9,268	4,160	5,485
yoy	*27.0%*	*43.5%*	*29.6%*	*-4.7%*	*-36.5%*	*-14.9%*	*-18.6%*	*7.6%*
归母净利润	1,076	4,021	1,561	1,565	236	4,002	1,399	1,785
yoy	*8.9%*	*46.6%*	*34.0%*	*-6.5%*	*-78.0%*	*-0.5%*	*-10.4%*	*14.1%*
毛利率（%）	78.09	72.29	68.08	73.94	67.99	73.74	72.05	73.16
期间费用率（%）	29.96	11.27	20.90	25.88	50.01	12.36	23.96	28.52
其中：销售费用率（%）	18.13	6.40	13.18	17.65	20.77	6.74	13.40	17.96
管理费用率（%）	12.75	5.03	8.16	8.43	30.67	5.70	11.30	10.76
财务费用率（%）	(0.92)	(0.16)	(0.44)	(0.19)	(1.43)	(0.08)	(0.73)	(0.21)
归母净利率（%）	33.70	36.92	30.55	30.68	11.66	43.18	33.62	32.54
ROE	3.25	11.25	4.30	4.41	0.65	10.46	3.64	4.76
pct	*-0.62*	*1.25*	*0.11*	*-1.65*	*-2.60*	*-0.79*	*-0.66*	*0.36*
资产负债率（%）	32.16	23.91	23.39	21.68	31.73	23.24	20.30	20.32
pct	*3.05*	*-8.99*	*-2.48*	*-4.08*	*-0.43*	*-0.67*	*-3.09*	*-1.36*
存货	13,892	12,980	12,892	13,301	14,433	13,535	13,790	13,558
较上年同比增减	*1,671*	*1,706*	*1,287*	*1,492*	*541*	*555*	*898*	*257*
存货周转天数（天）	758	401	519	614	769	517	706	745
较上年同比增减（天）	*81*	*41*	*55*	*105*	*11*	*117*	*188*	*131*
应付账款及应付票据	1,261	1,396	1,347	1,297	1,331	1,136	1,186	960
较上年同比增减	*-483*	*-110*	*185*	*292*	*69*	*-260*	*-161*	*-337*
预收账款	4,468	1,974	1,779	1,979	6,754	6432	3948	3869
较上年同比增减	*621*	*612*	*317*	*-466*	*2,285*	*4,458*	*2,169*	*1,890*
经营性现金流净额	3,182	123	-633	2,229	5,079	-329	-2,405	2,289
筹资性现金流净额	-	-1	-3,475	-1,347	-	-501	-4,119	-840
资本开支	92	64	52	87	115	82	70	82

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

洋河股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**37,806**	**40,453**	**48,014**	**51,839**
现金	4,300	6,165	8,465	11,592
应收账款	675	649	831	766
存货	14,433	15,138	18,468	17,447
其他流动资产	18,398	18,500	20,250	22,034
非流动资产	**15,649**	**15,011**	**15,603**	**15,995**
长期股权投资	25	24	24	24
固定资产	7,257	6,352	6,977	7,395
在建工程	263	193	203	208
无形资产	1,747	1,724	1,682	1,652
其他非流动资产	6,357	6,718	6,717	6,716
资产总计	**53,455**	**55,465**	**63,617**	**67,834**
流动负债	**16,537**	**15,576**	**19,176**	**17,917**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,331	1,083	1,660	1,157
其他流动负债	15,206	14,492	17,516	16,760
非流动负债	**427**	**427**	**427**	**427**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	427	427	427	427
负债合计	**16,963**	**16,002**	**19,602**	**18,343**
少数股东权益	-17	-42	-51	-61
归属母公司股东权益	36,509	39,505	44,066	49,551
负债和股东权益	**53,455**	**55,465**	**63,617**	**67,834**

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	6,798	5,423	6,477	7,331
投资活动现金流	-1,293	806	-334	-214
筹资活动现金流	-4,823	-4,364	-3,843	-3,990
现金净增加额	685	1,865	2,299	3,127
折旧和摊销	776	601	647	732
资本开支	317	-999	592	391
营运资本变动	-271	-1,743	-1,661	-1,957

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**23,126**	**22,061**	**25,096**	**27,927**
减:营业成本	6,626	5,914	6,721	7,183
营业税金及附加	3,201	2,875	3,204	3,540
营业费用	2,692	2,464	2,729	3,088
管理费用	1,856	1,848	2,082	2,304
财务费用	-78	-157	-245	-329
资产减值损失	-2	0	0	0
加:投资净收益	851	835	855	848
其他收益	159	40	50	62
营业利润	**9,762**	**9,981**	**11,508**	**13,051**
加:营业外净收支	9	8	11	8
利润总额	**9,771**	**9,989**	**11,520**	**13,059**
减:所得税费用	2,385	2,497	2,880	3,265
少数股东损益	3	-25	-9	-10
归属母公司净利润	**7,383**	**7,517**	**8,649**	**9,804**
EBIT	9,642	9,832	11,300	12,758
EBITDA	10,418	10,433	11,947	13,491

重要财务与估值指标				
每股收益(元)	4.90	4.99	5.74	6.51
每股净资产(元)	24.23	26.21	29.24	32.88
发行在外股份(百万股)	1507	1507	1507	1507
ROIC(%)	19.8%	18.5%	19.1%	19.2%
ROE(%)	20.2%	19.0%	19.6%	19.8%
毛利率(%)	71.3%	73.2%	73.2%	74.3%
销售净利率(%)	31.9%	34.1%	34.5%	35.1%
资产负债率(%)	31.7%	28.9%	30.8%	27.0%
收入增长率(%)	-4.3%	-4.6%	13.8%	11.3%
净利润增长率(%)	-9.0%	1.8%	15.1%	13.4%
P/E	32.30	31.73	27.58	24.33
P/B	6.53	6.04	5.41	4.81
EV/EBITDA	20.78	20.57	17.77	15.50

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn