开源证券

洋河股份（002304.SZ）

2020 年 08 月 31 日

改革坚定推进，拐点渐行渐近

——公司信息更新报告

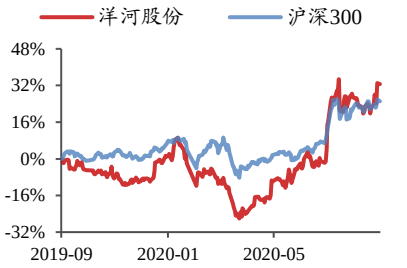
投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

逄晓娟（联系人）
pangxiaojuan@kysec.cn
证书编号：S0790120040011

日期	2020/8/31
当前股价(元)	141.09
一年最高最低(元)	145.88/80.34
总市值(亿元)	2,126.21
流通市值(亿元)	1,762.13
总股本(亿股)	15.07
流通股本(亿股)	12.49
近 3 个月换手率(%)	48.26

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-渠道调整效果初显，实际回款好于收入表现》-2020.4.29

《公司首次覆盖报告-改革深化，蓄势待发》-2020.4.29

● **公司改革持续推进，收入改善弹性大，维持“增持”评级**

公司发布 2020 年半年度报告，实现营业收入 134.3 亿元，同比下降 16.1%，归母净利润 54.0 亿元，同比下降 3.2%；其中 Q2 实现收入 41.6 亿元，同比下降 18.6%，实现归母净利润 14.0 亿元，同比下降 10.4%。随着 M6+占位成功及渠道利益理顺，公司品牌力和发展赛道将再上新台阶，成长拐点渐行渐近，后期改善弹性大。维持盈利预测，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 5.11 元、5.76 元、6.62 元，同比分别增长 4%、13%、15%，当前股价对应 PE 分别为 28、25、21 倍，维持“增持”评级。

● **上半年持续去库存，Q2 收入降幅环比 Q1 扩大**

公司继续坚持 2019 年开始的战略调整方向，不要求硬性回款，二季度发货较少，以经销商去库存为主，因此二季度末预收款环比下降 24.8 亿元，销售商品收到现金同比下降 58.7%，Q2 营收收入降幅环比 Q1 扩大 3.7pct。 上半年公司省内下降幅度仍然超过省外，省内、省外收入分别同比下降 17.8%、14.3%。

● **产品结构优化带动毛利率提升，期间费用平稳，净利率提升幅度较大**

Q2 毛利率同比提升 3.97pct 至 72.1%，原因是 Q2 海、天系列库存较高，以去库存为主，而梦之蓝一季度末库存相对低位，回款负担小，且二季度 M6+首批回款力度较大，产品结构提升明显；Q2 公司销售费用率为 13.4%，维持稳定，但是结构上向消费者倾斜，管理费用率 10.2%，较同期变动不大；公司 2020Q2 税金及附加同比提升 5.89pct 至 17.3%；综合来看，公司 2020Q2 净利率同比提升 3.07pct 至为 33.62%。

● **外部环境好转，内部动力十足，公司三季度营收环比将有明显改善**

公司 7 月份仍然不要求硬性回款，预计中秋前库存将处于较低的位置，同时三季度是全年完成任务与否的重要时点，公司上半年给了渠道和销售团队足够的时间，三季度公司销售团队主动性和紧迫性高，外部消费环境逐步复苏、库存低位叠加 2019 年同期低基数，三季度收入提速弹性大。

风险提示：宏观经济波动导致需求下滑，公司全国化进展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24,160	23,126	23,900	26,205	28,630
YOY(%)	21.3	-4.3	3.3	9.6	9.3
归母净利润(百万元)	8,115	7,383	7,706	8,682	9,973
YOY(%)	22.5	-9.0	4.4	12.7	14.9
毛利率(%)	73.7	71.3	74.1	75.1	77.0
净利率(%)	33.6	31.9	32.2	33.1	34.8
ROE(%)	24.1	20.2	19.4	19.5	19.8
EPS(摊薄/元)	5.39	4.90	5.11	5.76	6.62
P/E(倍)	26.3	28.9	27.7	24.6	21.4
P/B(倍)	6.3	5.8	5.4	4.8	4.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	35875	37806	44770	50639	48055
现金	3615	4300	14239	15612	17057
应收票据及应收账款	248	675	279	767	376
其他应收款	48	38	51	46	60
预付账款	19	200	26	222	49
存货	13892	14433	12015	15832	12354
其他流动资产	18052	18160	18160	18160	18160
非流动资产	13689	15649	15385	15675	15908
长期投资	9	25	40	54	68
固定资产	7834	7257	7065	7399	7667
无形资产	1782	1747	1695	1650	1613
其他非流动资产	4064	6620	6585	6572	6559
资产总计	49564	53455	60155	66313	63962
流动负债	15628	16537	20048	21333	13038
短期借款	0	0	7705	3474	374
应付票据及应付账款	1261	1331	1090	1459	1121
其他流动负债	14367	15206	11253	16401	11543
非流动负债	311	427	427	427	427
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	311	427	427	427	427
负债合计	15939	16963	20475	21760	13464
少数股东权益	-20	-17	-14	-10	-6
股本	1507	1507	1507	1507	1507
资本公积	742	742	742	742	742
留存收益	31538	34264	37483	41025	45063
归属母公司股东权益	33645	36509	39694	44563	50504
负债和股东权益	49564	53455	60155	66313	63962

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	9057	6798	6427	9637	8581
净利润	8115	7386	7709	8686	9978
折旧摊销	757	776	614	662	732
财务费用	-65	-78	7	-63	-317
投资损失	-918	-851	-652	-631	-599
营运资金变动	1191	-271	-1219	1021	-1168
其他经营现金流	-24	-164	-32	-38	-46
投资活动现金流	-3349	-1293	334	-282	-320
资本支出	471	317	-278	275	219
长期投资	-3783	-1828	-14	-14	-14
其他投资现金流	-6661	-2804	42	-21	-116
筹资活动现金流	-3841	-4823	-4528	-3750	-3716
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-3841	-4823	-4528	-3750	-3716
现金净增加额	1865	685	2233	5604	4544

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	24160	23126	23900	26205	28630
营业成本	6353	6626	6187	6514	6594
营业税金及附加	3770	3201	3309	3628	3963
营业费用	2561	2692	2868	3092	3378
管理费用	1704	1856	1919	2104	2298
研发费用	28	160	64	94	126
财务费用	-65	-78	7	-63	-317
资产减值损失	1	-2	0	0	0
其他收益	63	85	0	0	0
公允价值变动收益	0	159	32	38	46
投资净收益	918	851	652	631	599
资产处置收益	25	20	0	0	0
营业利润	10814	9762	10230	11505	13231
营业外收入	38	22	30	26	28
营业外支出	12	13	13	13	13
利润总额	10839	9771	10247	11518	13246
所得税	2724	2385	2538	2832	3269
净利润	8115	7386	7709	8686	9978
少数股东损益	0	3	3	4	4
归母净利润	8115	7383	7706	8682	9973
EBITDA	11488	10418	10816	12071	13605
EPS(元)	5.39	4.90	5.11	5.76	6.62

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	21.3	-4.3	3.3	9.6	9.3
营业利润(%)	22.4	-9.7	4.8	12.5	15.0
归属于母公司净利润(%)	22.5	-9.0	4.4	12.7	14.9
获利能力					
毛利率(%)	73.7	71.3	74.1	75.1	77.0
净利率(%)	33.6	31.9	32.2	33.1	34.8
ROE(%)	24.1	20.2	19.4	19.5	19.8
ROIC(%)	23.7	19.8	16.1	17.8	19.0
偿债能力					
资产负债率(%)	32.2	31.7	34.0	32.8	21.1
净负债比率(%)	-9.9	-11.0	-15.7	-26.6	-32.5
流动比率	2.3	2.3	2.2	2.4	3.7
速动比率	0.3	1.4	1.6	1.6	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	103.0	50.1	50.1	50.1	50.1
应付账款周转率	5.3	5.1	5.1	5.1	5.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	5.39	4.90	5.11	5.76	6.62
每股经营现金流(最新摊薄)	6.01	4.51	4.27	6.39	5.69
每股净资产(最新摊薄)	22.33	24.23	26.34	29.57	33.51
估值比率					
P/E	26.3	28.9	27.7	24.6	21.4
P/B	6.3	5.8	5.4	4.8	4.2
EV/EBITDA	18.3	18.4	17.5	15.2	13.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn