

投资评级：增持(维持评级)

当前价格(元): 102.3

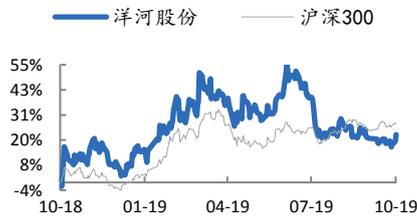
合理价格区间(元): 101.7~120.8

证券分析师
张梦甜

资格编号: S0120518060002

电话: 021-68761616-8610

邮箱: zhangmt@tebon.com.cn

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	1.1	-4.3	-12.4
相对涨幅 (%)	-0.4	-7.5	-13.9

资料来源: 德邦研究所

相关研究

《梦之蓝拉升品牌力, 省外维持快速扩张》2019.06.28

省内主动调整承压, 有望重回良性发展 洋河股份(002304)

投资要点:

- **事件:** 洋河公布 2019 年三季报, 前三季度收入 210.98 亿元, 同比+0.63%; 归母净利润 71.46 亿元, 同比+1.53%。其中, Q3 总收入 50.99 亿元, 同比-20.61%; 归母净利润 15.65 亿元, 同比-23.07%。
- **Q3 收入下滑幅度较大, 主要系公司省内主动控货所致。** Q1 收入增速 14.18%, Q2 收入增速 2.08%, Q3 收入同比下滑 20.61%, 若考虑预收款变化, 则 Q3 实际收入增速同比下滑 25.75%。Q3 收入下滑幅度略差于预期, 主要是面对省内海/天产品老化、渠道利润低、渠道推力不足等问题, 公司今年下决心调整。从 6 月初起对省内市场海、天、梦实行控货, 对经销商打款没有量的要求, 特别是在中秋配额上进行了调整, 以降低渠道库存、控货挺价。
- **公司采取一系列措施应对问题, 库存及价格趋势好转。** 为应对省内问题, 公司采取了一系列措施, 包括改善厂商合作关系, 由以往厂家主导转变为厂商协商, 调动经销商积极性; 实行柔性考核、跨期考核制度, 避免出现压货及费用投放乱象; 力挺终端价格等。目前省内渠道库存呈下降趋势, 海、天、梦终端价呈回升趋势, 期待 Q4 及春节经销商打款改善。短期看, 省内收入增长面临压力, 中长期看, 调整到位有利于公司更为良性地发展。
- **Q3 公司加大折扣让利渠道, 毛利率下降/销售费用率提升。** Q3 毛利率同比下滑 2.57%至 73.9%, 营业税金率同比下降了 6.25%, 销售费用率同比提升了 5.06%至 17.65%, 净利率同比下滑 0.98%至 30.68%。Q3 毛利率下降主要系公司下调了经销商结算价、加大了给经销商的折扣; 销售费用率提升幅度较大, 一方面是销售收入有所下滑, 另一方面公司也加大折扣及费用投放。预计未来随着收入回升, 费用率有望保持平稳。
- **公司推出股份回购, 彰显长期发展信心。** 公司公告了股份回购计划, 拟以不超过 135 元/股的价格回购 10 亿-15 亿规模的股份, 用于对核心骨干员工实施股权激励或员工持股计划。若按回购价格上限计算, 拟回购股份占目前总股本的比例为 0.73%。公司新任管理层持股比例较低, 股权激励有利于进一步激发活力。
- **盈利预测:** 公司目前处于调整阵痛期, 此次调整态度坚决, 有利于解决省内积累的问题, 重回良性发展。公司回购股份, 股权激励有望进一步激发活力。考虑到省内调整, 将公司 2019-21 年 EPS 从 6.24/7.21/8.26 下调为 5.55/6.36/7.09, 对应 PE 为 18.43/16.08/14.42 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济严重低迷, 行业竞争恶化。

股票数据

总股本(百万)	1,506.99
流通 A 股(百万)	1,506.99
52 周内股价区间(元)	133.58-84.8
总市值(百万)	159,137.93
总资产(百万)	46,296.93
每股净资产(元)	24.07

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	19918	24160	24689	27663	30839
(+/-) YoY (%)	15.9	21.3	2.2	12.0	11.5
净利润(百万元)	6627	8115	8363	9587	10690
(+/-) YoY (%)	13.7	22.5	3.1	14.6	11.5
全面摊薄 EPS	4.40	5.39	5.55	6.36	7.09
毛利率 (%)	66.5	73.7	73.6	73.8	74.3
净资产收益率	22.5	24.1	22.5	23.4	23.6

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	24160	24689	27663	30839
每股收益	5.39	5.55	6.36	7.09	营业成本	6353	6518	7248	7926
每股净资产	22.33	24.70	27.24	30.08	毛利率%	73.7	73.6	73.8	74.3
每股经营现金流	6.01	5.80	6.38	6.98	营业税金及附加	3770	2395	2766	3300
每股股利	3.20	3.27	3.82	4.26	营业税金率%	15.6	9.7	10.0	10.7
价值评估 (倍)					营业费用	2561	3703	3873	4163
P/E	17.59	18.43	16.08	14.42	营业费用率%	10.6	15.0	14.0	13.5
P/B	4.24	4.14	3.76	3.40	管理费用	1704	1975	2075	2313
P/S	6.38	6.24	5.57	5.00	管理费用率%	7.1	8.0	7.5	7.5
EV/EBITDA	13.25	13.83	11.98	10.65	研发费用	28	25	30	33
股息率%	3.4	3.2	3.7	4.2	研发费用率%	0.1	0.1	0.1	0.1
盈利能力指标 (%)					EBIT	9743	10073	11671	13104
毛利率	73.7	73.6	73.8	74.3	财务费用	-65	-70	-83	-99
净利润率	33.6	33.9	34.7	34.7	财务费用率%	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
净资产收益率	24.1	22.5	23.4	23.6	资产减值损失	1	0	0	0
资产回报率	16.4	15.6	16.1	16.3	投资收益	918	930	950	970
投资回报率	26.7	25.1	26.4	27.0	营业利润	10814	11148	12784	14256
盈利增长 (%)					营业外收支	26	16	16	16
营业收入增长率	21.3	2.2	12.0	11.5	利润总额	10839	11164	12800	14272
EBIT 增长率	19.3	3.4	15.9	12.3	EBITDA	10501	10832	12444	13891
净利润增长率	22.5	3.1	14.6	11.5	所得税	2724	2809	3220	3590
偿债能力指标					有效所得税率%	25.1	25.2	25.2	25.2
资产负债率%	32.2	30.6	31.0	30.8	少数股东损益	0	-9	-7	-8
流动比率	2.3	2.5	2.6	2.7	归属母公司所有者净利润	8115	8363	9587	10690
速动比率	1.4	1.6	1.7	1.8					
现金比率	0.2	0.3	0.3	0.3	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	3615	4377	5120	6200
应收帐款周转天数	3.5	3.4	3.5	3.5	应收款项	248	229	262	292
存货周转天数	768.5	770.0	780.0	790.0	存货	13892	13750	15488	17154
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	其它流动资产	18119	21832	25549	29275
固定资产周转率	3.0	3.2	3.9	4.7	流动资产合计	35875	40188	46419	52921
					长期股权投资	9	10	11	12
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产	7834	7378	6812	6188
净利润	8115	8363	9587	10690	在建工程	155	95	65	35
少数股东损益	0	-9	-7	-8	无形资产	1782	1929	2101	2289
非现金支出	759	759	773	787	非流动资产合计	13689	13371	12999	12533
非经营收益	-1008	-956	-976	-996	资产总计	49564	53559	59418	65454
营运资金变动	1191	581	244	46	短期借款	0	0	0	0
经营活动现金流	9057	8739	9621	10519	应付账款	1261	1125	1191	1259
资产	-426	-364	-324	-294	预收账款	4468	4444	4703	4626
投资	-3783	-51	-51	-1	其它流动负债	9899	10493	12199	13975
其他	859	-2770	-2750	-2730	流动负债合计	15628	16061	18093	19860
投资活动现金流	-3349	-3185	-3125	-3025	长期借款	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	其它长期负债	311	311	311	311
股权募资	0	0	0	0	非流动负债合计	311	311	311	311
其他	-3841	-4792	-5752	-6414	负债总计	15939	16373	18404	20171
融资活动现金流	-3841	-4792	-5752	-6414	实收资本	1507	1507	1507	1507
现金净流量	1866	761	743	1080	普通股股东权益	33645	37216	41050	45326
					少数股东权益	-20	-29	-36	-43
					负债和所有者权益合计	49564	53559	59418	65454

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2019-10-30

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。