

洋河股份 (002304)

证券研究报告

2019年11月02日

回购正当时，长期继续看好

洋河股份发布 2019 年三季报，公司前三季度实现收入 210.98 亿元，实现归母净利润 71.46 亿元；公司同时公布了新的回购公告，长期继续看好。2019 年 10 月 29 日，洋河股份发布了 2019 年三季报，公司 2019 年前三季度实现营业收入 210.98 亿元，同比增长 0.63%。前三季度实现归属于上市公司股东净利润 71.46 亿元，同比增长 1.53%。

同日，公司公布了回购方案，公司本次回购股份资金总额不低于人民币 10 亿元且不超过人民币 15 亿元，回购股份价格不超过人民币 135 元/股，资金来源为自有资金。回购股份实施期限为自公司第六届董事会第九次会议审议通过本次回购股份方案之日起 12 个月内。

我们预测回购方案的公布会对公司短期的股价表现有一定的支撑作用。同时，长期来看本次回购的股份拟用于股权激励或员工持股计划，有利于充分调动公司核心骨干员工的积极性，完善公司长效激励机制，提高团队凝聚力和竞争力，有效推动公司的长远健康发展。

应收票据期末余额比上年末下降 60.50%，主要系上年末收取经销商的银行承兑汇票本期到期兑付所致。预收款项期末余额比上年末下降 55.71%，系上年末预收经销商货款本期符合收入确认条件结转收入所致。应收大幅减少的同时预收变动不大，我们判断公司主动控货的迹象明显，主要是为了清理渠道库存，为春节旺季做准备。

公司费用率分析：销售费用率 10.76%，稳定再良好的通道之中；管理费用率 6.47%，保持低位；研发费用大幅上涨 41.48%

当期公司销售费用率为 10.76%，稳定在良好的通道之中。当期管理费用率维持低位，为 6.47%。同时，公司研发费用发生额年初至报告期末比上年同期增长 41.48%，系本期研发投入材料和研发人员工资增加所致。长期看好公司为产品研发、品质提升所作出的努力转化为资本市场的业绩。

公司销售利润率分析：公司内部管理到位，销售利润率保持相对稳定

公司 2019 年前三季度销售毛利率、销售净利率和去年同期相比维持了相近的水平，销售毛利率为 71.67%，销售净利率为 33.9%。这说明公司内部管理到位，上下层级之间协同效应明显。

盈利预测与估值

基于审慎性原则，预计公司 19-21 年营收为 246/259/290 亿元，净利润为 83/90/103 亿元，EPS 为 5.51/5.95/6.85 元/股，给予洋河 19 年 24 倍估值，目标价为 132 元，30%以上空间，”买入”评级。

风险提示：宏观经济不确定风险 行业竞争加剧风险 市场需求变化风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,917.94	24,159.80	24,643.00	25,875.15	28,980.17
增长率(%)	15.92	21.30	2.00	5.00	12.00
EBITDA(百万元)	9,456.21	11,445.42	11,337.51	12,084.75	13,792.30
净利润(百万元)	6,627.17	8,115.19	8,309.38	8,970.81	10,321.58
增长率(%)	13.73	22.45	2.39	7.96	15.06
EPS(元/股)	4.40	5.39	5.51	5.95	6.85
市盈率(P/E)	23.26	19.00	18.55	17.19	14.94
市净率(P/B)	5.22	4.58	4.13	3.75	3.40
市销率(P/S)	7.74	6.38	6.26	5.96	5.32
EV/EBITDA	17.62	11.74	12.17	11.21	9.44

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	100.03 元
目标价格	132 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,506.99
流通 A 股股本(百万股)	1,248.94
A 股总市值(百万元)	150,744.01
流通 A 股市值(百万元)	124,931.43
每股净资产(元)	24.07
资产负债率(%)	21.68
一年内最高/最低(元)	138.50/87.60

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

何长天 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070003
hechangtian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《洋河股份-半年报点评:半年报点评:营收符合预期，长期持续看好》2019-09-05
- 《洋河股份-公司深度研究:优秀的管理层叠加稳定的业绩增速，白酒行业的标杆》2019-05-29
- 《洋河股份-公司研究简报:消费升级差异化下再论洋河的竞争优势》2018-08-04

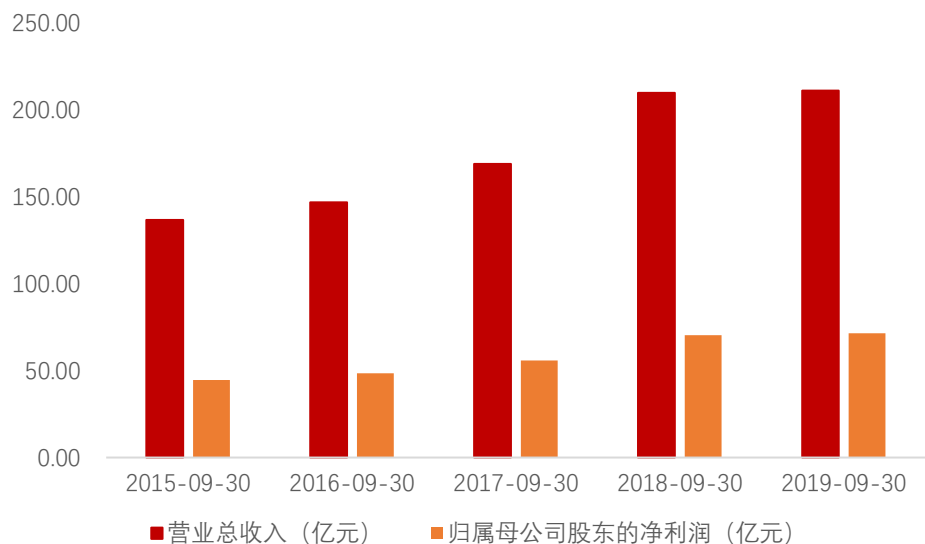
1. 洋河股份发布 2019 年三季报，公司前三季度实现收入 210.98 亿元、归母净利润 71.46 亿元，公司同时公布了回购公告，长期持续看好

2019 年 10 月 29 日，洋河股份发布了 2019 年三季报，公司 2019 年前三季度实现营业收入 210.98 亿元，同比增长 0.63%。前三季度实现归属于上市公司股东净利润 71.46 亿元，同比增长 1.53%。公司 Q3 实现营业收入 50.99 亿元，同比下降了 20.61%。Q3 实现归属于上市公司股东净利润为 15.65 亿元，同比下降了 23.07%。

同日，公司公布了**回购方案**，公司本次回购股份资金总额不低于人民币 10 亿元且不超过人民币 15 亿元，回购股份价格不超过人民币 135 元/股，资金来源为自有资金。回购股份实施期限为自公司第六届董事会第九次会议审议通过本次回购股份方案之日起 12 个月内。

我们预测回购方案的公布会对公司短期的股价表现有一定的支撑作用。同时，长期来看本次回购的股份拟用于股权激励或员工持股计划，有利于充分调动公司核心骨干员工的积极性，完善公司长效激励机制，提高团队凝聚力和公司竞争力，有效推动公司的长远健康发展。

图 1：公司收入和净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

经营活动产生的现金流量净额年初至报告期末比上年同期下降 70.73%，主要原因系上期末预收经销商货款和备货保证金增加幅度较大，年初至报告期末经营活动流入现金减少，上年末提高员工工资，年初至报告期末支付给职工以及为职工支付的现金增加，以及支付的各项税费增加，经营活动现金流出相应增加，致使经营活动产生的现金流量净额下降。

应收票据期末余额比上年末下降 60.50%，主要系上年末收取经销商的银行承兑汇票本期到期兑付所致。预收款项期末余额比上年末下降 55.71%，系上年末预收经销商货款本期符合收入确认条件结转收入所致。应收大幅减少的同时预收变动不大，我们判断公司主动控货的迹象明显，主要是为了清理渠道库存，为春节旺季做准备。

2. 公司费用率分析：销售费用率 10.76%，稳定再良好的通道之中；管理费用率 6.47%，保持低位；研发费用大幅上涨 41.48%

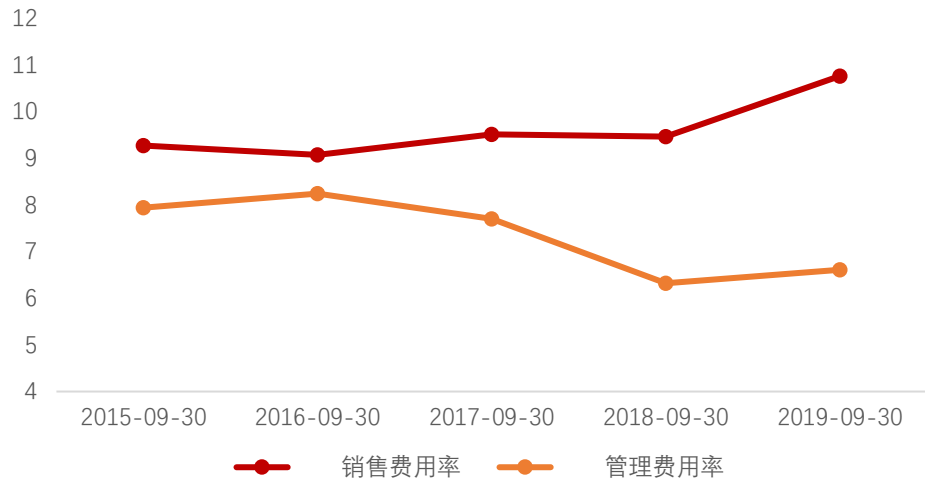
当期公司销售费用率为 10.76%，稳定在良好的通道之中。报告期内，公司聚焦营销势能再蓄积，围绕高端突破，强化渠道建设，打造明星终端，在调整中稳步向前；聚焦品牌势能再攀升，积极开展消费者互动体验，事件营销和社群营销持续发力，梦之蓝品牌高度凸

显，品牌价值进一步放大。

当期管理费用率维持低位，为 6.47%。报告期间，公司聚焦基础管理再夯实，知识管理更加系统，机制自发更加主动，长效管理固本增效，全员改进保量提质，增收节支扎实推进，管理配套力进一步强化。

同时，公司研发费用发生额年初至报告期末比上年同期增长 41.48%，系本期研发投入材料和研发人员工资增加所致。长期看好公司为产品研发、品质提升所作出的努力转化为资本市场的业绩。

图 2：公司费用率分析（%）

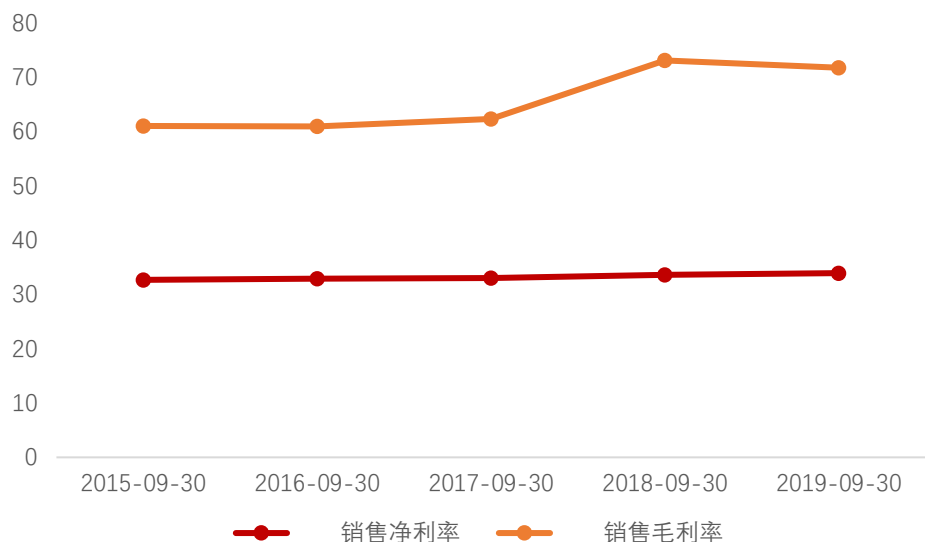


资料来源：wind，天风证券研究所

3. 公司销售利润率分析：销售利润率保持相对稳定

公司 2019 年前三季度销售毛利率、销售净利率和去年同期相比维持了相近的水平，销售毛利率为 71.67%，销售净利率为 33.9%。这说明公司内部管理到位，上下层级之间协同效应明显。

图 3：公司销售利润率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

采用历史估值法，发现洋河近五年估值(PE)的高点在 30 倍以上，近五年估值的低点在 15 倍左右。近五年估值均值在 21 倍左右，而目前估值在 18 倍左右。

图 4：洋河近五年估值(PE)



资料来源：wind，天风证券研究所

采用可比公司估值法，选择泸州老窖、古井贡酒和今世缘作为可比公司进行比较。可以看到洋河股份目前的估值显著偏低，泸州老窖、古井贡酒和今世缘三家白酒企业的估值都在 25 倍以上，这一定程度上说明了洋河是一块相对的估值洼地。

表 1：横向可比公司

代码	公司名称	总市值 (万元)	流通市值 (万元)	PE(TTM)
002304.SZ	洋河股份	15188932.05	15188932.05	18.47
000568.SZ	泸州老窖	12772641.59	12772641.59	28.20
000596.SZ	古井贡酒	5559744.00	4234944.00	25.49
603369.SH	今世缘	3926585.00	3926585.00	27.74

资料来源：wind，天风证券研究所

我们根据以上分析，基于公司短期业绩相对承压的表现，对公司的盈利预测作以下下调：

前值为：预计 19 年整体收入将同比增长 15%，净利增长 17.36%；预计公司 19-21 年营收 277.8/319.5/364.2 亿，净利润为 95.2/112.8/131.2 亿，EPS6.32/7.49/8.71 元给予洋河 19 年 24 倍估值，目标价为 152 元。

现值为：基于审慎性原则，预计公司 19-21 年营收为 246/259/290 亿元，净利润为 83/90/103 亿元，EPS 为 5.51/5.95/6.85 元/股，给予洋河 19 年 24 倍估值，目标价为 132 元，30%以上空间，“买入”评级。

5. 风险提示

宏观经济不确定风险。2019 年国际政治经济形势复杂，宏观经济增长存在一定不确定性，将对白酒行业或白酒企业的发展带来一定的风险。针对上述风险，公司将紧密关注市场动态，通过做优做强公司主业，提升自身竞争力，更好地应对宏观经济的波动。

行业竞争加剧风险。随着白酒企业集中度的进一步提升，白酒企业间竞争将更加激烈。针对这一风险，公司将以消费者需求为导向，通过不断优化产品结构，创新营销模式，拓展渠道市场等方式，切实提升公司的行业竞争能力和产品的市场占有率。

市场需求变化风险。当前，消费者更加注重健康生活理念，酒类饮品也呈现出多元化发展趋势。针对上述风险，公司将加强对消费者需求变化、酒类发展趋势等内容的研究，以消

费者需求为核心导向，快速适应需求变化。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,751.45	3,615.35	11,665.79	14,207.24	19,407.37	营业收入	19,917.94	24,159.80	24,643.00	25,875.15	28,980.17
应收票据及应收账款	221.30	247.96	190.40	240.85	242.15	营业成本	6,681.15	6,353.24	6,481.11	6,624.04	7,245.04
预付账款	86.66	18.98	119.40	16.01	125.08	营业税金及附加	1,151.87	3,769.93	3,474.66	3,648.40	4,057.22
存货	12,861.50	13,892.12	11,446.10	14,773.75	13,621.73	营业费用	2,387.45	2,561.40	2,661.44	2,794.52	3,042.92
其他	13,053.46	16,980.39	13,497.07	14,439.20	15,070.23	管理费用	1,506.35	1,704.27	1,909.83	1,824.20	2,043.10
流动资产合计	27,974.38	34,754.80	36,918.76	43,677.06	48,466.55	研发费用	25.75	27.57	123.21	258.75	144.90
长期股权投资	1.98	9.42	9.42	9.42	9.42	财务费用	(33.91)	(65.14)	(196.85)	(333.29)	(433.01)
固定资产	8,249.56	7,833.67	7,502.71	7,165.26	6,810.90	资产减值损失	22.87	1.10	23.99	28.43	31.12
在建工程	235.22	154.54	128.72	125.23	105.14	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,653.55	1,781.96	1,729.97	1,677.98	1,625.99	投资净收益	623.95	918.29	900.00	915.00	900.00
其他	4,591.26	3,909.38	4,105.20	3,952.67	3,988.75	其他	(1,284.00)	(1,924.51)	(1,800.00)	(1,830.00)	(1,800.00)
非流动资产合计	14,731.56	13,688.97	13,476.03	12,930.56	12,540.20	营业利润	8,836.47	10,813.65	11,065.59	11,945.11	13,748.87
资产总计	43,258.14	49,563.77	51,031.82	57,377.36	61,849.01	营业外收入	19.82	37.93	34.54	30.77	34.41
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	8.34	12.40	10.98	10.57	11.32
应付票据及应付账款	1,119.60	1,261.28	2,140.14	792.58	2,449.12	利润总额	8,847.95	10,839.19	11,089.15	11,965.31	13,771.97
其他	12,319.11	14,366.92	11,263.78	15,219.84	13,740.90	所得税	2,229.17	2,723.86	2,793.82	3,003.29	3,459.52
流动负债合计	13,438.71	15,628.20	13,403.92	16,012.42	16,190.02	净利润	6,618.79	8,115.33	8,295.33	8,962.01	10,312.45
长期借款	0.15	0.11	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(8.38)	0.14	(14.05)	(8.79)	(9.13)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	6,627.17	8,115.19	8,309.38	8,970.81	10,321.58
其他	324.41	310.94	321.64	319.00	317.19	每股收益(元)	4.40	5.39	5.51	5.95	6.85
非流动负债合计	324.56	311.05	321.64	319.00	317.19						
负债合计	13,763.27	15,939.25	13,725.56	16,331.42	16,507.21						
少数股东权益	(20.17)	(20.01)	(33.36)	(42.00)	(50.93)	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99	成长能力					
资本公积	741.70	741.70	741.70	741.70	741.70	营业收入	15.92%	21.30%	2.00%	5.00%	12.00%
留存收益	28,007.14	32,279.51	35,832.64	39,580.96	43,885.75	营业利润	14.35%	22.38%	2.33%	7.95%	15.10%
其他	(740.79)	(883.67)	(741.70)	(741.70)	(741.70)	归属于母公司净利润	13.73%	22.45%	2.39%	7.96%	15.06%
股东权益合计	29,494.87	33,624.52	37,306.27	41,045.94	45,341.80	获利能力					
负债和股东权益总	43,258.14	49,563.77	51,031.82	57,377.36	61,849.01	毛利率	66.46%	73.70%	73.70%	74.40%	75.00%
						净利率	33.27%	33.59%	33.72%	34.67%	35.62%
						ROE	22.45%	24.12%	22.25%	21.83%	22.74%
						ROIC	32.42%	35.18%	32.19%	41.07%	44.53%
						偿债能力					
						资产负债率	31.82%	32.16%	26.90%	28.46%	26.69%
						净负债率	-5.94%	-10.75%	-31.27%	-34.61%	-42.80%
						流动比率	2.12	2.30	2.80	2.78	3.05
						速动比率	1.17	1.41	1.95	1.85	2.20
						营运能力					
						应收账款周转率	103.81	102.97	112.43	120.00	120.00
						存货周转率	1.59	1.81	1.95	1.97	2.04
						总资产周转率	0.49	0.52	0.49	0.48	0.49
						每股指标(元)					
						每股收益	4.40	5.39	5.51	5.95	6.85
						每股经营现金流	4.57	6.01	7.40	4.46	6.64
						每股净资产	19.59	22.33	24.78	27.26	30.12
						估值比率					
						市盈率	23.26	19.00	18.55	17.19	14.94
						市净率	5.22	4.58	4.13	3.75	3.40
						EV/EBITDA	17.62	11.74	12.17	11.21	9.44
						EV/EBIT	19.01	12.57	12.70	11.67	9.77

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com