

洋河股份(002304)/饮料制造

Q2 省内主动调整, 省外拓展依然可期

评级: 买入(维持)

市场价格: 111.98

分析师: 范劲松
执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 龚小乐
执业证书编号: S0740518070005

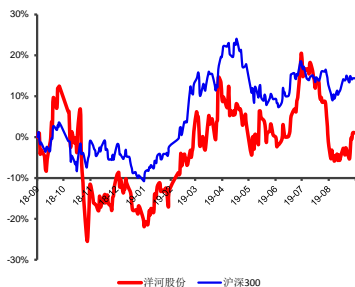
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理: 熊欣慰

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1507
流通股本(百万股)	1242
市价(元)	111.98
市值(百万元)	168,800
流通市值(百万元)	139,800

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 洋河股份(002304.SZ)_快报点评: 业绩符合预期, 梦之蓝持续高增
- 2 洋河股份(002304.SZ)_公司点评: 蓝色经典全面提价, 戴维斯双击在望
- 3 洋河股份(002304.SZ)_一季报点评: 加速增长持续验证, 全国化空间充分打开

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,918	24,160	26,507	29,610	33,358
增长率 yoy%	15.92%	21.30%	9.72%	11.71%	12.66%
净利润	6,627	8,115	8,992	10,105	11,448
增长率 yoy%	13.73%	22.45%	10.81%	12.37%	13.29%
每股收益(元)	4.40	5.39	5.97	6.71	7.60
每股现金流量	4.57	6.01	-0.73	11.93	3.01
净资产收益率	22.45%	24.12%	16.42%	17.02%	17.89%
P/E	25.46	20.79	18.77	16.70	14.74
PEG	1.68	1.71	1.19	1.10	1.21
P/B	5.72	5.02	3.08	2.84	2.64

备注:

投资要点

- **事件: 2019 年上半年公司实现收入 159.99 亿元, 同比增长 10.01%, 实现归母净利润 55.82 亿元, 同比增长 11.52%, 基本每股收益 3.70 元, 同比增长 11.52%。**
- **Q2 业绩承压, 省内主动调整、省外继续快速增长。**19Q2 公司收入和净利润增速为 2.08% 和 2.03%, 这一方面与省内竞争加剧有关, 另一方面主要是公司自 6 月起主动对省内全面停货, 引导价格体系和渠道利润回升, 导致短期内 Q2 业绩承压。分产品来看, 虽然省内次高端价格带竞争加剧, 但梦之蓝依旧是公司表现最好的单品, 我们预计上半年梦之蓝已超过海、天成为公司第一大单品, 表明虽然公司总量增长放缓, 但结构持续升级。分区域来看, 19H1 省内和省外市场收入增速分别为 2.99% 和 18.23%, 省外市场收入占比环比年初提升 0.56pct 至 49.54%, 我们预计河南、山东、安徽等成熟市场稳健增长, 江西、湖北等新兴市场增速较快, 公司省外成长空间仍然充足, 预计省外市场未来仍将是公司业绩增长的主要动力。
- **毛利率提升, 盈利能力依然稳健。**19Q2 公司毛利率为 68.08%, 同比提升 2.84pct, 主要是产品结构进一步升级, 梦之蓝占比持续提升; 期间费用率为 20.90%, 同比提升 2.18pct, 其中销售费用率为 13.18%, 同比提升 1.76pct, 主要是公司广告促销费和职工薪酬开支增加所致; 管理费用率为 8.16%, 同比提升 0.01pct, 财务费用率为 -0.44%, 同比提升 0.41pct; 税金及附加比例达 11.42%, 同比下降 0.02pct; 净利率为 30.53%, 同比下降 0.03pct, 盈利能力保持稳健。19Q2 公司经营活动现金流量净额为 -6.33 亿元, 同比下降约 4 亿元。
- **省内控货去库存, 多举措追求良性可持续发展。**面对省内竞争加剧、增速放缓的压力, 洋河正采取多种措施予以应对: 公司一方面进行组织细化, 成立苏中大区、淮安大区, 另一方面加大对团购、家宴、名烟酒终端适度增加费用投入, 同时反对大区盲目压货, 反映公司在省内将追求良性可持续发展。此外, 公司新任销售领导刘总上任, 刘总曾经作为一线人员经验丰富、作风务实, 上任后其首要任务是摸清各个市场情况, 其销售思路的变化值得重点关注。从即将到来的中秋旺季来看, 洋河继续延续积极控货去库存的良性发展思路, 减少给经销商的配额, 避免促销力度过大而进一步增加库存, 我们认为这虽然会使得 Q3 业绩短期承压, 但利于公司省内价格体系和渠道体系重回合理状态, 我们预计在预期修正的基础上公司中秋备货有望完成。

- **短期扰动不改长期优势，继续看好公司全国化潜力。**从本质上来看，相较于其它优秀酒企，洋河周期属性更弱，底盘扎实。公司具备优秀的治理结构、完善的产品及渠道体系，长期竞争优势依旧明显。近年来公司在产品力及品牌力上所做的努力颇多，梦之蓝加速增长体现出消费者对其认可度正在快速升温。我们认为虽然目前公司陷入调整，但短期扰动不改公司长期竞争优势，随着全国化加速推进，公司中长期成长的天花板充分打开，未来 3-5 年业绩仍旧有望实现稳健增长，当前 PE 对应 2019 年仅不足 19 倍，我们建议以中长期视角看待优秀企业。
- **投资建议：维持“买入”评级。**我们小幅调整盈利预测，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 265.07/296.10/333.58 亿元，同比增长 9.72%/11.71%/12.66%；净利润分别为 89.92/101.05/114.48 亿元，同比增长 10.81%/12.37%/13.29%，对应 EPS 分别为 5.97/6.71/7.60 元。
- **风险提示：三公消费限制力度加大、省外增速放缓、食品品质事故。**

图表 1: 洋河股份三大财务报表预测 (单位: 百万元)

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	19,918	24,160	26,507	29,610	33,358
增长率	15.9%	21.3%	9.7%	11.7%	12.7%
营业成本	-6,681	-6,353	-6,785	-7,505	-8,354
%销售收入	33.5%	26.3%	25.6%	25.3%	25.0%
毛利	13,237	17,807	19,722	22,105	25,004
%销售收入	66.5%	73.7%	74.4%	74.7%	75.0%
营业税金及附加	-1,152	-3,770	-3,976	-4,442	-5,004
%销售收入	5.8%	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	-2,387	-2,561	-2,810	-3,109	-3,469
%销售收入	12.0%	10.6%	10.6%	10.5%	10.4%
管理费用	-1,532	-1,704	-1,855	-2,013	-2,202
%销售收入	7.7%	7.1%	7.0%	6.8%	6.6%
息税前利润 (EBIT)	8,165	9,771	11,080	12,541	14,330
%销售收入	41.0%	40.4%	41.8%	42.4%	43.0%
财务费用	34	65	76	46	55
%销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	23	1	24	16	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	624	918	850	900	889
%税前利润	7.0%	8.5%	7.1%	6.7%	5.8%
营业利润	8,846	10,755	12,030	13,503	15,288
营业利润率	44.4%	44.5%	45.4%	45.6%	45.8%
营业外收支	11	26	24	20	23
税前利润	8,858	10,781	12,054	13,523	15,311
利润率	44.5%	44.6%	45.5%	45.7%	45.9%
所得税	-2,229	-2,724	-3,014	-3,386	-3,836
所得税率	25.2%	25.3%	25.0%	25.0%	25.1%
净利润	6,619	8,115	8,992	10,105	11,448
少数股东损益	-8	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	6,627	8,115	8,992	10,105	11,448
净利率	33.3%	33.6%	33.9%	34.1%	34.3%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,751	3,615	21,206	28,781	27,372
应收款项	278	296	405	364	484
存货	12,862	13,892	20,035	16,240	20,887
其他流动资产	13,635	18,071	14,094	15,217	15,872
流动资产	28,527	35,875	55,740	60,602	64,614
%总资产	65.9%	72.4%	80.9%	82.6%	84.4%
长期投资	3,462	2,723	2,553	2,915	2,731
固定资产	8,250	7,834	7,136	6,436	5,733
%总资产	19.1%	15.8%	10.4%	8.8%	7.5%
无形资产	1,654	1,782	1,855	1,924	1,989
非流动资产	14,732	13,689	13,120	12,728	11,962
%总资产	34.1%	27.6%	19.1%	17.4%	15.6%
资产总计	43,258	49,564	68,860	73,330	76,576
短期借款	0	0	5,165	0	0
应付款项	10,939	12,187	5,984	10,795	9,299
其他流动负债	2,499	3,441	2,639	2,860	2,980
流动负债	13,439	15,628	13,789	13,655	12,280
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	324	311	322	319	317
负债	13,763	15,939	14,110	13,974	12,597
普通股股东权益	29,515	33,645	54,770	59,376	63,999
少数股东权益	-20	-20	-20	-20	-19
负债股东权益合计	43,258	49,564	68,860	73,330	76,576

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	4.40	5.39	5.97	6.71	7.60
每股净资产 (元)	19.59	22.33	36.34	39.40	42.47
每股经营现金净流 (元)	4.57	6.01	-0.73	11.93	3.01
每股股利 (元)	2.55	2.55	3.46	3.89	4.41
回报率					
净资产收益率	22.45%	24.12%	16.42%	17.02%	17.89%
总资产收益率	15.30%	16.37%	13.06%	13.78%	14.95%
投入资本收益率	32.42%	35.18%	35.31%	29.22%	43.91%
增长率					
营业总收入增长率	15.92%	21.30%	9.72%	11.71%	12.66%
EBIT增长率	13.58%	21.92%	11.40%	12.75%	13.26%
净利润增长率	13.73%	22.45%	10.81%	12.37%	13.29%
总资产增长率	11.48%	14.58%	38.93%	6.49%	4.43%
资产管理能力					
应收账款周转天数	1.7	0.9	1.7	1.4	1.3
存货周转天数	226.7	199.3	230.4	220.5	200.3
应付账款周转天数	51.1	67.2	54.7	57.7	59.9
固定资产周转天数	146.6	119.8	101.7	82.5	65.7
偿债能力					
净负债/股东权益	-12.26%	-63.07%	-43.13%	-46.11%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-258.5	-164.1	-156.5	-291.7	-275.0
资产负债率	31.82%	32.16%	20.49%	19.06%	16.45%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	6,619	8,115	8,992	10,105	11,448
加: 折旧和摊销	691	757	784	790	796
资产减值准备	23	1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	12	1	-76	-46	-55
投资收益	-624	-918	-850	-900	-889
少数股东损益	-8	0	0	0	0
营运资金的变动	-1,456	-1,882	-9,950	8,029	-6,763
经营活动现金净流	6,883	9,057	-1,100	17,978	4,536
固定资本投资	31	497	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-4,161	-3,349	1,314	217	823
股利分配	-3,843	-3,843	-5,216	-5,861	-6,640
其他	426	1	22,592	-4,759	-129
筹资活动现金净流	-3,417	-3,841	17,376	-10,619	-6,769
现金净流量	-695	1,866	17,590	7,575	-1,409

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。