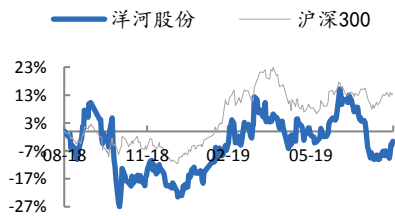


**投资评级：增持**

 当前价格(元): 111.98  
合理价格区间(元): 106.2~132.00

**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 (%)	-6.4	-7.9	-2.9
相对涨幅 (%)	-4.6	-7.2	-7.3

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

# 主动调整蓄势待发, 省外扩张依旧可期

## 洋河股份(002304)

**投资要点:**

- **事件:** 洋河股份公布 2019 年半年报, 上半年实现总收入 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%; 其中, Q2 实现收入 51.09 亿元, 同比增长 2.08%; 实现归母净利润 15.61 亿元, 同比增长 2.03%;
- **产品结构升级延续, 省外维持高增长。** 上半年, 产品结构升级趋势仍明显。梦之蓝延续近三年高增长, 预计上半年增速在 25%-30% 区间, 目前梦之蓝是蓝色经典系列里规模最大的。梦之蓝内部也延续产品结构升级趋势, M9/M6 增速高于 M3/M1。Q2 整体毛利率同比提升 2.84% 至 68.08%, 主要受益于产品结构升级; 上半年省外收入维持高增速, 增长 18.23% 至 79.26 亿元, 占比 49.54%, 预计趋势将延续;
- **省内增长有所放缓, 公司主动控货梳理。** Q2 收入及净利润增速分别为 2.10%、2.00%, 主要受省内增速放缓影响。上半年省内收入增速为 2.99%, 销售回款同比下降 6.53%。其中, Q2 公司主动控货, 消化渠道库存, 海之蓝、天之蓝升级新品处于过渡期, 预计省内外海之蓝、天之蓝销量有所下滑。公司省内市场面临一些问题: 海之蓝/天之蓝产品老化、价格体系有待提升、渠道利润较低、推力不足; 竞品抓住时机、增长势头较好。针对省内问题公司主动采取措施, 包括升级海/天产品, 提升价格体系、改善渠道利润; 主动控制发货节奏、消化渠道库存; 优化费用投放, 使费用投入更多流向消费者; 公司借此次调整解决省内积累的问题, 有利于中长期发展。期待公司中秋旺季动销表现, 预计年内改善效果将逐渐体现;
- **整体毛利率略降, 市场投入有所增加。** 上半年酒类业务毛利率同比下降 0.66% 至 72.73%, 主要受销售返利/折扣增多影响。上半年销售费用率同比提升了 0.50%, 主要是广告促销及职工薪酬支出增加, 其中, 广告促销费同比增长 22.33%, 职工薪酬同比增长 47.77%。销售费用率上升主要受省内竞争加剧、公司费用投放增加的影响; 税金及附加率同比下降 1.22%, 主要受去年同期补缴消费税导致基数较高影响。净利率同比提升了 0.49% 至 34.91%;
- **投资建议: 维持“增持”评级。** 公司作为白酒行业营销管理的标杆, 在渠道、产品及管理等方面具备较强竞争优势。近年来, 产品结构升级明显, 省外扩张取得持续高增长。省内市场主要面临产品老化、渠道利润不足等问题, 公司升级海/天产品, 主动采取控货调整库存、梳理费用投放, 预计渠道库存逐渐消化、价格体系有望回升、省内有望重回高质量增长。我们预计公司 2019-21 年营业收入分别为 262.67/291.41/324.39 亿元, 同比增速 8.7%、10.9%、11.3%; 归母净利润分别为 89.07/99.50/112.07 亿元, 同比增速 9.8%、11.7%、12.6%; 调整 2019-21 年 EPS 分别为 5.91/6.60/7.44 元 (原预测为 6.22/7.16/8.18 元); 维持“增持”评级;
- **风险提示:** 省内竞争加剧; 省外扩张不达预期; 经济严重低迷;

**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)	168,752.52
总资产(百万)	45,285.90
每股净资产(元)	23.03

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	26267	29141	32439
(+/-) YoY (%)	15.9	21.3	8.7	10.9	11.3
净利润(百万元)	6627	8115	8907	9950	11207
(+/-) YoY (%)	13.7	22.5	9.8	11.7	12.6
全面摊薄 EPS	4.40	5.39	5.91	6.60	7.44
毛利率 (%)	66.5	73.7	73.6	73.8	74.3
净资产收益率	22.5	24.1	23.8	24.0	24.4

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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>24160</b>	<b>26267</b>	<b>29141</b>	<b>32439</b>
每股收益	5.39	5.91	6.60	7.44	营业成本	6353	6935	7635	8337
每股净资产	22.33	24.84	27.48	30.46	毛利率%	73.7	73.6	73.8	74.3
每股经营现金流	6.01	6.24	6.62	7.32	营业税金及附加	3770	3861	4284	4769
每股股利	3.20	3.49	3.96	4.46	营业税金率%	15.6	14.7	14.7	14.7
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	2561	2889	3205	3536
P/E	17.59	18.95	16.96	15.06	营业费用率%	10.6	11.0	11.0	10.9
P/B	4.24	4.51	4.07	3.68	管理费用	1704	1760	1836	1979
P/S	6.98	6.42	5.79	5.20	管理费用率%	7.1	6.7	6.3	6.1
EV/EBITDA	13.25	14.20	12.63	11.11	研发费用	28	26	32	35
股息率%	3.4	3.1	3.5	4.0	研发费用率%	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>盈利能力指标 (%)</b>					<b>EBIT</b>	<b>9743</b>	<b>10796</b>	<b>12149</b>	<b>13784</b>
毛利率	73.7	73.6	73.8	74.3	财务费用	-65	-73	-90	-109
净利润率	33.6	33.9	34.1	34.5	财务费用率%	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
净资产收益率	24.1	23.8	24.0	24.4	资产减值损失	1	0	0	0
资产回报率	16.4	16.3	16.4	16.7	投资收益	918	930	950	970
投资回报率	26.7	27.0	27.6	28.5	<b>营业利润</b>	<b>10814</b>	<b>11874</b>	<b>13269</b>	<b>14947</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					营业外收支	26	16	16	16
营业收入增长率	21.3	8.7	10.9	11.3	<b>利润总额</b>	<b>10839</b>	<b>11890</b>	<b>13285</b>	<b>14963</b>
EBIT 增长率	19.3	10.8	12.5	13.5	EBITDA	10501	11555	12922	14571
净利润增长率	22.5	9.8	11.7	12.6	所得税	2724	2992	3342	3764
<b>偿债能力指标</b>					有效所得税率%	25.1	25.2	25.2	25.2
资产负债率%	32.2	31.7	31.9	31.6	少数股东损益	0	-9	-7	-8
流动比率	2.3	2.4	2.5	2.6	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>8115</b>	<b>8907</b>	<b>9950</b>	<b>11207</b>
速动比率	1.4	1.6	1.6	1.7					
现金比率	0.2	0.3	0.3	0.3	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>经营效率指标</b>					货币资金	3615	4727	5607	6893
应收帐款周转天数	3.5	3.4	3.5	3.5	应收款项	248	244	276	307
存货周转天数	768.5	770.0	780.0	790.0	存货	13892	14629	16316	18044
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	其它流动资产	18119	21838	25554	29281
固定资产周转率	3.0	3.5	4.1	5.0	流动资产合计	35875	41438	47754	54525
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	长期股权投资	9	10	11	12
净利润	8115	8907	9950	11207	固定资产	7834	7378	6812	6188
少数股东损益	0	-9	-7	-8	在建工程	155	95	65	35
非现金支出	759	759	773	787	无形资产	1782	1929	2101	2289
非经营收益	-1008	-956	-976	-996	非流动资产合计	13689	13371	12999	12533
营运资金变动	1191	709	236	45	<b>资产总计</b>	<b>49564</b>	<b>54809</b>	<b>60753</b>	<b>67058</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>9057</b>	<b>9410</b>	<b>9976</b>	<b>11034</b>	短期借款	0	0	0	0
资产	-426	-364	-324	-294	应付账款	1261	1197	1255	1325
投资	-3783	-51	-51	-1	预收账款	4468	4728	4954	4866
其他	859	-2770	-2750	-2730	其它流动负债	9899	11163	12851	14700
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3349</b>	<b>-3185</b>	<b>-3125</b>	<b>-3025</b>	流动负债合计	15628	17089	19060	20890
债权募资	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0	其它长期负债	311	311	311	311
其他	-3841	-5113	-5970	-6724	非流动负债合计	311	311	311	311
<b>融资活动现金流</b>	<b>-3841</b>	<b>-5113</b>	<b>-5970</b>	<b>-6724</b>	<b>负债总计</b>	<b>15939</b>	<b>17400</b>	<b>19371</b>	<b>21201</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1866</b>	<b>1112</b>	<b>880</b>	<b>1286</b>	实收资本	1507	1507	1507	1507
					普通股股东权益	33645	37438	41419	45901
					少数股东权益	-20	-29	-37	-45
					<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>49564</b>	<b>54809</b>	<b>60753</b>	<b>67058</b>

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2019-8-30

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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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；	<b>股票投资评级</b>	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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。	<b>行业投资评级</b>	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。