

洋河股份 (002304)

证券研究报告

2019年12月24日

渠道梳理成果显著，新品推进顺利，看好未来增长

今年开始的针对营销层面问题进行主动出击带来业绩承压，效果开始显现

由于产品生命周期的不断成熟带来省内渠道利润变薄，目前公司营销方面的问题主要体现在渠道库存、市场秩序及厂商关系等方面，今年6月份开始进行主动调整，采取了控货等政策，包括构建新型厂商关系、理顺价格、聚焦主导品牌、推行品质革命、改变考核方式、强化营销队伍建设等6方面措施。目前看转型调整效果初步显现，在库存、价格和厂商关系方面都有好的转变。

公司省内由于调整较深，销售是下滑的；但总的来看，目前已经有一些改善了，主导产品价格已经开始回升，希望到明年上半年有较好的改善。公司对于本次转型调整有耐心，给的时间也比较长，期望能彻底解决问题，为企业下一阶段发展积蓄动能。

目前梦6+省内开始打款铺货，看好未来占领省内500-1000价格带

今年年中后，洋河再次走在高端白酒品牌的前端，推出了对品质、规格、形象和防伪进行了四重升级的梦之蓝M6+。面世以来，梦之蓝凭借着超高的颜值和绵柔品质吸引了无数消费者的喜爱。而作为洋河持续推进产品升级的代表作，梦之蓝M6+也将为消费者带来更好的消费体验。12月20日开始打款，春节以调整为主，销售政策较少，一季度基数全年最高，为去库存，春节会减少发货，看好明年后公司的业绩重拾增速。

公司管理一直处于行业顶尖位置，相信公司在经历深度调整后重拾势能

此前，公司进行股份回购，主要是基于3个方面考虑：一是基于对公司未来发展前景的信心以及对公司价值的高度认可；二是为充分调动公司核心骨干员工的积极性；三是创新股东分配机制，维护股价稳定，持续提升股东回报。

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。未来，公司省内要通过一系列措施，巩固省内龙头地位。省外未来一段时间重点要靠消费升级产品结构优化，进一步发力天梦系列产品等，不断借助新品推进公司全国化、高端化发展的进程。

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，20%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)	24.79	20.24	19.77	18.31	15.91
市净率(P/B)	5.57	4.88	4.40	4.00	3.62
市销率(P/S)	8.25	6.80	6.67	6.35	5.67
EV/EBITDA	17.62	11.74	13.06	12.05	10.17

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	108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)	162,754.70
流通A股市值(百万元)	134,885.47
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-季报点评:回购正当时，长期继续看好》 2019-11-02
- 《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



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,751.45	3,615.35	11,665.79	14,207.24	19,407.37
应收票据及应收账款	221.30	247.96	190.40	240.85	242.15
预付账款	86.66	18.98	119.40	16.01	125.08
存货	12,861.50	13,892.12	11,446.10	14,773.75	13,621.73
其他	13,053.46	16,980.39	13,497.07	14,439.20	15,070.23
流动资产合计	27,974.38	34,754.80	36,918.76	43,677.06	48,466.55
长期股权投资	1.98	9.42	9.42	9.42	9.42
固定资产	8,249.56	7,833.67	7,502.71	7,165.26	6,810.90
在建工程	235.22	154.54	128.72	125.23	105.14
无形资产	1,653.55	1,781.96	1,729.97	1,677.98	1,625.99
其他	4,591.26	3,909.38	4,105.20	3,952.67	3,988.75
非流动资产合计	14,731.56	13,688.97	13,476.03	12,930.56	12,540.20
资产总计	43,258.14	49,563.77	51,031.82	57,377.36	61,849.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,119.60	1,261.28	2,140.14	792.58	2,449.12
其他	12,319.11	14,366.92	11,263.78	15,219.84	13,740.90
流动负债合计	13,438.71	15,628.20	13,403.92	16,012.42	16,190.02
长期借款	0.15	0.11	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	324.41	310.94	321.64	319.00	317.19
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)
股本	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99
资本公积	741.70	741.70	741.70	741.70	741.70
留存收益	28,007.14	32,279.51	35,832.64	39,580.96	43,885.75
其他	(740.79)	(883.67)	(741.70)	(741.70)	(741.70)
股东权益合计	29,494.87	33,624.52	37,306.27	41,045.94	45,341.80
负债和股东权益总	43,258.14	49,563.77	51,031.82	57,377.36	61,849.01

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	6,618.79	8,115.33	8,309.38	8,970.81	10,321.58
折旧摊销	690.89	757.45	468.76	472.93	476.44
财务费用	11.71	0.66	(196.85)	(333.29)	(433.01)
投资损失	(623.95)	(918.29)	(900.00)	(915.00)	(900.00)
营运资金变动	(1,455.75)	(1,881.72)	3,477.08	(1,458.46)	550.34
其它	1,641.48	2,983.33	(14.05)	(8.79)	(9.13)
经营活动现金流	6,883.17	9,056.75	11,144.33	6,728.20	10,006.22
资本支出	664.10	410.02	49.30	82.64	51.81
长期投资	(19.05)	7.44	0.00	0.00	0.00
其他	(4,806.07)	(3,766.81)	1,273.67	619.65	725.68
投资活动现金流	(4,161.02)	(3,349.34)	1,322.97	702.29	777.49
债权融资	0.15	0.11	0.00	0.00	0.00
股权融资	38.38	(73.05)	343.51	337.99	437.71
其他	(3,455.64)	(3,768.42)	(4,760.36)	(5,227.03)	(6,021.28)
筹资活动现金流	(3,417.12)	(3,841.36)	(4,416.85)	(4,889.05)	(5,583.57)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(694.97)	1,866.05	8,050.45	2,541.45	5,200.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,917.94	24,159.80	24,643.00	25,875.15	28,980.17
营业成本	6,681.15	6,353.24	6,481.11	6,624.04	7,245.04
营业税金及附加	1,151.87	3,769.93	3,474.66	3,648.40	4,057.22
营业费用	2,387.45	2,561.40	2,661.44	2,794.52	3,042.92
管理费用	1,506.35	1,704.27	1,909.83	1,824.20	2,043.10
研发费用	25.75	27.57	123.21	258.75	144.90
财务费用	(33.91)	(65.14)	(196.85)	(333.29)	(433.01)
资产减值损失	22.87	1.10	23.99	28.43	31.12
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	623.95	918.29	900.00	915.00	900.00
其他	(1,284.00)	(1,924.51)	(1,800.00)	(1,830.00)	(1,800.00)
营业利润	8,836.47	10,813.65	11,065.59	11,945.11	13,748.87
营业外收入	19.82	37.93	34.54	30.77	34.41
营业外支出	8.34	12.40	10.98	10.57	11.32
利润总额	8,847.95	10,839.19	11,089.15	11,965.31	13,771.97
所得税	2,229.17	2,723.86	2,793.82	3,003.29	3,459.52
净利润	6,618.79	8,115.33	8,295.33	8,962.01	10,312.45
少数股东损益	(8.38)	0.14	(14.05)	(8.79)	(9.13)
归属于母公司净利润	6,627.17	8,115.19	8,309.38	8,970.81	10,321.58
每股收益(元)	4.40	5.39	5.51	5.95	6.85

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	15.92%	21.30%	2.00%	5.00%	12.00%
营业利润	14.35%	22.38%	2.33%	7.95%	15.10%
归属于母公司净利润	13.73%	22.45%	2.39%	7.96%	15.06%
获利能力					
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	24.79	20.24	19.77	18.31	15.91
市净率	5.57	4.88	4.40	4.00	3.62
EV/EBITDA	17.62	11.74	13.06	12.05	10.17
EV/EBIT	19.01	12.57	13.63	12.54	10.53

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