

压力全释放，轻装再出发
买入（维持）

2020年02月29日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	24,160	23,110	24,975	27,495
同比(%)	21.3%	-4.3%	8.1%	10.1%
归母净利润(百万元)	8,115	7,342	8,177	9,254
同比(%)	22.5%	-9.5%	11.4%	13.2%
每股收益(元/股)	5.39	4.87	5.43	6.14
P/E(倍)	18.08	19.99	17.95	15.86

事件

公司2月28日发布2019年业绩快报,19年实现营收231.10亿元(-4.34%),归母净利73.42亿元(-9.53%)。19Q4实现营收20.12亿元(-37.00%),归母净利1.95亿元(-81.92%)。

投资要点

■ **直面挑战，深入调整期压力全释放：**19Q4实现营收20.12亿元(-37%)，归母净利1.95亿元(-82%)，环比19Q3营收增速-16pct，归母净利增速-59pct。预计Q4业绩降速明显主因公司主动调整渠道打款价以理顺价盘，调低季度任务以降低库存，叠加春节时点波动相应平滑业绩所致。以刘化霜总为代表的新任管理层直面公司自18年以来在产品、渠道等方面的积弊，深入调整期公司以去化库存、提升价盘，恢复渠道向心力为目标，采取针对性举措：1)产品层面，推出高线次高端单品M6+，提高品质及渠道利润，逐步替代M6抢占次高端先机；2)渠道层面，针对M6+重新构建“一商为主，多商为辅”的新型渠道关系，优化队伍满足多层次经销商利润诉求，提高渠道积极性；3)组织层面，淡化刚性销售任务指标采取柔性考核，分别整合成立海天、梦之蓝事业部提高运营效率，同时股票回购激励方案稳步实施。我们认为调整期阵痛在所难免，公司当前仍以梳理库存、稳固价盘为主，收入端省内控货、M6全面停货，费用端为提高渠道利差市场费用投入增加+集中兑付历史费用残留问题，导致影响19Q3-19Q4业绩下滑，再次体现公司的调整力度与决心。

■ **砥砺前行，轻装再出发，竞争优势依然显著：**据渠道走访反馈，公司节前回款及终端动销整体状况良好，当前海天价盘稳固，梦系列价盘有所回升，渠道利润水平显著恢复，M6+渠道利润约百元水平，海天渠道利润回升约3-5%。受下半年公司持续控货影响节前库存已保持历史低位，预计疫情开始前已完成50-60%动销。因此节后消费抑制对渠道及终端库存影响可控，疫情或略微拉长公司2020年调整节奏，但整体影响有限。我们认为公司当前治理结构、产品体系、营销水平及渠道深度仍处行业前列，长期竞争优势依旧明显。尤其战略性大单品M6+省内推广取得阶段性成功，消费者接受程度较高，期待未来紧抓全国主流价格带升级机遇，结合“新江苏市场”铺设而进一步落地，在直接增厚利润的同时打开海天及M3的升级空间。未来随股票回购激励的全面落地，公司组织活力有望进一步激活，建议站在中长期角度静待公司经营改善。

■ **盈利预测与投资评级：**预计19-21年公司收入分别为231.1/249.8/275.0亿元，同-4.3/+8.1/+10.1%；归母净利润分别为73.4/81.8/92.5亿元，同-9.5/+11.4/+13.2%；对应PE分别为20/18/16X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**次高端白酒需求回落、疫情影响加剧，省外扩张不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	97.38
一年最低/最高价	96.03/138.50
市净率(倍)	4.05
流通A股市值(百万元)	121621.74

基础数据

每股净资产(元)	24.07
资产负债率(%)	21.68
总股本(百万股)	1506.99
流通A股(百万股)	1248.94

相关研究

- 1、《洋河股份(002304)：调整渐深，激励促活》2019-10-30
- 2、《洋河股份(002304)：调整从容步伐坚定，期待势能积蓄向上》2019-09-01
- 3、《洋河股份(002304)：梦蓝发力，砥砺前行》2019-04-30

表 1: 分季度财务数据一览

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
营业总收入	9,538	5,005	6,423	3,194	10,890	5,109	5,099	2,012
yoy	25.7%	27.0%	20.1%	5.1%	14.2%	2.1%	-20.6%	-37.0%
归母净利润	3,475	1,530	2,034	1,076	4,021	1,561	1,565	195
yoy	26.7%	31.3%	21.5%	3.0%	15.7%	2.0%	-23.1%	-81.9%
毛利率 (%)	74.79	65.24	76.51	78.09	72.29	68.08	73.94	-
期间费用率 (%)	11.47	18.72	19.31	29.96	11.27	20.90	25.88	-
其中: 销售费用率 (%)	6.31	11.41	12.60	18.13	6.40	13.18	17.65	-
管理费用率 (%)	4.95	8.15	6.92	12.75	5.03	8.16	8.43	-
财务费用率 (%)	0.21	(0.84)	(0.21)	(0.92)	(0.16)	(0.44)	(0.19)	-
归母净利率 (%)	36.44	30.57	31.66	33.70	36.92	30.55	30.68	9.67
ROE	11.12	4.81	6.44	3.25	11.25	4.30	4.41	1.41
pct	1.12	0.62	0.38	-0.36	0.13	-0.51	-2.03	-1.84
资产负债率 (%)	25.73	26.01	27.87	32.16	23.91	23.39	21.68	31.70
pct	-7.17	0.14	2.10	4.08	-1.82	-2.62	-6.19	-0.46
存货	12,016	12,471	12,785	13,892	12,980	12,892	13,301	-
较上年同比增减	743	867	975	1,031	964	420	516	-
存货周转天数 (天)	466	550	612	758	401	519	614	-
较上年同比增减 (天)	106	86	103	82	-65	-32	2	-
应付账款及应付票据	1,070	1,102	1,334	1,261	1,396	1,347	1,297	-
较上年同比增减	-436	-60	329	142	326	245	-37	-
预收账款	1,468	2,058	2,772	4,468	1,974	1,779	1,979	-
较上年同比增减	107	595	327	269	505	-278	-793	-
经营性现金流净额	1,892	-233	4,216	3,182	123	-633	2,229	-
筹资性现金流净额	-	-3,328	-513	-	-1	-3,475	-1,347	-
资本开支	95	212	73	92	64	52	87	-

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所 注: 2019Q4 数据根据全年业绩快报推算

洋河股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	35,875	49,101	42,073	59,732	营业收入	24,160	23,110	24,975	27,495
现金	3,615	16,412	7,152	20,225	减:营业成本	6,353	6,425	6,743	7,094
应收账款	248	201	284	250	营业税金及附加	3,770	3,605	3,846	4,234
存货	13,892	18,231	15,485	19,983	营业费用	2,561	2,750	2,947	3,217
其他流动资产	18,119	14,257	19,152	19,274	管理费用	1,704	1,629	1,736	1,883
非流动资产	13,689	15,465	15,646	16,042	财务费用	-65	-300	-378	-438
长期股权投资	9	10	9	11	资产减值损失	1	0	0	0
固定资产	7,834	6,881	7,102	7,519	加:投资净收益	918	758	788	800
在建工程	155	107	115	133	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1,782	1,750	1,703	1,663	营业利润	10,814	9,749	10,869	12,305
其他非流动资产	3,909	6,718	6,717	6,715	加:营业外净收支	26	8	11	14
资产总计	49,564	64,567	57,719	75,774	利润总额	10,839	9,756	10,880	12,318
流动负债	15,628	28,136	16,764	29,446	减:所得税费用	2,724	2,439	2,720	3,080
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	-24	-17	-15
应付账款	1,261	1,138	1,380	1,269	归属母公司净利润	8,115	7,342	8,177	9,254
其他流动负债	14,367	26,998	15,384	28,177	EBIT	10,731	9,456	10,527	11,908
非流动负债	311	311	311	311	EBITDA	11,488	10,073	11,173	12,619
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	311	311	311	311	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	15,939	28,447	17,075	29,757	每股收益(元)	5.39	4.87	5.43	6.14
少数股东权益	-20	-44	-61	-77	每股净资产(元)	22.33	24.00	27.01	30.59
归属母公司股东权益	33,645	36,164	40,706	46,093	发行在外股份(百万股)	1507	1507	1507	1507
负债和股东权益	49,564	64,567	57,719	75,774	ROIC(%)	23.7%	19.5%	19.3%	19.3%
					ROE(%)	24.1%	20.3%	20.1%	20.1%
					毛利率(%)	73.7%	72.2%	73.0%	74.2%
					销售净利率(%)	33.6%	31.8%	32.7%	33.7%
					资产负债率(%)	32.2%	44.1%	29.6%	39.3%
					收入增长率(%)	21.3%	-4.3%	8.1%	10.1%
					净利润增长率(%)	22.5%	-9.5%	11.4%	13.2%
					P/E	18.08	19.99	17.95	15.86
					P/B	4.36	4.06	3.61	3.18
					EV/EBITDA	12.48	12.96	12.52	10.04

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

