

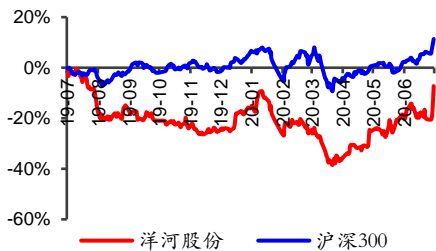


精准改革持续落地，估值修复正在路上

投资评级：买入

报告日期:	2020-07-06
收盘价(元)	124.13
近12个月最高/最低(元)	78.15/128.72
总股本(百万股)	1,507
流通股本(百万股)	1,249
流通股比例(%)	82.88
总市值(亿元)	1,871
流通市值(亿元)	1,550

公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_公司研究_深度报告_洋河股份(002304)：产品渠道全面变革，梦之蓝引领核心增量》2020-06-18

主要观点：

一商为主多商帮衬，聚焦优化厂商关系

本轮洋河渠道调整中，核心聚焦优化厂商关系。过去洋河同一市场多商并存，分工不明确，造成内部资源无序争夺，致价格体系混乱；调整后，渠道一级商向“一商为主，多商帮衬”体系转型。以南京市场为例，此前每个辖区各有一家一级代理商，刘化霜总上任后在南京市场对其他经销商代理权到期后不再续签、恢复“一商统筹”的模式，目的为了解决渠道一批商利润率低、动力不足的问题。目前公司核心产品价格体系稳定上扬，得到逐步验证。

期待 M6+ 模式下放，提梦之蓝品牌势能

洋河于 2019 年 11 月推出 M6+，定位 700 元价格带大单品，率先完成产品换代，江苏省内已于 4 月完成招商，省外招商持续进行中。根据渠道调研，省内 M6+ 消费端接受度高、动销较旺。当前渠道经销商期待 M6+ 模式向 M3 下放，我们认为，M6+ 模式下放至 M3（例如推出 M3+）有助于自上而下重构梦之蓝品牌结构、提高梦之蓝品牌势能、进行产品换代、并释放下方天之蓝价格空间。

动销持续消化库存，围绕终端加强动销

根据渠道调研了解，2019 年洋河渠道库存化明显，渠道及终端回笼资金、信心有所恢复。公司新成立用户经营中心，下属品牌推广部，定制服务部，社群运营部，配备专职团队围绕产品开展 To B、To C 动销活动，由区域分公司进行终端落地，疫情背景下持续进行库存管控，我们预计后续洋河渠道库存有望保持合理水平。

投资建议

洋河在本轮调整中聚焦优化厂商关系，渠道回归一商为主、经销商动力恢复、核心产品价格稳步上扬；M6+ 换代成效逐步显现，期待 M6+ 模式下放至 M3，进一步提高梦之蓝品牌势能；公司渠道库存持续去化，围绕消费者加强动销，有助后续库存保持稳定。我们认为，目前公司仍处于预期低点，有望迎来持续估值修复，预计公司 2020~2022 年收入分别为 233、257、281 亿元，同比分别+1%、+10%、+9%，归母净利润分别为 75.8、86.4、97.1 亿元，同比分别+3%、+14%、+12%，当前股价对应 2020~2022 年 P/E 分别为 24.7x、21.7x、19.3x，维持“买入”评级。

风险提示

渠道营销调整进度不及预期；海之蓝、天之蓝恢复进度不及预期；梦之蓝 M6+ 推广进度不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	23126	23262	25669	28106
收入同比(%)	-4%	1%	10%	9%
归属母公司净利润	7383	7577	8639	9706
净利润同比(%)	-9%	3%	14%	12%
毛利率(%)	71.3%	71.1%	72.7%	74.3%
ROE(%)	20.2%	18.2%	18.0%	17.4%
每股收益(元)	4.90	5.03	5.73	6.44
P/E	25.34	24.69	21.65	19.27
P/B	5.12	4.49	3.89	3.35
EV/EBITDA	15	17	14	12

资料来源: wind, 华安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
流动资产	37,806	45,266	54,155	64,277	
现金	4,300	12,290	20,019	29,489	
应收账款	54	61	61	68	
其他应收款	38	50	49	53	
预付账款	200	243	297	397	
存货	14,440	14,104	15,097	15,494	
其他流动资产	18,775	18,518	18,632	18,774	
非流动资产	15,649	14,757	14,219	13,674	
长期投资	25	12	16	18	
固定资产	7,257	6,797	6,337	5,878	
无形资产	1,747	1,631	1,522	1,420	
其他非流动资产	6,620	6,317	6,344	6,358	
资产总计	53,455	60,023	68,374	77,951	
流动负债	16,537	18,005	19,969	21,684	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	1,331	1,268	1,373	1,410	
其他流动负债	15,206	16,737	18,597	20,274	
非流动负债	427	345	365	395	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负	427	345	365	395	
负债合计	16,963	18,349	20,334	22,079	
少数股东权益	(17)	(14)	(10)	(6)	
股本	1,507	1,507	1,507	1,507	
资本公积	742	742	742	742	
留存收益	34,264	39,439	45,801	53,629	
归属母公司股东	36,509	41,688	48,050	55,878	
负债和股东权	53,455	60,023	68,374	77,951	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金	6,798	9,223	9,015	10,379	
净利润	7,386	7,577	8,639	9,706	
折旧摊销	776	576	568	561	
财务费用	(3)	(94)	(142)	(121)	
投资损失	(851)	(851)	(851)	(851)	
营运资金变动	(6,646)	2,007	798	1,080	
其他经营现金	6,136	7	3	4	
投资活动现金	(1,293)	864	847	848	
资本支出	0	0	0	0	
长期投资	(16)	13	(3)	(2)	
其他投资现金	(1,277)	851	851	851	
筹资活动现金	(4,823)	(2,308)	(2,134)	(1,757)	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	(0)	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	(0)	0	0	0	
其他筹资现金	(4,823)	(2,308)	(2,134)	(1,757)	
现金净增加额	682	7,779	7,728	9,471	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
营业收入	23,126	23,262	25,669	28,106	
营业成本	6,626	6,722	7,005	7,226	
营业税金及附加	3,201	3,220	3,553	3,891	
销售费用	2,692	2,374	2,620	2,868	
管理费用	1,856	1,867	2,061	2,256	
财务费用	(78)	(94)	(142)	(121)	
资产减值损失	(2)	4	(1)	(0)	
公允价值变动收	159	0	0	0	
投资净收益	851	851	851	851	
营业利润	9,762	10,019	11,424	12,837	
营业外收入	22	22	22	22	
营业外支出	13	13	13	13	
利润总额	9,771	10,028	11,433	12,845	
所得税	2,385	2,448	2,790	3,135	
净利润	7,386	7,581	8,642	9,710	
少数股东损益	3	3	4	4	
归属母公司净利润	7,383	7,577	8,639	9,706	
EBITDA	10,537	10,501	11,850	13,276	
EPS (元)	4.90	5.03	5.73	6.44	

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	-4.28%	0.59%	10.35%	9.49%
营业利润	-9.73%	2.64%	14.02%	12.37%
归属于母公司净利	-9.02%	2.64%	14.01%	12.36%
获利能力				
毛利率(%)	71.35%	71.10%	72.71%	74.29%
净利率(%)	0.26%	31.92%	32.57%	33.65%
ROE(%)	20.24%	18.19%	17.99%	17.38%
ROIC(%)	28.14%	27.88%	29.66%	34.48%
偿债能力				
资产负债率(%)	31.73%	30.57%	29.74%	28.32%
净负债比率(%)	31.90%	11.21%	-3.47%	-16.39%
流动比率	2.29	2.51	2.71	2.96
速动比率	1.41	1.73	1.96	2.25
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.41	0.40	0.38
应收账款周转率	2151.31	1754.64	2318.69	2105.62
应付账款周转率	17.84	17.91	19.44	20.20
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	4.90	5.03	5.73	6.44
每股经营现金流	4.51	6.12	5.98	6.89
每股净资产(最新	24.23	27.66	31.88	37.08
估值比率				
P/E	25.3	24.7	21.7	19.3
P/B	5.1	4.5	3.9	3.3
EV/EBITDA	14.90	16.58	14.09	11.90

分析师与研究助理简介

文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。