

洋河股份(002304)/饮料制造

调整方向清晰有效, 良性增长指日可待

评级: 买入(维持)

市场价格: 130.14

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

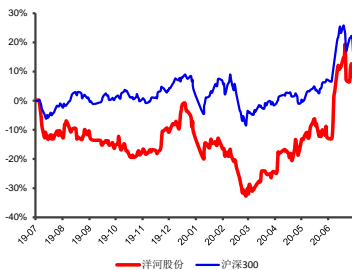
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理: 房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1507
流通股本(百万股)	1249
市价(元)	130.14
市值(百万元)	196,121
流通市值(百万元)	1625,45

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 洋河股份(002304.SZ)_年报&一季报点评: 坚决调整, 蓄势待发
- 2 洋河股份(002304.SZ)_快报点评: 业绩符合预期, 梦之蓝持续高增
- 3 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

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24,160	23,126	23,230	25,664	28,721
增长率 yoy%	21.30%	-4.28%	0.45%	10.48%	11.91%
净利润	8,115	7,383	7,479	8,409	9,499
增长率 yoy%	22.45%	-9.02%	1.30%	12.44%	12.96%
每股收益(元)	5.39	4.90	4.96	5.58	6.30
每股现金流量	6.01	4.51	-2.94	6.84	1.77
净资产收益率	24.12%	20.22%	12.02%	12.88%	13.79%
P/E	24.17	26.56	26.22	23.32	20.65
PEG	20.01	3.03	6.29	19.31	2.36
P/B	5.83	5.37	3.15	3.00	2.85

备注:

投资要点

- **事件:** 我们近期走访了华东地区洋河经销商, 结合近期“梦之蓝 M6+2020 经济发展论坛”反馈情况, 对过去一年洋河的积极变化做几点总结。
- **渠道转型以消费者为中心, 建立“一商为主、多商配合”新生态体系。** 首先, 渠道发力点发生根本性转变, 过去公司以经销商为中心, 发货给经销商对其管理欠缺, 渠道商做大做强后弊端是价格体系不好管控; 现在是以消费者为中心, 本质是做体验式营销, 通过各类推广活动来深入消费者。其次, 渠道经营模式得到创新优化, 过去每个市场招商数量越多越好, 多商并存的局面造成内部资源的无序争夺, 导致价格秩序的极度混乱, 不利于渠道健康运营; 现在渠道调整为一商为主、多商配合的新生态体系, 比如南京市场主经销商确立后, 下面会有多个团购商配合, 同时控制渠道商的体量, 目前产品价格体系稳定逐步上扬, 竞争逐步有序, 形成了一个有理念的契约式经营模型。比如南京市场, 经销商渠道毛利率之前约 4%-5%, 现在有 8%左右, 团购商毛利率可达 20%-30%, 盈利能力提升后, 经销商积极性正在逐步提高, 整个渠道步入正向循环通道。
- **品牌定位再创新变革, 梦之蓝 M6+未来有望成长为百亿大单品。** 2019 年四季度公司正式推出梦 6+新品, 作为洋河品牌创新的代表, 它所具备的品质和品格代表了新时代消费特点, 旨在促进和引领新消费。品质方面, 梦 6+全面升级, 加入更多陈酒打造出更馥合的香气、更醇厚的口感, 通过工艺升级加大品质价值感, 同时也增加了容量, 目前省内一批价在 600 元以上, 终端价 650-680 元, 比之前的梦 6 价格提升百元, 消费者接受度良好。品格上, 梦 6+主张“下一个十年, 更好的时代, 值得更好的你”, 旨在塑造有时代情怀和家国担当的品牌形象, 并与中国航天基金会达成战略合作, 助力中国航天开创更好的时代。目前梦 6+正在全国市场逐步有序推广, 省内市场反馈积极, 目前白酒行业在 600 元价位尚无大单品, 随着次高端的档次升级, 我们看好梦 6+在次高端市场的良好增长潜力, 未来 3-5 年有望打造成为百亿大单品。
- **下半年业绩有望迎来良性增长, 全年迈向收入持平目标。** 随着餐饮消费场景的逐步恢复, 渠道反馈端午节后江苏白酒消费恢复至去年同期的 7-8 成, 目前洋河省内经销商库存不到 1 个月水平, 同比大幅下降, 价格体系稳步提升, 公司不再做压货和额外促销活动, 渠道端保持正常力度投入, 我们预计二季度公司收入仍有双位数下滑, 但渠道端非常健康。结合下半年消费恢复趋势和去年同期基数较低因素, 我们预计三季度开始公司业绩有望

正式进入正增长通道，全年有望顺利完成既定的收入持平目标。

- **调整思路清晰有效，强化长期竞争优势，建议以更长期视角看待公司。**2019年公司调整销售领导，下半年公司主动控货，调整态度坚决，彻底调整有利于长期重回增长轨道；公司年底积极实施股权激励，使得治理结构更加完善。近年来公司在产品力和品牌力上所做的努力颇多，梦之蓝全国化扩张顺利体现出消费者对其认可度正在升温。随着全国化持续推进，公司中长期成长空间仍足，未来3-5年业绩仍旧有望实现稳健增长，我们建议以中长期视角看待优秀企业的良好成长空间。
- **投资建议：重申“买入”评级。**我们预计公司2020-2022年营业收入分别为232/257/287亿元，同比增长0.5%/10.5%/11.9%；净利润分别为75/84/95亿元，同比增长1.3%/12.4%/13.0%，对应EPS分别为4.96/5.58/6.30元，对应PE分别为26.2/23.3/20.7倍，重点推荐。
- **风险提示：疫情持续扩散风险、省内调整进程放缓、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)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	24,160	23,126	23,230	25,664	28,721
增长率	21.3%	-4.3%	0.4%	10.5%	11.9%
营业成本	-6,353	-6,626	-6,595	-7,139	-8,041
%销售收入	26.3%	28.7%	28.4%	27.8%	28.0%
毛利	17,807	16,500	16,635	18,525	20,680
%销售收入	73.7%	71.3%	71.6%	72.2%	72.0%
营业税金及附加	-3,770	-3,201	-3,252	-3,593	-4,021
%销售收入	15.6%	13.8%	14.0%	14.0%	14.0%
营业费用	-2,561	-2,692	-2,555	-2,823	-3,016
%销售收入	10.6%	11.6%	11.0%	11.0%	10.5%
管理费用	-1,704	-1,856	-1,742	-1,848	-1,896
%销售收入	7.1%	8.0%	7.5%	7.2%	6.6%
息税前利润 (EBIT)	9,771	8,750	9,085	10,262	11,748
%销售收入	40.4%	37.8%	39.1%	40.0%	40.9%
财务费用	65	78	47	56	62
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	1	-2	7	2	2
公允价值变动收益	0	159	0	0	0
投资收益	918	851	850	900	867
%税前利润	8.5%	8.6%	8.5%	8.0%	6.8%
营业利润	10,755	9,836	9,989	11,220	12,679
营业利润率	44.5%	42.5%	43.0%	43.7%	44.1%
营业外收支	26	9	15	17	14
税前利润	10,781	9,845	10,004	11,237	12,692
利润率	44.6%	42.6%	43.1%	43.8%	44.2%
所得税	-2,724	-2,385	-2,507	-2,819	-3,185
所得税率	25.3%	24.2%	25.1%	25.1%	25.1%
净利润	8,115	7,386	7,482	8,413	9,503
少数股东损益	0	3	3	4	4
归属于母公司的净利润	8,115	7,383	7,479	8,409	9,499
净利率	33.6%	31.9%	32.2%	32.8%	33.1%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,615	4,300	18,584	22,717	22,977
应收款项	296	713	388	460	577
存货	13,892	14,433	18,544	15,960	19,778
其他流动资产	18,071	18,360	28,652	27,683	24,897
流动资产	35,875	37,806	66,168	66,819	68,228
%总资产	72.4%	70.7%	83.1%	83.9%	84.6%
长期投资	2,723	25	2,083	1,616	1,241
固定资产	7,834	7,257	6,535	5,810	5,083
%总资产	15.8%	13.6%	8.2%	7.3%	6.3%
无形资产	1,782	1,747	1,661	1,573	1,486
非流动资产	13,689	15,649	13,465	12,804	12,398
%总资产	27.6%	29.3%	16.9%	16.1%	15.4%
资产总计	49,564	53,455	79,633	79,623	80,626
短期借款	0	0	2,230	0	1,999
应付款项	12,187	14,605	12,227	11,328	6,953
其他流动负债	3,441	1,931	2,624	2,666	2,407
流动负债	15,628	16,537	17,081	13,993	11,359
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	311	427	354	364	381
负债	15,939	16,963	17,435	14,357	11,741
普通股股东权益	33,645	36,509	62,212	65,276	68,892
少数股东权益	-20	-17	-14	-10	-6
负债股东权益合计	49,564	53,455	79,633	79,623	80,626

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	5.39	4.90	4.96	5.58	6.30
每股净资产 (元)	22.33	24.23	41.28	43.32	45.71
每股经营现金净流 (元)	6.01	4.51	-2.94	6.84	1.77
每股股利 (元)	3.20	3.20	2.88	3.24	3.66
回报率					
净资产收益率	24.12%	20.22%	12.02%	12.88%	13.79%
总资产收益率	16.37%	13.82%	9.40%	10.57%	11.79%
投入资本收益率	35.18%	28.98%	91.42%	36.93%	49.16%
增长率					
营业总收入增长率	21.30%	-4.28%	0.45%	10.48%	11.91%
EBIT增长率	21.92%	-8.67%	1.70%	12.41%	13.02%
净利润增长率	22.45%	-9.02%	1.30%	12.44%	12.96%
总资产增长率	14.58%	7.85%	48.97%	-0.01%	1.26%
资产管理能力					
应收账款周转天数	0.9	0.8	1.1	1.0	1.0
存货周转天数	199.3	220.5	255.5	242.0	224.0
应付账款周转天数	67.2	70.4	62.9	66.8	66.7
固定资产周转天数	119.8	117.5	106.9	86.6	68.3
偿债能力					
净负债/股东权益	-12.79%	-50.93%	-32.94%	-35.20%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-164.1	-124.5	-213.0	-199.2	-204.9
资产负债率	32.16%	31.73%	21.89%	18.03%	14.56%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	8,115	7,386	7,482	8,413	9,503
加: 折旧和摊销	757	776	804	807	809
资产减值准备	1	21	0	0	0
公允价值变动损失	0	-159	0	0	0
财务费用	1	-3	-47	-56	-62
投资收益	-918	-851	-850	-900	-867
少数股东损益	0	3	3	4	4
营运资金的变动	-1,882	9,923	-11,815	2,047	-6,714
经营活动现金净流	9,057	6,798	-4,426	10,311	2,670
固定资本投资	497	468	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-3,349	-1,293	-1,790	1,341	1,413
股利分配	-4,822	-4,822	-4,338	-4,877	-5,509
其他	981	-1	24,838	-2,641	1,686
筹资活动现金净流	-3,841	-4,823	20,501	-7,518	-3,823
现金净流量	1,866	682	14,284	4,133	260

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。