消费升级与娱乐研究中心

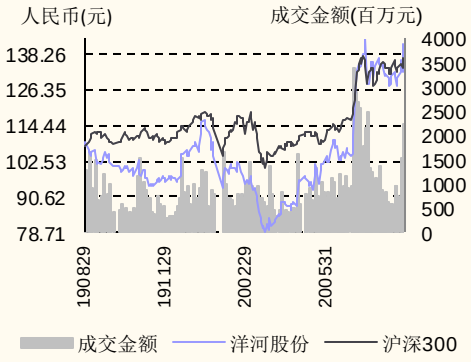
洋河股份 (002304.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：141.63 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	15.07
已上市流通 A 股(亿股)	12.49
总市值(亿元)	2,134.35
年内股价最高最低(元)	141.63/127.39
沪深 300 指数	4844
中小板综	13021



相关报告

1.《苏酒龙头砥砺前行，改革效果逐步显现-苏酒龙头砥砺前行，改革效...》，2020.4.30

2.《20 年轻装上阵，苏酒龙头改革持续深化-洋河股份公司点评》，2020.3.1

3.《改革持续深化，洋河迈入新征程-洋河股份公司深度研究》，2020.2.20

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

苏酒龙头行稳致远，改革效果加速可期

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	5.39	4.90	5.05	5.65	6.50
每股净资产(元)	22.33	24.23	26.47	29.13	32.43
每股经营性现金流(元)	6.01	4.50	3.64	5.91	6.89
市盈率(倍)	17.59	22.56	28.06	25.05	21.78
净利润增长率(%)	22.45%	-9.02%	3.02%	12.03%	15.00%
净资产收益率(%)	24.12%	20.22%	19.06%	19.41%	20.05%
总股本(百万股)	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 20H1 收入 134.29 亿元，同比-16.06%；归母净利 54.01 亿元，同比-3.24%；扣非归母净利 42.66 亿元，同比-18.10%。其中 20Q2 收入 41.60 亿元，同比-18.57%；归母净利 13.99 亿元，同比-10.39%；扣非归母净利 10.64 亿元，同比-23.92%。

经营分析

- **业绩符合预期，20H1 坚守渠道良性。**20Q2 收入为 41.60 亿元，同比-18.57%，20Q2 合同负债环降 24.84 亿元。短期收入下滑主要系：1）二季度疫情影响持续，白酒需求尚未完全恢复。2）公司不设销量考核，当前仍以价格考核为主，重视渠道良性，未强制经销商打款。3）老梦 6 停产，梦 6+处于培育期，一商为主、多商配送的模式下，梦 6+经销商筛选的门槛提高，放量仍需时间。分地区看，20H1 省内/省外收入 66.40/67.89 亿元，同比-17.76%/-14.34%，省外收入占比进一步提升。
- **产品结构持续升级，费用投放略微提升。**20H1 净利率同增 5.32pcts，主要系投资收益、公允价值变动收益等非经常性损益占比偏高，扣非归母净利率同比-0.79pct。其中白酒毛利率+2.23pcts，预计主要系梦之蓝收入占比提升，产品结构持续升级。20H1 销售费用率同比+0.23pct，为推广新品梦 6+、战略重启双沟，费用投放力度加大。20H1 管理费用率同比+0.83pct，营业税金及附加占比同比+2.38pcts，主要受纳税节奏调整影响。
- **渠道改革已见成效，中长期关注梦 6+单品的打造。**短期渠道调整成果显现，厂商关系持续优化。海、天批价保持稳定，经销商库存约 1-1.5 个月，处于历史低位。中期内部激励提升，股票回购进展顺利，截止 7 月 31 日，公司已使用回购资金总额 6.77 亿（含交易费用）。长期梦 6+单品仍在打造，二季度梦 6+开始全国化，渠道推力向好。我们预计 20H2 白酒需求加速改善，公司收入有望迈入正增长，21 年改革效果加速可期。

盈利预测

- 预计 20-22 年归母净利润增速为 3%/12%/15%，EPS 分别为 5.05/5.65/6.50 元，对应 PE 分别为 28/25/22 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情不确定性影响需求；宏观经济下行；行业竞争加剧；改革进展不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**19,918**	**24,160**	**23,126**	**23,126**	**24,977**	**27,974**
增长率		21.3%	-4.3%	0.0%	8.0%	12.0%
主营业务成本	-6,681	-6,353	-6,626	-6,475	-6,619	-7,049
%销售收入	33.5%	26.3%	28.7%	28.0%	26.5%	25.2%
毛利	13,237	17,807	16,500	16,651	18,358	20,924
%销售收入	66.5%	73.7%	71.3%	72.0%	73.5%	74.8%
营业税金及附加	-1,152	-3,770	-3,201	-3,645	-3,499	-3,916
%销售收入	5.8%	15.6%	13.8%	15.8%	14.0%	14.0%
销售费用	-2,387	-2,561	-2,692	-2,868	-2,892	-3,259
%销售收入	12.0%	10.6%	11.6%	12.4%	11.6%	11.7%
管理费用	-1,532	-1,704	-1,856	-2,035	-1,948	-2,182
%销售收入	7.7%	7.1%	8.0%	8.8%	7.8%	7.8%
研发费用	0	-28	-160	-167	-150	-196
%销售收入	0.0%	0.1%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%
息税前利润（EBIT）	8,165	9,743	8,590	7,937	9,868	11,371
%销售收入	41.0%	40.3%	37.1%	34.3%	39.5%	40.7%
财务费用	34	65	78	168	265	327
%销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.7%	-1.1%	-1.2%
资产减值损失	-23	-1	-2	3	2	1
公允价值变动收益	0	0	159	980	200	300
投资收益	624	918	851	1,000	900	900
%税前利润	7.1%	8.5%	8.7%	9.9%	8.0%	6.9%
营业利润	8,836	10,814	9,762	10,133	11,278	12,972
营业利润率	44.4%	44.8%	42.2%	43.8%	45.2%	46.4%
营业外收支	11	26	9	-30	10	10
税前利润	8,848	10,839	9,771	10,103	11,288	12,982
利润率	44.4%	44.9%	42.2%	43.7%	45.2%	46.4%
所得税	-2,229	-2,724	-2,385	-2,496	-2,766	-3,181
所得税率	25.2%	25.1%	24.4%	24.7%	24.5%	24.5%
净利润	6,619	8,115	7,386	7,608	8,523	9,801
少数股东损益	-8	0	3	2	2	2
归属于母公司的净利润	**6,627**	**8,115**	**7,383**	**7,606**	**8,521**	**9,799**
净利率	33.3%	33.6%	31.9%	32.9%	34.1%	35.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	6,619	8,115	7,386	7,608	8,523	9,801
少数股东损益	-8	0	3	2	2	2
非现金支出	714	759	778	708	735	776
非经营收益	-686	-1,008	-1,115	-1,919	-1,203	-1,302
营运资金变动	236	1,191	-271	-906	858	1,114
经营活动现金净流	**6,883**	**9,057**	**6,779**	**5,491**	**8,912**	**10,389**
资本开支	-325	-426	-293	-691	-822	-818
投资	-4,406	-3,783	-1,828	5,497	-2,003	-2,003
其他	569	859	828	1,000	900	900
投资活动现金净流	**-4,161**	**-3,349**	**-1,293**	**5,806**	**-1,925**	**-1,921**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-3,429	-3,842	-4,820	-4,220	-4,521	-4,822
筹资活动现金净流	**-3,429**	**-3,842**	**-4,820**	**-4,220**	**-4,521**	**-4,822**
现金净流量	**-707**	**1,865**	**666**	**7,078**	**2,466**	**3,645**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,751	3,615	4,300	11,378	13,844	17,490
应收款项	278	296	713	763	825	924
存货	12,862	13,892	14,433	14,725	14,507	15,064
其他流动资产	13,635	18,071	18,360	12,603	13,922	15,339
流动资产	28,527	35,875	37,806	39,469	43,097	48,816
%总资产	65.9%	72.4%	70.7%	69.5%	70.0%	71.3%
长期投资	3,462	2,723	5,076	6,582	7,587	8,591
固定资产	8,485	7,988	7,520	7,462	7,578	7,652
%总资产	19.6%	16.1%	14.1%	13.1%	12.3%	11.2%
无形资产	1,931	2,059	2,023	2,010	1,983	1,951
非流动资产	14,732	13,689	15,649	17,285	18,488	19,645
%总资产	34.1%	27.6%	29.3%	30.5%	30.0%	28.7%
资产总计	**43,258**	**49,564**	**53,455**	**56,754**	**61,585**	**68,461**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	6,740	7,719	7,852	7,821	7,907	8,617
其他流动负债	6,699	7,910	8,685	8,416	9,149	10,326
流动负债	13,439	15,628	16,537	16,236	17,056	18,944
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	324	311	427	637	647	657
负债	**13,763**	**15,939**	**16,963**	**16,874**	**17,703**	**19,601**
普通股股东权益	**29,515**	**33,645**	**36,509**	**39,895**	**43,895**	**48,872**
其中：股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507
未分配利润	26,512	30,784	33,510	36,897	40,896	45,873
少数股东权益	-20	-20	-17	-15	-13	-11
负债股东权益合计	**43,258**	**49,564**	**53,455**	**56,754**	**61,585**	**68,461**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	4.40	5.39	4.90	5.05	5.65	6.50
每股净资产	19.59	22.33	24.23	26.47	29.13	32.43
每股经营现金净流	4.57	6.01	4.50	3.64	5.91	6.89
每股股利	2.55	3.20	3.00	2.80	3.00	3.20
回报率						
净资产收益率	22.45%	24.12%	20.22%	19.06%	19.41%	20.05%
总资产收益率	15.32%	16.37%	13.81%	13.40%	13.84%	14.31%
投入资本收益率	20.70%	21.69%	17.73%	14.86%	16.84%	17.44%
增长率						
主营业务收入增长率	15.92%	21.30%	-4.28%	0.00%	8.00%	12.00%
EBIT增长率	13.11%	19.33%	-11.83%	-7.61%	24.33%	15.23%
净利润增长率	13.73%	22.45%	-9.02%	3.02%	12.03%	15.00%
总资产增长率	11.48%	14.58%	7.85%	6.17%	8.51%	11.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	685.2	768.5	780.1	830.0	800.0	780.0
应付账款周转天数	51.8	68.2	71.4	80.0	81.0	82.0
固定资产周转天数	151.2	118.3	114.5	105.7	95.2	80.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.94%	-10.75%	-61.05%	-58.51%	-61.53%	-65.38%
EBIT利息保障倍数	-240.8	-149.6	-109.5	-47.2	-37.2	-34.7
资产负债率	31.82%	32.16%	31.73%	29.73%	28.75%	28.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH