洋河股份（002304）

公司研究/点评报告

调整已近尾声，看好下半年迎来拐点

——洋河股份（002304）2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 8 月 31 日

一、事件概述

8 月 28 日公司发布 2020 年半年报，报告期内公司实现营业收入 134.29 亿元，同比-16.06%；实现归母净利润 54.01 亿元，同比-3.24%；基本 EPS 为 3.59 元。20Q2 公司实现营业收入 41.6 亿元，同比-18.57%；实现归母净利润 13.99 亿元，同比-10.39%。

二、分析与判断

➢ 调整预计已至尾声，库存去化为旺季动销做铺垫

20Q2 营收增速较 20Q1 环比下滑 3.68ppt；20Q2 销售商品收到的现金为 20.06 亿元，同比-58.67%，经营活动产生的净现金流为-24.05 亿元，同比-279.34%；20Q2 合同负债为 39.48 亿元，较 20Q1 环比减少 24.84 亿元。推测 20Q2 公司经营状况环比有所下滑仍是主动调整所致，渠道去库存速度进一步加快，公司在构建新型“厂商一体化”经销商体系建设过程中需要对既有经销商队伍进行区分并在其中选择合格者，短期阵痛不可避免，自 19Q3 以来公司调整周期已一年有余，我们认为调整已至尾声，渠道库存维持低位叠加即将到来的 Q3 白酒动销旺季，公司有望走出发展低谷。

➢ 产品结构优化带动毛利率上行，金融资产升值和投资收益提高提高盈利能力

20H1 白酒产品毛利率较同期提高 2.23ppt 至 75.29%，主要原因是：1）梦之蓝 M6+市场导入进展顺利，放量后产品高毛利率提升整体毛利率水平；2）省外产品结构优于省内，上半年省外收入占比提高。公司省内/省外的销售毛利率分别为 73.2%/76.69%，分别同比+2.27ppt/+2.19ppt，20H1 省外销售收入占比有所提高，较同期提高 1.02ppt 至 50.56%。20H1 期间费用率较同期微增 1.61ppt 至 15.96%，主要系公司整体营收下滑未能较好摊薄固定费用。20H1 公司净利率较同期提高 5.33ppt 至 40.22%，主要原因是毛利率上行（+2.23ppt）、中银证券 IPO 带动交易性金融资产公允价值升值（占当期净利润 12.55%）和投资净收益提高（占当期净利润 17.03%），税金及附加占营收比同比+2.39ppt 至 15.735%，推测是纳税节奏变化所致。

➢ 改革决心凸显，看好公司未来走出低谷

洋河的强大在于公司体制的灵活性和强大的学习能力。自 19 年 7 月刘总接手洋河转型改革工作后，产品端：公司剑指次高端及更高价格带，推出梦之蓝 M6+抢占 600 元价格带，提升产品品质、支撑产品体系价盘；渠道端：重视经销商作用并积极建设新型厂商生态，在各市场上搭建“一商为主，多商为辅”的经销商体系，在体制端公司拟使用 10-15 亿元回购股票以推动新股权激励，种种举措展现洋河谋求二次发展、走出低谷的决心。

三、盈利预测与投资建议

预计 20-22 年公司实现营业收入 237.3/268.8/298.9 亿元，同比+2.6%/13.3%/11.2%；预计 20-22 年公司归属母公司净利润为 77.8/90.2/102.5 亿元，同比+5.4%/15.9%/13.7%，对应 EPS 为 5.16/5.99/6.80 元，对应 PE 为 27/24/21 倍。公司估值水平低于白酒板块 2020 年 45 倍 PE（wind 一致预期，算数平均法），考虑到公司主动清理渠道库存初见成效，中长期成长性仍然乐观，维持“推荐”评级。

四、风险提示

疫情冲击超预期，新品销售不及预期，食品安全问题等。

推荐　维持评级

当前价格：　141.63

交易数据	2020-8-28
近 12 个月最高/最低	143.4/79.96
总股本（百万股）	1506.99
流通股本（百万股）	1248.94
流通股比例（%）	83%
总市值（亿元）	2134.35
流通市值（亿元）	1768.87

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

相关研究

1. 洋河股份（002304）2019 年报及 2020 年一季报点评：主动去库存动作接近尾声，疫情后有望迎来复苏
2. 洋河股份（002304）2019 年业绩快报点评：主动去渠道库存见成效，长期成长性仍然乐观

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	23,126	23,728	26,884	29,895
增长率（%）	-4.3%	2.6%	13.3%	11.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	7,383	7,779	9,016	10,247
增长率（%）	-9.0%	5.4%	15.9%	13.7%
每股收益（元）	4.90	5.16	5.98	6.80
PE（现价）	28.9	27.4	23.7	20.8
PB	5.8	4.8	4.4	4.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	23,126	23,728	26,884	29,895
营业成本	6,626	6,644	7,393	8,072
营业税金及附加	3,201	3,494	3,840	4,336
销售费用	2,692	2,349	2,454	2,451
管理费用	1,856	1,789	2,093	2,291
研发费用	160	96	147	142
EBIT	8,590	9,356	10,956	12,603
财务费用	(78)	(32)	(46)	(48)
资产减值损失	(2)	1	2	(0)
投资收益	851	851	851	851
营业利润	9,762	10,334	11,951	13,600
营业外收支	9	9	9	9
利润总额	9,771	10,343	11,960	13,609
所得税	2,385	2,562	2,941	3,358
净利润	7,386	7,781	9,020	10,251
归属于母公司净利润	7,383	7,779	9,016	10,247
EBITDA	9,367	10,052	11,617	13,207

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4300	8128	10425	18381
应收账款及票据	675	468	658	661
预付款项	200	110	173	161
存货	14433	13757	17733	16584
其他流动资产	183	183	183	183
流动资产合计	37806	40679	47191	54016
长期股权投资	25	876	1726	2577
固定资产	7257	6760	6223	5707
无形资产	1747	1741	1695	1671
非流动资产合计	15649	20419	20140	19934
资产合计	53455	61099	67331	73949
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1331	1327	1480	1614
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	16537	16095	18292	19893
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	229	229	229	229
非流动负债合计	427	427	427	427
负债合计	16963	16522	18719	20320
股本	1507	1507	1507	1507
少数股东权益	(17)	(15)	(11)	(7)
股东权益合计	36492	44577	48612	53629
负债和股东权益合计	53455	61099	67331	73949

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-4.3%	2.6%	13.3%	11.2%
EBIT 增长率	-11.8%	8.9%	17.1%	15.0%
净利润增长率	-9.0%	5.4%	15.9%	13.7%
盈利能力				
毛利率	71.3%	72.0%	72.5%	73.0%
净利润率	31.9%	32.8%	33.5%	34.3%
总资产收益率 ROA	13.8%	12.7%	13.4%	13.9%
净资产收益率 ROE	20.2%	17.4%	18.5%	19.1%
偿债能力				
流动比率	2.3	2.5	2.6	2.7
速动比率	1.4	1.7	1.6	1.9
现金比率	1.3	1.6	1.6	1.8
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	0.2	0.1	0.2	0.1
存货周转天数	769.4	763.7	766.6	765.1
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标（元）				
每股收益	4.9	5.2	6.0	6.8
每股净资产	24.2	29.6	32.3	35.6
每股经营现金流	4.5	5.4	4.5	8.4
每股股利	3.0	3.2	3.3	3.5
估值分析				
PE	28.9	27.4	23.7	20.8
PB	5.8	4.8	4.4	4.0
EV/EBITDA	22.0	20.2	17.3	14.6
股息收益率	2.1%	2.2%	2.3%	2.5%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	7,386	7,781	9,020	10,251
折旧和摊销	778	697	663	604
营运资金变动	(271)	511	(2,020)	2,733
经营活动现金流	6,779	8,131	6,803	12,728
资本开支	293	(444)	(478)	(461)
投资	(1,828)	0	0	0
投资活动现金流	(1,293)	444	478	461
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(0)	0	0	0
筹资活动现金流	(4,823)	(4,747)	(4,984)	(5,234)
现金净流量	663	3,828	2,297	7,956

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。