洋河股份（002304）

梦 6+布局提速，公司改善可期

买入（维持）

2020 年 08 月 28 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	23,126	22,061	24,703	27,470
同比（%）	-4.3%	-4.6%	12.0%	11.2%
归母净利润（百万元）	7,383	7,517	8,472	9,591
同比（%）	-9.0%	1.8%	12.7%	13.2%
每股收益（元/股）	4.90	4.99	5.62	6.36
P/E（倍）	28.91	28.39	25.19	22.25

事件：公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 134.29 亿元（-16.06%），归母净利 54.01 亿元（-3.24%），扣非净利 42.66 亿元（-18.1%）。20Q2 实现营收 41.6 亿元(-18.57%)，归母净利 13.99 亿元(-10.39%)，扣非净利 10.64 亿元（-23.92%）。

投资要点

- **产品结构优化，公司加速梦 6+布局。**公司 20H1 实现营收 134.3 亿（-16.06%），20Q2 实现营收 41.6 亿（-18.57%）。**分产品看，**公司白酒/红酒/其他业务分别实现营收 128.7/0.9/4.7 亿元，同比分别-16/-37/-1%。疫情带来的消费场景损失使得海/天系列出现一定下滑，据调研反馈南京地区同比下滑超 40%；而梦系列 20Q2 出现一定程度回补，梦 3/梦 6 销售额在南京地区与去年同期相比基本持平；春节后梦 6+/梦 9 均保持增长态势，但仍处于培育阶段。公司白酒业务毛利率同比+2.23pct，预计受梦系列占比提升，结构优化影响。**分地区看，**公司 20H1 省内/省外分别实现营收 62.1/67.5 亿（同比-19.4/-13.7%），且省内外毛利率同比均提升 2pct 以上，其中公司在省内控量保价，仍以调整厂商关系、渠道利润、费用投向等为核心；省外在山东/河南增速放缓的核心市场，公司加强库存管理，优化费用投向等措施反馈良好，当前公司在山东等部分地区的收入增速虽相对平稳，但费用指标有所缩减，梦 6+优质经销商的招募也超预期完成。
- **结构优化+理财收益提升净利率，现金流承压。**公司 20H1 实现归母净利 54.0 亿（-3.24%），20Q2 实现归母净利 14.0 亿（-10.39%），业绩表现略低于预期，主要系公司深度调整期叠加疫情冲击，上半年主要以消化库存为主所致。公司 20H1 净利率为 40.23%（+5.32pct），一方面由于结构优化带来的毛利率同增 2.27pct（为 73.22%），另一方面由于公司赎回理财产品带来公允价值净收益同比增加约 8.9 亿元所致，此外公司销售/管理（含研发）费用率同比+0.24/1.41pct。**现金流方面**公司略承压，公司 20H1 经营活动净现金流为-27 亿（环比 19 年底-95 亿），主要系销售收入下滑及 19 年底经销商预收款项大幅增加所致。
- **竞争优势仍存，静待调整到位。**经过调整，短期看公司在渠道利润、内部治理等方面的改革成效明显；中长期看，公司在品牌度、渠道深度以及产品运作能力等方面仍具备较强的竞争优势。当前公司针对 500-600 元价格带卡位布局梦 6+，期待未来随省内消费升级快速放量，并进一步向省外形成辐射，静待公司调整到位。
- **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年公司收入分别为 221/247/275 亿元，同-4.6/+12.0/+11.2%；归母净利润分别为 75.2/84.7/95.9 亿元，同+1.8/+12.7/+13.2%；对应 PE 分别为 28/25/22X，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。

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn
研究助理 宋英男
songyn@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	141.63
一年最低/最高价	78.15/145.88
市净率(倍)	5.81
流通 A 股市值(百万元)	176887.31

基础数据

每股净资产(元)	24.38
资产负债率(%)	20.30
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）：调整渐进，静待改善》2020-04-29
2、《洋河股份（002304）：压力全释放，轻装再出发》2020-03-01
3、《洋河股份（002304）：调整渐深，激励促活》2019-10-30

请务必阅读正文之后的免责声明部分

洋河股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**37,806**	**40,453**	**47,745**	**51,597**
现金	4,300	6,165	8,516	11,371
应收账款	675	649	808	763
存货	14,433	15,138	18,176	17,431
其他流动资产	18,398	18,500	20,246	22,033
非流动资产	**15,649**	**15,011**	**15,451**	**15,830**
长期股权投资	25	24	24	24
固定资产	7,257	6,352	6,831	7,236
在建工程	263	193	197	202
无形资产	1,747	1,724	1,682	1,652
其他非流动资产	6,357	6,718	6,717	6,716
资产总计	**53,455**	**55,465**	**63,196**	**67,428**
流动负债	**16,537**	**15,576**	**18,932**	**17,899**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,331	1,083	1,636	1,157
其他流动负债	15,206	14,492	17,296	16,743
非流动负债	**427**	**427**	**427**	**427**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	427	427	427	427
负债合计	**16,963**	**16,002**	**19,358**	**18,326**
少数股东权益	-17	-42	-51	-60
归属母公司股东权益	36,509	39,505	43,889	49,162
负债和股东权益	**53,455**	**55,465**	**63,196**	**67,428**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	6,798	5,423	6,370	7,037
投资活动现金流	-1,293	806	-177	-189
筹资活动现金流	-4,823	-4,364	-3,843	-3,993
现金净增加额	685	1,865	2,350	2,855
折旧和摊销	776	601	641	720
资本开支	317	-999	440	379
营运资本变动	-271	-1,743	-1,585	-2,029

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**23,126**	**22,061**	**24,703**	**27,470**
减:营业成本	6,626	5,914	6,663	7,121
营业税金及附加	3,201	2,875	3,153	3,482
营业费用	2,692	2,464	2,713	3,068
管理费用	1,856	1,848	2,050	2,266
财务费用	-78	-157	-245	-326
资产减值损失	-2	0	0	0
加:投资净收益	851	835	855	848
其他收益	159	40	50	62
营业利润	**9,762**	**9,981**	**11,273**	**12,768**
加:营业外净收支	9	8	11	8
利润总额	**9,771**	**9,989**	**11,284**	**12,776**
减:所得税费用	2,385	2,497	2,821	3,194
少数股东损益	3	-25	-9	-9
归属母公司净利润	**7,383**	**7,517**	**8,472**	**9,591**
EBIT	9,642	9,832	11,064	12,478
EBITDA	10,418	10,433	11,705	13,198

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	4.90	4.99	5.62	6.36
每股净资产(元)	24.23	26.21	29.12	32.62
发行在外股份(百万股)	1507	1507	1507	1507
ROIC(%)	19.8%	18.5%	18.8%	18.9%
ROE(%)	20.2%	19.0%	19.3%	19.5%
毛利率(%)	71.3%	73.2%	73.0%	74.1%
销售净利率(%)	31.9%	34.1%	34.3%	34.9%
资产负债率(%)	31.7%	28.9%	30.6%	27.2%
收入增长率(%)	-4.3%	-4.6%	12.0%	11.2%
净利润增长率(%)	-9.0%	1.8%	12.7%	13.2%
P/E	28.91	28.39	25.19	22.25
P/B	5.85	5.40	4.86	4.34
EV/EBITDA	18.37	18.17	15.99	13.97

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