

**002304.SZ**

# 增持

**原评级: 增持**
**市场价格: 人民币 141.63**
**板块评级: 强于大市**
**本报告要点**

- 洋河股份 2020 年半年报点评。

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	31.7	4.5	39.7	31.7
相对深证成指	1.5	(0.9)	9.6	(15.5)

发行股数(百万)	1,507
流通股(%)	83
总市值(人民币 百万)	213,435
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,148
净负债比率(%) (2020E)	(9)
主要股东(%)	
江苏洋河集团有限公司	34

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2020 年 8 月 28 日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《洋河股份跟踪点评》 20200616
- 《洋河股份 19 年报&20 一季报点评》 20200501
- 《洋河股份深度报告》 20200313

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

**食品饮料: 饮料制造**
**证券分析师: 邓天娇**

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

**证券分析师: 汤玮亮**

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

## 洋河股份

### 公司持续深度调整, 下半年业绩有望改善

洋河股份公布 20 年中报。2020 年上半年实现营收 134.3 亿, 同比降 16.1%, 净利 54 亿, 同比降 3.2%, 每股收益 3.6 元, 1H20 合同负债(预收款)环比 2020 年初降 28.1 亿至 39.5 亿。2Q20 营收和净利分别为 41.6 亿、14 亿, 营收同比降 38.2%, 净利同比降 10.4%, 业绩符合市场预期。

**支撑评级的要点**

- 疫情拉长调整周期, 公司充分释放业绩压力, 持续深度改革, 预收款环比回落。2Q20 公司营收 41.6 亿, 同比降 38.2%, 归母净利 14 亿, 同比降 10.4%。公司扣非后归母净利 10.6 亿, 同比降 23.9%, 与公允价值变动损益增加(占利润总额比例 12.8%)及投资净收益提高有关, 业绩符合市场预期。(1)分产品来看, 2 季度公司毛利率同比提升 4pct 至 72.1%, 我们判断与 2 季度梦系列销售逐渐恢复, 产品结构提升有关。疫情背景下公司维持了价格稳定且持续去库存, 针对新品梦 M6+ 采取“一商为主, 多商配称”的模式, 根据微酒新闻报道, 梦 M6+ 于 4 月份在全国市场完成渠道、团购招商; 双沟品牌截至上半年在江苏市场实现了“时间过半, 任务过半”的销售目标, 主要增长来自苏酒头排酒和绿苏的增长。中档产品海、天受疫情影响较大, 目前仍处于稳固价盘、强化动销的恢复阶段, 我们判断, 2 季度收入下滑幅度较大。(2)分区域来看, 1H20 省内收入 66.4 亿, 同比降 17.8%, 收入占比 49.4%, 同比降 1pct; 省外收入 67.9 亿, 同比降 14.3%, 收入占比 50.6%, 同比提升 1pct, 省外收入占比过半。(3)预收款方面, 1H20 公司合同负债(预收款)环比 2020 年初降 28.1 亿至 39.5 亿, 与疫情期间公司主动调整有关。
- 公司战略方向坚定, 各项改革举措进展顺利。上半年的深度调整为下半年旺季做好铺垫, 叠加 2H19 低基数, 预计今年下半年业绩有望明显改善。根据公司投资者交流大会, 目前公司多项改革措施已步入落地执行阶段, 公司积极推动管理精细化、品牌差异化、积极解决制约发展的瓶颈问题。此外, 公司内部搭建多元化薪酬体系, 同时通过回购股票提升内部激励。截至 2020 年 8 月 5 日, 公司已使用自有资金 6.8 亿回购股份 714.7 万股, 占公司股本比例为 0.4743%。我们在此前的深度报告中提到, 洋河是行业里十分优秀的企业, 管理层懂行业、执行力强。随着激励机制的完善, 员工积极性得到提升, 叠加去年低基数, 预计下半年公司业绩有望得到改善。

**估值**

- 洋河不缺名酒基因, 短期业绩调整是为长远布局。我们维持原有业绩预测, 预计 20-22 年 EPS 分别为 5.01、5.71、6.30 元, 同比增 2.2%、14%、10.4%。维持**增持**评级。

**评级面临的主要风险**

- 受疫情影响, 公司调整周期延长。公司内部调整不达预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	24,160	23,126	22,639	24,874	27,772
变动(%)	21	(4)	(2)	10	12
净利润(人民币 百万)	8,115	7,383	7,546	8,603	9,502
全面摊薄每股收益(人民币)	5.385	4.899	5.007	5.709	6.305
变动(%)	22.5	(9.0)	2.2	14.0	10.4
全面摊薄市盈率(倍)	26.3	28.9	28.3	24.8	22.5
价格/每股现金流量(倍)	31.4	9.6	43.8	23.0	20.8
每股现金流量(人民币)	4.51	14.73	3.23	6.14	6.79
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.9	21.6	21.6	18.7	16.6
每股股息(人民币)	2.550	3.200	3.271	3.729	4.119
股息率(%)	1.8	2.3	2.3	2.6	2.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2020 年半年报业绩回顾

(人民币, 百万)	2Q19	2Q20	同比(%)	1H19	1H20	同比(%)
营业收入	5,109	4,160	(18.6)	15,999	13,429	(16.1)
营业成本	1,631	1,163	(28.7)	4,648	3,597	(22.6)
<b>毛利率(%)</b>	<b>68.1</b>	<b>72.1</b>	<b>4.0</b>	<b>70.9</b>	<b>73.2</b>	<b>2.3</b>
毛利	3,478	2,998	(13.8)	11,350	9,832	(13.4)
税金及附加	583	720	23.5	2,135	2,113	(1.0)
销售费用	673	557	(17.2)	1,370	1,182	(13.7)
管理费用	409	424	3.5	944	903	(4.3)
研发费用	8	46	497.1	21	96	359.6
财务费用	(22)	(30)	36.3	(39)	(38)	(4.2)
资产减值损失	0	(4)	-	0	(4)	-
公允价值变动收益	(5)	121	(2,490.5)	32	920	2,780.6
投资收益	209	367	75.5	422	678	60.8
营业利润	2,058	1,777	(13.7)	7,428	7,190	(3.2)
<b>营业利润率(%)</b>	<b>40.3</b>	<b>42.7</b>	<b>2.4</b>	<b>46.4</b>	<b>53.5</b>	<b>7.1</b>
营业外收入	6	3	(45.6)	11	6	(46.9)
营业外支出	5	3	(37.6)	6	26	311.1
利润总额	2,059	1,777	(13.7)	7,433	7,170	(3.5)
所得税	499	378	(24.2)	1,848	1,768	(4.3)
<b>所得税率(剔除非经常性影响)(%)</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>(0.2)</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>0.8</b>
少数股东权益	(1)	(0)	(70.0)	3	1	(71.2)
归属于母公司净利润	1,561	1,399	(10.4)	5,582	5,401	(3.2)
<b>净利率(%)</b>	<b>30.6</b>	<b>33.6</b>	<b>3.1</b>	<b>34.9</b>	<b>40.2</b>	<b>5.3</b>
EPS	1.04	0.93	(10.4)	3.70	3.58	(3.2)

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	24,160	23,126	22,639	24,874	27,772
销售成本	(10,123)	(9,828)	(9,425)	(10,056)	(11,193)
经营费用	(3,511)	(3,612)	(3,493)	(3,735)	(4,323)
息税折旧前利润	10,526	9,686	9,722	11,083	12,256
折旧及摊销	756	775	598	648	696
经营利润(息税前利润)	9,770	8,911	9,123	10,435	11,561
净利息收入/(费用)	65	78	165	210	342
其他收益/(损失)	1,862	1,710	859	859	859
税前利润	9,895	8,911	10,056	11,391	12,582
所得税	(2,724)	(2,385)	(2,516)	(2,793)	(3,085)
少数股东权益	(0)	(3)	(3)	(4)	(4)
净利润	8,115	7,383	7,546	8,603	9,502
核心净利润	8,115	7,383	7,546	8,603	9,502
每股收益(人民币)	5.385	4.899	5.007	5.709	6.305
核心每股收益(人民币)	5.385	4.899	5.007	5.709	6.305
每股股息(人民币)	2.550	3.200	3.271	3.729	4.119
收入增长(%)	21	(4)	(2)	10	12
息税前利润增长(%)	20	(9)	2	14	11
息税折旧前利润增长(%)	19	(8)	0	14	11
每股收益增长(%)	22	(9)	2	14	10
核心每股收益增长(%)	22	(9)	2	14	10

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	21,687	22,660	21,897	24,864	28,228
应收帐款	296	713	310	341	380
库存	13,892	14,433	17,087	18,113	20,105
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	35,875	37,806	39,294	43,318	48,713
固定资产	7,988	7,520	7,636	7,768	7,860
无形资产	1,782	1,747	1,660	1,572	1,485
其他长期资产	3,919	6,382	6,398	6,414	6,430
长期资产总计	13,689	15,649	15,693	15,754	15,775
总资产	49,564	53,455	54,988	59,072	64,488
应付帐款	1,261	1,331	1,256	1,332	1,478
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	14,367	15,206	14,079	14,987	16,845
流动负债总计	15,628	16,537	15,336	16,319	18,323
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	311	427	542	658	774
股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507
储备	32,138	35,002	37,619	40,602	43,898
股东权益	33,645	36,509	39,126	42,109	45,405
少数股东权益	(20)	(17)	(16)	(15)	(13)
总负债及权益	49,564	53,455	54,988	59,072	64,488
每股帐面价值(人民币)	22.33	24.23	25.96	27.94	30.13
每股有形资产(人民币)	21.16	23.07	24.86	26.90	29.14
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.40)	(2.85)	(2.35)	(4.30)	(6.50)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	9,895	8,911	10,056	11,391	12,582
折旧与摊销	756	775	598	648	696
净利息费用	(65)	(78)	(82)	(105)	(171)
运营资本变动	(17)	(417)	403	(31)	(40)
税金	(1,780)	(1,532)	(2,514)	(2,792)	(3,084)
其他经营现金流	(1,995)	14,546	(3,590)	149	257
经营活动产生的现金流	6,793	22,205	4,870	9,260	10,240
购买固定资产净值	(471)	(317)	(317)	(317)	(317)
投资减少/增加	236	3,298	851	851	851
其他投资现金流	(341)	(20,288)	(1,230)	(1,243)	(1,251)
投资活动产生的现金流	(575)	(17,307)	(697)	(710)	(718)
净增权益	1	0	(1)	(2)	(3)
净增债务	3,332	5,431	0	0	0
支付股息	(3,843)	(4,822)	(4,929)	(5,619)	(6,207)
其他融资现金流	(3,843)	(4,822)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(4,354)	(4,213)	(4,929)	(5,619)	(6,207)
现金变动	1,864	685	(755)	2,931	3,315
期初现金	1,751	3,615	4,300	3,545	6,475
公司自由现金流	6,218	4,898	4,173	8,550	9,522
权益自由现金流	9,484	10,251	4,091	8,445	9,351

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	43.6	41.9	42.9	44.6	44.1
息税前利润率(%)	40.4	38.5	40.3	42.0	41.6
税前利润率(%)	41.0	38.5	44.4	45.8	45.3
净利率(%)	33.6	31.9	33.3	34.6	34.2
流动性					
流动比率(倍)	2.3	2.3	2.6	2.7	2.7
利息覆盖率(倍)	-	-	-	-	-
净权益负债率(%)	净现金	(11.8)	(9.1)	(15.4)	(21.6)
速动比率(倍)	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6
估值					
市盈率(倍)	26.3	28.9	28.3	24.8	22.5
核心业务市盈率(倍)	26.3	28.9	28.3	24.8	22.5
市净率(倍)	6.3	5.8	5.5	5.1	4.7
价格/现金流(倍)	31.4	9.6	43.8	23.0	20.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.9	21.6	21.6	18.7	16.6
周转率					
存货周转天数	209.9	223.5	254.1	258.3	251.1
应收帐款周转天数	4.5	8.0	8.2	4.8	4.7
应付帐款周转天数	19.1	20.5	20.9	19.0	18.5
回报率					
股息支付率(%)	47.4	65.3	65.3	65.3	65.3
净资产收益率(%)	24.1	21.0	20.0	21.2	21.7
资产收益率(%)	14.3	12.7	12.6	13.8	14.1
已运用资本收益率(%)	29.1	25.4	24.4	26.0	26.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371