

洋河股份 (002304)

证券研究报告

2019年09月05日

半年报点评：营收符合预期，长期持续看好

半年报营业收入 159.99 亿元，同比增长 10.01%，归母净利为 55.82 亿元，同比增长 11.52%，淡季公司采取控量提价战略，厚积薄发，为旺季做准备。数据显示 2019 年上半年，公司实现营业收入 159.99 亿元，同比增长 10.01%，其中酒类收入 155.25 亿元，同比增长 10.29%；实现归属于母公司股东的净利润 55.82 亿元，同比增长 11.52%。公司 Q2 实现营业收入 51.09 亿元，同比增长 2.08%；归母净利润为 15.61 亿元，同比增长 2.03%。分地区看，省内收入为 80.7 亿元，同比增长 2.99%，省外收入为 79.3 亿元，同比增长 18.23%。

公司的营收增速放缓是因为公司战略改变，公司在淡季控量提价，取得了良好的效果。看好公司下半年和长期营收走势。半年报显示库存商品从年初的 16.4 亿锐减为 6 月底的 6.5 亿，公司控量效果显现市场反馈良好。

公司当期销售费用率 8.57%，较去年同期上升 0.5PCT；当期管理费率为 6.03%，相较于去年同期下降 0.02PCT。报告期间，公司聚焦基础管理再夯实，知识管理更加系统，机制自发更加主动，管理配套力进一步强化。

管理不断升级，渠道调整中，业绩符合预期，长期坚定看好

省内经济发达，消费水平高，一直以来竞争都比较激烈。新形势下，公司也在重新审视洋河的竞争优势，在强化渠道力、提高产品力和品牌力等方面作进一步思考，今年也采取了相应的措施，如针对省内竞争态势对组织架构进行调整、主动采取控货措施让渠道库存更合理等，内部营销策略等方面做了一些调整，如省内组织架构、人事、渠道等方面的变化，销售考核方案的细化等，目前来看调整效果有所显现。

此外，新聘任营销公司董事长刘化霜先生原为营销公司副董事长，有着丰富的实战经验；上半年公司聚焦品牌势能再攀升，积极开展消费者互动体验，梦之蓝品牌高度凸显，品牌价值进一步放大。

盈利预测与估值

鉴于公司 2019 年中报增速放缓，调整盈利预测。预计 19 年收入增速为 9%，净利增速为 10.21%。预计公司 19-21 年营收 263/290/324 亿元，净利润为 89.4/100.5/115.5 亿，EPS 为 5.93/6.67/7.67 元/股，综合考虑到洋河产品升级及低端酒重新布局加速增长，以及预收款和现金流的影响，给予洋河 2020 年 20 倍估值，目标价为 133.4 元，“买入”评级。

风险提示：宏观经济不确定风险 行业竞争加剧风险 市场需求变化风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,917.94	24,159.80	26,334.18	28,967.60	32,443.71
增长率(%)	15.92	21.30	9.00	10.00	12.00
EBITDA(百万元)	9,456.21	11,445.42	12,181.29	13,511.41	15,409.67
净利润(百万元)	6,627.17	8,115.19	8,943.47	10,048.49	11,551.45
增长率(%)	13.73	22.45	10.21	12.36	14.96
EPS(元/股)	4.40	5.39	5.93	6.67	7.67
市盈率(P/E)	24.41	19.93	18.09	16.10	14.00
市净率(P/B)	5.48	4.81	4.30	3.87	3.47
市销率(P/S)	8.12	6.70	6.14	5.58	4.99
EV/EBITDA	17.62	11.74	11.94	10.54	8.86

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	107.35 元
目标价格	133.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,506.99
流通 A 股股本(百万股)	1,248.94
A 股总市值(百万元)	161,775.16
流通 A 股市值(百万元)	134,073.66
每股净资产(元)	23.03
资产负债率(%)	23.39
一年内最高/最低(元)	138.50/81.88

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

何长天 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070003
hechangtian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《洋河股份-公司深度研究:优秀的管理层叠加稳定的业绩增速，白酒行业的标杆》 2019-05-29
- 2 《洋河股份-公司研究简报:消费升级差异化下再论洋河的竞争优势》 2018-08-04
- 3 《洋河股份-年报点评报告:一季报增长超预期，优秀管理占据消费升级先机》 2018-05-18

1. 洋河股份发布 2019 年中报，公司实现营业收入 159.99 亿元，同比增长 10.01%，归母净利为 55.82 亿元，同比增长 11.52%，淡季公司采取控量提价战略，厚积薄发，为旺季做准备

2019 年 8 月 30 日，洋河股份发布 2019 年中报，数据显示 2019 年上半年，公司实现营业收入 159.99 亿元，同比增长 10.01%，其中酒类收入 155.25 亿元，同比增长 10.29%；实现归属于母公司股东的净利润 55.82 亿元，同比增长 11.52%。公司 Q2 实现营业收入 51.09 亿元，同比增长 2.08%；归母净利润为 15.61 亿元，同比增长 2.03%。

公司当期的营收增长下降是公司战略改变的结果，公司在白酒淡季控量提价，取得了良好的效果。看好公司下半年和长期营收走势。

厚积薄发，洋河调整战略，清理库存，为中秋和春节旺季做好准备

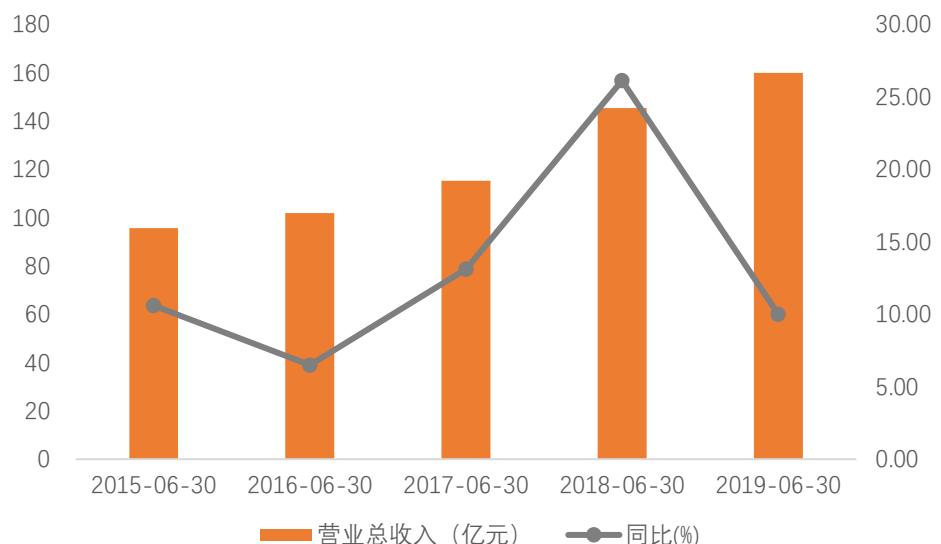
从半年报上，洋河表示，面对复杂多变的宏观环境和愈加激烈的竞争形势，为追求长期的高质量发展，通过不断优化产品结构，创新营销模式，拓展渠道市场等方式，主动进行了战略性调整。

4 月份，洋河刚宣布洋河梦之蓝手工班、梦之蓝 M9 两支产品上半年配额已经用完并全面停止开票。5 月份，洋河在全国范围内大幅度提高经销商向终端供货指导价，最高上涨幅度超 20%，其中海之蓝涨价近百元/箱，天之蓝和梦三、梦六每箱涨价百元以上，梦九更是达到了千元/箱。

淡季的控量稳价是白酒企业都应上好的淡季必修课。产品要想要长久发展，必要的价格管控是很有必要的。洋河上半年对核心产品采取控量提价的战略，稳固了产品终端价格，保持了完美的产品矩阵，同时也对经销商和消费者品牌价值有利。

同时，公司半年报显示公司库存商品从年初的 16.4 亿锐减为 6 月底的 6.5 亿，说明公司控量效果显现，市场反馈良好。

图 1：洋河股份营业收入



资料来源：wind，天风证券研究所

19 年上半年，分产品看，公司白酒收入为 153.8 亿元，同比增长 10.34%；红酒收入为 1.46 亿元，同比增长 5.91%。分地区看，省内收入为 80.7 亿元，同比增长 2.99%，省外收入为 79.3 亿元，同比增长 18.23%。

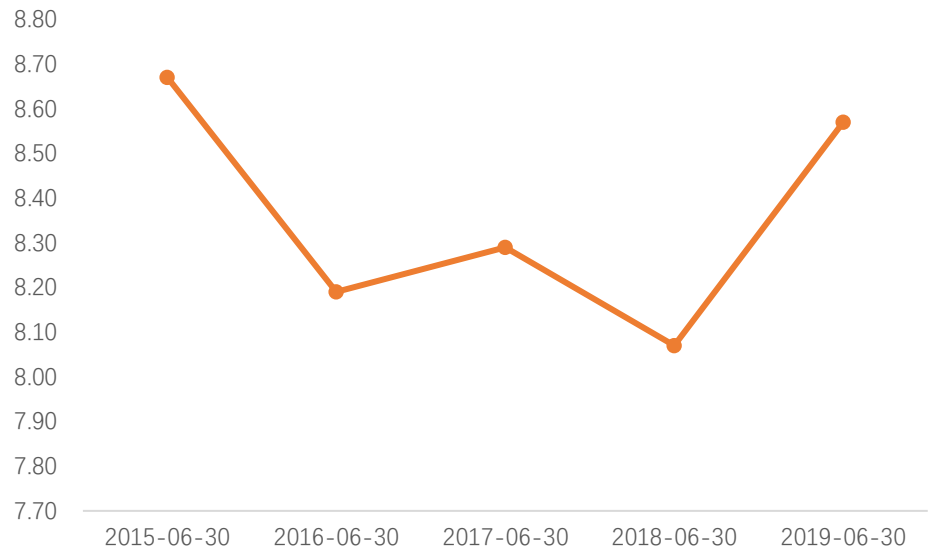
当期经营性现金净流量为 -5.1 亿元，同比上年同期减少 -130.75%。主要原因系上期末预收经销商货款和备货保证金增加幅度较大，本期经营活动流入现金减少，上年末提高员工工资，本期支付给职工以及为职工支付的现金增加，以及本期支付的各项税费增加，经营活

动现金流出相应增加，致使本期经营活动产生的现金流量净额下降。

2. 财务摘要显示，费用率保持相对稳定，研发投入增长 47.61%

公司当期销售费用为 13.7 亿元，同比增长 16.8%。销售费用率为 8.57%，较去年同期上升 0.5PCT。报告期内，公司聚焦营销势能再蓄积，围绕高端突破，强化渠道建设，打造明星终端，在调整中稳步向前；聚焦品牌势能再攀升，积极开展消费者互动体验，事件营销和社群营销持续发力，梦之蓝品牌高度凸显，品牌价值进一步放大。

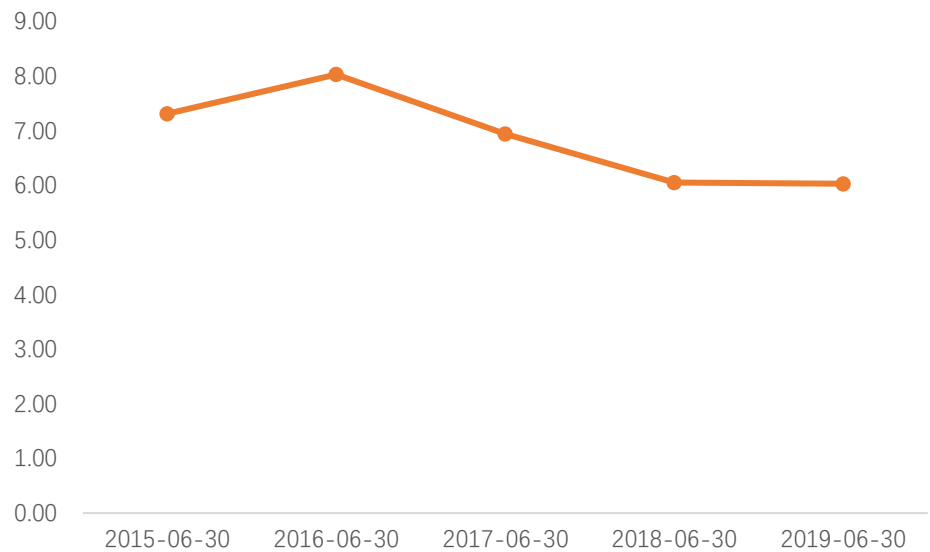
图 2：销售费用率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司当期管理费用为 9.43 亿元，同比增长 8.97%。管理费用率为 6.03%，相较于去年同期下降 0.02PCT。报告期间，公司聚焦基础管理再夯实，知识管理更加系统，机制自发更加主动，长效管理固本增效，全员改进保量提质，增收节支扎实推进，管理配套力进一步强化。

图 3：管理费用率（%）



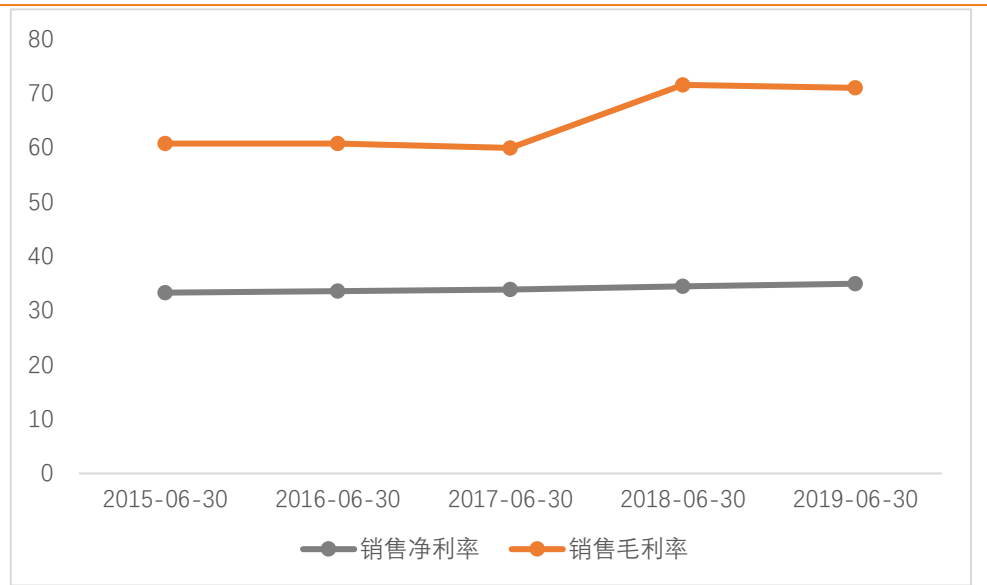
资料来源：wind，天风证券研究所

当期研发投入为 0.21 亿元，同比增长 47.61%，系本期研发投入材料和研发人员工资增加所致。报告期内，公司聚焦绵柔品质再升级，持续推进品质革命，提升原酒绵厚度，深化绵柔机理应用，产品品质进一步升级。

3. 公司利润分析, 当期销售毛利率、销售净利率为 70.95%、34.91% 和前期持平, 归母净利为 55.82 亿元, 同比增长 11.52%, 符合淡季预期。

销售毛利率、销售净利率和去年同期相比维持了相同的水平, 当期销售毛利率为 70.95%, 销售净利率为 34.91%。

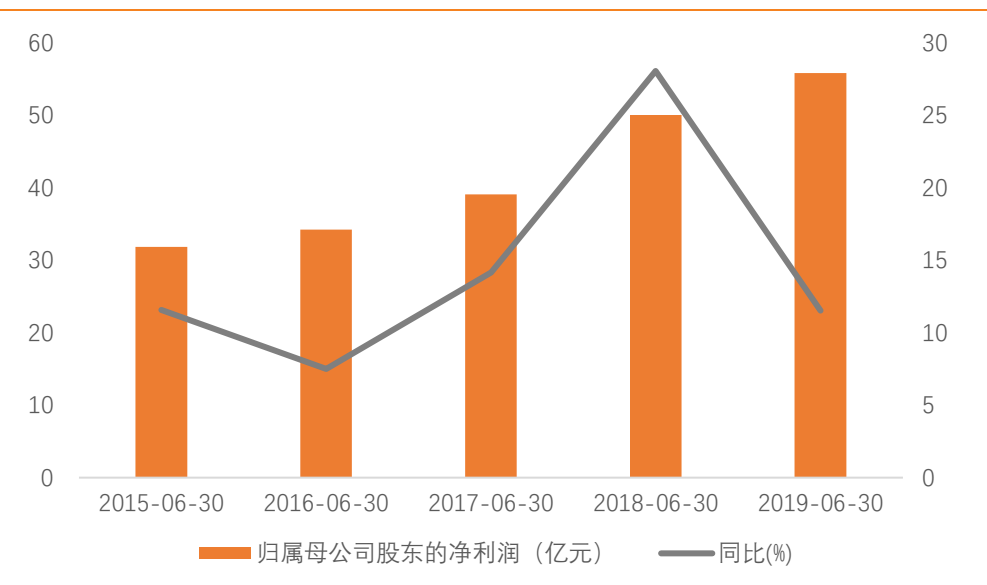
图 4: 销售净利率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

归母净利方面, 公司当期归母净利润为 55.82 亿元, 同比增长 11.52%。我们承接收入分析的逻辑, 强调短期内的利润增速下行是因为公司淡季战略改变, 是为了下半年旺季和长期产品线发展而作的铺垫, 符合预期。

图 5: 归母净利及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

4. 管理不断升级, 渠道调整中, 业绩符合预期, 长期坚定看好

省内经济发达, 消费水平高, 一直以来竞争都比较激烈。新形势下, 公司也在重新审视洋

河的竞争优势，在强化渠道力、提高产品力和品牌力等方面作进一步思考，今年也采取了相应的措施，如针对省内竞争态势对组织架构进行调整、主动采取控货措施让渠道库存更合理等，内部营销策略等方面做了一些调整，如省内组织架构、人事、渠道等方面的变化，销售考核方案的细化等，目前来看调整效果有所显现。

此外，新聘任营销公司董事长刘化霜先生原为营销公司副董事长，有着丰富的实战经验；上半年公司聚焦品牌势能再攀升，积极开展消费者互动体验，梦之蓝品牌高度凸显，品牌价值进一步放大。

5. 盈利预测与估值

采用历史估值分析，可以看到洋河目前 PE 在 19 倍左右，历史估值在 15 到 30 倍区间。

图 6：洋河历史估值 PE(TTM)



资料来源：wind，天风证券研究所

选择口子窖、今世缘和泸州老窖作为洋河可比公司进行对比。可以看到三个可比公司在估值方面均高于洋河股份，与洋河股份市值相近的泸州老窖估值更是在 30 倍以上。

表 1：可比公司估值（统计日期：2019/9/2）

公司	市值（万元）	PE(TTM)
洋河股份	16,875,251.62	19.48
口子窖	3,961,200.00	23.38
今世缘	3,728,374.00	27.28
泸州老窖	14,190,521.99	33.25

资料来源：wind，天风证券研究所

结合以上分析，调整盈利预测。前值预计公司 19-21 年营业收入 277.8/319.5/364.2 亿元，净利润为 95.2/112.8/131.2 亿，EPS 为 6.32/7.49/8.71 元/股。给予 2019 年 24 倍估值。鉴于公司 2019 年中报增速放缓，当期营收增速由 26%下降至 10%，归母净利增速由 28%下降至 12%，基于审慎性原则，现调整为如下。

预计 19 年收入增速为 9%，净利增速为 10.21%。预计公司 19-21 年营收 263/290/324 亿元，净利润为 89.4/100.5/115.5 亿，EPS 为 5.93/6.67/7.67 元/股，综合考虑到洋河产品升级及低端酒重新布局加速增长，以及预收款和现金流的影响，给予洋河 2020 年 20 倍估值，目标价为 133.4 元，“买入”评级。

6. 风险提示

宏观经济不确定风险。2019 年国际政治经济形势复杂，宏观经济增长存在一定不确定性，将对白酒行业或白酒企业的发展带来一定的风险。针对上述风险，公司将紧密关注市场动态，通过做优做强公司主业，提升自身竞争力，更好地应对宏观经济的波动。

行业竞争加剧风险。随着白酒企业集中度的进一步提升，白酒企业间竞争将更加激烈。针对这一风险，公司将以消费者需求为导向，通过不断优化产品结构，创新营销模式，拓展渠道市场等方式，切实提升公司的行业竞争能力和产品的市场占有率。

市场需求变化风险。当前，消费者更加注重健康生活理念，酒类饮品也呈现出多元化发展趋势。针对上述风险，公司将加强对消费者需求变化、酒类发展趋势等内容研究，以消费者需求为核心导向，快速适应需求变化。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,751.45	3,615.35	11,854.89	14,853.86	20,594.97
应收票据及应收账款	221.30	247.96	220.48	262.31	278.42
预付账款	86.66	18.98	127.21	22.02	133.41
存货	12,861.50	13,892.12	12,876.14	16,018.72	15,261.80
其他	13,053.46	16,980.39	13,511.73	14,446.63	15,086.07
流动资产合计	27,974.38	34,754.80	38,590.45	45,603.54	51,354.67
长期股权投资	1.98	9.42	9.42	9.42	9.42
固定资产	8,249.56	7,833.67	7,502.71	7,165.26	6,810.90
在建工程	235.22	154.54	128.72	125.23	105.14
无形资产	1,653.55	1,781.96	1,729.97	1,677.98	1,625.99
其他	4,591.26	3,909.38	4,105.20	3,952.67	3,988.75
非流动资产合计	14,731.56	13,688.97	13,476.03	12,930.56	12,540.20
资产总计	43,258.14	49,563.77	52,703.51	59,303.84	64,737.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,119.60	1,261.28	2,332.10	899.81	2,671.25
其他	12,319.11	14,366.92	12,473.38	16,319.71	15,175.63
流动负债合计	13,438.71	15,628.20	14,805.48	17,219.52	17,846.88
长期借款	0.15	0.11	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	324.41	310.94	321.64	319.00	317.19
非流动负债合计	324.56	311.05	321.64	319.00	317.19
负债合计	13,763.27	15,939.25	15,127.12	17,538.52	18,164.07
少数股东权益	(20.17)	(20.01)	(34.38)	(44.06)	(54.06)
股本	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99
资本公积	741.70	741.70	741.70	741.70	741.70
留存收益	28,007.14	32,279.51	36,103.78	40,302.40	45,120.13
其他	(740.79)	(883.67)	(741.70)	(741.70)	(741.70)
股东权益合计	29,494.87	33,624.52	37,576.39	41,765.32	46,573.06
负债和股东权益总	43,258.14	49,563.77	52,703.51	59,303.84	64,737.12

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	6,618.79	8,115.33	8,943.47	10,048.49	11,551.45
折旧摊销	690.89	757.45	468.76	472.93	476.44
财务费用	11.71	0.66	(199.28)	(344.05)	(456.64)
投资损失	(623.95)	(918.29)	(900.00)	(915.00)	(900.00)
营运资金变动	(1,455.75)	(1,881.72)	3,396.06	(1,450.20)	579.45
其它	1,641.48	2,983.33	(15.12)	(9.85)	(10.22)
经营活动现金流	6,883.17	9,056.75	11,693.89	7,802.33	11,240.47
资本支出	664.10	410.02	49.30	82.64	51.81
长期投资	(19.05)	7.44	0.00	0.00	0.00
其他	(4,806.07)	(3,766.81)	1,273.67	619.65	725.68
投资活动现金流	(4,161.02)	(3,349.34)	1,322.97	702.29	777.49
债权融资	0.15	0.11	0.00	0.00	0.00
股权融资	38.38	(73.05)	345.94	348.75	461.34
其他	(3,455.64)	(3,768.42)	(5,123.25)	(5,854.41)	(6,738.19)
筹资活动现金流	(3,417.12)	(3,841.36)	(4,777.31)	(5,505.66)	(6,276.85)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(694.97)	1,866.05	8,239.55	2,998.96	5,741.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,917.94	24,159.80	26,334.18	28,967.60	32,443.71
营业成本	6,681.15	6,353.24	6,846.89	7,299.84	7,981.15
营业税金及附加	1,151.87	3,769.93	3,634.12	4,055.46	4,542.12
营业费用	2,387.45	2,561.40	2,844.09	3,128.50	3,406.59
管理费用	1,506.35	1,704.27	2,040.90	2,042.22	2,287.28
研发费用	25.75	27.57	131.67	289.68	162.22
财务费用	(33.91)	(65.14)	(199.28)	(344.05)	(456.64)
资产减值损失	22.87	1.10	23.99	28.43	31.12
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	623.95	918.29	900.00	915.00	900.00
其他	(1,284.00)	(1,924.51)	(1,800.00)	(1,830.00)	(1,800.00)
营业利润	8,836.47	10,813.65	11,911.81	13,382.53	15,389.87
营业外收入	19.82	37.93	34.54	30.77	34.41
营业外支出	8.34	12.40	10.98	10.57	11.32
利润总额	8,847.95	10,839.19	11,935.37	13,402.73	15,412.97
所得税	2,229.17	2,723.86	3,007.02	3,364.09	3,871.74
净利润	6,618.79	8,115.33	8,928.35	10,038.65	11,541.23
少数股东损益	(8.38)	0.14	(15.12)	(9.85)	(10.22)
归属于母公司净利润	6,627.17	8,115.19	8,943.47	10,048.49	11,551.45
每股收益(元)	4.40	5.39	5.93	6.67	7.67

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	15.92%	21.30%	9.00%	10.00%	12.00%
营业利润	14.35%	22.38%	10.16%	12.35%	15.00%
归属于母公司净利润	13.73%	22.45%	10.21%	12.36%	14.96%
获利能力					
毛利率	66.46%	73.70%	74.00%	74.80%	75.40%
净利率	33.27%	33.59%	33.96%	34.69%	35.60%
ROE	22.45%	24.12%	23.78%	24.03%	24.77%
ROIC	32.42%	35.18%	34.69%	45.95%	49.78%
偿债能力					
资产负债率	31.82%	32.16%	28.70%	29.57%	28.06%
净负债率	-5.94%	-10.75%	-31.55%	-35.57%	-44.22%
流动比率	2.12	2.30	2.65	2.69	2.92
速动比率	1.17	1.41	1.78	1.76	2.07
营运能力					
应收账款周转率	103.81	102.97	112.43	120.00	120.00
存货周转率	1.59	1.81	1.97	2.01	2.07
总资产周转率	0.49	0.52	0.52	0.52	0.52
每股指标(元)					
每股收益	4.40	5.39	5.93	6.67	7.67
每股经营现金流	4.57	6.01	7.76	5.18	7.46
每股净资产	19.59	22.33	24.96	27.74	30.94
估值比率					
市盈率	24.41	19.93	18.09	16.10	14.00
市净率	5.48	4.81	4.30	3.87	3.47
EV/EBITDA	17.62	11.74	11.94	10.54	8.86
EV/EBIT	19.01	12.57	12.42	10.92	9.15

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com