新时代证券 New Times Securities

七措并举谋转型，M6+已于 4 月底完成全国渠道、团购招商

——洋河股份点评

公司点评

● **事件：**2020 年 5 月 19 日，公司召开 2019 年线上业绩说明会，对 2019 年以来进行主动调整转型和 2020 年重点工作规划和进度做了说明：（1）当前主要着手处理去库存问题，突出抓好主导品牌长期健康发展、厂商队伍合理分工、以效率为原则的费用管理体系、强化营销行为的动态管理、根据区域发展情况差异化布局等一系列作为企业与营销管理过程中常常遇到又必须持续改进和提升的重大问题。（2）公司的调整转型主要指的是七个方面的具体工作：一是关于厂商一体化的发展思路；二是“一商为主、多商配称”的和谐生态建设；三是多品牌的发展战略；四是区域发展差异化的战略；五是陈列与家宴费用管理体系的完善；六是以动销为核心、触点转化为要点的包括各种群体的动销措施以及团购渠道的运作指导；七是梦 6+的全国市场推广，一共七个方面的指导思想、发展思路以及方案。目前，上述七个方面的调整转型已经全面进入落地执行阶段，各个层面的政策调整效果也正逐步显露。**我们认为公司立足长远，虽受疫情影响调整时间或有拉长，但市场库存、主导产品价格及渠道信心逐步恢复，M6+全国市场导入顺利，目前终端销售已经恢复到正常水平的 50%以上，边际改善持续。**

● **业绩成长动能切换梦之蓝，营收占比已超 30%，新品 M6+招商布局完成。**公司 2019 年营收 231.26 亿元，洋河蓝色经典占比超过 75%，推算洋河蓝色经典、梦之蓝的营收应分别为 173.45 亿+和 69.38 亿元+。新品梦之蓝 M6+卡位 600-800 元价位，截止 2020 年 4 月底，在全国市场已完成渠道、团购的招商。省内 M6+以低度（40.8 度）为主，上市以来市场反馈积极，动销趋势良好，另省外 M6+以高度（52 度）为主，公司在河南、安徽、山东、河北品牌渠道基础深厚，公司费用聚焦导向海、天、梦产品迭代升级有望逐步实现销量转化。

● **双沟品牌段位提升，双沟销售公司将成重要增长引擎。**在 2019 年双沟品牌事业部的基础上，2020 年双沟品牌运营组织升级为销售公司，独立运作双沟品牌，逐步深化双沟品牌的全国化运作，打造成为洋河股份重要的增长引擎。我们认为苏酒、双沟品牌再定位，昔日省内“龙二”品牌的运营对市场竞争格局及终端推力（争夺）或将拉开序幕，苏酒品牌待复兴。

● **短期改革阵痛，效果逐步显露。**公司坚持过程考核优先于销量指标，区域市场销售额任务柔性考核、主导产品价格串货等秩序刚性“红线”要求，以引导区域改革积弊。2020Q1 公司将经销商保证金（额度约 48 亿元）转购酒款，实质是为降低经销商资金周转压力，将奖励等费用提前兑现，经过 2019 年 6 月份以来库存清理，目前渠道库存预计约 2 个月，处于较为良性水平，其中省内小于省外，苏北小于苏南。

● **公司正视问题不回避，坚持长线发展思维，公司窖龄均在 7 年以上，年产能 16 万吨为“产品品质”奠定坚实基础。**我们预计 2020-2022 年归母净利润为 77.75/87.25/103.94 亿元，同增 5.3/12.2/19.1%，EPS 分别为 5.16/5.75/6.90 元，当前股价对应 PE 分别为 19.5/17.4/14.6 倍，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**疫情时间拉长致需求持续降低，改革不达预期，M6+推广不及预期等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24,160	23,126	24,302	26,940	30,935
增长率(%)	21.3	-4.3	5.1	10.9	14.8
净利润(百万元)	8,115	7,383	7,775	8,725	10,394
增长率(%)	22.5	-9.0	5.3	12.2	19.1
毛利率(%)	73.7	71.3	71.8	72.7	73.8
净利率(%)	33.6	31.9	32.0	32.4	33.6
ROE(%)	24.1	20.2	19.5	19.7	20.6
EPS(摊薄/元)	5.39	4.90	5.16	5.79	6.90
P/E(倍)	18.7	20.5	19.5	17.4	14.6
P/B(倍)	4.5	4.2	3.8	3.4	3.0

强烈推荐（维持评级）

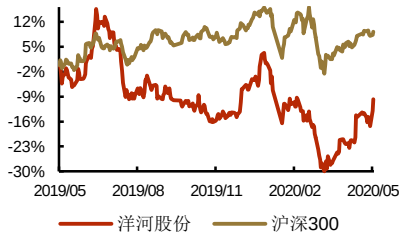
孙山山（分析师）
sunshanshan@xsdzq.cn
证书编号：S0280520030002

王言海（联系人）
wangyanhai@xsdzq.cn
证书编号：S0280118100002

张向伟（联系人）
zhangxiangwei@xsdzq.cn
证书编号：S0280119090008

市场数据	时间 2020.05.19
收盘价(元):	104.31
一年最低/最高(元):	80.34/138.5
总股本(亿股):	15.07
总市值(亿元):	1,571.94
流通股本(亿股):	12.49
流通市值(亿元):	1,302.77
近 3 月换手率:	34.95%

股价一年走势



相关报告

《边际改善正在发生》2020-04-29

《调整释压，关注改革深化进程》2020-03-01

《不破不立，“二次创业”开启下一个十年》2020-02-09

《调整蓄势，关注渠道信心改善与省外提档升级》2019-09-01

《海、天提价成功，梦之蓝百亿在望，持续看好》2018-08-29

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**35875**	**37806**	**44685**	**54835**	**60547**
现金	3615	4300	4860	5388	6187
应收票据及应收账款合计	248	675	4	600	124
其他应收款	48	38	52	47	67
预付账款	19	200	30	225	68
存货	13892	14433	21578	20415	25941
其他流动资产	18052	18160	18160	28160	28160
非流动资产	**13689**	**15649**	**17548**	**17955**	**18742**
长期投资	9	25	39	54	68
固定资产	7834	7257	7218	7666	8471
无形资产	1782	1747	1695	1650	1613
其他非流动资产	4064	6620	8595	8585	8589
资产总计	**49564**	**53455**	**62233**	**72789**	**79289**
流动负债	**15628**	**16537**	**22070**	**27993**	**28421**
短期借款	0	0	4123	6359	7419
应付票据及应付账款合计	1261	1331	1301	1577	1568
其他流动负债	14367	15206	16645	20056	19433
非流动负债	**311**	**427**	**427**	**427**	**427**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	311	427	427	427	427
负债合计	**15939**	**16963**	**22497**	**28420**	**28848**
少数股东权益	-20	-17	-26	-31	-34
股本	1507	1507	1507	1507	1507
资本公积	742	742	742	742	742
留存收益	31538	34264	37507	41063	45268
归属母公司股东权益	33645	36509	39763	44400	50475
负债和股东权益	**49564**	**53455**	**62233**	**72789**	**79289**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**9057**	**6798**	**2695**	**2829**	**5009**
净利润	8115	7386	7766	8721	10390
折旧摊销	757	776	619	679	775
财务费用	-65	-78	13	216	293
投资损失	-918	-851	-735	-782	-821
营运资金变动	1191	-271	-4908	-5935	-5545
其他经营现金流	-24	-164	-60	-70	-82
投资活动现金流	**-3349**	**-1293**	**-1724**	**-233**	**-659**
资本支出	471	317	-114	392	773
长期投资	-3783	-1828	-14	-14	-14
其他投资现金流	-6661	-2804	-1853	145	100
筹资活动现金流	**-3841**	**-4823**	**-4534**	**-4304**	**-4611**
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-0	-0	0	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-3841	-4823	-4534	-4304	-4611
现金净增加额	**1865**	**685**	**-3563**	**-1709**	**-261**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**24160**	**23126**	**24302**	**26940**	**30935**
营业成本	6353	6626	6842	7349	8112
营业税金及附加	3770	3201	3364	3729	4283
营业费用	2561	2692	2707	2877	3080
管理费用	1704	1856	1706	1886	2104
研发费用	28	160	168	186	214
财务费用	-65	-78	13	216	293
资产减值损失	1	-2	12	8	8
公允价值变动收益	0	159	40	50	62
其他收益	63	85	48	60	64
投资净收益	918	851	735	782	821
营业利润	**10814**	**9762**	**10332**	**11600**	**13811**
营业外收入	38	22	31	28	30
营业外支出	12	13	12	11	12
利润总额	**10839**	**9771**	**10352**	**11617**	**13828**
所得税	2724	2385	2586	2896	3438
净利润	**8115**	**7386**	**7766**	**8721**	**10390**
少数股东损益	0	3	-9	-4	-3
归属母公司净利润	**8115**	**7383**	**7775**	**8725**	**10394**
EBITDA	11488	10418	10959	12459	14847
EPS（元）	5.39	4.90	5.16	5.79	6.90

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	21.3	-4.3	5.1	10.9	14.8
营业利润(%)	22.4	-9.7	5.8	12.3	19.1
归属于母公司净利润(%)	22.5	-9.0	5.3	12.2	19.1
获利能力					
毛利率(%)	73.7	71.3	71.8	72.7	73.8
净利率(%)	33.6	31.9	32.0	32.4	33.6
ROE(%)	24.1	20.2	19.5	19.7	20.6
ROIC(%)	29.3	78.9	55.2	43.4	39.6
偿债能力					
资产负债率(%)	32.2	31.7	36.1	39.0	36.4
净负债比率(%)	-9.9	-11.0	-1.1	2.8	3.0
流动比率	2.3	2.3	2.0	2.0	2.1
速动比率	0.3	1.4	1.0	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	103.0	50.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.3	5.1	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	5.39	4.90	5.16	5.79	6.90
每股经营现金流(最新摊薄)	2.99	16.40	1.79	1.88	3.32
每股净资产(最新摊薄)	22.33	24.23	26.39	29.46	33.49
估值比率					
P/E	18.7	20.5	19.5	17.4	14.6
P/B	4.5	4.2	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	12.9	12.4	12.1	10.8	9.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017 年 9 月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐:	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性:	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避:	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避:	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监** 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	**吕莜琪　销售总监** 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	**吴林蔓　销售总监** 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/