

2021年02月26日

Q4 回暖全年符合预期，轻装上阵看好 2021 年 加速增长

洋河股份(002304)

评级:	买入	股票代码:	002304
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	268.6/80.34
目标价格:		总市值(亿)	2,848.21
最新收盘价:	189	自由流通市值(亿)	2,357.81
		自由流通股数(百万)	1,247.52

事件概述

公司发布 2020 年业绩快报，2020 年公司实现营业总收入 211.25 亿元，同比-8.65%；实现营业利润 98.84 亿元，同比+1.25%；实现归母净利润 74.77 亿元，同比+1.27%；基本每股收益 4.98 元。

分析判断:

► 调整年叠加疫情影响，整体基本符合预期。

2020 年公司实现营业收入 211.25 亿元，同比-8.65%，营业利润 98.84 亿元，同比+1.25%，归母净利润 74.77 亿元，同比+1.27%。其中 Q4 实现营业收入 22.11 亿元，同比+9.01%，营业利润 3.62 亿元，同比+34.47%，归母净利润 2.91 亿元，同比+22.98%。2020 年公司整体调整转型，同时叠加全年疫情影响，因此营业收入相对 2019 年有所下降，但是整体情况基本符合预期。

► 对比 2018 年，Q4 业绩表现符合预期。

对比 2020 年全年业绩，Q4 洋河业绩增速和利润增速都高出很多，但此背景是 2019Q4 公司收入同比-36.49%，归母净利润同比-78.03%。也就是说，2020Q4 虽然同比实现了明显提升，但距离 2018 年的“正常水平”，还有明显差距。

表 1 洋河历史业绩 (亿元)

	2017	2018	2019	2020
营业总收入	199.18	241.60	231.26	211.25
YOY		21.30%	-4.28%	-8.65%
营业利润	88.36	108.14	97.62	98.84
YOY		22.38%	-9.73%	1.25%
利润总额	88.48	108.39	97.71	98.74
YOY		22.50%	-9.86%	1.05%
归母净利润	66.27	81.15	73.83	74.77
YOY		22.45%	-9.02%	1.27%

资料来源: wind, 华西证券研究所

表 2 洋河历史四季度业绩 (亿元)

	2018Q4	2019Q4	2020Q4
营业总收入	31.94	20.29	22.11
YOY	5.08%	-36.49%	9.01%
营业利润	14.26	2.69	3.62
YOY	2.45%	-81.13%	34.47%
利润总额	14.36	2.71	3.74
YOY	2.98%	-81.12%	37.75%
归母净利润	10.76	2.36	2.91
YOY	2.96%	-78.03%	22.98%

资料来源: wind, 华西证券研究所

► 2020 年低增长也是利好, 轻装上阵洋河复苏之路更加稳健

首先, 2020 年因为疫情洋河的恢复进度受到一定市场干扰; 但洋河尽量把所有问题留在 2020 年, 轻装上阵以后 2021 年及未来洋河都可以增加从容稳健。其次, 我们判断如果洋河在内部治理上有更大激励动作, 那如果以 2020 年为考核基数, 2021 年组织的动力将会得到更强的释放。

2021 年春节期间, 新品 M6+ 和 M3 水晶版达到了公司预期, 也完成了对部分老产品的替代, 未来公司将针对市场综合表现, 对天之蓝、海之蓝和 M9 进行产品和价格的升级。目前市场秩序好转, 洋河将延续以 M6+ 为核心, 通过将“梦系列”产品迭代升级, 带动公司整体的复苏增长。

投资建议

中长期我们判断洋河收入增速不会太快, 但伴随产品结构提升洋河利润会加速成长, 在估值相对较高的白酒板块当中, 洋河是主流酒企当中性价比很好的标的。

根据公司最新发布的业绩快报, 我们对公司的盈利预测做出相应调整。我们预计公司 2021-2022 年实现收入 211.25/243.33/271.55 亿元, 同比-8.7%/+15.2%/+11.6%, 上次预测同比-7.1%/+11.0%/+10.5%; 实现归母净利润 74.77/85.71/97.57 亿元, 同比+1.3%/+14.6%/+13.8%, 上次预测同比+1.8%/+17.56%/+16.5%; EPS 分别为 4.96/5.69/6.47 元, 当前股价对应估值分别为 38.10/33.23/39.19, 维持“买入”评级。

风险提示

①疫情持续超预期; ②经济下行导致需求减弱; ③酱酒风头过盛、挤压成长空间; ④食品安全问题。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24,160	23,126	21,125	24,333	27,155
YoY (%)	21.3%	-4.3%	-8.7%	15.2%	11.6%
归母净利润(百万元)	8,115	7,383	7,477	8,571	9,757
YoY (%)	22.5%	-9.0%	1.3%	14.6%	13.8%
毛利率 (%)	73.7%	71.3%	73.8%	75.3%	76.8%
每股收益 (元)	5.39	4.90	4.96	5.69	6.47
ROE	24.1%	20.2%	18.9%	20.0%	20.9%
市盈率	35.10	38.58	38.10	33.23	29.19

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话: 010-59775343

联系人: 王厚

邮箱: wanghou@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话: 010-59775343

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	23,126	21,125	24,333	27,155	净利润	7,386	7,480	8,575	9,761
YoY (%)	-4.3%	-8.7%	15.2%	11.6%	折旧和摊销	776	-722	-722	-722
营业成本	6,626	5,538	6,014	6,294	营运资金变动	-271	-243	-371	-163
营业税金及附加	3,201	2,535	3,163	3,802	经营活动现金流	6,798	5,691	6,527	7,812
销售费用	2,692	2,429	3,042	3,340	资本开支	-293	10	29	32
管理费用	1,856	1,584	1,752	1,901	投资	-1,828	-1,280	-1,024	-921
财务费用	-78	-33	-90	-100	投资活动现金流	-1,293	-456	-70	143
资产减值损失	-2	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	851	813	925	1,032	债务募资	0	0	0	0
营业利润	9,762	9,885	11,352	12,923	筹资活动现金流	-4,823	-4,521	-5,274	-5,727
营业外收支	9	-11	5	5	现金净流量	685	714	1,183	2,228
利润总额	9,771	9,874	11,357	12,928	主要财务指标				
所得税	2,385	2,394	2,782	3,167	成长能力				
净利润	7,386	7,480	8,575	9,761	营业收入增长率	-4.3%	-8.7%	15.2%	11.6%
归属于母公司净利润	7,383	7,477	8,571	9,757	净利润增长率	-9.0%	1.3%	14.6%	13.8%
YoY (%)	-9.0%	1.3%	14.6%	13.8%	盈利能力				
每股收益	4.90	4.96	5.69	6.47	毛利率	71.3%	73.8%	75.3%	76.8%
资产负债表 (百万元)					净利率率	31.9%	35.4%	35.2%	35.9%
货币资金	4,300	5,014	6,197	8,425	总资产收益率 ROA	13.8%	13.7%	14.6%	15.5%
预付款项	200	194	241	283	净资产收益率 ROE	20.2%	18.9%	20.0%	20.9%
存货	14,433	12,897	13,841	14,139	偿债能力				
其他流动资产	18,873	20,180	21,311	22,363	流动比率	2.29	2.59	2.68	2.86
流动资产合计	37,806	38,285	41,590	45,211	速动比率	1.40	1.70	1.77	1.95
长期股权投资	25	25	25	25	现金比率	0.26	0.34	0.40	0.53
固定资产	7,257	7,979	8,701	9,423	资产负债率	31.7%	27.8%	27.2%	25.8%
无形资产	1,747	1,747	1,747	1,747	经营效率				
非流动资产合计	15,649	16,371	17,093	17,815	总资产周转率	0.43	0.39	0.41	0.43
资产合计	53,455	54,656	58,683	63,026	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	4.90	4.96	5.69	6.47
应付账款及票据	1,331	1,214	1,302	1,345	每股净资产	24.23	26.19	28.38	31.05
其他流动负债	15,206	13,566	14,204	14,470	每股经营现金流	4.51	3.78	4.33	5.18
流动负债合计	16,537	14,779	15,506	15,815	每股股利	0.00	3.00	3.50	3.80
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	427	427	427	427	PE	38.58	38.10	33.23	29.19
非流动负债合计	427	427	427	427	PB	4.56	9.01	8.32	7.60
负债合计	16,963	15,206	15,932	16,242					
股本	1,507	1,507	1,507	1,507					
少数股东权益	-17	-14	-11	-7					
股东权益合计	36,492	39,450	42,750	46,784					
负债和股东权益合计	53,455	54,656	58,683	63,026					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：华西证券食品饮料高级分析师，9年白酒行业营销及咨询从业经验，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。