

产品培育先于量增 梦之蓝放量可期

——洋河股份 (002304.SZ)

食品饮料/饮料制造

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件:

公司发布 20 年度业绩快报, 预计 2020 年实现营收 211.25 亿元, 同比下滑 8.65%; 归母净利润 74.77 亿元, 同比增长 1.26%。单季度来看, Q4 预计实现营收 22.11 亿元, 同比增长 9.13%; 归母净利润 2.91 亿元, 同比增长 24.36%, 符合市场预期。

投资摘要:

Q4 增长提速, 合同负债或环比增加。Q4 营收、净利润增速环比提高 1.56、10.29pct, 业绩逐季度改善。单季度增长主要由梦之蓝和双沟高端产品贡献, 产品结构持续走高。四季度末负债为 153.44 亿元, 同比减少 16.02 亿元, 主要原因或为公司营销改革以来回款政策变化减少经销商资金占用致合同负债同比下降; 整体负债环比三季度末增加 56.13 亿元, 环比增加主要为春节旺季前回款致合同负债增加, 该增长幅度大于 2019 年同期合同负债的增幅 47.75 亿元。在控货和回款减负政策下, 负债环比增长加大或显示良好的业绩储备。

调整措施正确彻底, 产品培育先于量增、梦系列新品培育基本成功。公司前期营销改革重点借助梦系列产品 and 洋河双沟品牌结构的重塑理顺经销关系、恢复渠道利润, 并严格执行配额制和数字化控盘。目前 M6+、M3 水晶版经销商和终端利润提高到 8%、11% 水平以上, 整体渠道库存降低到 1-2 月水平, 经销商出货动力恢复。春节期间梦系列新产品出现供不应求、经销商出货出现同比高双位数增长情况, 提价后 M6+ 省内批价稳定在 580-590 元以上, M3 水晶版在 430 元以上, 产品渠道接受程度高、销售者复购积极。M6+ 已完成全国市场布局、基本达到梦六同期销售水平, M3 导入速度快逐步替换老产品, 梦之蓝势能释放将提振整体业绩。

消费升级下次高端龙头享蓝海价格带红利, 放量可期。公司 M6+ 产品吸取海天产品饱和销售的教训, 利用全国化的网络和品牌影响力广泛地招商, 率先聚焦培育 600 元以上蓝海价位带。M3 水晶版抢占 450 元以上价位、与竞品共同做好省内升级市场氛围。双沟绵柔苏酒、珍宝坊产品升级节奏快, 与洋河品牌协同推动名酒复兴。在高端价格天花板、消费升级、酱酒烘托等带动下下次高端 500-800 元有望成为白酒超预期扩容的价格带, 公司拥有最广的品牌基础、渠道力领先竞品, 梦系列产品势能拉高后领先优势将逐步释放。

改革强基, 看好 21 年经营加速向好趋势。公司配套改革了一贯的价格体系问题、运用配额制严格控货, 推动渠道利润和批价的良性恢复, 组织及团队氛围提升明显。新一届董事会理顺管理层架构、回购后股权激励在即, 公司经营将更为稳健、良性。21 年春节公司回款 40% 以上迎来开门红, 海天产品停货、更新提前, 渠道库存低位空间大, 21 年轻装上阵、整体预计加速成长。

投资建议: 公司渠道和产品正循环建立、经营形势向好, 建议逢低布局。预计 20-22 年归母净利润至 74.77/84.46/96.34 亿元, 每股收益 4.96/5.60/6.39 亿元, 当前股价对应 PE 为 38.10/33.72/29.56 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情反复影响消费场景、营销改革不及预期、产品培育不及预期

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24,159.80	23,126.48	21,126.75	23,520.52	26,423.24
增长率(%)	21.30%	-4.28%	-8.65%	11.33%	12.34%
归母净利润(百万元)	8,115.19	7,382.82	7,476.54	8,446.10	9,634.40
增长率(%)	22.45%	-9.02%	1.27%	12.97%	14.07%
净资产收益率(%)	24.12%	20.22%	19.42%	20.18%	21.02%
每股收益(元)	5.39	4.90	4.96	5.60	6.39
PE	35.10	38.58	38.10	33.72	29.56
PB	8.47	7.80	7.40	6.81	6.21

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入(首次)

2021 年 02 月 27 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2021.02.26

总市值/流通市值(亿元)	2,848.21/2,357.81
总股本(万股)	150,698.8
资产负债率(%)	20.32
每股净资产(元)	25.34
收盘价(元)	189.0
一年内最低价/最高价(元)	80.34/268.6

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

- 1、《洋河股份(002304.SZ) 三季报点评: 结束连续下滑 改革成效显著》
2020-10-23
- 2、《洋河股份公司深度研究: 开启新周期》
2020-09-30

证券研究报告

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	24160	23126	21127	23521	26423	流动资产合计	35875	37806	39862	44590	50151						
营业成本	6353	6626	4730	5179	5313	货币资金	3615	4300	3545	6287	10507						
营业税金及附加	3770	3201	3111	3360	3832	应收账款	5	16	10	14	14						
营业费用	2561	2692	2430	2775	3143	其他应收款	48	38	34	38	43						
管理费用	1704	1856	1775	1932	2195	预付款项	19	200	78	86	88						
研发费用	28	160	264	223	283	存货	13892	14433	10323	11292	11589						
财务费用	-65	-78	-72	-75	-73	其他流动资产	16932	183	7487	8335	9364						
资产减值损失	1	-2	0	0	0	非流动资产合计	13689	15649	14900	14331	13662						
公允价值变动收益	0	159	79	119	99	长期股权投资	9	25	25	25	25						
投资净收益	918	851	884	867	876	固定资产	7834	7257	6580	5988	5341						
营业利润	10814	9762	9939	11199	12792	无形资产	1782	1747	1697	1649	1601						
营业外收入	38	22	5	14	9	商誉	276	276	276	276	276						
营业外支出	12	13	2	8	5	其他非流动资产	205	204	183	204	229						
利润总额	10839	9771	9942	11205	12797	资产总计	49564	53455	54762	58921	63813						
所得税	2724	2385	2463	2755	3158	流动负债合计	15628	16537	15101	15907	16805						
净利润	8115	7386	7480	8450	9639	短期借款	0	0	0	0	0						
少数股东损益	0	3	3	4	4	应付账款	1261	1331	932	1020	1046						
归属母公司净利润	8115	7383	7476	8446	9634	预收款项	4468	6754	6338	7056	7927						
EBITDA	13238	12153	10645	11914	13513	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0						
EPS (元)	5.39	4.90	4.96	5.60	6.39	非流动负债合计	311	427	287	287	287						
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0						
成长能力						应付债券	0	0	0	0	0						
营业收入增长						21.30%	-4.28%	-8.65%	11.33%	12.34%	12.34%						
营业利润增长						22.38%	-9.73%	1.82%	12.67%	14.23%	14.23%						
归属于母公司净利润增长						22.45%	-9.02%	1.27%	12.97%	14.07%	14.07%						
获利能力						少数股东权益	-20	-17	-14	-10	-6						
毛利率(%)						73.70%	71.35%	77.61%	77.98%	79.89%	79.89%						
净利率(%)						33.59%	31.94%	35.40%	35.93%	36.48%	36.48%						
总资产净利润率(%)						16.37%	13.81%	13.65%	14.33%	15.10%	15.10%						
ROE(%)						24.12%	20.22%	19.42%	20.18%	21.02%	21.02%						
偿债能力						现金流量表						单位:百万元					
资产负债率(%)						32%	32%	29%	28%	27%	经营活动现金流						
流动比率						净利润						9057	6798	2835	6998	8941	
速动比率						折旧摊销						8115	7386	7480	8450	9639	
营运能力						财务费用						757	775	777	791	794	
总资产周转率						应付帐款减少						-65	-78	-72	-75	-73	
应收账款周转率						预收帐款增加						3	-11	6	-4	0	
应付账款周转率						投资活动现金流						269	2285	-416	718	871	
每股指标(元)						公允价值变动收益						-3349	-1293	935	766	850	
每股收益(最新摊薄)						长期股权投资减少						0	159	79	119	99	
每股净现金流(最新摊薄)						投资收益						-7	-16	0	0	0	
每股净资产(最新摊薄)						筹资活动现金流						918	851	884	867	876	
估值比率						应付债券增加						-3841	-4823	-4526	-5022	-5571	
P/E						长期借款增加						0	0	0	0	0	
P/B						普通股增加						0	0	0	0	0	
EV/EBITDA						资本公积增加						0	0	-40	40	0	
						现金净增加额						1866	682	-755	2742	4220	

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上