

2021年02月27日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

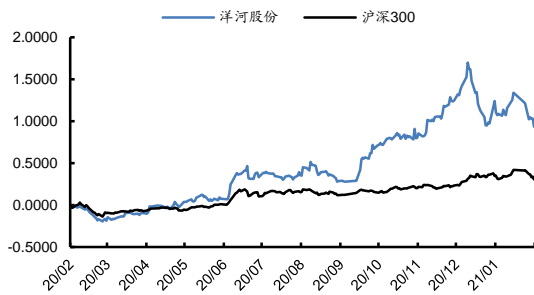
证券分析师：

孙山山 S0350521010001
sunss@ghzq.com.cn

轻装上阵，曙光已现

——洋河股份（002304）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
洋河股份	-13.7	7.2	93.4
沪深300	-3.5	7.1	30.6

市场数据	2021-02-26
当前价格（元）	189.00
52周价格区间（元）	80.34 - 268.60
总市值（百万）	284820.73
流通市值（百万）	235780.95
总股本（万股）	150698.80
流通股（万股）	124751.83
日均成交额（百万）	1445.15
近一月换手（%）	20.31

相关报告

《洋河股份（002304）事件点评：边际改善持续向好，梦之蓝持续向上》——2021-01-25

《洋河股份（002304）三季度报点评：三季度业绩改善，看好M6+成长性》——2020-10-22

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

2021年02月26日晚间，公司发布2020年业绩快报。公司营收211.25亿元（-8.65%），归母净利润74.77亿元（+1.27%）。

投资要点：

- **业绩符合预期，20Q4加速复苏。**根据快报，我们预计公司2020Q4营收22.11亿元（+9.01%），归母净利润2.91亿元（+22.98%），环比2020Q3加速复苏（Q3营收增速7.57%，归母净利润增速14.07%），控货情况下继续实现营收和利润双增长，业绩符合预期。
- **春节反馈良性，下半年望走出顺周期。**经过2021年春节压力测试，M6+和M3水晶瓶经受住考验，顺利通过测试。M6+基本符合公司预期，2021年1月M6+销售量已超越老M6+，M3水晶瓶已恢复M3的70%体量。渠道反馈，今年一季度渠道打款35%左右，渠道库存处于良性，库存0.5个月左右。相比前两年，渠道库存持续下降，我们预计今年中秋国庆M6+将恢复M6原有的规模和份额，M3水晶瓶还将持续接受五一、中秋国庆等旺季考验。考虑消费场景逐步恢复正常，我们认为渠道库存良性叠加消费场景恢复利于接下来公司对海天升级换代，利于加快洋河渠道调整的进程和速度，预计全年公司有望实现个位数乃至两位数增长。随着公司管理层调整到位，我们预计下半年公司有望走出顺周期，最终顺利完成渠道调整。
- **未来四大看点，十四五大有可为。**公司未来四大看点：第一，M6+是公司未来动力引擎，通过M6+放量实现两个目标：销售口径和财务口径均超100亿元；第二，M3水晶瓶卡位400-500元价格带，有望加快恢复，海之蓝和天之蓝保证基本盘稳定同时价格带上移（预计海之蓝卡位150-200元，天之蓝卡位300-400元）；第三，复苏双沟品牌，未来双沟体量有望超100亿；第四，当前酱香热下贵州贵酒（洋河于2016年6月收购）有望分一杯羹，获得较快发展。目前公司尚未披露十四五目标，但我们预计公司十四五大有可为，随着M6+逐步成为公司动力引擎，将继续巩固公司白酒前三甲地位，同时也为公司打开高端酒阵营提供一定机遇。我们认为公司仍有望实现其目标：千亿销售额，万亿市值。

- **盈利预测和投资评级：**经过一年多渠道调整，市场反应良好，公司在做正确的事情，也在往正确的方向走。期待梦之蓝持续发力，海

天升级换代加速。我们继续看好公司较强的纠错能力及梦之蓝势能持续向好，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 4.96/5.29/5.91（前值分别为 5.09/5.48/6.18），当前股价对应 PE 分别为 38/36/32 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**疫情拖累消费；M6+增长不及预期；M3 水晶瓶旺季不及预期；海之蓝和天之蓝调整不及预期。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	23126	21126	22491	24972
增长率(%)	-4%	-9%	6%	11%
归母净利润（百万元）	7383	7474	7975	8900
增长率(%)	-9%	1%	7%	12%
摊薄每股收益（元）	4.90	4.96	5.29	5.91
ROE(%)	26.03%	18.93%	18.51%	18.72%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

事件：

2021 年 02 月 26 日晚间，公司发布 2020 年业绩快报。公司营收 211.25 亿元（-8.65%），营业利润 98.84 亿元（+1.25%），归母净利润 74.77 亿元（+1.27%）。

评论：

1、业绩符合预期，20Q4 加速复苏

根据快报，我们预计公司 2020Q4 营收 22.11 亿元（+9.01%），归母净利润 2.91 亿元（+22.98%），环比 2020Q3 加速复苏（Q3 营收增速 7.57%，归母净利润增速 14.07%），控货情况下继续实现营收和利润双增长。

公司自 2019 年下半年调整以来，在人事、品牌、产品、价格和渠道等方面均有明显动作。人事方面，19 年下半年刘化霜先生担任销售负责人，操刀渠道改革，推出 M6+、M3 水晶瓶等，2 月底张总担任公司新任董事长。品牌方面，持续投放梦之蓝广告，宣传梦之蓝品质，公司拥有 16 万吨基酒。产品方面，2019 年底推出 M6 升级版即 M6+，市场反应良好；2020 年底推出 M3 升级版即 M3 水晶瓶，目前市场接受度良好，我们预计 2021 年中秋节前公司将对海之蓝和天之蓝（天之蓝预计 2021 年上半年调整完成）进行升级换代。价格方面，M6+卡位 600-800 元蓝海价格带，提前等待省内消费升级的到来；M3 水晶瓶卡位 400-500 元价格带，跳开次高端竞争最激烈的 300-400 元价格带。渠道方面，M6+省内

外采取“一商为主，多商为辅”模式，强化区域主渠道商的话语权，重塑渠道利润分配，渠道反馈良好。

2、春节反馈良性，下半年望走出顺周期

经过 2021 年春节压力测试，M6+和 M3 水晶瓶经受住考验，顺利通过测试。M6+基本符合公司预期，2021 年 1 月 M6+销售量已超越老 M6+，M3 水晶瓶已恢复 M3 的 70%体量。渠道反馈，今年一季度渠道打款 35%左右，渠道库存处于良性，库存 0.5 个月左右。相比前两年，渠道库存持续下降，这是厂商共同作用的结果。我们预计今年中秋国庆 M6+将恢复 M6 原有的规模和份额，M3 水晶瓶还将持续接受五一、中秋国庆等旺季考验。

考虑消费场景逐步恢复正常，我们认为渠道库存良性叠加消费场景恢复利于接下来公司对海天升级换代，利于加快洋河渠道调整的进程和速度，预计全年公司有望实现个位数乃至两位数增长。随着公司管理层调整到位，我们预计下半年公司有望走出顺周期，最终顺利完成渠道调整。

3、未来四大看点，十四五大有可为

公司未来四大看点：第一，M6+是公司未来动力引擎，通过 M6+放量实现两个目标：销售口径和财务口径均超 100 亿元；第二，M3 水晶瓶卡位 400-500 元价格带，有望加快恢复，海之蓝和天之蓝保证基本盘稳定同时价格带上移（预计海之蓝卡位 150-200 元，天之蓝卡位 300-400 元）；第三，复苏双沟品牌，未来双沟体量有望超 100 亿；第四，当前酱香热下贵州贵酒（洋河于 2016 年 6 月收购）有望分一杯羹，获得较快发展。

目前公司尚未披露十四五目标，但我们预计公司十四五大有可为，随着 M6+逐步成为公司动力引擎，将继续巩固公司白酒前三甲地位，同时也为公司打开高端酒阵营提供一定机遇。我们认为公司仍有望实现其目标：千亿销售额，万亿市值。

4、盈利预测与评级

经过一年多渠道调整，市场反应良好，公司在做正确的事情，也在往正确的方向走。期待梦之蓝持续发力，海天升级换代加速。我们继续看好公司较强的纠错能力及梦之蓝势能持续向好，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 4.96/5.29/5.91（前值分别为 5.09/5.48/6.18），当前股价对应 PE 分别为 38/36/32 倍，维持“买入”评级。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	23126	21126	22491	24972
增长率(%)	-4%	-9%	6%	11%
归母净利润 (百万元)	7383	7474	7975	8900
增长率(%)	-9%	1%	7%	12%
摊薄每股收益 (元)	4.90	4.96	5.29	5.91
ROE(%)	26.03%	18.93%	18.51%	18.72%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 疫情拖累消费;
- 2) M6+增长不及预期;
- 3) M3 水晶瓶旺季不及预期;
- 4) 海之蓝和天之蓝调整不及预期。

附表：洋河股份盈利预测表

2021-02-2									
证券代码:	002304.SZ		股价:	189.00	投资评级:	买入	日期:	6	
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					每股指标				
ROE	26%	19%	19%	19%	EPS	4.90	4.96	5.29	5.91
毛利率	71%	71%	72%	73%	BVPS	24.23	26.21	28.59	31.54
期间费率	33%	35%	33%	33%	估值				
销售净利率	32%	35%	35%	36%	P/E	38.58	38.11	35.71	32.00
成长能力					P/B	7.80	7.21	6.61	5.99
收入增长率	-4%	-9%	6%	11%	P/S	12.32	13.48	12.66	11.41
利润增长率	-9%	1%	7%	12%					
营运能力					利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
总资产周转率	0.43	0.37	0.37	0.38	营业收入	23126	21126	22491	24972
应收账款周转率	32.44	32.44	32.44	32.44	营业成本	6626	6045	6288	6767
存货周转率	0.46	0.46	0.46	0.46	营业税金及附加	3201	3021	3171	3621
偿债能力					销售费用	2692	2598	2676	2847
资产负债率	32%	30%	29%	28%	管理费用	1856	1753	1664	1698
流动比	2.29	2.52	2.73	2.93	财务费用	(78)	(22)	(33)	(48)
速动比	1.41	1.61	1.82	2.03	其他费用/(-收入)	1011	2129	1899	1649
					营业利润	9762	9858	10624	11736
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业外净收支	9	(20)	(14)	10
现金及现金等价物	4300	7263	11004	16056	利润总额	9771	9838	10610	11746
应收款项	713	651	693	770	所得税费用	2385	2361	2631	2843
存货净额	14433	14933	15433	15933	净利润	7386	7477	7978	8904
其他流动资产	18360	18548	19049	19434	少数股东损益	3	3	4	4
流动资产合计	37806	41395	46180	52194	归属于母公司净利润	7383	7474	7975	8900
固定资产	7257	6676	6112	5551					
在建工程	263	158	95	95	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
无形资产及其他	1747	1742	1655	1568	经营活动现金流	6798	8783	9186	10371
长期股权投资	25	25	25	25	净利润	7386	7477	7978	8904
资产总计	53455	56354	60423	65788	少数股东权益	3	3	4	4
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	775	813	755	694
应付款项	1331	1821	1899	2086	公允价值变动	159	1200	1000	800
预收帐款	6754	6169	6568	7293	营运资金变动	(1525)	(522)	(1506)	(1853)
其他流动负债	8453	8453	8453	8453	投资活动现金流	(1293)	676	613	541
流动负债合计	16537	16442	16920	17831	资本支出	468	686	628	561
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(16)	0	0	0
其他长期负债	427	427	427	427	其他	(1745)	(10)	(15)	(20)
长期负债合计	427	427	427	427	筹资活动现金流	(2542)	(4484)	(4386)	(4450)
负债合计	16963	16869	17347	18258	债务融资	(0)	0	0	0
股本	1507	1507	1507	1507	权益融资	0	0	0	0
股东权益	36492	39484	43077	47530	其它	(2542)	(4484)	(4386)	(4450)
负债和股东权益总计	53455	56354	60423	65788	现金净增加额	2963	4974	5412	6462

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组 2 介绍】

孙山山，曾任职于国信证券和新时代证券，担任食品饮料分析师，4 年食品饮料研究经验。

【分析师承诺】

孙山山，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。