

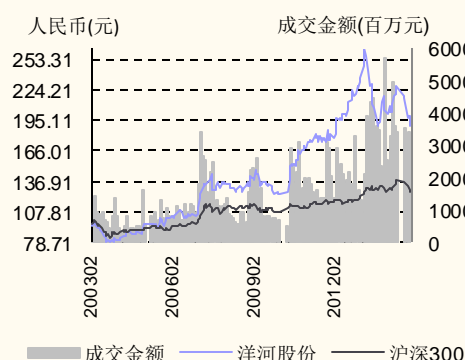
洋河股份 (002304.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 189.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	15.07
已上市流通 A 股(亿股)	12.48
总市值(亿元)	2,848.21
年内股价最高最低(元)	263.70/78.71
沪深 300 指数	5337
中小板综	12778



相关报告

- 1.《洋河成长空间及增长引擎之深度解析-洋河股份深度报告》，2021.2.17
- 2.《苏酒龙头改革加速，有望迎来戴维斯双击-洋河股份三季报点评》，2020.10.22
- 5.《20 年轻装上阵，苏酒龙头改革持续深化-洋河股份公司点评》，2020.3.1

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

4Q20 处产品迭代换挡期，展望中长期改革加速

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	5.39	4.90	4.96	5.65	6.75
每股净资产(元)	22.33	24.23	26.19	28.83	32.38
每股经营性现金流(元)	6.01	4.50	2.80	5.08	6.69
市盈率(倍)	17.59	22.56	38.09	33.48	28.01
净利润增长率(%)	22.45%	-9.02%	1.27%	13.79%	19.52%
净资产收益率(%)	24.12%	20.22%	18.95%	19.58%	20.84%
总股本(百万股)	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年度业绩快报: 2020 年度公司实现营收 211.25 亿元, 同比-8.65%; 实现归母净利润 74.77 亿元, 同比+1.27%。其中 4Q20 实现收入 22.11 亿元, 同比+8.98%; 实现归母净利润 2.91 亿元, 同比+23.26%。

经营分析

- **4Q20 尚处产品迭代换挡期，静待 21 年持续深化改革。**4Q20 营收同增 8.98%，主要原因系：①20 年 11 月水晶梦推出，老梦 3 停货去库存，产品升级迭代仍需时间；②4Q20 海、天、梦 6+ 渠道控量挺价消化库存，保证渠道利润空间。4Q20 净利润同增 23.26%、净利率 13.18%，预计原因有二：①渠道费用兑现：一是海、天费用兑现，保证渠道利润，二是新品水晶梦费用投放；②费用结算节奏：集中年终计提费用。此外，快报的总资产和净资产之间差额 153 亿，高于三季报的 97 亿，预计 4Q20 合同负债（即预收款）表现亮眼。渠道打款积极性较高，21 年有望轻装上阵。
- **21 年春节动销向好，多维改革成效已经显现。**近期跟踪反馈，春节动销向好：①梦 6+ 省内多区域实现翻倍增长，全国口径梦 6+ 销量已超去年同期梦 6 系列。②水晶梦销量实现老梦 3 的 70-80%，预计中秋基本替代老梦 3。③海、天渠道库存 1-1.5 个月，渠道推力提升，1Q21 销量有望实现正增长。预计 1Q21 公司整体收入增速有望实现 10%+，产品渠道等多维度改革效果显现。
- **苏酒龙头行稳致远，中长期业绩弹性逐步释放。**1) 收入端，我们预计十四五公司营收 CAGR 约 15%+：①梦系列：水晶梦、梦 6+ 对应 20-25 年 CAGR 分别为 20%+、30%+，未来 3-5 年梦系列占比将提升至 50%+。②海、天未来五年收入 CAGR 个位数增长。③双沟全国化，收入体量有望超 50 亿。2) 利润端，长期毛利率及净利率有望进一步改善。①受益于货折减少+产品换代+结构升级，洋河毛利率显著提升可期。②组织架构调整完成，海、天和梦分事业部精细化管理，对渠道、经销商的货折补贴转为对终端。

盈利预测

- 我们认为，需求稳步恢复下“产品+品牌+机制”多维度改革持续深化，未来股权等多种激励将加速深化，梦之蓝有望实现双百亿大单品，中长期改革红利加速释放。预计 20-22 年营收同比-8.7%/+7.8%/+14.2%，归母净利润同比 +1.3%/+13.8%/+19.5%，对应 PE 分别为 38/33/28 倍，维持买入评级。

风险提示

- 梦系列产品推广不及预期；疫情反复风险；区域市场竞争风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	19,918	24,160	23,126	21,125	22,773	26,007	货币资金	1,751	3,615	4,300	6,769	8,225	11,869
增长率	21.3%	-4.3%	-8.7%	7.8%	14.2%		应收账款	278	296	713	592	752	859
主营业务成本	-6,681	-6,353	-6,626	-5,647	-5,859	-6,359	存货	12,862	13,892	14,433	13,614	13,966	14,808
%销售收入	33.5%	26.3%	28.7%	26.7%	25.7%	24.5%	其他流动资产	13,635	18,071	18,360	15,470	16,891	18,311
毛利	13,237	17,807	16,500	15,478	16,913	19,648	流动资产	28,527	35,875	37,806	36,445	39,835	45,847
%销售收入	66.5%	73.7%	71.3%	73.3%	74.3%	75.6%	%总资产	65.9%	72.4%	70.7%	67.7%	68.2%	70.0%
营业税金及附加	-1,152	-3,770	-3,201	-3,359	-2,960	-3,381	长期投资	3,462	2,723	5,076	6,583	7,588	8,592
%销售收入	5.8%	15.6%	13.8%	15.9%	13.0%	13.0%	固定资产	8,485	7,988	7,520	7,564	7,652	7,700
销售费用	-2,387	-2,561	-2,692	-2,516	-2,619	-2,731	%总资产	19.6%	16.1%	14.1%	14.1%	13.1%	11.7%
%销售收入	12.0%	10.6%	11.6%	11.9%	11.5%	10.5%	无形资产	1,931	2,059	2,023	2,010	1,983	1,951
管理费用	-1,532	-1,704	-1,856	-1,753	-1,526	-1,742	非流动资产	14,732	13,689	15,649	17,387	18,563	19,693
%销售收入	7.7%	7.1%	8.0%	8.3%	6.7%	6.7%	%总资产	34.1%	27.6%	29.3%	32.3%	31.8%	30.0%
研发费用	0	-28	-160	-170	-125	-143	资产总计	43,258	49,564	53,455	53,831	58,397	65,540
%销售收入	0.0%	0.1%	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	8,165	9,743	8,590	7,680	9,683	11,651	应付款项	6,740	7,719	7,852	6,713	6,918	7,516
%销售收入	41.0%	40.3%	37.1%	36.4%	42.5%	44.8%	其他流动负债	6,699	7,910	8,685	7,031	7,393	8,580
财务费用	34	65	78	106	139	184	流动负债	13,439	15,628	16,537	13,744	14,311	16,096
%销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.5%	-0.6%	-0.7%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-23	-1	2	4	2	1	其他长期负债	324	311	427	637	647	657
公允价值变动收益	0	0	159	980	200	300	负债	13,763	15,939	16,963	14,382	14,959	16,753
投资收益	624	918	851	1,050	1,150	1,200	普通股股东权益	29,515	33,645	36,509	39,465	43,452	48,798
%税前利润	7.1%	8.5%	8.7%	10.6%	10.2%	8.9%	其中：股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507
营业利润	8,836	10,814	9,762	9,884	11,217	13,408	未分配利润	26,512	30,784	33,510	36,466	40,453	45,800
营业利润率	44.4%	44.8%	42.2%	46.8%	49.3%	51.6%	少数股东权益	-20	-20	-17	-15	-13	-11
营业外收支	11	26	9	-10	10	10	负债股东权益合计	43,258	49,564	53,455	53,831	58,397	65,540
税前利润	8,848	10,839	9,771	9,874	11,227	13,418	比率分析						
利润率	44.4%	44.9%	42.2%	46.7%	49.3%	51.6%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-2,229	-2,724	-2,385	-2,396	-2,717	-3,247	每股指标						
所得税率	25.2%	25.1%	24.4%	24.3%	24.2%	24.2%	每股收益	4.40	5.39	4.90	4.96	5.65	6.75
净利润	6,619	8,115	7,386	7,479	8,510	10,171	每股净资产	19.59	22.33	24.23	26.19	28.83	32.38
少数股东损益	-8	0	3	2	2	2	每股经营现金净流	4.57	6.01	4.50	2.80	5.08	6.69
归属于母公司的净利润	6,627	8,115	7,383	7,477	8,508	10,169	每股股利	2.55	3.20	3.00	3.00	3.00	3.20
净利率	33.3%	33.6%	31.9%	35.4%	37.4%	39.1%	回报率						
							净资产收益率	22.45%	24.12%	20.22%	18.95%	19.58%	20.84%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	15.32%	16.37%	13.81%	13.89%	14.57%	15.52%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	投入资本收益率	20.70%	21.69%	17.73%	14.62%	16.76%	17.97%
净利润	6,619	8,115	7,386	7,479	8,510	10,171	增长率						
少数股东损益	-8	0	3	2	2	2	主营业务收入增长率	15.92%	21.30%	-4.28%	-8.65%	7.80%	14.20%
非现金支出	714	759	774	706	762	803	EBIT 增长率	13.11%	19.33%	-11.83%	-10.60%	26.08%	20.32%
非经营收益	-686	-1,008	-1,115	-1,989	-1,453	-1,602	净利润增长率	13.73%	22.45%	-9.02%	1.27%	13.79%	19.52%
营运资金变动	236	1,191	-271	-1,982	-167	716	总资产增长率	11.48%	14.58%	7.85%	0.70%	8.48%	12.23%
经营活动现金净流	6,883	9,057	6,774	4,213	7,652	10,087	资产管理能力						
资本开支	-325	-426	-293	-771	-822	-818	应收账款周转天数	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
投资	-4,406	-3,783	-1,828	2,497	-2,003	-2,003	存货周转天数	685.2	768.5	780.1	880.0	870.0	850.0
其他	569	859	828	1,050	1,150	1,200	应付账款周转天数	51.8	68.2	71.4	75.0	81.0	82.0
投资活动现金净流	-4,161	-3,349	-1,293	2,776	-1,675	-1,621	固定资产周转天数	151.2	118.3	114.5	121.0	108.8	90.3
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-5.94%	-10.75%	-61.05%	-55.07%	-56.13%	-60.11%
其他	-3,429	-3,842	-4,820	-4,521	-4,521	-4,822	EBIT 利息保障倍数	-240.8	-149.6	-109.5	-72.7	-69.7	-63.4
筹资活动现金净流	-3,429	-3,842	-4,820	-4,521	-4,521	-4,822	资产负债率	31.82%	32.16%	31.73%	26.72%	25.62%	25.56%
现金净流量	-707	1,865	661	2,469	1,456	3,644							

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	18	37	49	122
增持	1	5	11	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.22	1.23	1.21	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

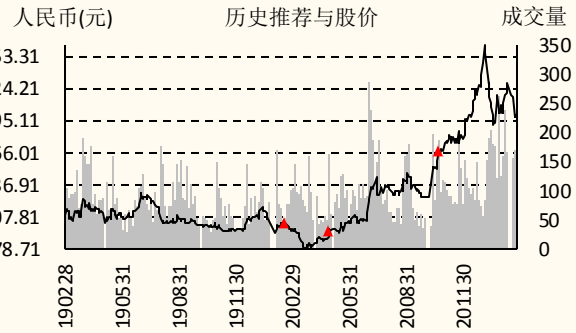
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-02-20	买入	101.95	135.24~135.24
2	2020-03-01	买入	97.38	135.24~135.24
3	2020-04-30	买入	99.10	N/A
4	2020-08-29	买入	141.63	N/A
5	2020-10-22	买入	158.26	N/A
6	2021-02-17	买入	228.81	307.00~307.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402