

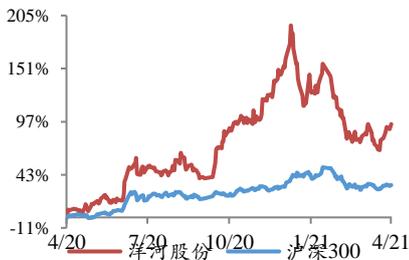
## 一季报超预期，经营拐点正逐步证实

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2021-04-28

收盘价(元)	174.00
近12个月最高/最低(元)	263.70/ 93.00
总股本(百万股)	1,507
流通股本(百万股)	1,248
流通股比例(%)	82.78
总市值(亿元)	2,622
流通市值(亿元)	2,171

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

### 联系人：姚启璠

执业证书号：S0010120040033

电话：13795262443

邮箱：yaoqf@hazq.com

### 相关报告

《华安证券\_公司研究\_点评报告\_洋河股份(002304)：新董事长上任，加码新一轮成长》20210223

### 主要观点：

洋河股份发布年报，2020年实现营收211亿元，YoY-8.8%，实现归母净利润74.8亿元，同增1.3%，实现扣非后归母净利润56.5亿元，YoY-13.8%；2020年毛利率72.27%，同增0.92pct；年报中明确“2021年经营目标是实现营业收入同比增长10%以上”。

【经营数据】2020年中高档酒（蓝色经典、双沟珍宝坊等）收入YoY-7.5%，普通酒（洋河老名酒、双沟大曲等）收入YoY-14.9%；白酒总销量15.58万吨，YoY-16.3%，均价YoY+8.97%，产品结构明显上移；省内收入YoY-7.2%，省外收入YoY-9.2%，省内外占比47:53；“一商为主、多商帮衬”体系引导下，经销商数量净减少1097家；成品酒储量2.4万吨，基酒储量60.9万吨，洋河+泗阳两大生产基地产能22万吨，双沟产能10万吨，公司产能及基酒储量充裕；2020年研发人员增加153人，YoY+39%，研发费用增加1亿元，YoY+63%，有助于在新一轮产品周期下保证主导产品酒体高品质。

公司同时发布一季报，2021年Q1实现营收105.2亿元，YoY+13.5%，实现归母净利润38.6亿元，YoY-3.5%（受20年Q1中银证券公允价值变动影响，20Q1赚8亿，21Q1亏1亿），实现扣非后归母净利润38.1亿元，YoY+19%，此前市场预期一季度收入同增5~8%、预期利润同增约10%，公司一季度整体超预期。

【财务指标】Q1毛利率76.16%，同增2.42pct，M6+放量带动产品结构上移；销售费用率/管理费用率分别6.31%/5.40%，分别同降0.43pct/0.30pct；净利率36.76%，处于往年最高水平（20年同期存在中银证券公允价值变动影响，净利率失真，往年净利率通常处于30~35%区间）；Q1销售回款现金流94.3亿，YoY+57.4%。总体看，一季度财报质量高较高。

#### ● 新一轮产品生命周期即将全面开启

M6+占位700元+价格带，已在对老M6完全替代基础上实现增长，省内及部分主流消费价格带较高的省份消费氛围培育较好；M3水晶版招商铺市已完成，省内消费者接受度略慢，主因系水晶版价格由400元上提至500元、对四开形成价格跨越，短期价格大幅提升消费者培育周期拉长，参考M6+培育节奏，后续中秋旺季有望实现放量。后续天之蓝、海之蓝预计分别于年中、年末进行换版升级，故2021年起，公司将实现全部主导产品均开启新一轮产品周期。

#### ● 渠道改革稳步推进，产品换代背后本质是营销模式创新

本轮公司两大核心大单品M6+、M3水晶版换代背后的核心是全新控盘分利模式（一物一码，多码关联）带来的营销模式创新。此外，费用投放体系重新确立，将客勤礼品费用转向围绕消费者展开，费用效率得到提升，M6+与M3水晶版已形成组合拳；推进厂商一体化改革，建立“一商统筹、多商配衬”模式，当前公司核心产品价格体系稳定，公司与经销

商关系显著改善，渠道销售动力增强；公司两大事业部裂变成五个，新增高端、梦之蓝、海天、双沟事业部，进一步细化组织架构，伴随各产品渠道打法分立，有的放矢提升效率。

#### ● 投资建议

2021 年一季报业绩超预期，产品上，M6+ 换代基本成功，M3 水晶版延续承载全新渠道控盘分利模式，已在营销层面再次与主流酒企拉开代差，有望与 M6+ 形成组合拳，接力可期。洋河内部人事调整、组织分立、渠道改革、产品更新等调整已到位，洋河新一轮可持续成长周期正在路上。预估 2021~2023 年收入分别为 235、274、316 亿元，同比分别+11%、+17%、15%，归母净利润分别为 78、94、112 亿元，同比分别+4%、+21%、19%，当前股价对应 2021~2023 年 P/E 分别为 33.8x、27.8x、23.5x，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

渠道营销调整进度不及预期；海之蓝、天之蓝恢复进度不及预期；梦之蓝 M6+、水晶版推广进度不及预期。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21101	23498	27441	31550
收入同比 (%)	-8.8%	11.4%	16.8%	15.0%
归属母公司净利润	7482	7763	9425	11183
净利润同比 (%)	1.3%	3.8%	21.4%	18.7%
毛利率 (%)	72.3%	74.7%	76.3%	77.7%
ROE (%)	19.4%	16.8%	16.9%	16.7%
每股收益 (元)	4.98	5.15	6.25	7.42
P/E	47.53	33.78	27.82	23.45
P/B	9.24	5.67	4.71	3.92
EV/EBITDA	43.42	28.10	22.07	17.51

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	37238	46155	57475	69997	<b>营业收入</b>	21101	23498	27441	31550
现金	7243	17356	26885	37766	营业成本	5852	5940	6508	7021
应收账款	4	9	12	10	营业税金及附加	3416	3804	4442	5107
其他应收款	30	39	43	49	销售费用	2604	2872	3348	3818
预付账款	9	69	94	65	管理费用	1729	1880	2140	2398
存货	14853	13667	15223	16798	财务费用	-87	-99	-98	-11
其他流动资产	15098	15014	15218	15309	资产减值损失	-6	0	0	0
<b>非流动资产</b>	16628	16628	16628	16628	公允价值变动收益	-1268	0	0	0
长期投资	30	30	30	30	投资净收益	1207	1344	1569	1804
固定资产	6883	6883	6883	6883	<b>营业利润</b>	9895	10266	12460	14781
无形资产	1714	1714	1714	1714	营业外收入	25	25	25	25
其他非流动资产	8002	8002	8002	8002	营业外支出	41	41	41	41
<b>资产总计</b>	53866	62783	74103	86625	<b>利润总额</b>	9879	10250	12444	14765
<b>流动负债</b>	14657	15808	17700	19036	所得税	2394	2484	3016	3579
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	7485	7766	9428	11187
应付账款	1152	1180	1294	1391	少数股东损益	2	2	3	4
其他流动负债	13505	14628	16406	17645	<b>归属母公司净利润</b>	7482	7763	9425	11183
<b>非流动负债</b>	739	739	739	739	EBITDA	8023	8713	10665	12818
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.98	5.15	6.25	7.42
其他非流动负债	739	739	739	739					
<b>负债合计</b>	15397	16548	18440	19775					
少数股东权益	-15	-12	-9	-6	<b>主要财务比率</b>				
股本	1507	1507	1507	1507	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	742	742	742	742	<b>成长能力</b>				
留存收益	36236	43999	53424	64607	营业收入	-8.8%	11.4%	16.8%	15.0%
归属母公司股东权	38485	46248	55673	66856	营业利润	1.4%	3.7%	21.4%	18.6%
<b>负债和股东权益</b>	53866	62783	74103	86625	归属于母公司净利	1.3%	3.8%	21.4%	18.7%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	72.3%	74.7%	76.3%	77.7%
					净利率 (%)	35.5%	33.0%	34.3%	35.4%
					ROE (%)	19.4%	16.8%	16.9%	16.7%
					ROIC (%)	14.3%	14.3%	14.5%	14.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	28.6%	26.4%	24.9%	22.8%
					净负债比率 (%)	40.0%	35.8%	33.1%	29.6%
					流动比率	2.54	2.92	3.25	3.68
					速动比率	1.53	2.05	2.38	2.79
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.39	0.37	0.37	0.36
					应收账款周转率	4994.06	2678.85	2364.32	3010.57
					应付账款周转率	5.08	5.03	5.03	5.05
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	4.98	5.15	6.25	7.42
					每股经营现金流薄)	2.64	5.83	5.29	6.03
					每股净资产	25.54	30.69	36.94	44.36
					<b>估值比率</b>				
					P/E	47.53	33.78	27.82	23.45
					P/B	9.24	5.67	4.71	3.92
					EV/EBITDA	43.42	28.10	22.07	17.51

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**文献，华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

**联系人：**姚启璠，华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。