

改革见底 加速向好趋势明确

——洋河股份（002304.SZ）年报点评

食品饮料/饮料制造

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

公司发布 20 年报及 21 年一季报，2020 年实现营收 211.01 亿元，同比下滑 -8.76%；归母净利润 74.82 亿元，同比增长 1.35%。21Q1 实现营收 105.20 亿元，同比增长 13.51%；归母净利润 38.63 亿元，同比增长 -3.49%，扣非归母净利润 38.11，同比增长 19.01%。一季度业绩略超市场预期。

投资摘要：

Q4 增长环比提速，21Q1 基本恢复到改革前同期水平。20Q4 营收和归母净利润为 21.87 亿元、2.97 亿元，同比增长 7.82%、25.39%，环比提速 0.25、11.32pct。单季度营收增长主要由梦之蓝和双沟产品带动。21Q1 相比 19Q1 营收和净利润增速为 -3.40%、-3.93，扣非后净利润略有增长 0.03%，基本恢复到 2019 年改革前水平。20 年末预收款同比增加 28.45 亿元，21Q1 末同比 -0.73 亿元，季度环比自然下降 32.40 亿元。在控货和回款减负政策对比下，显示良好的业绩储备。产品结构走高，中高档白酒营收增速快于普通酒。白酒毛利率 74.47%，同比提高 0.16pct。20 年净利率同比提高 3.54pct 至 35.46%，期间费用率保持稳定。

省内恢复好于省外，一商为主多商配称下经销商体系改革力度大。省内营收增长情况（-7.18%）优于省外（-9.17%），20 年省外占比 52.65%，主要源于省内新品导入先于省外。经销商数量 9051 个，年内省外汰换经销商 2300 个新增招商 1203 个，省内汰换 417 个新增招商 227 个。

改革见底、产品培育先于量增，梦系列发力在即。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+经销商和终端利润提高到 9%、11% 水平以上，M3 水晶版单箱利润较老版大幅增加，渠道利润率相对竞品劣势消除，整体渠道库存降低到 1 个月左右，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，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、年初开始已超梦六同期销售水平，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。

看好公司成功培育蓝海价格带，次高端王者归来。公司 M6+利用全国化的网络和品牌影响力广泛地招商，吸取海天产品饱和和销售的教训，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。在高端价格天花板、消费升级、酱酒烘托等带动下次高端 500-800 元有望成为白酒超预期放量的价格带，公司渠道力和营销能力领先竞品，梦系列产品势能拉高后领先优势将逐步释放。

双名酒品牌战略清晰，21 年经营加速向好趋势明确。洋河双沟品牌协同发展，海天产品停货、新版推出在即，渠道库存低位空间大，21 年开门红轻装上阵、整体预计加速成长。双沟品牌改版绵柔苏酒、珍宝坊产品上量节奏快，延续去年翻倍增长趋势、推出以商为主的适度产品开发策略，加快产品上量，与洋河品牌协同推动名酒复兴。公司 2021 年经营目标是实现营业收入同比增长 10%，聚力六强六推进、实施硬核六工程，公司改革见底、经营将更为稳健、良性。

投资建议：公司渠道和产品正循环建立、经营形势向好。预计 21-23 年归母净利润至 87.1/102.5/118.3 亿元，每股收益 5.78/6.80/7.85 亿元，当前股价对应 PE 为 30.10/25.58/22.16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复影响消费场景、产品培育不及预期、老产品下滑拖累

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	23,126.48	21,101.05	24,282.42	27,852.39	31,580.30
增长率（%）	-4.28%	-8.76%	15.08%	14.70%	13.38%
归母净利润（百万元）	7,382.82	7,482.23	8,710.86	10,251.39	11,834.37
增长率（%）	-9.02%	1.35%	16.42%	17.69%	15.44%
净资产收益率（%）	20.22%	19.44%	20.84%	22.38%	23.40%
每股收益（元）	4.90	4.98	5.78	6.80	7.85

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入（维持）

2021 年 04 月 29 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据

时间 2021.04.28

总市值/流通市值（亿元）	2,622.16/2,170.68
总股本（万股）	150,698.8
资产负债率（%）	24.09
每股净资产（元）	28.1
收盘价（元）	174.0
一年内最低价/最高价（元）	95.0/268.6

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）业绩预告点评：产品培育先于量增 梦之蓝放量可期》
2021-02-27
- 2、《洋河股份（002304.SZ）三季报点评：结束连续下滑 改革成效显现》
2020-10-23
- 3、《洋河股份公司深度研究：开启新周期》
2020-09-30

证券研究报告

PE	35.52	34.91	30.10	25.58	22.16
PB	7.18	6.81	6.27	5.72	5.19

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

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					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	23126	21101	24282	27852	31580	流动资产合计	37806	37238	51663	57338	63945						
营业成本	6626	5852	5304	5403	5666	货币资金	4300	7243	23823	28636	34705						
营业税金及附加	3201	3416	3646	4345	4834	应收账款	16	4	11	9	12						
营业费用	2692	2604	2792	3287	3759	其他应收款	38	30	35	40	45						
管理费用	1856	1729	2040	2311	2637	预付款项	200	9	84	86	90						
研发费用	160	260	304	341	383	存货	14433	14853	12508	13228	13617						
财务费用	-78	-87	-83	-85	-84	其他流动资产	183	183	201	231	262						
资产减值损失	-2	-6	0	0	0	非流动资产合计	15649	16628	15912	15348	14682						
公允价值变动收益	159	1268	100	80	80	长期股权投资	25	30	30	30	30						
投资净收益	851	1207	1029	1118	1073	固定资产	7257	6883	6200	5603	4950						
营业利润	9762	9895	11511	13549	15640	无形资产	1747	1714	1662	1611	1563						
营业外收入	22	25	5	15	10	商誉	276	276	276	276	276						
营业外支出	13	41	2	22	12	其他非流动资产	204	210	228	261	296						
利润总额	9771	9879	11514	13543	15638	资产总计	53455	53866	67575	72686	78627						
所得税	2385	2394	2800	3288	3800	流动负债合计	16537	14657	25497	26602	27782						
净利润	7386	7485	8714	10255	11838	短期借款	0	0	0	0	0						
少数股东损益	3	2	3	3	4	应付账款	1331	1152	1040	1060	1111						
归属母公司净利润	7383	7482	8711	10251	11834	预收款项	6754	0	7285	8356	9474						
EBITDA	12153	12249	12213	14262	16358	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0						
EPS (元)	4.90	4.98	5.78	6.80	7.85	非流动负债合计	427	739	283	283	283						
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0						
						应付债券	0	0	0	0	0						
成长能力						负债合计	16963	15397	25780	26885	28065						
营业收入增长	-4.28%	-8.76%	15.08%	14.70%	13.38%	少数股东权益	-17	-15	-12	-9	-5						
营业利润增长	-9.73%	1.37%	16.33%	17.71%	15.43%	实收资本 (或股本)	1507	1507	1507	1507	1507						
归属于母公司净利润增长	-9.02%	1.35%	16.42%	17.69%	15.44%	资本公积	742	742	702	742	742						
获利能力						未分配利润	33510	36490	38851	42813	47570						
毛利率 (%)	71.35%	72.27%	78.16%	80.60%	82.06%	归属母公司股东权益合计	36509	38485	41807	45809	50567						
净利率 (%)	31.94%	35.47%	35.88%	36.82%	37.49%	负债和所有者权益	53455	53866	67575	72686	78627						
总资产净利润 (%)	13.81%	13.89%	12.89%	14.10%	15.05%	现金流量表						单位: 百万元					
ROE (%)	20.22%	19.44%	20.84%	22.38%	23.40%	经营活动现金流						2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
偿债能力						经营活动现金流	6798	3979	20825	10014	12044						
资产负债率 (%)	32%	29%	38%	37%	36%	净利润	7386	7485	8714	10255	11838						
流动比率						折旧摊销	775	783	784	798	801						
速动比率						财务费用	-78	-87	-83	-85	-84						
营运能力						应付帐款减少	-11	12	-7	2	-3						
总资产周转率	0.45	0.39	0.40	0.40	0.42	预收帐款增加	2285	-6754	7285	1071	1118						
应收账款周转率	2151	2078	3217	2800	2978	投资活动现金流	-1293	4473	1060	964	1018						
应付账款周转率	17.84	17.00	22.16	26.53	29.10	公允价值变动收益	159	1268	100	80	80						
每股指标 (元)						长期股权投资减少	-16	-4	0	0	0						
每股收益 (最新摊薄)	4.90	4.98	5.78	6.80	7.85	投资收益	851	1207	1029	1118	1073						
每股净现金流 (最新摊薄)	0.45	1.96	11.00	3.19	4.03	筹资活动现金流	-4823	-5505	-5305	-6164	-6993						
每股净资产 (最新摊薄)	24.23	25.54	27.74	30.40	33.55	应付债券增加	0	0	0	0	0						
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0						
P/E	35.52	34.91	30.10	25.58	22.16	普通股增加	0	0	0	0	0						
P/B	7.18	6.81	6.27	5.72	5.19	资本公积增加	0	0	-40	40	0						
EV/EBITDA	21.22	20.82	19.52	16.38	13.91	现金净增加额	682	2947	16580	4814	6069						

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

单击此处输入文字。

敬请参阅最后一页免责声明

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