

洋河股份 (002304.SZ)

审慎推荐(维持评级)

当前价格: 171.22 元

目标价格: 229 元

2021Q1 超预期, 全年看改革稳步推进

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,507/1,248
流通 A 股市值 (百万元)	217,068
每股净资产 (元)	25.34
资产负债率 (%)	20.32
一年内最高/最低 (元)	268.60/89.31

事件: 公司发布年报和一季报, 20年营收211.01亿元, 同比-8.76%; 归母净利润74.82亿元, 同比+1.35%; 扣非净利56.52亿元, 同比-13.79%。

21Q1营收105.2亿元, 同比+13.51%; 归母净利润38.63亿元, 同比-3.49%; 扣非净利38.11亿元, 同比+19.01%。

点评:

➤ **2020年业绩略低于预期, 2021Q1超预期, 经营情况向好。** 2020年受疫情影响, 新升级的梦6+和水晶版推动延缓, 总营收同减8.76%, 归母净利润同增1.35%, 略低于预期。但是, 2020毛利率为72.27%, 同增0.92pct, 虽受新会计准则调整的影响, 洋河的梦之蓝系列升级对毛利率有优化作用, 经营向好。2020年销售费用同减3.27%, 管理费用同减6.86%, 销售、管理费用率分别为12.34%、8.19%, 费用率水平相对平稳。2020Q1业绩超预期, 营收同增13.51%, 扣非净利同增19.01%, 销售回款94.33亿元, 同增57.45%, 经销商打款意愿较强, 经营活动现金流净额回正, 达29.2亿元。

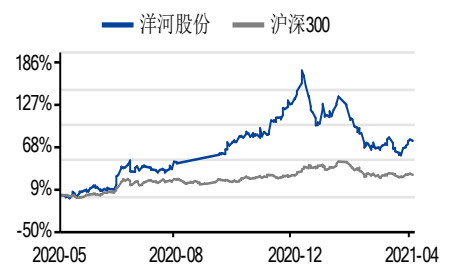
➤ **省内基本盘相对稳健, 线上渠道逐渐发力。** 收入按地区分类, 2020年省内、省外分别实现收入95.60、107.74亿元, 分别占比47%、53%, 收入同减7.18%、9.17%, 省内外比例保持相对稳定, 省内率先推广梦6+, 收入增速表现优于省外, 体现江苏省作为大本营相对稳健。收入按销售模式分类, 2020年批发、线上直销模式分别为176.48、26.87亿元, 分别占比98.4%、1.6%, 其中线上销售同增9.68%, 线上渠道逐渐发力。

➤ **全年我们仍然看好公司业绩10%以上的增长。** 1) 梦6+终端动销良好, 库存保持低位, 水晶版受益于五一宴席, 订货情况良。梦之蓝系列作为公司整体业绩增长的主力, 全年增速有望超过15%, 2022年持续放量。2) 天之蓝、海之蓝当前库存不足1个月, 良性经营。而且作为省外主要系列, 其有望在下半年迎来新品改革, 为长期业绩奠定基础。

➤ **盈利预测:** 根据公司年报及季报数据, 我们调整公司的盈利预测及目标价。我们预计公司2021-2023 年收入分别24,037/27,743/32,112百万元, 同比增长13.92%/15.42%/15.75%; 净利润分别为8,401/9,765/11,533百万元, 同比增12.28%/16.24%/18.11%; 对应PE为31.21/26.85/22.74倍。我们调整目标价为229元。

➤ **风险提示:** 市场资金偏好转变; 消费升级不及预期; 次高端价格带竞争加剧。

一年内股价相对走势



团队成员:

分析师 赖靖瑜

执业证书编号: S0210520080004

电话: 021-20655283

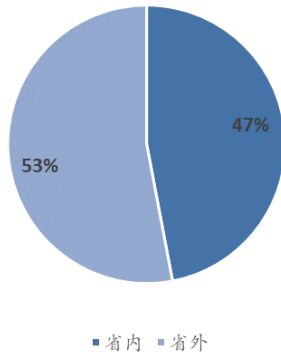
邮箱: ljy2652@hfzq.com.cn

相关报告

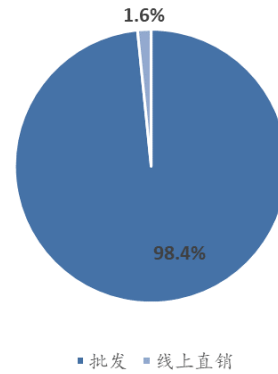
洋河股份 (002304.SZ): 破釜沉舟, 改革成果渐显

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,126	21,101	24,037	27,743	32,112
增长率(%)	-4.28	-8.76	13.92	15.42	15.75
净利润(百万元)	7,383	7,482	8,401	9,765	11,533
增长率(%)	-9.02	1.35	12.28	16.24	18.11
EPS(元/股)	4.90	4.98	5.57	6.48	7.65
市盈率(P/E)	21.94	47.53	31.21	26.85	22.74
市净率(P/B)	4.44	9.24	5.59	4.63	3.85

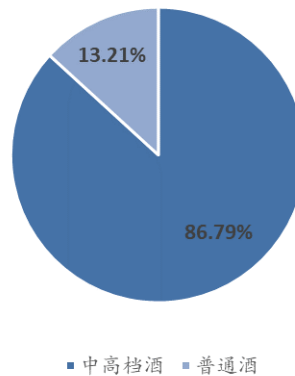
数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：收入按地区分类


数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 2：收入按渠道分类


数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 3：收入按产品分类


数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 4: 财务预测摘要

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,243	18,413	28,030	39,464	营业收入	21,101	24,037	27,743	32,112
应收票据	613	542	625	724	营业成本	5,852	6,402	7,137	7,961
应收账款	4	6	7	9	税金及附加	3,416	3,485	4,023	4,656
预付账款	9	10	11	13	销售费用	2,604	2,163	2,497	2,730
存货	14,853	15,087	16,821	18,761	管理费用	1,729	1,683	1,942	2,248
合同资产	0	0	0	0	研发费用	260	240	277	321
其他流动资产	14,516	15,203	15,589	15,997	财务费用	-87	-64	-62	-67
流动资产合计	37,238	49,261	61,083	74,968	信用减值损失	0	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-6	0	0	0
长期股权投资	30	30	30	30	公允价值变动收益	1,268	0	0	0
固定资产	6,883	6,679	6,240	5,803	投资收益	1,207	850	850	850
在建工程	223	194	184	174	其他收益	99	99	99	99
无形资产	1,714	0	0	0	营业利润	9,895	11,077	12,878	15,212
商誉	276	276	276	276	营业外收入	25	25	25	25
其他非流动资产	7,778	7,175	7,490	7,820	营业外支出	41	10	10	10
非流动资产合计	16,628	14,078	13,944	13,827	利润总额	9,879	11,092	12,893	15,227
资产合计	53,866	63,339	75,027	88,795	所得税	2,394	2,688	3,125	3,690
短期借款	0	0	0	0	净利润	7,485	8,404	9,768	11,537
应付票据	0	0	0	0	少数股东损益	2	3	3	4
应付账款	1,152	1,260	1,405	1,567	归属母公司净利润	7,483	8,401	9,765	11,533
预收款项	0	0	0	0	NOPLAT	7,419	8,355	9,721	11,486
合同负债	8,801	10,026	11,572	13,394	EPS (摊薄)	4.97	5.57	6.48	7.65
其他应付款	1,557	1,557	1,557	1,557					
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	3,147	3,317	3,546	3,793					
流动负债合计	14,657	16,160	18,080	20,311					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	739	303	303	303					
非流动负债合计	739	303	303	303					
负债合计	15,396	16,463	18,383	20,614					
归属母公司所有者权益	38,485	46,891	56,656	68,189					
少数股东权益	-15	-15	-12	-8					
所有者权益合计	38,470	46,876	56,644	68,181					
负债和股东权益	53,866	63,339	75,027	88,795					

现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,979	8,062	7,884	9,406
现金收益	8,180	9,027	10,345	12,067
存货影响	-419	-235	-1,733	-1,940
经营性应收影响	255	69	-86	-101
经营性应付影响	-11,897	108	145	162
其他影响	7,860	-907	-787	-782
投资活动现金流	4,473	-209	-797	-778
资本支出	-3	1,260	-190	-150
股权投资	-4	0	0	0
其他长期资产变化	4,480	-1,469	-607	-628
融资活动现金流	-5,505	3,317	2,530	2,806
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-4,503	0	0	0
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-1,002	3,317	2,530	2,806

主要财务比率				
	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-8.8%	13.9%	15.4%	15.7%
EBIT增长率	0.6%	12.6%	16.4%	18.2%
归母净利润增长率	1.4%	12.3%	16.2%	18.1%
获利能力				
毛利率	72.3%	73.4%	74.3%	75.2%
净利率	35.5%	35.0%	35.2%	35.9%
ROE	19.4%	17.9%	17.2%	16.9%
ROIC	19.8%	28.2%	25.7%	24.2%
偿债能力				
资产负债率	28.6%	26.0%	24.5%	23.2%
债务权益比	1.9%	0.6%	0.5%	0.4%
流动比率	254.1%	304.8%	337.8%	369.1%
速动比率	152.7%	211.5%	244.8%	276.7%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	0	0	0	0
应付账款周转天数	76	68	67	67
存货周转天数	901	842	805	805
每股指标 (元)				
每股收益	4.98	5.57	6.48	7.65
每股经营现金流	2.64	5.35	5.23	6.24
每股净资产	25.54	31.12	37.60	45.25
估值比率				
P/E	48	34	30	25
P/B	9	6	5	4
EV/EBITDA	33	29	26	22

数据来源: 华福证券研究所

分析师声明

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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 座

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn