

2020 年年报&2021Q1 一季报点评: 调整已见成效, 发展前景可期

买入 (维持)

2021 年 05 月 04 日

证券分析师 何长天

执业证号: S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	21,101	23,424	26,847	30,826
同比 (%)	-8.8%	11.0%	14.6%	14.8%
归母净利润 (百万元)	7,482	8,348	9,625	11,311
同比 (%)	1.3%	11.6%	15.3%	17.5%
每股收益 (元/股)	4.97	5.54	6.39	7.51
P/E (倍)	38.77	34.75	30.14	25.65

股价走势



事件: 公司发布 2020 年年报和 21Q1 一季报。公司 20 年实现营收 211 亿 (-8.8%), 归母净利 74.8 亿 (+1.3%)。20Q4 营收 21.9 亿 (同比+7.8%), 归母净利 2.97 亿 (同比+25.4%)。21Q1 营收 105.2 亿 (同比+13.5%), 归母净利润 38.6 亿 (同比-3.5%)。

投资要点

- **库存产能保持充足, 产品结构上移明显。**公司 20 年中高档酒营收 176.5 亿 (-7.15%), 毛利率 79.85 (同升 0.08PCT); 普通酒营收 26.9 亿 (-14.86%), 毛利率 37.19% (同降 1.71PCT)。白酒产品总销量 15.58 万吨 (-16.27%), 吨售价约为 12.94 万元 (+9.57%), 产品结构明显上移。洋河+四阳 22.3 万吨产能, 双沟 9.7 万吨产能, 具备充分可释放空间; 成品酒库存 2.43 万吨, 半成品酒库存 60.9 万吨, 库存储量充裕。
- **构建新型厂商关系, 内部调整初步完成。**20 年省内营收 95.6 亿 (-7.18%), 省外营收 107.7 亿 (-9.17%), 省内: 省外=47:53。公司进行营销调整转型, 围绕“一商为主、多商配称”, 加快新型厂商关系构建, 20 年省内/外经销商净减少 186/911 家, 推动实现控盘分利的渠道模式。洋河内部人事调整、渠道改革调整已经基本到位, 改革最大的阵痛期已经过去, 随着股权激励和基层员工激励措施的后续落地, 未来将保持稳健增长。
- **21Q1 增长回暖, M6+、M3 水晶版推动增长。**2021 年 Q1 实现营收 105.2 亿 (同比+13.5%), 实现归母净利润 38.6 亿元 (同比-3.5%), Q1 销售回款 94.3 亿 (同比+57.4%), 经营性净现金流 29 亿 (21Q1 为-3.3 亿), 费用率保持稳定, 净利润下降主要是受投资收益以及公允价值变动损益下降的影响。M6+全面替代 M6, 占据 700+价格带主流地位, M3 水晶版换代顺利进行。根据草根调研反馈, 梦系列产品已经达到历史最低库存。公司将享受次高端白酒扩容红利, 推动业绩增长。
- **盈利预测与投资评级:** 随着 M6+全国化招商基本完成和 M3 水晶版升级, 发展前景可期, 但由于转型阵痛不可避免, 我们将 2021-2022 年的 EPS 从 5.74/6.51 元下调至 5.54/6.39 元, 我们预计 2023 年的 EPS 为 7.51 元。我们预计 21-23 年公司营收增速 11.0/14.6/14.8%, 归母净利增速 11.6/15.3/17.5%, 对应 PE 为 35/30/26X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** M6+、水晶版推进不如预期, 渠道调整不如预期。

市场数据

收盘价(元)	192.50
一年最低/最高价	92.41/268.60
市净率(倍)	6.85
流通 A 股市值(百万元)	240147.27

基础数据

每股净资产(元)	28.10
资产负债率(%)	24.09
总股本(百万股)	1506.99
流通 A 股(百万股)	1247.52

相关研究

- 1、《洋河股份 (002304): 调整如期到位, 梦 6+发力可期》2020-10-22
- 2、《洋河股份 (002304): 梦 6+布局提速, 公司改善可期》2020-08-30
- 3、《洋河股份 (002304): 调整渐进, 静待改善》2020-04-29

洋河股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	37,238	40,975	48,026	52,532	营业收入	21,101	23,424	26,847	30,826
现金	7,243	10,598	15,301	19,368	减:营业成本	5,852	6,088	6,588	7,078
应收账款	618	26	804	315	营业税金及附加	3,416	3,725	4,246	4,815
存货	14,853	15,586	17,355	18,032	营业费用	2,604	2,870	3,266	3,714
其他流动资产	14,524	14,764	14,566	14,816	管理费用	1,989	2,075	2,352	2,633
非流动资产	16,628	16,800	16,999	17,421	研发费用	260	159	233	286
长期股权投资	30	34	38	42	财务费用	-87	-170	-250	-376
固定资产	6,883	7,117	7,363	7,825	资产减值损失	6	0	0	0
在建工程	223	206	194	190	加:投资净收益	1,207	900	969	981
无形资产	1,714	1,666	1,626	1,586	其他收益	99	73	80	84
其他非流动资产	7,779	7,778	7,777	7,777	资产处置收益	0	9	13	11
资产总计	53,866	57,774	65,025	69,953	营业利润	9,895	11,018	12,706	14,939
流动负债	14,657	14,736	16,785	14,970	加:营业外净收支	-16	4	2	-4
短期借款	0	0	0	0	利润总额	9,879	11,022	12,708	14,935
应付账款	1,152	1,326	1,411	1,499	减:所得税费用	2,394	2,671	3,080	3,620
其他流动负债	13,505	13,410	15,373	13,471	少数股东损益	2	3	3	4
非流动负债	739	739	739	739	归属母公司净利润	7,482	8,348	9,625	11,311
长期借款	0	0	0	0	EBIT	9,662	10,754	12,320	14,415
其他非流动负债	739	739	739	739	EBITDA	10,444	11,484	13,138	15,340
负债合计	15,397	15,475	17,524	15,710	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	-15	-12	-9	-6	毛利率(%)	72.3%	74.0%	75.5%	77.0%
归属母公司股东权益	38,485	42,312	47,510	54,249	销售净利率(%)	35.5%	35.6%	35.9%	36.7%
负债和股东权益	53,866	57,774	65,025	69,953	资产负债率(%)	28.6%	26.8%	26.9%	22.5%
					收入增长率(%)	-8.8%	11.0%	14.6%	14.8%
					净利润增长率(%)	1.3%	11.6%	15.3%	17.5%
					P/E	38.77	34.75	30.14	25.65
					P/B	7.54	6.86	6.11	5.35
					EV/EBITDA	25.74	23.12	19.85	16.73

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>