

洋河股份 (002304)

证券研究报告

2021年04月30日

拐点向上可持续，环比改善有望加速

事件：2020年，公司实现营业收入211.01亿元，同比减少8.76%；实现归母净利润74.82亿元，同比增长1.35%，其中2020Q4公司实现营业收入21.87亿元，同比增加7.82%；实现归母净利润2.97亿元，同比增长25.39%；2021年Q1公司实现营业收入105.20亿元，同比增加13.51%；实现归母净利润38.63亿元，同比减少3.49%；实现扣非归母净利润38.11亿元，同比增加19.01%，一季度表现略超预期。

收入端：拐点已过持续向上验证，步入高质量发展快车道

拐点已过持续向上验证，步入高质量发展快车道。2020Q3拐点后，Q4环比持续改善，Q4收入同比增速达到7.82%，2021Q1收入增速超预期，同比增速13.51%，我们预计是梦系列M6+放量，水晶M稳住，海天下滑趋势减缓综合导致。分区域来看，2020年省内收入95.60亿元，同比减少7.18%，省外收入107.74亿元，同比减少9.17%；分产品来看，中高档酒（包括海天梦等）2020年收入176.48亿元，同比减少7.15%。目前来看，M系列占比持续提升，M6+是重点，水晶M尚在导入过程中，海天产品逐步调整升级。渠道方面，M6+完成全国招商，水晶M省外初步导入，由省内及省外稳步拓展。我们认为M6+卡位的600-800价位带是之后次高端重点价位带，而目前洋河M6+在此价位带卡位早、宣传大，此价位带的放量站立有助于提升品牌形象。

盈利端：产品结构升级致盈利能力持续提升

2020年公司毛利率74.21%，同比增长0.26pct，净利率35.47%，同比增长3.53pct，毛利率增长的原因主要是产品结构升级，M系列占比增加，净利率提升幅度更大短期有理财收益的影响，2020年理财收益高，投资收益12.07亿元，占利润总额比例的12.21%，21Q1理财收益亏损也较低。公司费用投放维持平稳水平，销售费用率为12.34%，同比增长0.7pct，职工薪酬增长显著，同比增长28.53%，有助于提升销售员积极性。为配合梦系列的销售，公司采取配额制，建立“一商为主，多商配称”的新模式，完善立体化渠道体系，厂商互利，渠道利润进一步打开，重新调整做市场，省内外区域经销商增加明显，2020年分别增加227家和976家。随着渠道调整及公司内部人员激励的改善，势头向上。

长期看：拐点稳步向上确定性更强，品牌产品渠道治理齐向上，未来可期

品牌方面，公司“洋河+双沟”双品牌战略立体覆盖，产品卡位多价位带，多轮驱动复合增长；产品方面，公司产品体系逐步调整到位，M6+调整到位释放量，水晶M稳步做好市场，海天系列产品逐步调整升级，步步为营，从上到下带动产品的整体升级换代，同时培育苏酒、双沟等品牌系列产品。渠道方面，省内到省外，目前M6+省外已有成效，水晶M待培育，进一步推动洋河高端价格体系走向台阶。公司2021年的目标是营收同比增长10%以上，我们认为洋河有品牌势能和消费者记忆，目前公司强调产品品质，基酒生产及储酒能力不断扩张，产能储备支撑未来发展。加之未来股权激励计划的实施，内外兼顾，持续向上。

投资建议：原先预测公司2020-2022年实现营收222/249/289亿元，归母净利润75/85/102亿元，经历了改革后的洋河在产品体系、组织队伍以及渠道营销方面均取得了跨越式发展，现如今洋河拥有强大的品牌势能以及市场化机制，改革加速，故适当调高公司2021-2023年收入利润增速，预计公司21-23年收入同比增长13%、15%、17%，净利同比增长10%、17%、20%，维持公司“买入”评级。

风险提示：销售不达预期，省内外竞争加剧，政策风险，食品安全风险等

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,126.48	21,101.05	23,854.57	27,523.50	32,336.85
增长率(%)	(4.28)	(8.76)	13.05	15.38	17.49
EBITDA(百万元)	10,536.98	10,763.90	11,655.16	13,563.98	15,989.71
净利润(百万元)	7,382.82	7,482.23	8,262.59	9,672.26	11,643.00
增长率(%)	(9.02)	1.35	10.43	17.06	20.38
EPS(元/股)	4.90	4.97	5.48	6.42	7.73
市盈率(P/E)	39.07	38.55	34.91	29.82	24.77
市净率(P/B)	7.90	7.49	6.73	6.16	5.59
市销率(P/S)	12.47	13.67	12.09	10.48	8.92
EV/EBITDA	13.11	30.34	20.56	19.07	14.44

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	191.4元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,506.99
流通A股股本(百万股)	1,247.52
A股总市值(百万元)	288,437.50
流通A股市值(百万元)	238,775.00
每股净资产(元)	28.10
资产负债率(%)	24.09
一年内最高/最低(元)	268.60/95.00

作者

刘畅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

娄倩 分析师
SAC执业证书编号：S1110520100002
louqian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《洋河股份-公司深度研究:拥抱辉煌,直面困境,洋河扬长补短再攀高峰》2021-02-25
- 《洋河股份-季报点评:内外兼修持续调整,底部反转业绩回暖》2020-10-23
- 《洋河股份-年报点评报告:调整逐步到位,静待业绩回暖》2020-04-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,300.14	7,243.19	25,575.75	5,495.33	34,446.97
应收票据及应收账款	675.35	617.72	341.45	955.95	646.09
预付账款	200.12	9.36	164.36	64.10	207.64
存货	14,433.24	14,852.69	12,559.77	19,766.68	19,818.33
其他	18,197.41	14,515.13	18,260.29	18,245.87	16,970.68
流动资产合计	37,806.26	37,238.10	56,901.62	44,527.93	72,089.72
长期股权投资	25.36	29.53	79.53	109.53	134.53
固定资产	7,256.56	6,882.95	6,232.56	5,846.43	5,175.60
在建工程	263.15	223.47	394.30	164.83	169.83
无形资产	1,747.13	1,713.53	1,663.73	1,628.30	1,574.32
其他	6,356.57	7,778.69	5,110.01	6,414.95	6,434.49
非流动资产合计	15,648.78	16,628.16	13,480.13	14,164.04	13,488.77
资产总计	53,455.04	53,866.26	70,755.08	58,816.41	85,744.41
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,330.65	1,151.87	1,266.51	1,577.77	1,862.91
其他	15,206.12	13,505.31	26,129.45	9,850.14	31,673.77
流动负债合计	16,536.77	14,657.18	27,395.96	11,427.91	33,536.67
长期借款	0.07	0.04	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	426.64	739.39	492.32	552.78	594.83
非流动负债合计	426.71	739.42	492.32	552.78	594.83
负债合计	16,963.49	15,396.61	27,888.29	11,980.69	34,131.51
少数股东权益	(17.28)	(14.93)	(12.79)	(9.50)	(5.94)
股本	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99
资本公积	741.53	741.53	741.53	741.53	741.53
留存收益	35,005.46	37,984.94	41,372.60	45,338.23	50,111.86
其他	(745.14)	(1,748.87)	(741.53)	(741.53)	(741.53)
股东权益合计	36,491.55	38,469.65	42,866.80	46,835.71	51,612.90
负债和股东权益总计	53,455.04	53,866.26	70,755.08	58,816.41	85,744.41

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	7,386.09	7,484.61	8,262.59	9,672.26	11,643.00
折旧摊销	776.10	782.85	731.57	752.81	754.74
财务费用	(3.27)	3.67	(90.00)	(90.00)	(93.00)
投资损失	(850.55)	(1,206.68)	(991.84)	(1,016.36)	(1,071.63)
营运资金变动	9,923.07	6,863.12	17,527.46	(24,933.25)	22,297.78
其它	(10,433.55)	(9,948.77)	3,700.16	(10.71)	(1,219.78)
经营活动现金流	6,797.89	3,978.79	29,139.94	(15,625.25)	32,311.11
资本支出	171.99	27.24	499.28	71.32	17.88
长期投资	15.94	4.17	50.00	30.00	25.00
其他	(1,481.14)	4,441.42	(7,579.03)	1,060.16	3,374.02
投资活动现金流	(1,293.22)	4,472.83	(7,029.75)	1,161.47	3,416.90
债权融资	0.07	0.04	0.00	0.00	0.00
股权融资	216.61	(916.50)	1,097.34	90.00	93.00
其他	(5,039.83)	(4,588.45)	(4,874.96)	(5,706.63)	(6,869.37)
筹资活动现金流	(4,823.15)	(5,504.91)	(3,777.62)	(5,616.63)	(6,776.37)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	681.53	2,946.71	18,332.57	(20,080.42)	28,951.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	23,126.48	21,101.05	23,854.57	27,523.50	32,336.85
营业成本	6,626.36	5,851.90	6,096.09	7,039.79	8,426.41
营业税金及附加	3,201.48	3,415.65	3,172.66	3,578.06	4,155.28
营业费用	2,691.71	2,603.80	4,770.91	3,165.20	1,907.87
管理费用	1,856.49	1,729.08	2,146.91	1,844.07	1,390.48
研发费用	159.97	260.09	1,431.27	82.57	1,067.12
财务费用	(78.43)	(87.23)	(90.00)	(90.00)	(93.00)
资产减值损失	(2.25)	(6.20)	3.00	5.00	3.00
公允价值变动收益	158.68	1,267.68	3,698.02	(14.00)	(1,223.34)
投资净收益	850.55	1,206.68	991.84	1,016.36	1,071.63
其他	(2,099.97)	(5,035.60)	(9,379.73)	(2,004.72)	303.42
营业利润	9,761.88	9,895.19	11,013.59	12,901.17	15,327.97
营业外收入	22.25	25.04	28.41	25.23	26.23
营业外支出	13.32	41.33	22.35	25.67	29.78
利润总额	9,770.80	9,878.90	11,019.64	12,900.73	15,324.42
所得税	2,384.71	2,394.30	2,754.91	3,225.18	3,677.86
净利润	7,386.09	7,484.61	8,264.73	9,675.55	11,646.56
少数股东损益	3.27	2.38	2.14	3.29	3.56
归属于母公司净利润	7,382.82	7,482.23	8,262.59	9,672.26	11,643.00
每股收益(元)	4.90	4.97	5.48	6.42	7.73

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-4.28%	-8.76%	13.05%	15.38%	17.49%
营业利润	-9.73%	1.37%	11.30%	17.14%	18.81%
归属于母公司净利润	-9.02%	1.35%	10.43%	17.06%	20.38%
获利能力					
毛利率	71.35%	72.27%	74.44%	74.42%	73.94%
净利率	31.92%	35.46%	34.64%	35.14%	36.01%
ROE	20.22%	19.44%	19.27%	20.65%	22.56%
ROIC	28.98%	91.35%	86.95%	-162.41%	67.75%
偿债能力					
资产负债率	31.73%	28.58%	39.42%	20.37%	39.81%
净负债率	-11.78%	-18.83%	-59.66%	-11.73%	-66.74%
流动比率	2.29	2.54	2.09	3.91	2.15
速动比率	1.41	1.53	1.63	2.18	1.56
营运能力					
应收账款周转率	50.09	32.64	49.74	42.43	40.37
存货周转率	1.63	1.44	1.74	1.70	1.63
总资产周转率	0.45	0.39	0.38	0.42	0.45
每股指标(元)					
每股收益	4.90	4.97	5.48	6.42	7.73
每股经营现金流	4.51	2.64	19.34	-10.37	21.44
每股净资产	24.23	25.54	28.45	31.09	34.25
估值比率					
市盈率	39.07	38.55	34.91	29.82	24.77
市净率	7.90	7.49	6.73	6.16	5.59
EV/EBITDA	13.11	30.34	20.56	19.07	14.44
EV/EBIT	14.15	32.72	21.94	20.19	15.16

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com