

证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

饮料

洋河股份（002304）

重大事件快评

买入

（维持评级）

2021年5月31日

改革势能向上，双名酒多品牌助力公司长远发展

证券分析师：陈青青

0755-22940855

chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110001

证券分析师：熊鹏

021-60875164

xiongpeng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080002

事项：

5月27日，洋河股份召开股东大会并与投资者进行交流，会上详细回顾了公司近两年的变革并对十四五做出细致规划。

国信食品饮料观点：1）近几年公司改革效果显著，渠道库存达10年来历史最低位，市场秩序逐步恢复，品牌变革陆续成功落地，内外部环境的信心大幅提升；2）十四五公司双名酒多品牌发展，以洋河带动双沟，双沟促进洋河打造新的增长点，同时贵酒布局酱酒做补充；3）梦系列渠道及终端销售情况较好，梦6+高速增长引领公司业绩向上，梦3水晶瓶已实现规模化升级换代，后续逐步落实天之蓝、海之蓝的升级动作，21年全年双位数增长目标有望顺利完成。预计21-23年归母净利润为26.58/33.93/41.59亿，对应EPS为3.03/3.87/4.74元，对应当前股价PE为108.1/84.7/69.1X，维持“买入”评级。

评论：

■ 公司变革“艰苦卓绝”，销售势能逆转趋势向上

2019年前公司快速发展面临历史遗留问题，在营销方面体现为压货的增长和费用投入型增长带来泡沫，市场层面库存较大，市场秩序混乱，价格下行。针对这些问题，公司2019年7月开始在营销手段、体系、策略等多方面进行改革，取得较好的变革成果：1）变革顺利将公司下行趋势转化为上行趋势，2020Q4实现稳定增长代表变革全面完成；2）公司渠道库存水平持续大幅下滑，当前渠道库存处于近10年最低水平；3）市场秩序大幅改善，公司产品逐步从渠道推动型转化为用户关注型，改变了市场经销商恶性竞争的局面；4）品牌格局发生巨大变化，公司产品变革首先推进梦6+升级版，后续逐步是水晶梦及其他系列产品的升级换代，梦6+及梦3水晶版总体价格上涨，趋势稳定向上；5）内外部环境的信心发生大变化，经销商层面从过去抱怨消极面貌变成积极状态，员工体系看信心指数大幅增强。

■ 十四五双名酒多品牌发展，打造精彩洋河，多彩双沟，光彩贵酒

公司当前积极推进双名酒多品牌发展战略，打造精彩洋河，多彩双沟，光彩贵酒。公司当前洋河蓝色经典系列仍保持稳步增长，梦系列升级换代逐步取得成效，梦6+全国化后有望顺利成为百亿大单品，梦3水晶瓶升级情况符合预期，后续将陆续迎来天之蓝及海之蓝的升级换代。双沟历史、文化、底蕴不弱于洋河，到了当前新的发展阶段，公司提出重启双沟，作为独立体系开始运作，营销、生产、财务到21年底会全面独立。2016年公司收购贵州贵酒，超前布局和谋划，当时贵酒营销体系也已完全独立，有望顺利乘酱酒热东风，成为洋河新的增长极。

■ **渠道反馈积极，梦6+及梦3水晶瓶动销较好，全年双位数收入增长目标有望顺利完成**

根据渠道反馈，今年以来梦6+销售情况较好，同比19年有30%以上的增速，预计全年同样有较高的收入增长，同时当前梦6+批价590元左右，终端成交接近650元，升级换代成功后顺利卡位600-700元价格带；水晶梦已实现规模化升级换代，预计到中秋能实现全面替代老梦3，当前水晶梦批价在420元左右，终端成交460元左右，渠道及终端利润较为丰厚。当前渠道端理顺后经销商积极性较高，后续今年内将继续对天之蓝升级，明年对海之蓝进行升级，公司内生动力强劲，在梦系列尤其是梦6+旺盛动销的带动，海天基本盘稳定之下，公司趋势将逐步向上，2021年有望顺利完成收入增长10%以上的目标。

■ **投资建议：看好公司改革势能释放，维持“买入”评级**

维持盈利预测，预计公司21-23年归母净利润为79.08/93.55/108.89亿，对应EPS为5.25/6.21/7.23元，对应当前股价PE为41.6/35.1/30.2X，维持“买入”评级。

表1：可比公司的估值对比（截止至2021年5月30日）

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020	2021E	2019	2020	2021E	
600519.SH	贵州茅台	60.0	28013	32.80	37.17	43.36	68	60	51	买入
000858.SZ	五粮液	61.6	12301	4.48	5.13	6.40	71	62	50	买入
000568.SZ	泸州老窖	66.9	4021	3.17	4.10	5.07	87	67	54	买入
	平均	62.8	14778	13.48	15.47	18.28	75	63	52	
000858.SZ	洋河股份	43.9	3287	4.90	4.98	5.25	45	44	42	买入

资料来源：WIND、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	7243	7243	7243	7243
应收款项	648	734	847	966
存货净额	14853	13979	15811	18064
其他流动资产	192	217	251	286
流动资产合计	37238	45056	60765	85141
固定资产	7106	7187	7272	7329
无形资产及其他	1714	1645	1576	1508
投资性房地产	7779	7779	7779	7779
长期股权投资	30	39	45	52
资产总计	53866	61705	77438	101809
短期借款及交易性金融负债	0	3533	13246	30835
应付款项	1152	1209	1381	1554
其他流动负债	13505	14390	16296	18321
流动负债合计	14657	19132	30923	50710
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	739	954	1168	1415
长期负债合计	739	954	1168	1415
负债合计	15397	20085	32091	52125
少数股东权益	(15)	(14)	(13)	(11)
股东权益	38485	41634	45359	49695
负债和股东权益总计	53866	61705	77438	101809

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	4.97	5.25	6.21	7.23
每股红利	2.99	3.16	3.74	4.35
每股净资产	25.54	27.63	30.10	32.98
ROIC	27%	32%	40%	47%
ROE	19%	19%	21%	22%
毛利率	72%	74%	75%	75%
EBIT Margin	36%	41%	42%	43%
EBITDA Margin	39%	44%	45%	46%
收入增长	-9%	13%	15%	14%
净利润增长率	1%	6%	18%	16%
资产负债率	29%	33%	41%	51%
息率	1.4%	1.4%	1.7%	2.0%
P/E	43.9	41.6	35.1	30.2
P/B	8.5	7.9	7.2	6.6
EV/EBITDA	41.5	33.3	29.2	26.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	21101	23851	27517	31411
营业成本	5852	6225	6909	7821
营业税金及附加	3416	3220	3715	4240
销售费用	2604	2643	3045	3298
管理费用	1729	2072	2297	2519
财务费用	(87)	(81)	(138)	(189)
投资收益	1207	300	300	300
资产减值及公允价值变动	1274	400	400	400
其他收入	(173)	0	0	0
营业利润	9895	10472	12389	14422
营业外净收支	(16)	6	6	6
利润总额	9879	10478	12395	14428
所得税费用	2394	2567	3037	3535
少数股东损益	2	3	3	3
归属于母公司净利润	7482	7908	9355	10889

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	7482	7908	9355	10889
资产减值准备	(15)	0	0	0
折旧摊销	783	776	810	839
公允价值变动损失	(1274)	(400)	(400)	(400)
财务费用	(87)	(81)	(138)	(189)
营运资本变动	(3168)	1919	314	36
其它	16	1	1	1
经营活动现金流	3824	10205	10081	11366
资本开支	(1573)	(388)	(427)	(427)
其它投资现金流	3675	(8581)	(13730)	(21968)
投资活动现金流	2098	(8979)	(14164)	(22402)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(0)	0	0	0
支付股利、利息	(4503)	(4759)	(5630)	(6553)
其它融资现金流	6027	3533	9713	17589
融资活动现金流	(2979)	(1226)	4083	11036
现金净变动	2943	0	0	0
货币资金的期初余额	4300	7243	7243	7243
货币资金的期末余额	7243	7243	7243	7243
企业自由现金流	1725	9624	9418	10665
权益自由现金流	7751	13294	18983	27642

相关研究报告

- 《洋河股份-002304-2020 年报及 2021 一季报点评：非经常性收益影响业绩，Q1 收入及扣非利润超预期》 —— 2021-04-29
- 《洋河股份-002304-2020 三季报点评：Q3 业绩符合预期，苏酒龙头调整已见效》 —— 2020-11-02
- 《洋河股份-002304-2019 年三季报点评：黎明前的黑暗，静待调整到位》 —— 2019-10-30
- 《洋河股份-002304-2019 年中报：调整路更远，结构更优化》 —— 2019-09-02
- 《洋河股份-002304-2018 年年报及 2019 年一季报：业绩基本符合预期，梦之蓝破百亿》 —— 2019-04-30

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032