

## 洋河股份 (002304.SZ) 变革渐入佳境, 踏上全新征程

2021年06月06日

——公司信息更新报告

投资评级: 增持 (维持)

张宇光 (分析师)

逢晓娟 (联系人)

zhangyuguang@kysec.cn

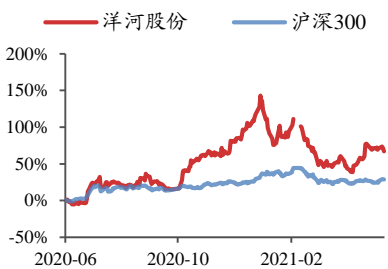
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790120040011

日期	2021/6/4
当前股价(元)	229.95
一年最高最低(元)	268.60/102.22
总市值(亿元)	3,465.32
流通市值(亿元)	2,868.67
总股本(亿股)	15.07
流通股本(亿股)	12.48
近3个月换手率(%)	46.07

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-一季度收入超预期, 扣非业绩表现靓丽》-2021.4.29

《公司信息更新报告-改革渐入佳境, 踏上全新征程》-2021.3.1

《公司信息更新报告-三季度收入如期提速, 经营拐点渐行渐近》-2020.10.22

### ● 公司改革持续推进, 长期发展潜力显现, 维持“增持”评级

2019年公司营收暂时下滑, 既暴露出公司在提价策略、考核导向等方面需要改变, 也说明渠道运作模式、产品策略有调整必要。公司正视问题, 2019年中起对营销体系进行了多举措的改革, 各项措施直指问题核心, 目前改革取得了良好的成果, 经营状态从2019年下行趋势开始转为上行趋势, 2020年营销业绩稳定, 2021年一季度表现超市场预期。因2022年公允价值变动收益下降幅度放缓, 上调盈利预测, 预计2021-2023年归母净利润为78.6 (+0.3) 亿元、97.9 (+5.1) 亿元、116.5 (+5.4) 亿元, EPS分别为5.21 (+0.01) 元、6.50 (+0.34) 元、7.73 (+0.36) 元, 同比分别增长5.0%、24.6%、19.0%, 当前股价对应PE分别为44.1、35.4、29.7倍, 随着新品升级成功及渠道利益理顺, 公司品牌力将再上新台阶, 维持“增持”评级。

### ● 产品升级和渠道结构改革顺利推进, 2021年双位数增长目标彰显信心

随着高端白酒价格稳步上移, 次高端产品价格逐步提升是确定性的产业趋势, 公司2019年开始率先布局, 相继推出升级版M6+、水晶M3。2021年春节期间新品动销顺畅, 价格坚挺, 产品升级效果明显, 主导产品完成变革。2019年以来公司进行营销调整转型, 围绕“一商为主、多商配称”, 互补协调发展的指导思想进行经销商体系构建, 市场库存明显下降, 产品价格大幅提升, 渠道信心恢复, 改革渐入佳境, 预计全年收入大概率完成10%以上增长。

### ● 积极推进薪酬制度和激励机制改革, 为公司改革发展激发内生动力

2020年, 公司提升了全员的薪酬水平, 针对营销一线人员建立高增长高激励高约束的激励机制。同时公司回购已经完成, 股权激励方案落地可期, 进一步完善公司的长效激励机制, 有利于激发核心人员积极性, 为营销改革措施的顺利执行提供内生动力。

### ● 风险提示: 宏观经济波动导致需求下滑, 公司全国化进展不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,126	21,101	23,835	26,767	30,323
YOY(%)	-4.3	-8.8	13.0	12.3	13.3
归母净利润(百万元)	7,383	7,482	7,855	9,792	11,654
YOY(%)	-9.0	1.3	5.0	24.6	19.0
毛利率(%)	71.3	72.3	74.1	76.7	78.6
净利率(%)	31.9	35.5	33.0	36.6	38.4
ROE(%)	20.2	19.5	18.8	20.7	21.3
EPS(摊薄/元)	4.90	4.97	5.21	6.50	7.73
P/E(倍)	46.9	46.3	44.1	35.4	29.7
P/B(倍)	9.5	9.0	8.3	7.3	6.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	37806	37238	52981	48732	65835
现金	4300	7243	21374	18163	32692
应收票据及应收账款	675	618	843	797	1061
其他应收款	38	30	46	40	58
预付账款	200	9	227	38	263
存货	14433	14853	16006	15208	17277
其他流动资产	18160	14485	14485	14485	14485
<b>非流动资产</b>	15649	16628	17049	17405	17848
长期投资	25	30	36	42	48
固定资产	7257	6883	7360	7766	8251
无形资产	1747	1714	1666	1626	1586
其他非流动资产	6620	8002	7988	7971	7963
<b>资产总计</b>	53455	53866	70030	66137	83683
<b>流动负债</b>	16537	14657	27484	17971	28235
短期借款	0	0	0	3103	0
应付票据及应付账款	1331	1152	1464	1182	1572
其他流动负债	15206	13505	26020	13685	26664
<b>非流动负债</b>	427	739	739	739	739
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	427	739	739	739	739
<b>负债合计</b>	16963	15397	28223	18710	28975
少数股东权益	-17	-15	-12	-9	-6
股本	1507	1507	1507	1507	1507
资本公积	742	742	742	742	742
留存收益	34264	37243	40405	44302	48917
<b>归属母公司股东权益</b>	36509	38485	41819	47436	54713
负债和股东权益	53455	53866	70030	66137	83683

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	6798	3979	18946	-2574	21503
净利润	7386	7485	7858	9795	11657
折旧摊销	776	783	639	723	814
财务费用	-78	-87	-363	-413	-560
投资损失	-851	-1207	-1002	-1002	-1102
营运资金变动	-271	-2045	11214	-11578	10794
其他经营现金流	-164	-950	600	-100	-100
<b>投资活动现金流</b>	-1293	4473	-658	22	-55
资本支出	317	353	415	350	437
长期投资	-1828	3623	-6	-4	-6
其他投资现金流	-2804	8449	-249	368	375
<b>筹资活动现金流</b>	-4823	-5505	-4158	-3762	-3816
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-4823	-5505	-4158	-3762	-3816
<b>现金净增加额</b>	685	2943	14131	-6314	17632

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	23126	21101	23835	26767	30323
营业成本	6626	5852	6166	6237	6491
营业税金及附加	3201	3416	3456	3881	4397
营业费用	2692	2604	2741	3078	3336
管理费用	1856	1729	1788	2008	2274
研发费用	160	260	162	232	281
财务费用	-78	-87	-363	-413	-560
资产减值损失	-2	-6	0	0	0
其他收益	85	99	100	100	100
公允价值变动收益	159	1268	-600	100	100
投资净收益	851	1207	1002	1002	1102
资产处置收益	20	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	9762	9895	10387	12945	15406
营业外收入	22	25	24	24	24
营业外支出	13	41	27	34	31
<b>利润总额</b>	9771	9879	10383	12935	15399
所得税	2385	2394	2525	3141	3742
<b>净利润</b>	7386	7485	7858	9795	11657
少数股东损益	3	2	2	3	4
<b>归母净利润</b>	7383	7482	7855	9792	11654
EBITDA	10418	10444	10593	13160	15545
EPS(元)	4.90	4.97	5.21	6.50	7.73

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-4.3	-8.8	13.0	12.3	13.3
营业利润(%)	-9.7	1.4	5.0	24.6	19.0
归属于母公司净利润(%)	-9.0	1.3	5.0	24.6	19.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	71.3	72.3	74.1	76.7	78.6
净利率(%)	31.9	35.5	33.0	36.6	38.4
ROE(%)	20.2	19.5	18.8	20.7	21.3
ROIC(%)	19.8	18.9	17.9	18.5	20.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	31.7	28.6	40.3	28.3	34.6
净负债比率(%)	-11.0	-18.1	-50.4	-31.2	-59.2
流动比率	2.3	2.5	1.9	2.7	2.3
速动比率	1.4	1.5	1.3	1.9	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	50.1	32.6	32.6	32.6	32.6
应付账款周转率	5.1	4.7	4.7	4.7	4.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	4.90	4.97	5.21	6.50	7.73
每股经营现金流(最新摊薄)	4.51	2.64	12.57	-1.71	14.27
每股净资产(最新摊薄)	24.23	25.54	27.75	31.48	36.31
<b>估值比率</b>					
P/E	46.9	46.3	44.1	35.4	29.7
P/B	9.5	9.0	8.3	7.3	6.3
EV/EBITDA	31.2	31.1	29.4	24.1	19.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn