

改革调整有望强化增速，海天升级产品同步发力



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **改革调整有望强化增速目标，股权激励未来有望推进。**公司近期发布《关于调整部分公司领导工作分工的通知》，研究决定张联东主持洋河股份的全面工作，分管集团贸易全面工作，主持双沟全面工作；刘化霜分管产品中心和国际化战略工作，负责集团贸易党委工作。此次管理层调整引发市场担忧，但我们认为此次调整有望强化洋河集团在公司经营管理中的决定权，进而推动强化增速目标，以十四五规划为纲要加速发展。同时，在员工激励方面，公司今年内部推动体制调整，通过建立营销人员高增长高激励机制等方式，提升员工积极性。公司在 19 年 10 月至 20 年 10 月间累计回购股份 966.1 万股，平均成本为 103.7 元（含交易费用）；回购的股份将用于对核心骨干员工实施股权激励或员工持股计划，实施期间为回购完成后的 36 个月；随着管理层调整到位，公司未来有望加速股权激励，进一步激发经营活力。
- **海天双沟有望升级，推动全系产品同步发力。**梦 6+ 的升级换代有效抬升了批价，渠道利润提升明显，动销加快，放量增长；公司加大 M3 水晶版推销，动销有望超出市场预期。在梦 6+ 和梦 3 水晶版成功升级后，预计公司 21 年将陆续对天之蓝、海之蓝及双沟品牌进行升级换代，实现蓝色经典海天梦及双沟同步发力，加速业绩增长。渠道反馈预计天之蓝将在 7~8 月进行升级。
- **江苏经济快速恢复苏酒受益，二季度有望实现较高增速。**边际上，近期海、天、梦 3 水晶版、梦 6+ 的批价分别达到约 125/270/420/620 元，终端价分别达到约 135/290/450/650 元，稳中有升。另一苏酒今世缘对开和四开在近期提价动作后，批价分别上行至 255/425 元左右，终端价分别上行至 280/450 元左右。今年以来，江苏地区经济恢复良好，GDP 以及居民收入增速等指标均在全国领先；受益于此苏酒名酒一季度业绩均实现稳定增长，我们预计二季度有望继续巩固增速，推动全年业绩增长。中长期看，江苏省白酒消费升级趋势明显，公司通过产品换代拔高定位顺应趋势，看好长期业绩增长空间。

财务预测与投资建议：上调营收和毛利率，预测公司 21-23 年每股收益分别为 5.57、6.55 和 7.45 元（原 21-23 年预测为 5.51、6.46 和 7.32 元）。结合可比公司估值，给予 21 年 42 倍 PE，对应目标价 233.94 元，维持买入评级。

风险提示：省外拓展进度偏慢、消费需求不及预期、食品安全事件风险。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,126	21,101	24,232	27,719	31,209
同比增长(%)	-4.3%	-8.8%	14.8%	14.4%	12.6%
营业利润(百万元)	9,762	9,895	11,069	12,998	14,788
同比增长(%)	-9.7%	1.4%	11.9%	17.4%	13.8%
归属母公司净利润(百万元)	7,383	7,482	8,386	9,875	11,232
同比增长(%)	-9.0%	1.3%	12.1%	17.7%	13.7%
每股收益(元)	4.90	4.97	5.57	6.55	7.45
毛利率(%)	71.3%	72.3%	74.5%	75.8%	76.8%
净利率(%)	31.9%	35.5%	34.6%	35.6%	36.0%
净资产收益率(%)	21.0%	20.0%	20.5%	21.6%	22.1%
市盈率	35.5	35.0	31.3	26.6	23.3
市净率	7.2	6.8	6.0	5.4	4.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年06月30日)	207.2元
目标价格	233.94元
52周最高价/最低价	268.6/105元
总股本/流通A股(万股)	150,699/124,752
A股市值(百万元)	312,248
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年06月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	6.35	-5.01	24.82	97.07
相对表现	5.74	-4.56	23.36	78.37
沪深300	0.61	-0.45	1.46	18.7



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888*6079
caiqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519080001

联系人 周翰

021-63325888*7524
zhouhan@orientsec.com.cn

相关报告

一季度扣非增速高于预期，看好全年盈利增长	2021-04-29
库存去化批价回升，渠道调整基本到位	2020-10-22
调整将至尾声，静待拐点来临	2020-08-29

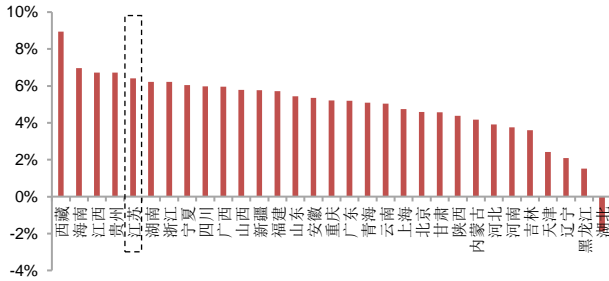
东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

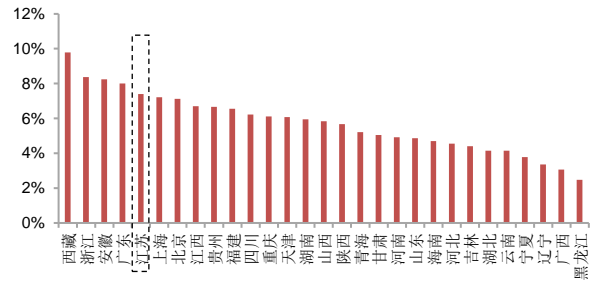
以 2019Q1 为基础，计算 2021Q1 各省市 GDP 和城镇居民人均可支配收入的年化增速，可以发现江苏省增速在全国位居前列，经济快速恢复，推动苏酒名酒业绩增长。因此，我们预计苏酒名酒将延续一季度趋势，二季度业绩都有望实现较高的增速。

图 1: 19Q1-21Q1 各省市 GDP 年化增速



■ 19Q1-21Q1 各省市 GDP 年化增速

图 2: 19Q1-21Q1 城镇居民人均可支配收入年化增速



■ 19Q1-21Q1 城镇居民人均可支配收入年化增速

资料来源: Wind、东方证券研究所

资料来源: Wind、东方证券研究所

投资建议

上调营收和毛利率，预测公司 21-23 年每股收益分别为 5.57、6.55 和 7.45 元（原 21-23 年预测为 5.51、6.46 和 7.32 元）。结合可比公司估值，给予 21 年 42 倍 PE，对应目标价 233.94 元，维持买入评级。

表 1: 可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
贵州茅台	600519	2062.00	42.76	49.72	57.02	48.22	41.48	36.16
五粮液	000858	298.55	6.32	7.56	8.88	47.27	39.52	33.60
泸州老窖	000568	228.15	5.16	6.43	7.94	44.20	35.46	28.74
古井贡酒	000596	222.66	4.68	5.70	6.82	47.61	39.09	32.63
今世缘	603369	53.25	1.55	1.92	2.34	34.44	27.67	22.81
口子窖	603589	67.13	2.84	3.31	3.90	23.68	20.29	17.20
舍得酒业	600702	202.20	2.98	4.12	5.44	67.75	49.09	37.18
迎驾贡酒	603198	42.76	1.51	1.89	2.24	28.32	22.65	19.13
调整后平均						42	34	29

数据来源: 朝阳永续、东方证券研究所（注: 最新价格为 2021 年 6 月 29 日收盘价）

风险提示

- 省外拓展进度偏慢风险。如果新江苏市场拓展的速度放缓，可能会影响公司收入利润增速。
- 消费需求不及预期风险。若消费需求不及预期，可能对渠道信心及公司业绩造成不利影响。

- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，则可能对公司的销量及业绩造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,300	7,243	19,125	24,599	30,554	营业收入	23,126	21,101	24,232	27,719	31,209
应收票据、账款及款项融资	675	618	709	811	914	营业成本	6,626	5,852	6,182	6,722	7,238
预付账款	200	9	11	12	14	营业税金及附加	3,201	3,416	3,922	4,487	5,052
存货	14,433	14,853	15,692	17,060	18,370	营业费用	2,692	2,604	2,887	3,192	3,594
其他	18,197	14,515	14,520	14,525	14,530	管理费用及研发费用	2,016	1,989	2,190	2,428	2,733
流动资产合计	37,806	37,238	50,056	57,008	64,381	财务费用	(78)	(87)	(132)	(219)	(276)
长期股权投资	25	30	30	30	30	资产、信用减值损失	21	6	5	4	3
固定资产	7,257	6,883	6,608	6,350	6,083	公允价值变动收益	159	1,268	800	780	750
在建工程	263	223	312	356	378	投资净收益	851	1,207	1,000	1,019	1,075
无形资产	1,747	1,714	1,663	1,613	1,562	其他	105	99	92	94	98
其他	6,357	7,779	1,304	1,340	1,352	营业利润	9,762	9,895	11,069	12,998	14,788
非流动资产合计	15,649	16,628	9,917	9,688	9,404	营业外收入	22	25	28	25	26
资产总计	53,455	53,866	59,973	66,696	73,786	营业外支出	13	41	22	26	30
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	9,771	9,879	11,075	12,998	14,785
应付票据及应付账款	1,331	1,152	1,217	1,323	1,425	所得税	2,385	2,394	2,686	3,120	3,548
其他	15,206	13,505	15,027	16,718	18,434	净利润	7,386	7,485	8,390	9,878	11,236
流动负债合计	16,537	14,657	16,243	18,041	19,859	少数股东损益	3	2	3	4	4
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	7,383	7,482	8,386	9,875	11,232
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	4.90	4.97	5.57	6.55	7.45
其他	427	739	384	463	423						
非流动负债合计	427	739	384	463	423	主要财务比率					
负债合计	16,963	15,397	16,627	18,504	20,282		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	(17)	(15)	(12)	(8)	(4)	成长能力					
股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	营业收入	-4.3%	-8.8%	14.8%	14.4%	12.6%
资本公积	742	(261)	742	742	742	营业利润	-9.7%	1.4%	11.9%	17.4%	13.8%
留存收益	34,264	37,243	41,109	45,952	51,259	归属于母公司净利润	-9.0%	1.3%	12.1%	17.7%	13.7%
其他	(4)	(5)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	36,492	38,470	43,346	48,192	53,504	毛利率	71.3%	72.3%	74.5%	75.8%	76.8%
负债和股东权益总计	53,455	53,866	59,973	66,696	73,786	净利率	31.9%	35.5%	34.6%	35.6%	36.0%
						ROE	21.0%	20.0%	20.5%	21.6%	22.1%
						ROIC	20.9%	19.8%	20.3%	21.2%	21.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	31.7%	28.6%	27.7%	27.7%	27.5%
净利润	7,386	7,485	8,390	9,878	11,236	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	758	765	637	665	695	流动比率	2.29	2.54	3.08	3.16	3.24
财务费用	(78)	(87)	(132)	(219)	(276)	速动比率	1.41	1.53	2.12	2.21	2.32
投资损失	(851)	(1,207)	(1,000)	(1,019)	(1,075)	营运能力					
营运资金变动	16,474	(2,036)	650	320	399	应收账款周转率	2,151.3	2,078.3	5,339.0	5,329.2	5,289.9
其它	(16,891)	(940)	5,521	(737)	(801)	存货周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
经营活动现金流	6,798	3,979	14,066	8,888	10,178	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(200)	(262)	(400)	(400)	(400)	每股指标(元)					
长期投资	2,698	(4)	0	0	0	每股收益	4.90	4.97	5.57	6.55	7.45
其他	(3,791)	4,739	1,800	1,799	1,825	每股经营现金流	4.51	2.64	9.33	5.90	6.75
投资活动现金流	(1,293)	4,473	1,400	1,399	1,425	每股净资产	24.23	25.54	28.77	31.98	35.51
债权融资	(1)	(1)	(197)	0	0	估值比率					
股权融资	(0)	(1,002)	1,002	0	0	市盈率	35.5	35.0	31.3	26.6	23.3
其他	(4,822)	(4,502)	(4,389)	(4,813)	(5,649)	市净率	7.2	6.8	6.0	5.4	4.9
筹资活动现金流	(4,823)	(5,505)	(3,584)	(4,813)	(5,649)	EV/EBITDA	22.2	21.9	20.0	17.2	15.2
汇率变动影响	3	(4)	-0	-0	-0	EV/EBIT	23.9	23.6	21.2	18.1	15.9
现金净增加额	685	2,943	11,882	5,474	5,955						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有洋河股份(002304)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn