

洋河股份 (002304)

梦6+延续强劲发展态势，业绩目标或加速兑现
——洋河股份更新报告

更新报告

行业公司研究 食品饮料行业

证券研究报告

分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
联系人：杨骥、张潇倩
yangji@stocke.com.cn

摘要

基于此前我们在股东大会上与公司进行交流及渠道反馈，我们认为：1) 短期来看，21Q2 公司业绩表现或超预期，同时市场应理性看待管理层变动；2) 中长期来看，公司管理层积极进取，激励机制的不断优化将进一步释放动能，梦6+、双沟表现优异为21Q2 业绩表现或超预期的主要驱动力，随着改革推进，采取跟随策略的M3 水晶版、即将于7月迎来升级的天之蓝、今年将重点发力的酱酒品牌贵酒均有望增厚公司业绩，21年业绩目标或将加速兑现。

投资要点

□ 艰苦卓越，营销改革下销售势能发生逆转

为解决渠道库存高企、渠道利润偏低、海天增长乏力等历史遗留问题，公司于2019年年中开始进入深化改革阶段：1) 管理层方面，公司对高管人员进行更换，并推出股权激励；2) 渠道端，公司推进“一商为主，多商配称”的厂商一体化改革，实行“控盘分利”策略，对渠道费用投放体系进行完善，厂商间关系得到改善；3) 产品端，公司聚焦打造M6+，推升渠道利润的同时极大的增厚市场信心、推动品牌价值提升。受益于改革红利持续释放，公司自20Q3起业绩实现逐季改善，当前：1) 渠道库存降至十年来历史最低水平；2) 渠道利润得到显著增厚，市场秩序得到改善，更关注终端客户；3) 产品结构改善，梦6+表现强势，梦3水晶版有望实现对老产品替代；4) 经销商及员工信心得到极大提升。

□ 梦6+延续强劲发展态势，驱动结构实现升级

M6+为本轮改革核心产品，发展势头迅猛，未来有望成为百亿级别大单品。目前梦之蓝M6+处于高速发展阶段：1) 价格方面，梦6+已站稳600元升级价位带，批价稳中有升，有望继续享受次高端酒扩容红利；2) 库存：梦6+的库存处于历史低位；3) 市场：梦6+已完成江苏市场基本布局，省外市场重点着眼省会市场、重点城市，目前梦6+省内占比约60%-65%，未来公司希望将梦6+打造成全国性品牌。

M3水晶版仍处替代期，未来将采取跟随M6+战略。梦3水晶版当前仍处于新老替代期，提价导致回款出现同比下降，但价盘及库存均表现良性，未来M3水晶版将跟随M6+实现加速发展。

天之蓝、海之蓝为基本盘，有望迎来依次换代。海之蓝、天之蓝系列自2003年推出以来经历了4轮升级换代，为解决产品老化等问题，公司将于7月中对天之蓝进行升级换代，预计天之蓝的升级换代操作将区别于梦系列，未来公司价格体系将更为明晰。

另外，公司未来将推出洋河高端品牌以将进一步打造梯次产品结构；

评级

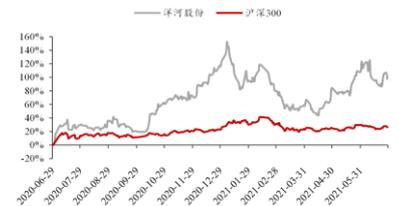
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥206.50

单季度业绩

元/股

2Q/2020	0.93
3Q/2020	1.18
4Q/2020	0.20
1Q/2021	2.56



公司简介

洋河为江苏白酒龙头，是唯一实现全国化的次高端白酒品牌，其中海之蓝、天之蓝、梦之蓝为公司主要产品系列。

相关报告

- 《洋河股份业绩点评报告：21Q1 扣非增速超预期，改革加速 (20210428)》
- 《洋河股份业绩点评报告：改革红利逐步释放，业绩拐点或将显现》 (20210228)
- 《周观点：近期上市的洋河M3水晶版对今世缘影响几何？》 (20201129)
- 《调整进入加速期，经营情况趋势向好——洋河股份业绩点评报告》 (20201022)
- 《渠道表现良性，看好梦6+下半年表现——洋河股份业绩点评报告》 (20200828)
- 《洋河股份深度报告：梦之蓝M6+或超预期，深度调整拐点可期》 (20200830)

□ “双名酒多品牌”，双沟贵酒有望增厚业绩

在“双名酒多品牌”战略下，公司提出“精彩洋河、多彩双沟、光彩贵酒”口号：1) 双沟方面，双沟的文化底蕴不弱于洋河，站在新的阶段，公司将通过独立运作(独立负责双沟的生产、营销及财务等工作)+董事长主持全面赋能双沟，未来双沟将成为公司新增长极。目前苏酒头排酒及绿苏均取得优异表现，而珍宝坊亦在 200-300 元价位带实现放量，预计今年双沟或将实现 40 亿元销售目标；2) 贵酒：公司于 16 年提前战略性收购贵酒(酱酒)，虽然当前整体规模较小(2020 年收入约为 1.8 亿元)，但其储备的丰富产能为其在酱酒热下实现高速发展奠定基础。公司 2021 年收入目标为 10%，我们预计今年业绩将加速兑现，21Q2 业绩表现或超预期。

□ 近期盈利预测及估值

截至 2020 年 9 月底，公司已完成 10.02 亿元回购，达到回购计划下限，预计即将迎来的新股权激励将加速公司结束调整期，助力公司在未来取得更佳表现。预计 2021~2023 年公司 EPS 分别为 5.6、6.8、8.1 元/股，同比分别增长 13.7%、20.6%、18.6%。目前对应 2021 年估值 36.6 倍。长期看业绩确定性强，当前估值具有性价比，给予买入评级。

□ **催化剂：**库存回落、终端价提升；梦之蓝 M6+动销持续向好。

□ **风险提示：**1、疫情反复影响白酒动销；2、梦之蓝 M6+动销情况不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	21101.1	24552.7	29478.5	34789.0
(+/-)	-8.8%	16.4%	20.1%	18.0%
净利润	7482.2	8507.0	10255.5	12162.6
(+/-)	1.3%	13.7%	20.6%	18.6%
每股收益(元)	5.0	5.6	6.8	8.1
P/E	41.6	36.6	30.3	25.6

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	37238.1	37573.8	46160.1	55476.8
现金	7243.2	4841.4	10784.2	17562.1
交易性金融资产	14302.0	10759.6	14346.1	13135.9
应收账款	617.7	724.1	1124.9	1410.3
其它应收款	30.3	41.3	46.6	54.5
预付账款	9.4	75.6	108.7	78.6
存货	14852.7	14992.5	17581.1	20405.1
其他	182.8	6139.5	2168.5	2830.3
非流动资产	16628.2	23664.3	23297.8	22349.7
金额资产类	0.0	904.5	301.5	402.0
长期投资	29.5	21.4	25.4	25.5
固定资产	6883.0	15768.9	14802.4	13826.8
无形资产	1713.5	1680.7	1610.9	1547.1
在建工程	223.5	178.8	143.0	114.4
其他	7778.7	5110.0	6414.6	6433.9
资产总计	53866.3	61238.2	69457.9	77826.5
流动负债	14657.2	16079.7	18049.1	18880.8
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付款项	1151.9	1294.8	1494.2	1689.6
预收账款	0.0	3903.7	4431.8	3587.1
其他	13505.3	10881.1	12123.1	13604.1
非流动负债	739.4	492.4	552.8	594.9
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	739.4	492.3	552.8	594.8
负债合计	15396.6	16572.0	18601.9	19475.7
少数股东权益	(14.9)	(12.2)	(9.0)	(5.1)
归属母公司股东权	38484.6	44678.4	50865.0	58356.0
负债和股东权益	53866.3	61238.2	69457.9	77826.5
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3978.8	5898.0	11337.4	8840.8
净利润	7484.6	8509.7	10258.7	12166.5
折旧摊销	782.8	783.9	1056.5	1058.4
财务费用	(87.2)	(90.6)	(117.2)	(212.6)
投资损失	(1206.7)	(1242.9)	(1280.2)	(1318.6)
营运资金变动	(1628.1)	(4176.8)	5413.3	113.3
其它	(1366.7)	2114.6	(3993.7)	(2966.3)
投资活动现金流	4472.8	(6077.2)	(1443.0)	2396.2
资本支出	413.3	(9572.3)	(0.1)	(0.1)
长期投资	(4.2)	(896.4)	599.0	(100.5)
其他	4063.7	4391.5	(2041.9)	2496.9
筹资活动现金流	(5504.9)	(2222.6)	(3951.7)	(4459.1)
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款	(0.0)	0.0	0.0	0.0
其他	(5504.9)	(2222.6)	(3951.7)	(4459.1)
现金净增加额	2946.7	(2401.8)	5942.8	6777.9

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	21101.1	24552.7	29478.5	34789.0
营业成本	5851.9	6515.8	7516.3	8528.0
营业税金及附加	3415.6	3339.2	4009.1	4835.7
营业费用	2603.8	2830.2	3398.0	4010.1
管理费用	1729.1	1905.0	2287.1	2699.2
研发费用	260.1	302.6	363.4	428.8
财务费用	(87.2)	(90.6)	(117.2)	(212.6)
资产减值损失	(6.2)	(2.8)	(5.0)	(6.7)
公允价值变动损益	1267.7	158.7	158.7	158.7
投资净收益	1206.7	1242.9	1280.2	1318.6
其他经营收益	99.0	102.0	105.0	108.2
营业利润	9895.2	11248.7	13557.7	16076.3
营业外收支	(16.3)	(16.8)	(17.3)	(17.8)
利润总额	9878.9	11232.0	13540.5	16058.5
所得税	2394.3	2722.2	3281.7	3892.0
净利润	7484.6	8509.7	10258.7	12166.5
少数股东损益	2.4	2.7	3.3	3.9
归属母公司净利润	7482.2	8507.0	10255.5	12162.6
EBITDA	10553.1	11925.3	14479.8	16904.3
EPS (最新摊薄)	5.0	5.6	6.8	8.1
主要财务比率				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-8.8%	16.4%	20.1%	18.0%
营业利润增长率	1.4%	13.7%	20.5%	18.6%
归属于母公司净利	1.3%	13.7%	20.6%	18.6%
获利能力				
毛利率	72.3%	73.5%	74.5%	75.5%
净利率	35.5%	34.7%	34.8%	35.0%
ROE	20.0%	20.5%	21.5%	22.3%
ROIC	19.1%	18.8%	19.9%	20.5%
偿债能力				
资产负债率	28.6%	27.1%	26.8%	25.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	2.3	2.6	2.9
速动比率	1.5	1.4	1.6	1.9
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	2078.3	3667.2	2725.3	2896.2
应付账款周转率	4.7	5.3	5.4	5.4
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊)	5.0	5.6	6.8	8.1
每股经营现金流(最)	2.6	3.9	7.5	5.9
每股净资产(最新摊)	25.5	29.6	33.8	38.7
估值比率				
P/E	41.6	36.6	30.3	25.6
P/B	8.1	7.0	6.1	5.3
EV/EBITDA	31.7	24.8	19.8	16.6

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>