

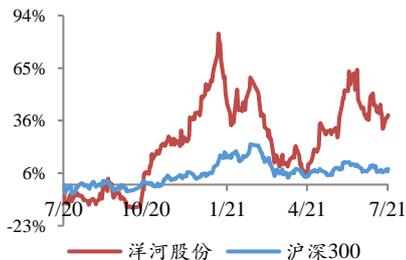
## 股权激励落地，经营新周期可期

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2021-07-15

收盘价(元)	195.85
近12个月最高/最低(元)	259.73 / 123.11
总股本(百万股)	1,507
流通股本(百万股)	1,248
流通股比例(%)	82.78
总市值(亿元)	2,951
流通市值(亿元)	2,443

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

### 联系人：姚启璠

执业证书号：S0010120040033

电话：13795262443

邮箱：yaoqf@hazq.com

### 相关报告

1. 洋河股份(002304)：股东大会反馈积极，经营拐点正逐步证实-20210527 2021-05-27
2. 一季报超预期，经营拐点正逐步证实 2021-04-29
3. 洋河股份(002304)：十三五平稳收

### 主要观点：

事件：此前公司回购总额 10 亿元用于员工股权激励，员工购买价格 103.73 元为回购均价，激励人数超 5000 人，股权激励广度充分，人均 20 万，公司前三把手张联东董事长、钟雨总裁、刘化霜执行总裁分别获得 1000 万额度，锁定期 24 个月，业绩考核目标 2021/22 年收入增长均为 15%。

#### ● 新一轮产品生命周期即将全面开启

M6+ 占位 700 元+ 价格带，已在对老 M6 完全替代基础上实现快速增长，省内及部分主流消费价格带较高的省份消费氛围培育较好；M3 水晶版招商铺市已完成，此前省内消费者接受度略慢，主因系水晶版价格由 400 元上提至 500 元、对四开形成价格跨越，短期价格大幅提升消费者培育周期拉长，目前市场接受度逐步提高，参考 M6+ 培育节奏，后续中秋旺季有望实现放量。后续天之蓝、海之蓝预计分别于本月、明年初进行换代升级，故 2022 年起，公司将实现全部主导产品均开启新一轮产品周期。

#### ● 渠道改革稳步推进，产品换代背后本质是营销模式创新

本轮公司两大核心大单品 M6+、M3 水晶版换代背后的核心是全新控盘分利模式（一物一码，多码关联）带来的营销模式创新。此外，费用投放体系重新确立，将客勤礼品费用转向围绕消费者展开，费用效率得到提升，M6+ 与 M3 水晶版已形成组合拳；推进厂商一体化改革，建立“一商统筹、多商配衬”模式，当前公司核心产品价格体系稳定，公司与经销商关系显著改善，渠道销售动力增强；公司两大事业部裂变成五个，新增高端、梦之蓝、海天、双沟事业部，进一步细化组织架构，伴随各产品渠道打法分立，有的放矢提升效率。

#### ● 投资建议

目前公司正推进百日攻坚行动，并即将对天之蓝进行换代，改革有序推进，自 M6+ 起逐步迎来各价格带的新一轮产品生命周期，乐观情况下可展望 21 年收入端边际加速。此前张董事长开始分管销售，是对已经成型的营销战略、战术做加法，在新任领导带领下，公司有望逐步加速业绩释放。预估 2021~2023 年收入分别为 243、287、335 亿元，同比分别+15%、+18%、16%，归母净利润分别为 80、98、118 亿元，同比分别+7%、+22%、20%，当前股价对应 2021~2023 年 P/E 分别为 37x、30x、25x，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

渠道营销调整进度不及预期；海之蓝、天之蓝恢复进度不及预期；梦之蓝 M6+、水晶版推广进度不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21101	24285	28749	33467
收入同比 (%)	-8.8%	15.1%	18.4%	16.4%
归属母公司净利润	7482	7994	9778	11770
净利润同比 (%)	1.3%	6.8%	22.3%	20.4%
毛利率 (%)	72.3%	74.2%	75.9%	77.4%
ROE (%)	19.4%	17.2%	17.4%	17.3%
每股收益 (元)	4.98	5.30	6.49	7.81
P/E	47.53	36.92	30.19	25.08
P/B	9.24	6.35	5.25	4.34
EV/EBITDA	43.42	30.95	24.23	19.02

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	37238	47083	59058	72484	<b>营业收入</b>	21101	24285	28749	33467
现金	7243	17501	27409	38877	营业成本	5852	6270	6942	7571
应收账款	4	9	12	11	营业税金及附加	3416	3931	4654	5417
其他应收款	30	41	45	52	销售费用	2604	2872	3507	4050
预付账款	9	73	100	70	管理费用	1729	1943	2242	2544
存货	14853	14427	16239	18116	财务费用	-87	-99	-98	-12
其他流动资产	15098	15032	15253	15359	资产减值损失	-6	0	0	0
<b>非流动资产</b>	16628	16628	16628	16628	公允价值变动收益	-1268	0	0	0
长期投资	30	30	30	30	投资净收益	1207	1389	1644	1914
固定资产	6883	6883	6883	6883	<b>营业利润</b>	9895	10571	12926	15556
无形资产	1714	1714	1714	1714	营业外收入	25	25	25	25
其他非流动资产	8002	8002	8002	8002	营业外支出	41	41	41	41
<b>资产总计</b>	53866	63712	75686	89112	<b>利润总额</b>	9879	10555	12910	15539
<b>流动负债</b>	14657	16506	18699	20353	所得税	2394	2558	3129	3766
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	7485	7997	9781	11773
应付账款	1152	1246	1380	1500	少数股东损益	2	3	3	4
其他流动负债	13505	15260	17319	18853	<b>归属母公司净利润</b>	7482	7994	9778	11770
<b>非流动负债</b>	739	739	739	739	EBITDA	8023	8970	11049	13473
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.98	5.30	6.49	7.81
其他非流动负债	739	739	739	739					
<b>负债合计</b>	15397	17245	19439	21092					
少数股东权益	-15	-12	-9	-6	<b>主要财务比率</b>				
股本	1507	1507	1507	1507	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	742	742	742	742	<b>成长能力</b>				
留存收益	36236	44230	54008	65777	营业收入	-8.8%	15.1%	18.4%	16.4%
归属母公司股东权益	38485	46479	56256	68026	营业利润	1.4%	6.8%	22.3%	20.3%
<b>负债和股东权益</b>	53866	63712	75686	89112	归属于母公司净利润	1.3%	6.8%	22.3%	20.4%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	72.3%	74.2%	75.9%	77.4%
					净利率 (%)	35.5%	32.9%	34.0%	35.2%
					ROE (%)	19.4%	17.2%	17.4%	17.3%
					ROIC (%)	14.3%	14.6%	14.9%	15.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	28.6%	27.1%	25.7%	23.7%
					净负债比率 (%)	40.0%	37.1%	34.6%	31.0%
					流动比率	2.54	2.85	3.16	3.56
					速动比率	1.53	1.97	2.28	2.67
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.39	0.38	0.38	0.38
					应收账款周转率	4994.06	2678.85	2364.32	3010.57
					应付账款周转率	5.08	5.03	5.03	5.05
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	4.98	5.30	6.49	7.81
					每股经营现金流薄)	2.64	5.90	5.49	6.35
					每股净资产	25.54	30.84	37.33	45.14
					<b>估值比率</b>				
					P/E	47.53	36.92	30.19	25.08
					P/B	9.24	6.35	5.25	4.34
					EV/EBITDA	43.42	30.95	24.23	19.02

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**文献，华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

**联系人：**姚启璠，华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。