

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

洋河股份(002304)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 首席研究员  
执业编号: S1500520110001  
邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

洋河股份(002304): 深度调整, 势能释放 2020.12.30

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 管理层利益共同, 加快势能释放

2021年07月16日

**事件:** 董事会通过公司第一期核心骨干持股计划(草案), 拟对不超过 5100 名核心骨干实施规模不超过 966 万股股权激励, 占公司总股本的 0.64%, 均价 103.73 元/股。

- **上市后首次股权激励, 调动现任管理层积极性。** 早在 2002 年和 2006 年, 公司实施过两次股权激励, 促成了之后的飞速发展。而自 2009 年上市以来, 再未做过股权激励, 导致现任主要管理层激励不足。本次股权激励计划于 2019 年 10 日首次提出, 历时近 2 年终将落地, 董事长张联东、总裁钟雨、执行总裁刘化霜拟持股上限约为 9.66 万股, 副总裁等 9 名高管拟持股上限约为 4.83 万股, 共计激励核心骨干不超过 5100 人。此次股权激励均价 103.73 元/股, 约为 2021 年 7 月 15 日收盘价(195.85 元/股)的 53%, 激励力度较大。我们认为, 此次股权激励的实施将在公司经营调整的关键后期, 极大的调动现任管理层的积极性, 进一步促进企业经营改善的势能释放。
- **员工薪酬改善, 加快体制机制激活。** 2021 年以来, 公司已建立健全了系统化的薪酬体系, 包括员工工资的常态化调整机制、宽带薪酬体系、员工福利体系、中长期激励机制等, 进一步将员工薪酬与企业效益挂钩, 激发员工干事的热情。据渠道反馈, 2021 年 5 月, 公司全员每月上涨 800 元薪酬。同时, 公司还建立了多元化的人才培养渠道和职业晋升通道, “人才兴企”作为公司十四五战略规划之一, 将持续强化人才培养, 优化人才发展环境。可见, 在梦系列换代步入正轨的第一年, 公司高度重视人员问题, 切实改善销售人员待遇, 激发员工热情, 为十四五的高质量发展提供坚强保障。
- **锁定期考核与“十四五”规划相匹配, 产品换代有序推进。** 根据第一期核心骨干持股计划(草案)披露, 此次激励锁定期为 2 年, 业绩考核要求 2021 年营业收入较 2020 年增长不低于 15%且 2022 年营业收入较 2021 年增长不低于 15%, 若业绩考核指标未达成, 激励股票将被收回。根据此前披露, 公司 2021 年营收将确保 10%以上增长, 十四五期间也将保持持续健康稳定的增长势头。此次激励考核进一步提高增速目标, 体现出公司对保持行业头部领先的信心。据渠道反馈, 2021 年上半年, 梦 6+已进入正常的成长期, 将支撑公司的主要业绩增长, 梦 3 水晶版预计于下半年顺利换代, 海、天系列的换代升级正在有序规划中。此外, 今年公司在战略上主抓“洋河+双沟”双名酒战略, 成立独立的双沟营销中心, 增长势头良好。
- **盈利预测与投资评级:** 我们看好公司在渠道上的持续改善, 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 5.49、6.57、7.76 元/股, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 行业竞争加剧; 产品换代不及预期

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	23,126	21,101	24,329	27,994	32,022
增长率 YoY %	-4.3%	-8.8%	15.3%	15.1%	14.4%
归属母公司净利润 (百万元)	7,383	7,482	8,279	9,900	11,695
增长率 YoY%	-9.0%	1.3%	10.7%	19.6%	18.1%
毛利率%	71.3%	72.3%	73.4%	74.4%	75.2%
净资产收益率ROE%	20.2%	19.4%	19.8%	21.3%	22.5%
EPS(摊薄)(元)	4.90	4.97	5.49	6.57	7.76
市盈率 P/E(倍)	22.56	47.53	35.65	29.81	25.24
市净率 P/B(倍)	4.56	9.24	7.07	6.35	5.68

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 07 月 15 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	37,806	37,238	42,653	50,017	58,375	
货币资金	4,300	7,243	12,318	18,597	25,538	
应收票据	659	613	667	767	877	
应收账款	16	4	7	8	9	
预付账款	200	9	19	22	24	
存货	14,433	14,853	15,125	16,101	17,398	
其他	18,197	14,515	14,518	14,523	14,529	
<b>非流动资产</b>	15,649	16,628	16,183	15,735	15,285	
长期股权投资	25	30	32	34	36	
固定资产	7,257	6,883	6,373	5,863	5,353	
无形资产	1,747	1,714	1,677	1,637	1,595	
其他	6,620	8,002	8,102	8,202	8,302	
<b>资产总计</b>	53,455	53,866	58,836	65,752	73,660	
<b>流动负债</b>	16,537	14,657	16,344	18,535	20,951	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	1,331	1,152	1,243	1,374	1,522	
其他	15,206	13,505	15,101	17,160	19,429	
<b>非流动负债</b>	427	739	739	739	739	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	427	739	739	739	739	
<b>负债合计</b>	16,963	15,397	17,083	19,274	21,690	
少数股东权益	-17	-15	-11	-6	0	
归属母公司	36,509	38,485	41,764	46,484	51,970	
<b>负债和股东权益</b>	53,455	53,866	58,836	65,752	73,660	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	23,126	21,101	24,329	27,994	32,022	
同比	-4.3%	-8.8%	15.3%	15.1%	14.4%	
归属母公司净利润	7,383	7,482	8,279	9,900	11,695	
同比	-9.0%	1.3%	10.7%	19.6%	18.1%	
毛利率(%)	71.3%	72.3%	73.4%	74.4%	75.2%	
ROE%	20.2%	19.4%	19.8%	21.3%	22.5%	
EPS(摊薄)(元)	4.90	4.97	5.49	6.57	7.76	
P/E	22.56	47.53	35.65	29.81	25.24	
P/B	4.56	9.24	7.07	6.35	5.68	
EV/EBITDA	17.32	43.42	27.34	22.43	18.66	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	23,126	21,101	24,329	27,994	32,022	
营业成本	6,626	5,852	6,479	7,167	7,938	
营业税金及	3,201	3,416	3,771	4,339	4,963	
销售费用	2,692	2,604	2,433	2,715	3,042	
管理费用	1,856	1,729	1,825	1,988	2,177	
研发费用	160	260	243	224	224	
财务费用	-78	-87	-98	-155	-221	
减值损失合	-2	-6	0	0	0	
投资净收益	851	1,207	1,216	1,400	1,601	
其他	245	1,367	97	112	128	
<b>营业利润</b>	9,762	9,895	10,989	13,227	15,627	
营业外收支	9	-16	-18	-20	-25	
<b>利润总额</b>	9,771	9,879	10,971	13,207	15,602	
所得税	2,385	2,394	2,688	3,302	3,900	
<b>净利润</b>	7,386	7,485	8,283	9,905	11,701	
少数股东损	3	2	4	5	6	
<b>归属母公司</b>	7,383	7,482	8,279	9,900	11,695	
EBITDA	9,367	8,023	10,345	12,331	14,449	
EPS(当	4.90	4.97	5.49	6.57	7.76	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	6,798	3,979	9,198	10,401	11,897	
净利润	7,386	7,485	8,283	9,905	11,701	
折旧摊销	776	783	767	770	772	
财务费用	-3	4	0	0	0	
投资损失	-851	-1,207	-1,216	-1,400	-1,601	
营运资金变	-271	-2,045	1,346	1,106	1,000	
其它	-240	-1,041	18	20	25	
<b>投资活动现金流</b>	-1,293	4,473	876	1,058	1,254	
资本支出	-293	-353	-338	-340	-345	
长期投资	-1,828	3,623	-2	-2	-2	
其他	828	1,203	1,216	1,400	1,601	
<b>筹资活动现金流</b>	-4,823	-5,505	-5,000	-5,180	-6,210	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或	-4,822	-4,503	-5,000	-5,180	-6,210	
<b>现金流净增加额</b>	685	2,943	5,074	6,279	6,941	

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副 总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副 总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南区销售总 监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。