

2021年07月15日

# 员工持股计划激励，目标收入超过市场预期

## 洋河股份(002304)

|        |     |             |              |
|--------|-----|-------------|--------------|
| 评级:    | 买入  | 股票代码:       | 002304       |
| 上次评级:  | 买入  | 52周最高价/最低价: | 268.6/123.09 |
| 目标价格:  |     | 总市值(亿)      | 2,923.56     |
| 最新收盘价: | 194 | 自由流通市值(亿)   | 2,420.19     |
|        |     | 自由流通股数(百万)  | 1,247.52     |

### 事件概述

公司发布第一期核心骨干持股计划(草案),本次持股计划持股规模不超过9,661,310股,占公司总股本的0.64%,持股计划的股份来源于公司回购股份,成交金额为1,002,128,680.79元(含交易费用,回购均价103.73元/股),股份回购已于2020年10月完成。本次持股计划拟授予包括15位高层管理人员及不超过5085位公司其他核心骨干,持股计划业绩考核要求为2021/2022年连续两年营业收入同比增速不低于15%(若未达成收回股份并出售)。

### 分析判断:

#### ▶ 持股计划员工参与度高,全面调动公司员工积极性。

董事长张联东、总裁钟雨和执行总裁刘化霜拟持有份额上限为1千万份/人(每份1元),15位管理层总计拟持有份额占持股计划比例不超过8.28%。刘化霜持有份额与董事长持平,公司管理层稳定,保障未来公司大单品蓝色经典系列整体升级计划的稳定推进。管理层及其他核心骨干预计5100人参与本次持股计划,参与人数接近公司总人数的1/3,员工参与度非常高,有望全面调动公司整体员工的积极性。

#### ▶ 预计21Q2动销情况较好,业绩考核要求彰显公司发展信心。

我们判断公司渠道改革效果明显,M6+动销情况超过市场预期,库存处于低位;水晶梦需求逐渐增强,逐渐对老版M3形成替代;海天系列目前稳健发展;双沟成立销售公司独立运营,增加品牌曝光度,打造双名酒企业。公司整体基本面呈现良好恢复态势,本次持股计划业绩考核目标要求2021/2022年连续两年营业收入增速不低于15%,超过年报中的全年营收增长10%的业绩指引,也进一步彰显了公司发展的信心。

### 投资建议

持股计划将明显提升公司中长期业绩预期,授予人数大,将全面提升员工的积极性,因此业绩确定性较强。M6+目前市场动销情况良好,市场对于未来蓝色经典系列产品的更新换代信心增强,将保障公司长期发展。维持原预测2021-2023年归母净利润84/93/104亿元,同比+12%/+11%/+11%;EPS分别为5.55/6.18/6.87元,当前股价对应估值分别为35/32/28倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

经济下行导致需求减弱;激励计划未通过股东大会审议;食品安全问题。

### 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 23,126 | 21,101 | 23,754 | 26,730 | 29,994 |
| YoY (%)    | -4.3%  | -8.8%  | 12.6%  | 12.5%  | 12.2%  |
| 归母净利润(百万元) | 7,383  | 7,482  | 8,365  | 9,306  | 10,359 |

|          |       |       |       |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| YoY (%)  | -9.0% | 1.3%  | 11.8% | 11.3% | 11.3% |
| 毛利率 (%)  | 71.3% | 72.3% | 73.6% | 74.2% | 74.7% |
| 每股收益 (元) | 4.90  | 4.97  | 5.55  | 6.18  | 6.87  |
| ROE      | 20.2% | 19.4% | 20.5% | 21.4% | 22.2% |
| 市盈率      | 39.98 | 39.45 | 35.28 | 31.71 | 28.49 |

资料来源: wind, 华西证券研究所

**分析师: 寇星**

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元)          |              |              |              |        | 现金流量表 (百万元)     |              |              |              |        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------|
|                    | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E  |                 | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E  |
| 营业总收入              | 21,101       | 23,754       | 26,730       | 29,994 | 净利润             | 7,485        | 8,368        | 9,310        | 10,363 |
| YoY (%)            | -8.8%        | 12.6%        | 12.5%        | 12.2%  | 折旧和摊销           | 783          | 762          | 763          | 763    |
| 营业成本               | 5,852        | 6,273        | 6,901        | 7,594  | 营运资金变动          | -2,045       | -1,160       | -1,369       | -1,595 |
| 营业税金及附加            | 3,416        | 2,850        | 3,421        | 4,049  | 经营活动现金流         | 3,979        | 7,129        | 7,745        | 8,458  |
| 销售费用               | 2,604        | 2,732        | 3,341        | 3,899  | 资本开支            | -353         | -319         | -313         | -300   |
| 管理费用               | 1,729        | 1,782        | 1,925        | 2,130  | 投资              | 3,623        | 3,000        | 3,000        | 3,000  |
| 财务费用               | -87          | -105         | -209         | -307   | 投资活动现金流         | 4,473        | 3,512        | 3,623        | 3,749  |
| 资产减值损失             | -6           | 0            | 0            | 0      | 股权募资            | 0            | 0            | 0            | 0      |
| 投资收益               | 1,207        | 831          | 936          | 1,050  | 债务募资            | 0            | 0            | 0            | 0      |
| 营业利润               | 9,895        | 11,054       | 12,286       | 13,679 | 筹资活动现金流         | -5,505       | -6,028       | -6,631       | -7,234 |
| 营业外收支              | -16          | -14          | -4           | -8     | 现金净流量           | 2,943        | 4,613        | 4,737        | 4,974  |
| 利润总额               | 9,879        | 11,040       | 12,283       | 13,671 | <b>主要财务指标</b>   |              |              |              |        |
| 所得税                | 2,394        | 2,672        | 2,972        | 3,308  | <b>2020A</b>    | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |        |
| 净利润                | 7,485        | 8,368        | 9,310        | 10,363 | <b>成长能力</b>     |              |              |              |        |
| 归属于母公司净利润          | 7,482        | 8,365        | 9,306        | 10,359 | 营业收入增长率         | -8.8%        | 12.6%        | 12.5%        | 12.2%  |
| YoY (%)            | 1.3%         | 11.8%        | 11.3%        | 11.3%  | 净利润增长率          | 1.3%         | 11.8%        | 11.3%        | 11.3%  |
| 每股收益               | 4.97         | 5.55         | 6.18         | 6.87   | <b>盈利能力</b>     |              |              |              |        |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |              |              |              |        | 毛利率             | 72.3%        | 73.6%        | 74.2%        | 74.7%  |
| <b>2020A</b>       | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | 净利率率   | 35.5%           | 35.2%        | 34.8%        | 34.5%        |        |
| 货币资金               | 7,243        | 11,856       | 16,593       | 21,567 | 总资产收益率 ROA      | 13.9%        | 15.1%        | 16.0%        | 17.0%  |
| 预付款项               | 9            | 6            | 6            | 5      | 净资产收益率 ROE      | 19.4%        | 20.5%        | 21.4%        | 22.2%  |
| 存货                 | 14,853       | 15,468       | 17,016       | 18,310 | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |        |
| 其他流动资产             | 15,133       | 12,054       | 8,931        | 5,860  | 流动比率            | 2.54         | 2.81         | 3.02         | 3.34   |
| 流动资产合计             | 37,238       | 39,385       | 42,546       | 45,741 | 速动比率            | 1.53         | 1.70         | 1.81         | 2.00   |
| 长期股权投资             | 30           | 30           | 30           | 30     | 现金比率            | 0.49         | 0.85         | 1.18         | 1.57   |
| 固定资产               | 6,883        | 6,442        | 6,023        | 5,596  | 资产负债率           | 28.6%        | 26.6%        | 25.4%        | 23.7%  |
| 无形资产               | 1,714        | 1,680        | 1,646        | 1,612  | <b>经营效率</b>     |              |              |              |        |
| 非流动资产合计            | 16,628       | 16,195       | 15,768       | 15,328 | 总资产周转率          | 0.39         | 0.43         | 0.46         | 0.49   |
| 资产合计               | 53,866       | 55,579       | 58,314       | 61,069 | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |        |
| 短期借款               | 0            | 0            | 0            | 0      | 每股收益            | 4.97         | 5.55         | 6.18         | 6.87   |
| 应付账款及票据            | 1,152        | 945          | 756          | 624    | 每股净资产           | 25.54        | 27.09        | 28.86        | 30.94  |
| 其他流动负债             | 13,505       | 13,085       | 13,329       | 13,087 | 每股经营现金流         | 2.64         | 4.73         | 5.14         | 5.61   |
| 流动负债合计             | 14,657       | 14,030       | 14,085       | 13,711 | 每股股利            | 0.00         | 4.00         | 4.40         | 4.80   |
| 长期借款               | 0            | 0            | 0            | 0      | <b>估值分析</b>     |              |              |              |        |
| 其他长期负债             | 739          | 739          | 739          | 739    | PE              | 39.45        | 35.28        | 31.71        | 28.49  |
| 非流动负债合计            | 739          | 739          | 739          | 739    | PB              | 9.24         | 7.23         | 6.79         | 6.33   |
| 负债合计               | 15,397       | 14,769       | 14,825       | 14,451 |                 |              |              |              |        |
| 股本                 | 1,507        | 1,507        | 1,507        | 1,507  |                 |              |              |              |        |
| 少数股东权益             | -15          | -12          | -8           | -4     |                 |              |              |              |        |
| 股东权益合计             | 38,470       | 40,810       | 43,489       | 46,619 |                 |              |              |              |        |
| 负债和股东权益合计          | 53,866       | 55,579       | 58,314       | 61,069 |                 |              |              |              |        |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星：**华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**卢周伟：**华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

**刘来珍：**华西证券食品饮料行业分析师，3年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验，上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

| 公司评级标准                         | 投资评级 | 说明                             |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%    |
|                                | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间   |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间    |
|                                | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%    |
| 行业评级标准                         |      |                                |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%  |

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。