

# 洋河股份 (002304.SZ)

## 股权激励提升团队积极性, 有望实现困境反转

### 核心观点:

- **股权激励计划涉及面广, 连续两年营收增长 15% 的考核目标务实合理。** 公司发布第一期核心骨干持股计划(草案), 拟向激励对象(公司董事、监事、中高层等管理人员, 总人数不超过 5100 位)授予的股票数量为 966.13 万股, 约占公司总股本的 0.64%。持股计划认购资金总额不超过 10.02 亿元, 张联东、钟雨、刘化霜三位高层持股份额上限最高, 为 1000 万元。锁定期为 24 个月, 业绩考核目标为 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%, 我们认为该目标对处在调整期的洋河来说相对务实但也有一定的挑战性。
- **股权激励计划将显著提升团队士气, 新任董事长有望带领公司实现彻底的困境反转。** 我们认为公司的困境反转将经历两个阶段, 第一阶段始于 2019 年 5 月, 由新任销售总监刘化霜以推出 M6+ 新品为契机, 纠正过去深度分销的渠道策略, 构建“一商为主、多商配称”的新型厂商关系, 提升经销商的主观能动性, 从 M6+ 上市一年多来的结果来看, 基本已经宣告成功。第二阶段我们认为需要解决销售团队积极性的问题。本次股权激励涉及 5000 余人, 占洋河总员工数量的 30% 以上, 购买价格为 103.73 元/股, 明显低于当前现价。无论从涉及面上还是激励额度上来看, 我们认为此次激励计划将明显提升团队士气, 公司有望实现彻底的困境反转。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 21-23 年公司收入分别为 243.79/280.84/320.39 亿元, 同比增长 15.53%/15.20%/14.08%, 归母净利润分别为 85.42/99.97/115.90 亿元, 同比增长 14.16%/17.03%/15.94%, EPS 分别为 5.67/6.63/7.69 元/股, 按最新收盘价对应 PE 为 36/31/27 倍。综合考虑可比公司估值与公司业绩增速, 给予 21 年 40 倍估值, 合理价值 227 元/每股, 维持买入评级。
- **风险提示。** 产品升级不及预期, 渠道扩张不及预期, 食品安全风险。

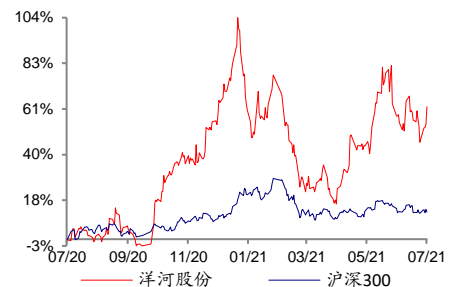
### 盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,126	21,101	24,379	28,084	32,039
增长率(%)	-4.3%	-8.8%	15.5%	15.2%	14.1%
EBITDA(百万元)	9,367	8,023	10,588	12,607	14,712
归母净利润(百万元)	7,383	7,482	8,542	9,997	11,590
增长率(%)	-9.0%	1.3%	14.2%	17.0%	15.9%
EPS(元/股)	4.90	4.97	5.67	6.63	7.69
市盈率(P/E)	22.56	47.53	36.42	31.12	26.84
ROE(%)	20.2%	19.4%	20.6%	21.5%	22.0%
EV/EBITDA	17.32	43.42	28.23	23.30	19.53

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	206.41 元
合理价值	227 元
前次评级	买入
报告日期	2021-07-17

### 相对市场表现



### 分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

### 分析师:

袁少州



SAC 执证号: S0260520070004



021-38003629



yuanshaozhou@gf.com.cn

请注意, 袁少州并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

洋河股份(002304.SZ):21Q1 2021-04-30

收入双位数增长, 结构升级推动扣非业绩快速增长

洋河股份(002304.SZ):20Q4 2021-02-28

收入业绩环比加速, 经营趋势持续改善

洋河股份(002304.SZ)深度 2020-12-22

系列二:新任管理层“二次创业”, M6+引领次高端升级

公司发布第一期核心骨干持股计划(草案)，我们点评如下：

## 一、股权激励计划涉及面广，连续两年营收增长 15% 的考核目标务实合理

公司发布第一期核心骨干持股计划（草案），拟向激励对象（公司董事、监事、中高层等管理人员，总人数不超过5100位）授予的股票数量为966.13万股，约占公司总股本的0.64%。本持股计划股票来源为公司回购洋河股份A股股票，截至2020年10月29日，公司以集中竞价交易方式累计回购公司股份966.13万股，占公司总股本的0.64%，回购均价为103.73元/股，成交金额为10.02亿元。锁定期为24个月，业绩考核目标为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%，我们认为该目标对处在调整期的洋河来说相对务实但也有一定的挑战性。

持股计划设立时资金总额不超过1,002,167,686.30元，以“份”作为认购单位，每份份额为1.00元，持股计划的份数上限为1,002,167,686.30份。持股计划持有人具体持有份额以其最后确认缴纳的金额为准。其中张联东、钟雨、刘化霜三位高层份额上限最高，为1000万份。

表 1：公司持股计划的持有人名单及份额分配情况

持有人	职务	拟持有份额上限（份）	拟持有份额占持股计划比例
张联东	董事长	10,000,000	1.00%
钟雨	副董事长、总裁	10,000,000	1.00%
刘化霜	董事、执行总裁	10,000,000	1.00%
周新虎	董事、副总裁、总工程师	5,000,000	0.50%
陈太清	监事会主席	5,000,000	0.50%
陈福亚	监事	5,000,000	0.50%
陈太松	监事	5,000,000	0.50%
林青	副总裁	5,000,000	0.50%
郑步军	副总裁	5,000,000	0.50%
傅宏兵	副总裁	5,000,000	0.50%
尹秋明	副总裁、财务负责人	5,000,000	0.50%
李玉领	副总裁	5,000,000	0.50%
张学谦	总裁助理	3,000,000	0.30%
宋志敏	总裁助理	3,000,000	0.30%
陆红珍	董事会秘书	2,000,000	0.20%
其他核心骨干（不超过 5,085 人）		919,167,686.30	91.72%
合计		1,002,167,686.30	100.00%

数据来源：公司公告《第一期核心骨干持股计划（草案）》，广发证券发展研究中心

## 二、股权激励计划将显著提升团队士气，新任董事长有望带领公司实现彻底的困境反转

我们认为公司的困境反转将经历两个阶段，第一阶段始于2019年5月，由新任销售总监刘化霜以推出M6+新品为契机，纠正过去深度分销的渠道策略，构建“一商为主、多商配称”的新型厂商关系，提升经销商的主观能动性，从M6+上市一年多来的结果来看，基本已经宣告成功。第二阶段我们认为需要解决销售团队积极性的问题。本次股权激励涉及5000余人，占洋河总员工数量的30%以上，购买价格为103.73元/股，明显低于当前现价。无论从涉及面上还是激励额度上来看，我们认为此次激励计划将明显提升团队士气和积极性，公司有望实现彻底的困境反转。

## 三、盈利预测

我们预计21-23年公司收入分别为243.79/280.84/320.39亿元，同比增长15.53%/15.20%/14.08%，归母净利润分别为85.42/99.97/115.90亿元，同比增长14.16%/17.03%/15.94%，EPS分别为5.67/6.63/7.69元/股，按最新收盘价对应PE为36/31/27倍。给予21年40倍估值，合理价值227元/每股，维持买入评级。

## 四、风险提示

- 1.产品升级不及预期。若产品结构升级不畅，则影响收入、业绩增长。
- 2.全国扩张不及预期。若全国扩张推进受阻，将影响收入、业绩增长。
- 3.食品安全。如出现食品安全问题，则对公司销量有较大影响。

**资产负债表** 单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>37,806</b>	<b>37,238</b>	<b>41,349</b>	<b>48,214</b>	<b>55,936</b>
货币资金	4,300	7,243	12,168	17,322	23,680
应收及预付	875	627	756	870	992
存货	14,433	14,853	13,701	15,292	16,527
其他流动资产	18,197	14,515	14,724	14,730	14,736
<b>非流动资产</b>	<b>15,649</b>	<b>16,628</b>	<b>15,543</b>	<b>15,476</b>	<b>15,361</b>
长期股权投资	25	30	30	30	30
固定资产	7,257	6,883	6,155	6,082	5,963
在建工程	263	223	493	493	493
无形资产	1,747	1,714	1,721	1,727	1,731
其他长期资产	6,357	7,779	7,144	7,144	7,144
<b>资产总计</b>	<b>53,455</b>	<b>53,866</b>	<b>56,892</b>	<b>63,690</b>	<b>71,297</b>
<b>流动负债</b>	<b>16,537</b>	<b>14,657</b>	<b>14,671</b>	<b>16,469</b>	<b>17,983</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	8,084	1,152	1,161	1,296	1,401
其他流动负债	8,453	13,505	13,509	15,173	16,582
<b>非流动负债</b>	<b>427</b>	<b>739</b>	<b>712</b>	<b>712</b>	<b>712</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	427	739	712	712	712
<b>负债合计</b>	<b>16,963</b>	<b>15,397</b>	<b>15,383</b>	<b>17,181</b>	<b>18,694</b>
股本	1,507				
资本公积	742	742	742	742	742
留存收益	34,264	37,243	40,275	45,272	51,361
归属母公司股东权益	36,509	38,485	41,521	46,518	52,608
少数股东权益	-17	-15	-12	-9	-5
<b>负债和股东权益</b>	<b>53,455</b>	<b>53,866</b>	<b>56,892</b>	<b>63,690</b>	<b>71,297</b>

**利润表** 单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>23,126</b>	<b>21,101</b>	<b>24,379</b>	<b>28,084</b>	<b>32,039</b>
营业成本	6,626	5,852	5,475	6,111	6,605
营业税金及附加	3,201	3,416	3,852	4,381	4,966
销售费用	2,692	2,604	2,999	3,314	3,781
管理费用	1,856	1,729	1,950	2,219	2,531
研发费用	160	260	298	283	323
财务费用	-78	-87	-97	-147	-205
资产减值损失	2	6	0	0	0
公允价值变动收益	159	1,268	200	0	0
投资净收益	851	1,207	1,200	1,300	1,300
<b>营业利润</b>	<b>9,762</b>	<b>9,895</b>	<b>11,402</b>	<b>13,333</b>	<b>15,458</b>
营业外收支	9	-16	-9	0	0
<b>利润总额</b>	<b>9,771</b>	<b>9,879</b>	<b>11,393</b>	<b>13,333</b>	<b>15,458</b>
所得税	2,385	2,394	2,848	3,333	3,865
<b>净利润</b>	<b>7,386</b>	<b>7,485</b>	<b>8,544</b>	<b>10,000</b>	<b>11,594</b>
少数股东损益	3	2	3	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	<b>7,383</b>	<b>7,482</b>	<b>8,542</b>	<b>9,997</b>	<b>11,590</b>
EBITDA	9,367	8,023	10,588	12,607	14,712
EPS (元)	4.90	4.97	5.67	6.63	7.69

**现金流量表** 单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,798</b>	<b>3,979</b>	<b>8,600</b>	<b>9,618</b>	<b>11,322</b>
净利润	7,386	7,485	8,544	10,000	11,594
折旧摊销	776	783	784	831	878
营运资金变动	-271	-2,045	1,028	87	150
其它	-1,093	-2,244	-1,756	-1,300	-1,300
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,293</b>	<b>4,473</b>	<b>1,832</b>	<b>536</b>	<b>536</b>
资本支出	-293	-353	-342	-764	-764
投资变动	-1,828	3,623	-200	0	0
其他	828	1,203	2,375	1,300	1,300
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-4,823</b>	<b>-5,505</b>	<b>-5,507</b>	<b>-5,000</b>	<b>-5,500</b>
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-4,823	-5,505	-5,507	-5,000	-5,500
<b>现金净增加额</b>	<b>682</b>	<b>2,947</b>	<b>4,925</b>	<b>5,154</b>	<b>6,358</b>
期初现金余额	3,615	4,300	7,243	12,168	17,322
期末现金余额	4,300	7,243	12,168	17,322	23,680

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-4.3%	-8.8%	15.5%	15.2%	14.1%
营业利润增长	-9.7%	1.4%	15.2%	16.9%	15.9%
归母净利润增长	-9.0%	1.3%	14.2%	17.0%	15.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	71.3%	72.3%	77.5%	78.2%	79.4%
净利率	31.9%	35.5%	35.0%	35.6%	36.2%
ROE	20.2%	19.4%	20.6%	21.5%	22.0%
ROIC	45.7%	32.4%	49.6%	60.1%	71.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	31.7%	28.6%	27.0%	27.0%	26.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.29	2.54	2.82	2.93	3.11
速动比率	1.40	1.53	1.88	2.00	2.19
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.45	0.39	0.44	0.47	0.47
应收账款周转率	50.09	32.64	32.64	32.64	32.64
存货周转率	0.47	0.40	0.40	0.40	0.40
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	4.90	4.97	5.67	6.63	7.69
每股经营现金流	4.51	2.64	5.71	6.38	7.51
每股净资产	24.23	25.54	27.55	30.87	34.91
<b>估值比率</b>					
P/E	22.56	47.53	36.42	31.12	26.84
P/B	4.56	9.24	7.49	6.69	5.91
EV/EBITDA	17.32	43.42	28.23	23.30	19.53

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 张子健：管理学硕士，2021年加入广发证券研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。