

2021年07月21日

证券分析师 何长天

执业证号: S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

## 天之蓝升级在即，全年增速可期 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,101	24,266	28,634	33,788
同比(%)	-8.8%	15.0%	18.0%	18.0%
归母净利润(百万元)	7,482	8,632	10,775	13,339
同比(%)	1.3%	15.4%	24.8%	23.8%
每股收益(元/股)	4.97	5.73	7.15	8.85
P/E(倍)	41.47	35.95	28.80	23.26

事件: 新版天之蓝即将面世, 公司预计于8月完成第一轮全国性渠道铺货。

### 投资要点

- **天之蓝升级在即，渠道利润有望上升。**根据渠道调研情况，新版天之蓝即将面世，公司预计于8月完成第一轮全国性渠道铺货。省外市场新版天之蓝预计容量将由480ml提升至500ml，目标批价320元，各环节预计较升级前提价50元。此外，由于新版天之蓝在渠道端推行数字化管理，渠道利润将主要来自价差及扫码收益，我们预计新品推出后公司整体渠道利润有望进一步上升。
- **渠道改革成效显著，低库存助力新品顺利迭代。**渠道利润薄、库存高企曾是限制公司发展的主要瓶颈。自2019年以来，公司通过建立“一商为主，多商配称”的新模式重塑渠道体系，充分调动经销商积极性；改销量刚性考核为柔性、跨期考核，拓宽了渠道的运营及成长空间；同时严格控制发货节奏，较大程度上降低了渠道库存水平，成效显著。调研显示，目前公司在各地市场的库存水平处于历史低位，这将助力新版天之蓝顺利完成迭代。
- **产品放量蓄势待发，考核驱动增速可期。**渠道调研反映，公司目前回款进展整体较快，经销商反馈普遍较为积极。且考虑到各产品库存较低，我们认为公司目前具备一定放量基础。而近日公司推出核心骨干股权激励计划，加大利益绑定力度，激发核心骨干斗志，将今年业绩考核目标较年报披露上调5%，对公司今年产品销量提出了更高要求。因此，随着公司“百日攻坚”专项行动的开展和“二次创业”号角的吹响，我们预计公司将于下半年开始加速放量。梦系列为主继续发力，双沟延续招商势能，海天系列逐步完成迭代升级、放量可期，我们预计公司前期积累动能将逐步释放，下半年有望迎来加速发展，全年增速考核目标完成可期。
- **盈利预测与投资评级：**新版天之蓝即将面世，产品迭代顺利推进，股权激励考核驱动，我们预计今年公司增速目标完成可期。据此，我们维持此前盈利预测。我们预计2021-2023年公司实现收入243/286/338亿元；实现归母净利润86.3/107.8/133.4亿元；当前股价对应21/22/23年PE为36/29/23倍。
- **风险提示：**M6+、M3水晶版推进不如预期，渠道调整不如预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	205.90
一年最低/最高价	124.22/268.60
市净率(倍)	7.33
流通A股市值(百万元)	256864.01

### 基础数据

每股净资产(元)	28.10
资产负债率(%)	24.09
总股本(百万股)	1506.99
流通A股(百万股)	1247.52

### 相关研究

- 1、《洋河股份(002304): 股权激励落地, 驱动转型升级》2021-07-17
- 2、《洋河股份(002304): 2020年年报&2021Q1一季报点评: 调整已见成效, 发展前景可期》2021-05-04
- 3、《洋河股份(002304): 调整如期到位, 梦6+发力可期》2020-10-22

洋河股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>37,238</b>	<b>41,524</b>	<b>47,631</b>	<b>55,359</b>	<b>营业收入</b>	<b>21,101</b>	<b>24,266</b>	<b>28,634</b>	<b>33,788</b>
现金	7,243	9,633	14,017	20,444	减:营业成本	5,852	6,319	6,987	7,501
应收账款	618	373	843	758	营业税金及附加	3,416	3,834	4,037	4,460
存货	14,853	16,742	18,192	19,313	营业费用	2,604	2,888	3,081	3,480
其他流动资产	14,524	14,776	14,579	14,843	管理费用	1,989	2,150	2,509	2,886
<b>非流动资产</b>	<b>16,628</b>	<b>17,108</b>	<b>17,541</b>	<b>18,283</b>	研发费用	260	165	249	313
长期股权投资	30	34	38	42	财务费用	-87	-135	-142	-178
固定资产	6,883	7,415	7,889	8,665	资产减值损失	-6	0	0	0
在建工程	223	215	210	212	加:投资净收益	1,207	900	969	981
无形资产	1,714	1,666	1,626	1,586	其他收益	99	73	80	84
其他非流动资产	7,779	7,778	7,777	7,777	资产处置收益	0	9	13	11
<b>资产总计</b>	<b>53,866</b>	<b>58,631</b>	<b>65,171</b>	<b>73,642</b>	<b>营业利润</b>	<b>9,895</b>	<b>11,392</b>	<b>14,224</b>	<b>17,616</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,657</b>	<b>15,309</b>	<b>15,497</b>	<b>15,198</b>	加:营业外净收支	-16	4	2	-4
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>9,879</b>	<b>11,396</b>	<b>14,227</b>	<b>17,611</b>
应付账款	1,152	1,420	1,483	1,602	减:所得税费用	2,394	2,762	3,448	4,268
其他流动负债	13,505	13,889	14,015	13,596	少数股东损益	2	3	3	4
<b>非流动负债</b>	<b>739</b>	<b>739</b>	<b>739</b>	<b>739</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>7,482</b>	<b>8,632</b>	<b>10,775</b>	<b>13,339</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	9,680	11,164	13,895	17,129
其他非流动负债	739	739	739	739	EBITDA	10,463	11,908	14,754	18,125
<b>负债合计</b>	<b>15,397</b>	<b>16,048</b>	<b>16,237</b>	<b>15,937</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	-15	-12	-9	-5	毛利率(%)	72.3%	74.0%	75.6%	77.8%
归属母公司股东权益	38,485	42,595	48,944	57,709	销售净利率(%)	35.5%	35.6%	37.6%	39.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>53,866</b>	<b>58,631</b>	<b>65,171</b>	<b>73,642</b>	资产负债率(%)	28.6%	27.4%	24.9%	21.6%
					收入增长率(%)	-8.8%	15.0%	18.0%	18.0%
					净利润增长率(%)	1.3%	15.4%	24.8%	23.8%
					P/E	41.47	35.95	28.80	23.26
					P/B	8.06	7.28	6.34	5.38
					EV/EBITDA	27.62	24.07	19.13	15.22

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>