

公司研究

业绩表现亮眼，经营向上趋势持续

——洋河股份（002304.SZ）2021年半年报点评

要点

事件：公司2021年上半年实现营收155.43亿元，同比增加15.75%，归母净利润56.61亿元，同比增加4.82%。扣非归母净利润51.68亿元，同比增加21.13%。Q2营收50.23亿元，同比增加20.74%，归母净利润17.99亿元，同比增加28.61%，扣非归母净利润13.57亿元，同比增加27.50%。

梦6+持续发力，省外市场改善明显：1) **分产品**，21H1中高档酒（蓝色经典、珍宝坊等）收入125.53亿，同比增长16.5%，普通酒（洋河大曲、双沟大曲等）收入2.6亿，同比增长19.2%。梦系列估计增长近20%，其中梦6+呈现快速增长态势，估计增速超过50%，梦9、手工班表现相对平稳，水晶版一季度有所承压，二季度以来环比实现增长。天之蓝、海之蓝估计实现双位数增长，双沟表现亦较为亮眼，估计同比增长达30%。2) **分地区**，21H1省内/省外收入分别为72.25/79.29亿元，同比增长16.27%/17.54%，省外市场经过一年多的转型调整后，表现明显好转，部分市场由于去年同期基数较低，估计同比增速达到30%。上半年省外增加/减少经销商数量分别为1195/1134个，经销商队伍继续优化。

利润率稳步提升，现金回款增长显著：1) 21H1毛利率75.53%，同比稳步上行（+0.51pct），中高档酒/普通酒毛利率81.98%/44.36%，同比+0.13/+7.83pct。单季度看，21Q1/Q2毛利率76.16%/70.82%，同比+2.42/-1.23pct。Q2毛利率略有下滑，估计与产品结构调整、双沟等占比有所提升有关。2) 21H1销售费用率8.62%，同比-0.18pct，其中Q2销售费用率13.47%，同比+0.08pct，维持相对稳定。Q2管理费用率8.77%，同比下降1.42pct。净利率方面，一季度受公允价值变动损益影响，净利率同比下降6.44pct，Q2非经损益影响减弱，净利率同比提升2.2pct。3) 21Q2经营活动净现金流-8.26亿元（去年同期-24.05亿元），销售回款53.5亿元，同比增长166.7%，较去年同期动销明显改善。截至6月底合同负债55.17亿元，相较一季度末减少6.12亿元。

改革升级稳步推进，向上趋势持续：梦6+升级换代基本完成，依然为后续放量的主要支撑，水晶版前期各项措施效果显现，有望逐步进入收获期，新版天之蓝已于7月上市，市场费用投入较高、渠道利润增厚，双沟老字号品牌亦有望在省内发力。截至7月底渠道整体库存水平两个月左右，相比去年同期明显降低，回款进度已达到70%，预计中秋完成全年销售目标。公司经营向上趋势持续，老牌苏酒有望焕发新活力。

盈利预测、估值与评级：维持2021-23年净利润预测84.3/97.5/112.9亿，对应EPS为5.60/6.47/7.49元，当前股价对应P/E为30/26/23倍，维持“买入”。

风险提示：省内外竞争加剧，水晶梦、新版天之蓝表现不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,126	21,101	24,292	28,012	32,273
营业收入增长率	-4.28%	-8.76%	15.12%	15.31%	15.21%
净利润(百万元)	7,383	7,482	8,432	9,748	11,294
净利润增长率	-9.02%	1.35%	12.69%	15.61%	15.86%
EPS(元)	4.90	4.97	5.60	6.47	7.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.22%	19.44%	19.89%	20.70%	21.50%
P/E	35	34	30	26	23
P/B	7.0	6.6	6.0	5.4	4.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-27

买入（维持）

当前价：169.10元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

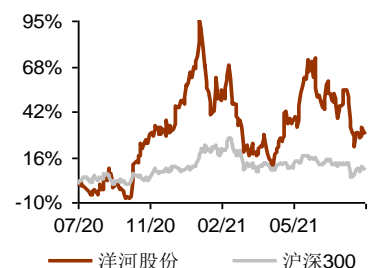
联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	15.07
总市值(亿元)	2548.32
一年最低/最高(元)	124.22/268.60
近3月换手率	41.86%

股价相对走势



资料来源：Wind

相关研报

改革见成效，蓄力再回归——洋河股份

(002304.SZ)投资价值分析报告(2021-07-29)

激励计划落地，彰显改革后信心——洋河股份

(002304.SZ)第一期核心骨干持股计划(草案)

点评(2021-07-16)

调整见效，曙光已现——洋河股份(002304.SZ)

2020年年报及2021年一季报点评

(2021-04-29)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	23,126	21,101	24,292	28,012	32,273
营业成本	6,626	5,852	6,368	7,056	7,800
折旧和摊销	775	783	761	840	927
税金及附加	3,201	3,416	3,401	3,922	4,518
销售费用	2,692	2,604	2,903	3,333	3,808
管理费用	1,856	1,729	1,943	2,213	2,485
研发费用	160	260	121	140	161
财务费用	-78	-87	-72	-74	-72
投资收益	851	1,207	1,250	1,180	1,100
营业利润	9,762	9,895	11,128	12,864	14,904
利润总额	9,771	9,879	11,128	12,864	14,904
所得税	2,385	2,394	2,693	3,113	3,607
净利润	7,386	7,485	8,435	9,751	11,297
少数股东损益	3	2	3	3	3
归属母公司净利润	7,383	7,482	8,432	9,748	11,294
EPS(按最新股本计)	4.90	4.97	5.60	6.47	7.49

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6,798	3,979	9,059	8,797	10,309
净利润	7,383	7,482	8,432	9,748	11,294
折旧摊销	775	783	761	840	927
净营运资金增加	-17,794	1,739	-450	957	1,290
其他	16,434	-6,026	316	-2,748	-3,202
投资活动产生现金流	-1,293	4,473	21,252	135	-320
净资本支出	-293	-353	-820	-1,020	-1,420
长期投资变化	25	30	0	0	0
其他资产变化	-1,025	4,796	22,072	1,155	1,100
融资活动现金流	-4,823	-5,505	-4,349	-4,987	-5,779
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	100	0	0
无息负债变化	1,024	-1,567	-1,931	1,021	890
净现金流	685	2,943	25,962	3,945	4,210

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	71.3%	72.3%	73.8%	74.8%	75.8%
EBITDA 率	40.9%	38.5%	42.9%	43.9%	45.1%
EBIT 率	37.5%	34.8%	39.8%	40.9%	42.2%
税前净利润率	42.2%	46.8%	45.8%	45.9%	46.2%
归母净利润率	31.9%	35.5%	34.7%	34.8%	35.0%
ROA	13.8%	13.9%	15.1%	15.8%	16.6%
ROE (摊薄)	20.2%	19.4%	19.9%	20.7%	21.5%
经营性 ROIC	52.0%	40.6%	56.8%	61.9%	65.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	32%	29%	24%	24%	23%
流动比率	2.29	2.54	3.50	3.64	3.81
速动比率	1.41	1.53	2.54	2.65	2.78
归母权益/有息债务	502025.981058431.90	423.80	470.66	525.07	
有形资产/有息债务	695881.411401283.89	538.93	596.12	659.58	

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	53,455	53,866	55,950	61,660	67,997
货币资金	4,300	7,243	33,205	37,150	41,360
交易性金融资产	17,977	14,302	0	137	228
应收帐款	16	4	9	4	5
应收票据	659	613	243	280	323
其他应收款 (合计)	38	30	49	56	65
存货	14,433	14,853	12,726	14,103	15,589
其他流动资产	183	183	183	183	183
流动资产合计	37,806	37,238	46,493	51,995	57,836
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	25	30	30	30	30
固定资产	7,257	6,883	6,942	7,011	7,084
在建工程	263	223	198	223	377
无形资产	1,747	1,714	1,699	1,685	1,671
商誉	276	276	276	276	276
其他非流动资产	204	210	210	210	210
非流动资产合计	15,649	16,628	9,457	9,666	10,161
总负债	16,963	15,397	13,566	14,587	15,477
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,331	1,152	1,274	1,447	1,599
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	6,754	0	4,130	5,042	5,971
其他流动负债	0	798	798	798	798
流动负债合计	16,537	14,657	13,281	14,302	15,192
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	90	86	86	86	86
非流动负债合计	427	739	285	285	285
股东权益	36,492	38,470	42,384	47,074	52,521
股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507
公积金	1,495	1,495	1,495	1,495	1,495
未分配利润	33,510	36,490	40,401	45,088	50,532
归属母公司权益	36,509	38,485	42,396	47,083	52,527
少数股东权益	-17	-15	-12	-9	-6

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	11.64%	12.34%	11.95%	11.90%	11.80%
管理费用率	8.03%	8.19%	8.00%	7.90%	7.70%
财务费用率	-0.34%	-0.41%	-0.30%	-0.26%	-0.22%
研发费用率	0.69%	1.23%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税率	24%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	3.00	3.00	3.36	3.88	4.50
每股经营现金流	4.51	2.64	6.01	5.84	6.84
每股净资产	24.23	25.54	28.13	31.24	34.86
每股销售收入	15.35	14.00	16.12	18.59	21.42

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	35	34	30	26	23
PB	7.0	6.6	6.0	5.4	4.9
EV/EBITDA	25.0	29.1	21.6	18.0	15.0
股息率	1.8%	1.8%	2.0%	2.3%	2.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE