

2021 年中报点评：“二次创业”，未来可期 买入（维持）

2021 年 08 月 28 日

证券分析师 何长天

执业证号：S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

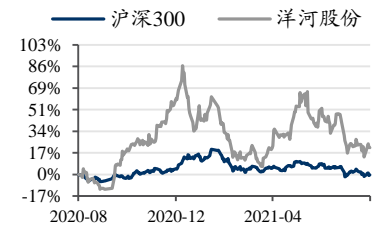
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	21,101	24,266	28,634	33,788
同比（%）	-8.8%	15.0%	18.0%	18.0%
归母净利润（百万元）	7,482	8,632	10,775	13,339
同比（%）	1.3%	15.4%	24.8%	23.8%
每股收益（元/股）	4.97	5.73	7.15	8.85
P/E（倍）	34.06	29.52	23.65	19.10

事件：公司发布 2021 年半年度报告，2021H1 实现营业收入 155.43 亿元，同比+15.8%；其中 2021Q2 营业收入为 50.23 亿元，同比+20.7%。2021H1 归母净利润为 56.61 亿元，同比+4.8%；其中 2021Q2 归母净利润为 17.99 亿元，同比+28.6%。

投资要点

- **扣非净利大幅提升，“二次创业”成果初显。**2021H1 公司实现扣非归母净利 51.68 亿元，同比+21.1%；其中 2021Q2 实现扣非归母净利 13.57 亿元，同比+27.5%，我们判断主要系公司近期对员工薪酬、渠道政策等方面的一系列改革措施明显改善内部员工、经销商积极性，公司锐意改革的内在势能加速释放所致。费用方面，2021Q2 公司销售费用率 13.5%，同比+0.1pct，管理费用率 8.8%，同比-1.4pct，总体而言，“二次创业”背景下公司费用使用效率同比稳步提升，改革成果初显。
- **梦 6+放量引领高增，产品升级有序推进。**分产品看，2021H1 梦 6+延续高增态势，省内顺利放量，价格稳中有升，库存处于历史低位；梦 3 水晶版消费者认可度提升，升级换代顺利，有望于中秋旺季迎来放量；新版天之蓝渠道利润相较之前明显拓宽，2021 年 8 月正式上市以来铺货顺利；海之蓝、梦 9 及手工班等产品积极寻求市场突破点，有望迎来逐步升级；双沟体系已独立运作，有望实现品牌复苏；贵酒经过数年培育借酱酒趋势逐步进入收获期。分市场看，2021H1 公司实现省外收入占比 52.3%，全国化稳步推进。
- **渠道调整释放活力，全年目标完成可期。**近年来，公司推行“一商为主、多商配称”的厂商模式，持续优化经销商体系，经销商和终端库存水平大幅下降，渠道利润逐步改善，市场信心明显强化。人事方面，2021 年以来，公司大力健全现有薪酬体系、切实改善销售人员待遇，同时积极推动股权激励落地、完善内部考核机制，极大程度上激发内生动力，为后续发展蓄能。考虑到公司目前动销情况积极，改革红利有望加速释放，我们认为公司全年增速考核目标完成可期。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持此前盈利预测，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 2021/2022/2023 年 PE 为 30/24/19 倍，维持“买入”评级。
- **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)	169.10
一年最低/最高价	124.22/268.60
市净率(倍)	6.43
流通 A 股市值(百万元)	210955.34

基础数据

每股净资产(元)	26.31
资产负债率(%)	28.85
总股本(百万股)	1506.99
流通 A 股(百万股)	1248.94

相关研究

- 1、《洋河股份 (002304)：天之蓝升级在即，全年增速可期》2021-07-22
- 2、《洋河股份 (002304)：股权激励落地，驱动转型升级》2021-07-17
- 3、《洋河股份 (002304)：2020 年年报&2021Q1 季报点评：调整已见成效，发展前景可期》2021-05-04

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
流动资产	37,238	41,524	47,631	55,359	营业收入	21,101	24,266	28,634	33,788
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
非流动资产	16,628	17,108	17,541	18,283	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
资产总计	53,866	58,631	65,171	73,642	营业利润	9,895	11,392	14,224	17,616
流动负债	14,657	15,309	15,497	15,198	加:营业外净收支	-16	4	2	-4
短期借款	0	0	0	0	利润总额	9,879	11,396	14,227	17,611
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
非流动负债	739	739	739	739	归属母公司净利润	7,482	8,632	10,775	13,339
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
负债合计	15,397	16,048	16,237	15,937	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	-15	-12	-9	-5	每股收益(元)	4.97	5.73	7.15	8.85
归属母公司股东权益	38,485	42,595	48,944	57,709	每股净资产(元)	25.54	28.27	32.48	38.29
负债和股东权益	53,866	58,631	65,171	73,642	发行在外股份(百万股)	1507	1507	1507	1507
					ROIC(%)	18.9%	19.7%	21.4%	22.4%
					ROE(%)	19.5%	20.3%	22.0%	23.1%
					毛利率(%)	72.3%	74.0%	75.6%	77.8%
					销售净利率(%)	35.5%	35.6%	37.6%	39.5%
					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	34.06	29.52	23.65	19.10
					P/B	6.62	5.98	5.21	4.42
					EV/EBITDA	22.32	19.41	15.37	12.16

数据来源: Wind, 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>