

## 业绩加速复苏 经营正循环建立

—洋河股份 (002304.SZ)

食品饮料/饮料制造


**申港证券**  
SHENGANG SECURITIES
**事件:**

公司发布 21 年半年报, 2021H1 实现营收 155.43 亿元、同比增长 15.75%; 归母净利润 56.61 亿元、同比增长 4.82%; 扣非净利润 51.68 亿元、同比增长 21.13%。单 Q2 营收 50.23 亿元, 同比增长 20.74%; 归母净利润 17.99 亿元, 同比增长 28.61%, 扣非归母净利润 13.57, 同比增长 27.50%。符合市场预期。

**投资摘要:**

**Q2 复苏环比加速、盈利能力增强, 费用投入保持平稳。** Q2 营收、扣非净利润同比增速环比提速 7.23、8.49pct 至 20.74%、27.50%, 复苏环比加速; 上半年营收、净利润分别较 19 年增-2.8%、1.4%, 基本与改革前持平。21H1 毛利率同比提高 1.21pct 至 74.43%, 其中 Q2 同比下降 1.23pct, 预计与普通酒的快速增长带动有关。扣非净利率同比提高 1.48pct 至 33.25%, 其中 Q2 同比提高 1.43pct。销售费用率同比降低 0.18pct, 其中 Q2 同比提升 0.07pct, 总体保持平稳。管理费用率同比降低 0.74pct, 其中 Q2 节约 1.42pct。合同负债同比提升 15.7 亿至 55.17 亿元, 在控货和回款减负政策对比下, 渠道回款意愿强烈。经营现金流入与营收基本一致扭转同期背离局面, 显示公司回款政策调整回常态。经营现金净流入 20.93 亿元, 同比大幅改善。

**受海天等产品换代控货带动, 上半年普通酒增速快于中高档酒。** 21H1 中高档酒及普通酒增速分别为 16.48%、19.18%, 普通酒增长快于中高档酒, 预计与公司上半年海天控货及普通大曲酒部分加大开发产品力度有关。公司春节后开始为天之蓝产品改版上市进行了局部市场的停货控货消化库存。梦之蓝 M6+ 及梦三产品省内外全面导入, 预计 M6+ 实现省内近翻倍的快速增长、梦三水晶版在中秋旺季实现对老梦三产品的完全替代, 海天产品止住下滑小幅增长。**省外恢复高于省内, 上半年维持大力度经销商汰换改革。** 21H1 省内外增速为 16.27%、17.54%, 较 19 年省外增速快于省内, 与省外市场梦之蓝等新品导入较晚及市场改革与渗透空间更大有关。经销商数量 9163 个, 省内外分别为 3167、5996 个。上半年省内外汰换经销商 254、1134 个, 分别占期末经销商数量的 8%、18.9%, 省外市场延续去年以来经销商体系的改革进程。

**梦之蓝培育成功海天逐次换代, 洋河双沟双名酒战略清晰。** 海天基本盘改版加快公司增长提速, 公司继梦之蓝改版之后新天之蓝已上市, 价格体系理顺提升渠道利润和消费者价值感, 批价提升有望使天之蓝逐步竞争次高端市场、增加对竞品的竞争力。预计海天之蓝年末后再进行升级, 推动整体结构上移。双名酒品牌战略清晰, 双沟品牌改版绵柔苏酒、珍宝坊产品上量节奏快, 延续去年翻倍增长趋势、推出以商为主的适度产品开发策略, 加快产品上量, 与洋河品牌协同推动名酒复兴。百亿双沟目标下, 独立运作叠加经营机制创新预计全年有望实现 40 亿元销售目标。

**看好公司成功培育蓝海价格带, 次高端王者归来。** 公司 M6+ 利用全国化的网络和品牌影响力广泛地招商, 吸取海天产品饱和和销售的教训, 率先聚焦培育 600 元以上蓝海价位带, 严格执行配额制和数字化控盘、恢复渠道利润。M6+ 在价格带、渠道和消费者接受度方面已得到验证。M3 水晶版抢占 450 元以上价位、与竞品共同做好省内升级市场氛围。在高端价格天花板、消费升级、酱酒烘托等带动下次高端 500-800 元有望成为白酒超预期放量的价格带, 公司渠道力和营销能力领先竞品, 梦系列产品势能拉高后领先优势将逐步释放。

**改革向好、股权激励及新管理层开启公司增长新周期。** 公司股权激励覆盖面广, 对公司中青年干部激励到位, 新管理层上任后内部士气及文化提升明显、比学赶超超氛围浓郁, 公司在业务及职能条线的百日攻坚行动等实施效果显著, 随改版天之蓝等新品铺货旺销、预计去年超额完成激励方案 15% 增长目标。公司改革见底、经营将更为稳健、良性。

**投资建议:** 公司改革后经营正循环建立、形势加速向好。调整全年增长预期, 预计 21-23 年归母净利润至 84.4/104.8/121.5 亿元, 每股收益 5.60/6.96/8.06 亿元, 当前股价对应 PE 为 30.20/24.31/20.97 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 疫情反复影响消费场景、产品培育不及预期、老产品下滑拖累

评级

买入 (维持)

2021 年 08 月 28 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

**交易数据**

时间 2021.08.27

总市值/流通市值 (亿元)	2548/2110
总股本 (万股)	150,698.8
资产负债率 (%)	28.85
每股净资产 (元)	27.7
收盘价 (元)	169.10
一年内最低价/最高价 (元)	122.35/264.56

**公司股价表现走势图**

资料来源: 申港证券研究所

- 1、《洋河股份年报点评报告: 改革见底 加速向好趋势明确》2021-04-29
- 2、《洋河股份 (002304.SZ) 业绩预告点评: 产品培育先于量增 梦之蓝放量可期》2021-02-27
- 3、《洋河股份 (002304.SZ) 季报点评: 结束连续下滑 改革成效显现》2020-10-23

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	23,126.48	21,101.05	24,915.67	29,181.37	33,458.53
增长率 (%)	-4.28%	-8.76%	18.08%	17.12%	14.66%
归母净利润 (百万元)	7,382.82	7,482.23	8,438.48	10,483.67	12,153.36
增长率 (%)	-9.02%	1.35%	12.78%	24.24%	15.93%
净资产收益率 (%)	20.22%	19.44%	20.22%	22.88%	23.97%
每股收益(元)	4.90	4.98	5.60	6.96	8.06
PE	34.52	33.93	30.20	24.31	20.97
PB	6.98	6.62	6.11	5.56	5.03

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	23126	21101	24916	29181	33459	流动资产合计	37806	37238	51808	57805	64721						
营业成本	6626	5852	5420	5620	5959	货币资金	4300	7243	23668	28517	34700						
营业税金及附加	3201	3416	3741	4553	5122	应收账款	16	4	11	9	13						
营业费用	2692	2604	2865	3443	3983	其他应收款	38	30	36	42	48						
管理费用	1856	1729	2093	2421	2793	预付款项	200	9	86	89	95						
研发费用	160	260	311	357	407	存货	14433	14853	12781	13759	14321						
财务费用	-78	-87	-83	-85	-84	其他流动资产	183	183	207	242	277						
资产减值损失	-2	-6	0	0	0	非流动资产合计	15649	16628	15918	15360	14699						
公允价值变动收益	159	1268	80	80	80	长期股权投资	25	30	30	30	30						
投资净收益	851	1207	400	803	602	固定资产	7257	6883	6200	5603	4950						
营业利润	9762	9895	11151	13856	16062	无形资产	1747	1714	1662	1611	1563						
营业外收入	22	25	5	15	10	商誉	276	276	276	276	276						
营业外支出	13	41	2	22	12	其他非流动资产	204	210	234	274	314						
利润总额	9771	9879	11154	13850	16060	资产总计	53455	53866	67726	73166	79421						
所得税	2385	2394	2713	3363	3903	流动负债合计	16537	14657	25722	27066	28432						
净利润	7386	7485	8441	10487	12157	短期借款	0	0	0	0	0						
少数股东损益	3	2	3	3	4	应付账款	1331	1152	1063	1102	1169						
归属母公司净利润	7383	7482	8438	10484	12153	预收款项	6754	0	7475	8754	10038						
EBITDA	12153	12249	11853	14569	16779	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0						
EPS (元)	4.90	4.98	5.60	6.96	8.06	非流动负债合计	427	739	283	283	283						
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0						
						应付债券	0	0	0	0	0						
成长能力						负债合计	16963	15397	26005	27349	28715						
营业收入增长	-4.28%	-8.76%	18.08%	17.12%	14.66%	少数股东权益	-17	-15	-12	-9	-5						
营业利润增长	-9.73%	1.37%	12.69%	24.26%	15.92%	实收资本 (或股本)	1507	1507	1507	1507	1507						
归属于母公司净利润增长	-9.02%	1.35%	12.78%	24.24%	15.93%	资本公积	742	742	702	742	742						
获利能力						未分配利润	33510	36490	38777	42829	47714						
毛利率 (%)	71.35%	72.27%	78.25%	80.74%	82.19%	归属母公司股东权益合计	36509	38485	41734	45825	50711						
净利率 (%)	31.94%	35.47%	33.88%	35.94%	36.34%	负债和所有者权益	53455	53866	67726	73166	79421						
总资产净利润 (%)	13.81%	13.89%	12.46%	14.33%	15.30%	现金流量表						单位:百万元					
ROE (%)	20.22%	19.44%	20.22%	22.88%	23.97%	经营活动现金流	6798	3979	21126	10513	12825						
偿债能力						净利润	7386	7485	8441	10487	12157						
资产负债率 (%)	32%	29%	38%	37%	36%	折旧摊销	775	783	784	798	801						
流动比率						财务费用	-78	-87	-83	-85	-84						
速动比率						应付帐款减少	-11	12	-7	2	-3						
营运能力						预收帐款增加	2285	-6754	7475	1280	1283						
总资产周转率	0.45	0.39	0.41	0.41	0.44	投资活动现金流	-1293	4473	406	643	542						
应收账款周转率	2151	2078	3240	2831	2992	公允价值变动收益	159	1268	80	80	80						
应付账款周转率	17.84	17.00	22.50	26.96	29.47	长期股权投资减少	-16	-4	0	0	0						
每股指标 (元)						投资收益	851	1207	400	803	602						
每股收益 (最新摊薄)	4.90	4.98	5.60	6.96	8.06	筹资活动现金流	-4823	-5505	-5107	-6307	-7184						
每股净现金流 (最新摊薄)	0.45	1.96	10.90	3.22	4.10	应付债券增加	0	0	0	0	0						
每股净资产 (最新摊薄)	24.23	25.54	27.69	30.41	33.65	长期借款增加	0	0	0	0	0						
估值比率						普通股增加	0	0	0	0	0						
P/E	34.52	33.93	30.20	24.31	20.97	资本公积增加	0	0	-40	40	0						
P/B	6.98	6.62	6.11	5.56	5.03	现金净增加额	682	2947	16425	4849	6182						
EV/EBITDA	20.62	20.21	19.50	15.53	13.12												

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上