

洋河股份 (002304)

公司研究/点评报告

产品换代取得成功，收入恢复较快增长

——洋河股份 (002304) 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 8 月 30 日

一、事件概述

8 月 28 日公司发布 2021 年半年报，报告期内实现营收 155.43 亿元，同比+15.75%；实现归母净利润 56.61 亿元，同比+4.82%，基本 EPS 为 3.78 元。

二、分析与判断

➤ 21H1 收入恢复较快增长，金融资产公允价值变动影响利润增速

2021H1 公司实现营收/归母净利润 155.43/56.61 亿元，同比分别+15.75%/+4.82%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 50.23/17.99 亿元，同比分别+20.74%/+28.61%。收入端，公司梦系列核心产品梦 6 及梦 3 换代动作取得较好效果，带动中高档及普通酒产品收入同比均稳健增长。利润端，受整体毛利率上行及费用率控制较好影响，主业利润增速预计略好于收入增速，但是 20H1 受中银证券上市影响，实现 9.20 亿元公允价值变动净收益；21H1 实现公允价值变动净收益为 0.94 亿元，对归母净利润影响较为明显。若扣除此影响，利润增速将显著高于收入增速。

合同负债方面，2021H1 末，公司合同负债余额为 55.17 亿元，同比+39.74%，显示经销商打款热情同比走高，中秋旺季动销预计将较为乐观。

分产品看，2021H1 中高档酒/普通酒分别实现营收 125.53/26.01 亿元，同比分别+16.48%/+19.18%。公司各价位产品增长较为均衡，主业经营稳健。

分销量和均价看，2021H1 公司销售白酒 9.13 万吨，同比+29.96%；实现销售均价 165903 (元/吨)，同比-10.02%。预计公司上半年白酒产品放量主力为中档及普通产品，造成销量同比大幅提高，但销售均价同比走低。

分地区看，2021H1 省内/省外市场分别实现收入 72.25/79.29 亿元，同比分别+16.27%/+17.54%。公司省内外市场增速较为均衡，省内外协同发展趋势明显。渠道方面，2021H1 末省内/省外市场分别拥有经销商 3167/5996 家，较 2021 年初分别+1.64%/+1.03%，渠道布局相对稳定。

➤ 毛利率同比上行，费用率控制较好

2021H1 销售毛利率为 74.43%，同比+1.22ppt (Q2 为 70.82%，同比-1.23ppt)，原因是主力产品动销恢复正常水平，普通产品毛利率上行明显。2021H1 年份中高档酒/普通酒毛利率分别为 81.98%/44.36%，同比分别+0.13ppt/+7.83ppt。

2021H1 期间费用率为 14.85%，同比-1.11ppt (Q2 为 21.64%，同比-2.33ppt)。其中销售费用率为 8.62%，同比-0.18ppt (Q2 为 13.47%，同比+0.08ppt)，原因是 (1) 新收入准则实行，运输费调入营业成本；(2) 职工薪酬支出涨幅不大，差旅费等支出得到有效控制。管理费用率为 5.99%，同比-0.73ppt (Q2 为 8.77%，同比-1.42ppt)。研发费用率为 0.89%，同比+0.18ppt (Q2 为 1.24%，同比+0.13ppt)。财务费用率为 -0.66%，同比-0.38ppt (Q2 为 -1.85%，同比-1.12ppt)，原因是银行存款增加，利息收入相应增加。

推荐

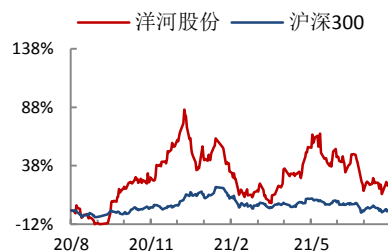
维持评级

当前价格：169.10 元

交易数据 2021-8-27

近 12 个月最高/最低(元)	252.74/123.11
总股本(百万股)	1506.99
流通股本(百万股)	1248.94
流通股比例(%)	83%
总市值(亿元)	2548.32
流通市值(亿元)	2111.96

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证 S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

洋河股份(002304)深度报告：回顾
洋河过去的辉煌与当下的奋进

➤ 新高管团队上任，产品升级继续，看好洋河“十四五”新发展

2月23日公司召开股东大会，选举张联东先生为董事长、钟雨先生为副董事长兼总裁、刘化霜先生为常务副总裁。张联东董事长长期扎根于宿迁、国资相关工作经验丰富，对洋河情况熟悉，预计其此前工作经历有助于加速新高管团队的磨合速度。目前梦之蓝系列产品中 M3、M6 相继开启升级之路，海之蓝升级举措也已开始，以彻底理顺厂商关系以实现长期可持续发展。考虑到渠道已充分认可 M6+与 M3 水晶版升级后的积极效果，预计未来产品升级之路将更加顺畅。新管理层换届完成，结合产品矩阵持续升级，我们看好公司“十四五”期间迈向新发展、重回快速增长之路。

三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现营业收入 243.08/283.02/314.72 亿元，同比+15.2%/+16.4%/+11.2%；预计 2021-2023 年公司归母净利润为 83.02/96.85/110.52 亿元，同比+11.0%/+16.7%/+14.1%，对应 EPS 为 5.51/6.43/7.33 元，对应 PE 为 31/26/23 倍。公司估值水平低于白酒板块 2021 年 46 倍 PE (wind 一致预期，算数平均法)，考虑到公司各项调整举措已见成效，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

疫情拖累需求，产品升级及新品销售不及预期，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	21,101	24,308	28,302	31,472
增长率 (%)	-8.8%	15.2%	16.4%	11.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,482	8,302	9,685	11,052
增长率 (%)	1.3%	11.0%	16.7%	14.1%
每股收益 (元)	4.98	5.51	6.43	7.33
PE (现价)	33.9	30.7	26.3	23.1
PB	6.6	5.3	4.8	4.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	21,101	24,308	28,302	31,472
营业成本	5,852	6,928	7,393	8,057
营业税金及附加	3,416	3,650	4,415	4,818
销售费用	2,604	2,978	2,901	2,911
管理费用	1,729	1,908	2,208	2,423
研发费用	260	122	113	120
EBIT	7,241	8,723	11,272	13,143
财务费用	(87)	(54)	(84)	(76)
资产减值损失	(6)	2	2	0
投资收益	1,207	1,029	1,118	1,073
营业利润	9,895	10,992	12,813	14,624
营业外收支	(16)	(16)	(16)	(16)
利润总额	9,879	10,976	12,797	14,607
所得税	2,394	2,669	3,107	3,550
净利润	7,485	8,306	9,690	11,058
归属于母公司净利润	7,482	8,302	9,685	11,052
EBITDA	8,023	9,435	11,949	13,768
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7243	14897	16573	23548
应收账款及票据	618	711	828	920
预付款项	9	110	65	99
存货	14853	17292	18361	19762
其他流动资产	183	183	183	183
流动资产合计	37238	47546	50349	58877
长期股权投资	30	1058	2176	3249
固定资产	6883	6408	5983	5533
无形资产	1714	1627	1542	1461
非流动资产合计	16628	22836	22816	22797
资产合计	53866	70382	73165	81673
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1152	1377	1462	1598
其他流动负债	798	798	798	798
流动负债合计	14657	21247	19325	22009
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	542	542	542	542
非流动负债合计	739	739	739	739
负债合计	15397	21987	20064	22748
股本	1507	1507	1507	1507
少数股东权益	(15)	(11)	(6)	(1)
股东权益合计	38470	48396	53101	58925
负债和股东权益合计	53866	70382	73165	81673

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-8.8%	15.2%	16.4%	11.2%
EBIT 增长率	-15.7%	20.5%	29.2%	16.6%
净利润增长率	1.3%	11.0%	16.7%	14.1%
盈利能力				
毛利率	72.3%	71.5%	73.9%	74.4%
净利率	35.5%	34.2%	34.2%	35.1%
总资产收益率 ROA	13.9%	11.8%	13.2%	13.5%
净资产收益率 ROE	19.4%	17.2%	18.2%	18.8%
偿债能力				
流动比率	2.5	2.2	2.6	2.7
速动比率	1.5	1.4	1.7	1.8
现金比率	1.5	1.4	1.6	1.7
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	900.8	835.1	868.0	851.5
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	5.0	5.5	6.4	7.3
每股净资产	25.5	32.1	35.2	39.1
每股经营现金流	2.6	7.2	4.0	7.6
每股股利	3.0	3.2	3.3	3.5
估值分析				
PE	39.3	35.6	30.5	26.7
PB	7.7	6.1	5.6	5.0
EV/EBITDA	34.8	29.3	23.1	19.6
股息收益率	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	7,485	8,306	9,690	11,058
折旧和摊销	789	714	679	625
营运资金变动	(2,045)	3,934	(3,051)	1,131
经营活动现金流	3,979	10,856	5,976	11,527
资本开支	353	(459)	(445)	(452)
投资	3,623	0	0	0
投资活动现金流	4,473	1,544	685	682
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(0)	0	0	0
筹资活动现金流	(5,505)	(4,747)	(4,984)	(5,234)
现金净流量	2,947	7,654	1,676	6,975

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。