

洋河股份 (002304.SZ) 战略调整成效显著，多品牌共同发力

2021年08月30日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

日期	2021/8/27
当前股价(元)	169.10
一年最高最低(元)	268.60/124.22
总市值(亿元)	2,548.32
流通市值(亿元)	2,111.96
总股本(亿股)	15.07
流通股本(亿股)	12.49
近3个月换手率(%)	49.83

● 公司改革持续推进，长期发展潜力显现，维持“增持”评级

2021H1 实现营业收入 155.4 亿元，同比+15.8%；归母净利 56.6 亿元，同比+4.8%；扣非归母净利 51.7 亿元，同比+21.1%。Q2 营业收入 50.2 亿元，同比+20.7%；归母净利 18.0 亿元，同比+28.6%；扣非归母净利 13.6 亿元，同比+27.5%。由于公允价值变动好于预期，上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利分别为 82.7 (+1.5)亿元、104.1 (+0.06)亿元、121.0 (+0.90)亿元，EPS 分别为 5.49 (+0.10)元、6.91 (+0.00)元、8.03 (+0.06)元，同比增长 10.6%、25.9%、16.2%，当前股价对应 PE 分别为 30.8、24.5、21.1 倍，公司经营趋势向好，维持“增持”评级。

● 蓝色经典趋势向好，双沟增长势头强劲

上半年 M6+动销良好，水晶梦 2021 年春节上市，随着老版梦 3 库存去化，二季度开始水晶梦市场动销逐渐改善。天之蓝、海之蓝上半年也实现了稳健增长。公司加大了对双沟苏酒头排酒、绿苏等产品的资源投入，增势强劲。贵酒发扬品质和区位优势，市场招商取得阶段成效，营销氛围浓厚。

● 资产负债表结构有较大调整，现金流表现靓丽

二季度末公司预收款 15.8 亿，较 2021 年初下降 46.1 亿，我们分析主要和公司产品推出节奏以及季节性收款节奏有关。公司期内调整流动资产结构，货币资金大幅提升 73.5 亿至 145.93 亿元，交易性金融资产降低 46.4 亿至 96.64 亿元。Q2 销售收现 53.5 亿元，同比+166.7%，好于收入增速。

● Q2 毛利率下降，营业税比率以及公允价值变动正向影响下，净利率提升

Q2 公司毛利率下降 1.22pct 至 70.8%，预计与双沟快速增长以及中低档产品恢复有关。营业税金比率下降 3.3pct 至 14.0%，主要是季度间波动，拉平上半年看变动不大。销售费用率保持平稳 13.5%，规模效应下管理费用率下降 1.4pct 至 8.8%。Q2 公允价值变动由 Q1 负向转为正向。净利率提升 2.2pct 至 35.8%。展望未来，公司产品结构持续升级下，净利率将呈提升趋势。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-股权激励方案解锁目标积极，覆盖范围广泛》-2021.7.18

《公司信息更新报告-变革渐入佳境，踏上全新征程》-2021.6.6

《公司信息更新报告-一季度收入超预期，扣非业绩表现靓丽》-2021.4.29

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,126	21,101	24,690	28,815	32,291
YOY(%)	-4.3	-8.8	17.0	16.7	12.1
归母净利润(百万元)	7,383	7,482	8,273	10,412	12,095
YOY(%)	-9.0	1.3	10.6	25.9	16.2
毛利率(%)	71.3	72.3	74.2	76.7	78.6
净利率(%)	31.9	35.5	33.5	36.1	37.5
ROE(%)	20.2	19.5	19.6	21.5	21.5
EPS(摊薄/元)	4.90	4.97	5.49	6.91	8.03
P/E(倍)	34.5	34.1	30.8	24.5	21.1
P/B(倍)	7.0	6.6	6.0	5.3	4.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	37806	37238	53684	51603	67132
现金	4300	7243	20997	19553	33193
应收票据及应收账款	675	618	895	871	1108
其他应收款	38	30	49	44	60
预付账款	200	9	236	50	270
存货	14433	14853	17022	16601	18015
其他流动资产	18160	14485	14485	14485	14485
非流动资产	15649	16628	17364	18108	18466
长期投资	25	30	36	42	48
固定资产	7257	6883	7665	8451	8855
无形资产	1747	1714	1666	1626	1586
其他非流动资产	6620	8002	7998	7989	7977
资产总计	53455	53866	71048	69711	85598
流动负债	16537	14657	28084	20507	28671
短期借款	0	0	0	4816	0
应付票据及应付账款	1331	1152	1550	1300	1634
其他流动负债	15206	13505	26534	14391	27037
非流动负债	427	739	739	739	739
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	427	739	739	739	739
负债合计	16963	15397	28824	21246	29411
少数股东权益	-17	-15	-12	-9	-5
股本	1507	1507	1507	1507	1507
资本公积	742	742	742	742	742
留存收益	34264	37243	40573	44717	49507
归属母公司股东权益	36509	38485	42237	48474	56192
负债和股东权益	53455	53866	71048	69711	85598

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6798	3979	18705	-2048	22431
净利润	7386	7485	8276	10415	12098
折旧摊销	776	783	652	765	872
财务费用	-78	-87	-355	-369	-529
投资损失	-851	-1207	-802	-902	-902
营运资金变动	-271	-2045	10735	-11757	11092
其他经营现金流	-164	-950	200	-200	-200
投资活动现金流	-1293	4473	-785	-407	-128
资本支出	317	353	730	738	352
长期投资	-1828	3623	-6	-4	-6
其他投资现金流	-2804	8449	-62	327	218
筹资活动现金流	-4823	-5505	-4166	-3805	-3847
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-4823	-5505	-4166	-3805	-3847
现金净增加额	685	2943	13754	-6261	18457

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	23126	21101	24690	28815	32291
营业成本	6626	5852	6369	6719	6917
营业税金及附加	3201	3416	3580	4178	4682
营业费用	2692	2604	2839	3314	3713
管理费用	1856	1729	1852	2161	2422
研发费用	160	260	168	250	299
财务费用	-78	-87	-355	-369	-529
资产减值损失	-2	-6	0	0	0
其他收益	85	99	100	100	100
公允价值变动收益	159	1268	-200	200	200
投资净收益	851	1207	802	902	902
资产处置收益	20	0	0	0	0
营业利润	9762	9895	10939	13764	15989
营业外收入	22	25	24	24	24
营业外支出	13	41	27	34	31
利润总额	9771	9879	10935	13754	15982
所得税	2385	2394	2660	3339	3884
净利润	7386	7485	8276	10415	12098
少数股东损益	3	2	3	3	4
归母净利润	7383	7482	8273	10412	12095
EBITDA	10418	10444	11163	14057	16208
EPS(元)	4.90	4.97	5.49	6.91	8.03

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-4.3	-8.8	17.0	16.7	12.1
营业利润(%)	-9.7	1.4	10.5	25.8	16.2
归属于母公司净利润(%)	-9.0	1.3	10.6	25.9	16.2
获利能力					
毛利率(%)	71.3	72.3	74.2	76.7	78.6
净利率(%)	31.9	35.5	33.5	36.1	37.5
ROE(%)	20.2	19.5	19.6	21.5	21.5
ROIC(%)	19.8	18.9	18.7	18.8	20.6
偿债能力					
资产负债率(%)	31.7	28.6	40.6	30.5	34.4
净负债比率(%)	-11.0	-18.1	-49.1	-29.8	-58.6
流动比率	2.3	2.5	1.9	2.5	2.3
速动比率	1.4	1.5	1.3	1.7	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	50.1	32.6	32.6	32.6	32.6
应付账款周转率	5.1	4.7	4.7	4.7	4.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.90	4.97	5.49	6.91	8.03
每股经营现金流(最新摊薄)	4.51	2.64	12.41	-1.36	14.88
每股净资产(最新摊薄)	24.23	25.54	28.03	32.17	37.29
估值比率					
P/E	34.5	34.1	30.8	24.5	21.1
P/B	7.0	6.6	6.0	5.3	4.5
EV/EBITDA	22.3	22.4	19.7	16.1	12.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn