



2021年9月2日

洋河股份 (002304) : 产品结构持续优化, 改革效果逐步体现

食品饮料

审慎推荐(维持) 当前股价: 169.16元

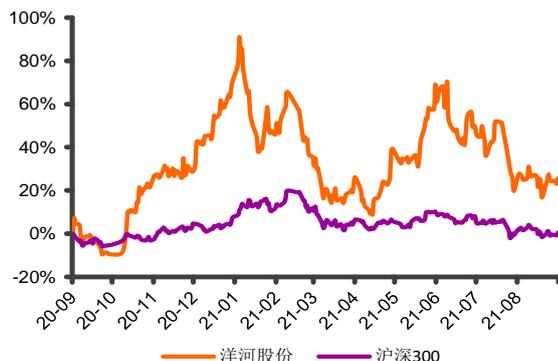
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21,101	24,541	28,231	32,176
(+/-)	-8.8%	16.3%	15.0%	14.0%
营业利润	9,895	11,165	13,096	15,457
(+/-)	1.4%	12.8%	17.3%	18.0%
归属母公司净利润	7,482	8,414	9,870	11,651
(+/-)	1.3%	12.4%	17.3%	18.0%
EPS (元)	4.97	5.58	6.55	7.73
市盈率	34.1	30.3	25.8	21.9

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	15.07/12.49
流通市值 (亿元)	2,113
每股净资产 (元)	25.12
资产负债率 (%)	28.6

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

● 公司发布 2021 年半年报。报告期内, 公司实现营业收入 155.43 亿元, 同比增长 15.75%; 实现归属于上市公司股东的净利润 56.61 亿元, 同比增长 4.82%; 实现扣非后净利润 51.68 亿元, 同比增长 21.13%; 每股收益 3.78 元。其中 Q2 单季实现营业收入 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%; 每股收益 1.20 元。

● 中高档产品占比提升, 经销商结构优化。上半年, 白酒行业呈稳健上升态势, 高端、次高端品牌优势明显, 行业集中化、品牌化、高端化趋势继续凸显。公司积极推进“多名酒、多品牌”营销战略, 价格体系稳中有升, 股权激励中提出的经营目标已完成 64%。分产品来看, 中高档酒收入 125.53 亿元, 同比+16.48%, 毛利率微增 0.13pct 至 81.98%; 普通酒收入 26.01 亿元, 同比+19.18%, 毛利率增 7.83pct 至 44.36%; 红酒收入 0.91 亿元, 同比-1.35%, 毛利率大增 17.09pct 至 53.64%。分区域来看, 省内/外分别实现营收 72.25/79.29 亿元, 同比+16.27%/+17.54%, 毛利率 74%/76.92%。分渠道来看, 公司实施“一商为主, 多商配合”的发展战略, 经销商结构不断优化, 上半年经销商增加 112 个。

● 期间费用率控制良好, 净利率有所下滑。2021H1 综合毛利率+1.21pct 至 74.43%, 主要是受益于产品结构优化, 梦系列占比持续提升; 销售费用率 8.62%, 同比-0.18pct; 管理费用率 5.99%, 同比-0.74pct, 主要是规模效应; 研发费用率 0.89%, 同比+0.18pct; 财务费用率-0.66%, 同比-0.38pct, 主要是利息收入增多。受公允价值变动及投资收益影响, 净利率下滑 3.80pct 至 36.42%。

● 公司未来看点。(1) 公司围绕高端化、品牌化发展战略, 构建“2+5+10”的主导产品布局, 产品力进一步加强; (2) 成功打造梦之蓝水晶版、双沟珍宝坊封坛酒等多款好产品, 产品势能持续放大; (3) 梦 6+ 动销良好, 初步

完成全国布局；梦3水晶版初步完成对老版的替代，新版天之蓝、海之蓝有望陆续升级，产品结构和盈利水平有望持续改善；（4）公司推行股权激励，产品动销、回款等表现良好，内部管理和外部渠道均加速良性循环。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 245.41、282.31 和 321.76 亿元，EPS 分别为 5.58、6.55 和 7.73 元，当前股价对应 PE 分别为 30.3、25.8 和 21.9 倍，给予“审慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；省外地区拓展不达预期；食品安全问题等。



图表 1: 公司盈利预测

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:					营业收入	21,101	24,541	28,231	32,176
货币资金	7,243	21,418	27,615	34,991	营业成本	5,852	6,302	7,543	8,444
应收款	648	2,795	3,137	3,575	营业税金及附加	3,416	3,416	3,416	3,416
存货	14,853	3,851	4,400	4,926	销售费用	2,604	2,822	3,218	3,668
其他流动资产	14,494	15,219	15,980	16,779	管理费用	1,729	1,988	2,230	2,542
流动资产合计	37,238	43,283	51,132	60,271	财务费用	-87	-100	-196	-250
非流动资产:					研发费用	260	294	339	386
金融类资产	6,367	7,004	7,704	8,474	费用合计	4,506	5,004	5,591	6,346
固定资产+在建工程	7,106	6,727	6,342	5,952	资产减值损失	-6	-4	-3	-2
无形资产+商誉	1,990	2,188	2,407	2,648	公允价值变动	1,268	100	105	110
其他非流动资产	1,165	1,282	1,410	1,551	投资收益	1,207	1,200	1,260	1,323
非流动资产合计	16,628	17,201	17,863	18,625	营业利润	9,895	11,165	13,096	15,457
资产总计	53,866	60,484	68,995	78,896	加: 营业外收入	25	28	30	33
流动负债:					减: 营业外支出	41	45	50	55
短期借款	0	0	0	0	利润总额	9,879	11,147	13,076	15,435
应付账款、票据	1,152	490	566	633	所得税费用	2,394	2,731	3,204	3,782
其他流动负债	13,505	14,856	16,341	17,976	净利润	7,485	8,416	9,872	11,653
流动负债合计	14,657	15,346	16,907	18,609	少数股东损益	2	2	2	3
非流动负债:					归母净利润	7,482	8,414	9,870	11,651
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	739	776	815	856	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	739	776	815	856	成长性				
负债合计	15,397	16,122	17,722	19,465	营业收入增长率	-8.8%	16.3%	15.0%	14.0%
所有者权益					营业利润增长率	1.4%	12.8%	17.3%	18.0%
股本	1,507	1,507	1,507	1,507	归母净利润增长率	1.3%	12.4%	17.3%	18.0%
资本公积金	742	742	742	742	总资产增长率	0.8%	12.3%	14.1%	14.3%
未分配利润	36,490	41,540	47,464	54,457	盈利能力				
少数股东权益	-15	-15	-15	-15	毛利率	72.3%	74.3%	73.3%	73.8%
所有者权益合计	38,470	44,362	51,273	59,431	营业利润率	46.9%	45.5%	46.4%	48.0%
负债和所有者权益	53,866	60,484	68,995	78,896	三项费用/营收	21.4%	20.4%	19.8%	19.7%
					EBIT/销售收入	46.9%	45.4%	46.3%	48.0%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	35.5%	34.3%	35.0%	36.2%
净利润	7485	8416	9872	11653	ROE	19.5%	19.0%	19.3%	19.6%
折旧与摊销	783	750	774	799	营运能力				
财务费用	4	-100	-196	-250	总资产周转率	39.2%	40.6%	40.9%	40.8%
存货的减少	-422	11001	-549	-526	资产结构				
营运资本变化	-1623	-2809	-266	-371	资产负债率	28.6%	26.7%	25.7%	24.7%
其他非现金部分	-2247	347	416	494	现金流质量				
经营活动现金净流量	3979	17606	10052	11800	经营净现金流/净利润	0.53	2.09	1.02	1.01
投资活动现金净流量	4473	-1007	-1090	-1179	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-5505	-2424	-2765	-3245	每股收益	4.97	5.58	6.55	7.73
现金流量净额	2,943	14,175	6,198	7,376	每股净资产	25.53	29.44	34.02	39.44

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%—(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>