

# 洋河股份 (002304)

公司研究/点评报告

## 首提“四个主义”着眼长远，经营拐点初显

洋河酒业媒体交流座谈会内容点评

点评报告/食品饮料

2021年10月13日

### 一、事件概述

10月11日，洋河董事长张联东先生与多家行业媒体举行座谈会，会上，张联东首次提出“四个主义”，即：品质主义、长期主义、利他主义和价值主义：品质是洋河的生命线；洋河仍处在调整期中，要谋求可持续增长，长久发展；为员工、经销商、消费者、投资者谋取利益至关重要；洋河要创造价值，融入国家发展战略，积极进行发展转型。

### 二、分析与判断

从市场反馈来看，公司战略单品梦6+实现顺价销售，江苏省内批价由年初575元上升至650元；梦3水晶版完成换代升级，渠道库存显著改善，渠道推力大幅增强，年初批价365元/成交价390元，目前已提升直批价420元/成交460元，在省内与主要竞品四开（批价430元/成交480元）基本相当。

#### ➤ 内部团结积极进取，员工持股完善激励机制

张联东董事长自2021年年初上任以来，全面直管洋河销售公司，独立双沟、贵酒销售组织，完成了系统性的员工调资，年中推出员工持股计划，使包括所有中层干部和囊括到厂三年以上本科生的5000余名员工受益，广受内部员工好评，践行了“员工至上”的经营理念，并且提出21-22年营收增长不低于15%的经营目标，我们认为在日益完善的激励机制下，公司业绩增长有望提速。

#### ➤ 坚持长期主义，梦6目标百亿，双沟、贵酒未来可期

公司再次强调长期主义，构建了以“一商为主，多商配称”的经销商布局，互补协调发展为指导，构建“厂商一体化”新型厂商关系；积极开拓省外市场，将梦6+推向全国。品质上，具有行业革命性的4万吨智能制曲即将投产，同时加大陶储，计划到2023年陶储规模到30万吨。

梦6+占位省内700元价格带，符合江苏省内消费升级的长期趋势，省外结构升级潜力巨大，两年内有望成为百亿级大单品。梦3定位江苏宴席主流价位，公司渠道改革初现成效，保障渠道推力下，随着五一、中秋国庆的宴席市场起势，梦3重回增长轨道。公司确立了洋河+双沟双品牌发展战略，独立双沟总部及区域运营团队，重塑产品线，与洋河在区域、价位上形成互补互动，十四五期间双沟目标远大。公司前瞻布局酱酒“赛道”，全资子公司贵州贵酒拥有酱酒产能约5000吨，并于2021年设立近苏、北部、东南、贵州四个大区，发展进入快车道。

### 三、投资建议

我们预计公司2021-2023年营业收入分别为245.85、300.41、346.20亿元，归母净利润分别为79.66、100.93、119.22亿元，当前公司市值对应21年PE估值约34倍，wind白酒行业指数当前PE约47倍，配置价值较高，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示：

省外市场开拓不及预期，市场竞争加剧，消费能力下滑，私募投资损失

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,101	24,585	30,041	34,620
增长率(%)	-8.8%	16.5%	22.2%	15.2%
归属母公司股东净利润(百万元)	7,482	7,966	10,093	11,922
增长率(%)	1.3%	6.5%	26.7%	18.1%
每股收益(元)	4.98	5.29	6.70	7.91
PE(现价)	36.21	34.15	26.95	22.82
PB	9.24	6.40	5.72	5.08

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

维持评级

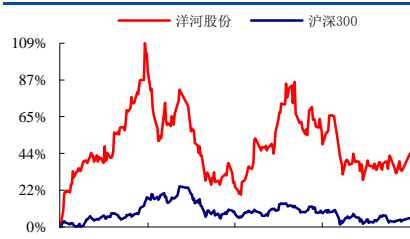
当前价格：182.1元

#### 交易数据

2021-10-12

近12个月最高/最低(元)	263.7/138.75
总股本(百万股)	1,507
流通股本(百万股)	1,249
流通股比例(%)	82.88
总市值(亿元)	2,744
流通市值(亿元)	2,274

#### 洋河股份与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### 分析师：王言海

执业证 S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

#### 分析师：李啸

执业证 S0100521100002

邮箱：lixiao@mszq.com

#### 研究助理：姚启藩

执业证 S0100121100006

邮箱：yaoqifan@mszq.com

#### 相关研究

- 1.洋河股份(002304)2021年半年报点评：产品换代取得成功，收入恢复较快增长
- 2.洋河股份(002304)2021年核心骨干持股计划(草案)点评：持股计划覆盖面较广，解锁条件较高

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	21,101	24,585	30,041	34,620
营业成本	5,852	6,496	7,436	8,163
营业税金及附加	3,416	3,442	4,206	4,847
销售费用	2,604	2,950	3,605	4,154
管理费用	1,729	1,967	2,403	2,770
研发费用	260	246	300	346
EBIT	7,333	9,484	12,091	14,340
财务费用	(87)	(92)	(69)	(59)
资产减值损失	(6)	(12)	(10)	(12)
投资收益	1,207	983	1,202	1,385
营业利润	9,895	10,641	13,477	15,916
营业外收支	(16)	(20)	(20)	(20)
利润总额	9,879	10,621	13,457	15,896
所得税	2,394	2,655	3,364	3,974
净利润	7,485	7,966	10,093	11,922
归属于母公司净利润	7,482	7,966	10,093	11,922
EBITDA	8,116	10,289	12,912	15,179
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	7,243	11,243	16,268	22,850
应收账款及票据	618	563	815	915
预付款项	9	75	108	75
存货	14,853	16,908	19,354	21,246
其他流动资产	14,515	14,526	14,532	14,539
流动资产合计	37,238	43,316	51,076	59,626
长期股权投资	30	39	48	56
固定资产	6,883	6,373	5,840	5,326
无形资产	1,714	1,734	1,717	1,707
非流动资产合计	16,628	16,163	15,652	15,137
资产合计	53,866	59,479	66,728	74,763
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,152	1,291	1,478	1,617
其他流动负债	13,505	14,989	16,938	18,888
流动负债合计	14,657	16,280	18,416	20,505
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	739	739	739	739
非流动负债合计	739	739	739	739
负债合计	15,397	17,019	19,156	21,245
股本	1,507	1,507	1,507	1,507
少数股东权益	(15)	(15)	(15)	(15)
股东权益合计	38,470	42,460	47,572	53,518
负债和股东权益合计	53,866	59,479	66,728	74,763

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-8.8%	16.5%	22.2%	15.2%
EBIT 增长率	-15.4%	29.3%	27.5%	18.6%
净利润增长率	1.3%	6.5%	26.7%	18.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	72.3%	73.6%	75.2%	76.4%
净利率	35.5%	32.4%	33.6%	34.4%
总资产收益率 ROA	13.9%	13.4%	15.1%	15.9%
净资产收益率 ROE	19.4%	18.8%	21.2%	22.3%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.54	2.66	2.77	2.91
速动比率	1.53	1.62	1.72	1.87
现金比率	0.49	0.69	0.88	1.11
资产负债率	28.6%	28.6%	28.7%	28.4%
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.07	0.14	0.15	0.12
存货周转天数	926.40	950.00	950.00	950.00
总资产周转率	0.39	0.41	0.45	0.46
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	4.98	5.29	6.70	7.91
每股净资产	25.54	28.19	31.58	35.52
每股经营现金流	2.64	4.88	6.06	7.65
每股股利	0.00	2.65	3.32	3.98
<b>估值分析</b>				
PE	36.21	34.15	26.95	22.82
PB	9.24	6.40	5.72	5.08
EV/EBITDA	42.93	25.34	19.81	16.41
股息收益率	0.0%	1.5%	1.8%	2.2%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	7,485	7,966	10,093	11,922
折旧和摊销	783	805	822	839
营运资金变动	(2,045)	(455)	(599)	122
经营活动现金流	3,979	7,362	9,138	11,529
资本开支	(353)	(336)	(306)	(323)
投资	3,623	(9)	(10)	(8)
投资活动现金流	4,473	639	886	1,054
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)	(4,000)	(5,000)	(6,000)
现金净流量	2,943	4,000	5,024	6,583

## 分析师与研究助理简介

**王言海**，食品饮料行业首席分析师

7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市企业营销经营类咨询，3年证券从业经验，擅长以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。2021年9月加入民生证券。

**姚启璠**

曾任华安证券食品饮料分析师，杜兰大学硕士，4年证券行业经验，专注酒类研究，以品牌、产品、营销、渠道多维度思考企业发展周期。2021年加入民生证券。

**李啸**

食品饮料行业分析师，3年证券从业经验，1年消费品研究经验，2021年9月加入民生研究院。

## 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

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。