

收入稳定增长，结构提升显示增长潜力空间

洋河股份(002304)

评级:	买入	股票代码:	002304
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	268.6/149.76
目标价格:		总市值(亿)	2,719.21
最新收盘价:	180.44	自由流通市值(亿)	2,253.59
		自由流通股数(百万)	1,248.94

事件概述

2021Q1-Q3 实现收入 219.42 亿元，同比+16.01%；归母净利 72.13 亿元，同比+0.37%；扣非归母净利 68.50 亿元，同比+21.57%；合同负债 64.10 亿元，同比+65.67%；经营活动现金流净额 54.74 亿元，去年同期-4.44 亿元。其中，2021Q3 实现收入 63.99 亿元，同比+16.66%；归母净利 15.51 亿元，同比-13.10%；扣非归母净利 16.82 亿元，同比+22.95%。收入略超预期。

分析判断:

► Q3 收入实现稳定增长，整体表现略超市场预期

21Q3 营业总收入环比+27.39%，三季度收入环比增速，超过市场预期。21Q1-Q3 合同负债+其他流动负债 66.07 亿元，同比+67.84%；21Q3 合同负债+其他流动负债 10.04 亿元，去年同期-0.11 亿元。21Q1-Q3 销售收现 228.14 亿元，同比+66.43%；21Q3 销售收现 80.31 亿元，同比+40.63%，环比+50.10%。21Q1-Q3 经营活动现金流净额 54.74 亿元，去年同期-4.44 亿元；21Q3 经营活动现金流净额 33.81 亿元，同比+47.68%。收入加速预收款项增加，销售收现和经营活动现金流增加。

► 业绩下滑主因公允价值和投资收益变动影响

21Q1-Q3 毛利率 74.93%，同比+1.73pct；21Q3 毛利率 76.15%，同比+2.98pct，我们判断毛利率提升主因 M6+ 表现良好，产品结构升级。

21Q1-Q3 税金及附加/营业总收入 16.61%，同比+1.62pct；21Q3 税金及附加/营业总收入 18.89%，同比 5.72pct。21Q1-Q3 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 10.04%/6.18%/-0.58%，分别同比-1.42/-0.97/-0.32pct；21Q3 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 13.48%/6.64%/-0.39%，同比-4.49/-1.56/-0.18pct，叠加税金及附加变动期间费用率基本持平。

21Q1-Q3 公司投资收益 7.63 亿元，同比-17.01%；公允价值-2.78 亿元，去年同期 12.47 亿元。21Q3 公司投资收益 2.20 亿元，同比-8.65%；公允价值-3.72 亿元，去年同期 3.26 亿元。公允价值减少主因交易性金融资产产生的公允价值变动收益减少。受到投资收益和公允价值变动的的影响，21Q1-Q3 净利率/扣非后净利率 32.90%/31.22%，同比-5.11/+1.43pct；21Q3 净利率/扣非后净利率 24.27%/26.29%，同比-8.30/+1.34pct。

► 原有市场基本盘活力恢复，结构提升显示增长潜力空间

公司于今年 8 月份决议通过了核心骨干持股计划，本次持股计划覆盖面积较广，激励力度与考核目标合理，全面促进了组织动能的释放。天之蓝更新换代已经基本完成，短时间内有效提升了产品渠道利润空间，一定程度上恢复了天之蓝的渠道动能。梦之蓝系列在 M6+ 的强力增长的带动下，迎来了可喜的增长表现，预计 M6+ 全年翻倍增长，极大改善了洋河产品结构。

2021 年，是洋河次高端全国化之路的破局之年。对于洋河来说，品牌基因、渠道布局、团队素养等各方面基础十分均衡，在这一波次高端高速扩容中，理应吃到较多的红利，目前 M6+ 产品的爆发式增长应是预期之中的表现，预计 M6+ 将在次高端价位上于海、天之后续写洋河的全国化新篇章。未来应密切关注洋河在江苏周边市场（如山东、河南、浙江等）的市场表现，转折点或许会比我们预期的更早到来。

投资建议

维持盈利预测不变，我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 237.54/267.30/299.94 亿元，同比 +12.6%/+12.5%/+12.2%；实现归母净利润 83.65/93.06/103.59 亿元，同比+11.8%/+11.3%/+11.3%；EPS 分别为 5.55/6.18/6.87 元，2021 年 10 月 26 日收盘价 180.44 元对应估值分别为 32.51/29.22/26.25 倍。维持“买入”评级。

风险提示

经济下行导致需求减弱；激励计划未通过股东大会审议；食品安全问题。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,126	21,101	23,754	26,730	29,994
YoY (%)	-4.3%	-8.8%	12.6%	12.5%	12.2%
归母净利润(百万元)	7,383	7,482	8,365	9,306	10,359
YoY (%)	-9.0%	1.3%	11.8%	11.3%	11.3%
毛利率 (%)	71.3%	72.3%	73.6%	74.2%	74.7%
每股收益 (元)	4.90	4.97	5.55	6.18	6.87
ROE	20.2%	19.4%	20.5%	21.4%	22.2%
市盈率	36.83	36.34	32.51	29.22	26.25

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	21,101	23,754	26,730	29,994	净利润	7,485	8,368	9,310	10,363
YoY (%)	-8.8%	12.6%	12.5%	12.2%	折旧和摊销	783	762	763	763
营业成本	5,852	6,273	6,901	7,594	营运资金变动	-2,045	-1,160	-1,369	-1,595
营业税金及附加	3,416	2,850	3,421	4,049	经营活动现金流	3,979	7,129	7,745	8,458
销售费用	2,604	2,732	3,341	3,899	资本开支	-353	-319	-313	-300
管理费用	1,729	1,782	1,925	2,130	投资	3,623	3,000	3,000	3,000
财务费用	-87	-105	-209	-307	投资活动现金流	4,473	3,512	3,623	3,749
资产减值损失	-6	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	1,207	831	936	1,050	债务募资	0	0	0	0
营业利润	9,895	11,054	12,286	13,679	筹资活动现金流	-5,505	-6,028	-6,631	-7,234
营业外收支	-16	-14	-4	-8	现金净流量	2,943	4,613	4,737	4,974
利润总额	9,879	11,040	12,283	13,671	主要财务指标				
所得税	2,394	2,672	2,972	3,308	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	7,485	8,368	9,310	10,363	成长能力				
归属于母公司净利润	7,482	8,365	9,306	10,359	营业收入增长率	-8.8%	12.6%	12.5%	12.2%
YoY (%)	1.3%	11.8%	11.3%	11.3%	净利润增长率	1.3%	11.8%	11.3%	11.3%
每股收益	4.97	5.55	6.18	6.87	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	72.3%	73.6%	74.2%	74.7%
2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	35.5%	35.2%	34.8%	34.5%	
货币资金	7,243	11,856	16,593	21,567	总资产收益率 ROA	13.9%	15.1%	16.0%	17.0%
预付款项	9	6	6	5	净资产收益率 ROE	19.4%	20.5%	21.4%	22.2%
存货	14,853	15,468	17,016	18,310	偿债能力				
其他流动资产	15,133	12,054	8,931	5,860	流动比率	2.54	2.81	3.02	3.34
流动资产合计	37,238	39,385	42,546	45,741	速动比率	1.53	1.70	1.81	2.00
长期股权投资	30	30	30	30	现金比率	0.49	0.85	1.18	1.57
固定资产	6,883	6,442	6,023	5,596	资产负债率	28.6%	26.6%	25.4%	23.7%
无形资产	1,714	1,680	1,646	1,612	经营效率				
非流动资产合计	16,628	16,195	15,768	15,328	总资产周转率	0.39	0.43	0.46	0.49
资产合计	53,866	55,579	58,314	61,069	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	4.97	5.55	6.18	6.87
应付账款及票据	1,152	945	756	624	每股净资产	25.54	27.09	28.86	30.94
其他流动负债	13,505	13,085	13,329	13,087	每股经营现金流	2.64	4.73	5.14	5.61
流动负债合计	14,657	14,030	14,085	13,711	每股股利	0.00	4.00	4.40	4.80
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	739	739	739	739	PE	36.34	32.51	29.22	26.25
非流动负债合计	739	739	739	739	PB	9.24	7.23	6.79	6.33
负债合计	15,397	14,769	14,825	14,451					
股本	1,507	1,507	1,507	1,507					
少数股东权益	-15	-12	-8	-4					
股东权益合计	38,470	40,810	43,489	46,619					
负债和股东权益合计	53,866	55,579	58,314	61,069					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。