

# 洋河股份 (002304)

公司研究/点评报告

## 非经常损益扰动利润，梦之蓝引领经营向好

点评报告/食品饮料

2021年10月27日

### 一、事件概述

10月26日，公司发布三季报，2021前三季度实现营收219.4亿元，YoY+16%，实现归母净利润72.1亿元，YoY+0.37%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 公允价值变动影响利润，产品结构上移推升毛利率

2021Q3公司实现营收64亿元，YoY+16.6%，实现归母净利润15.5亿元，YoY-13.1%，公允价值损失3.7亿元，主要系Q3中银证券股价下跌所致，实现扣非归母净利润16.8亿元，YoY+23%；毛利率76.15%，同增2.99pct，产品结构上移对毛利率产生正向贡献，销售费用率13.48%，同降4.48pct，管理费用率7.15%，同降3.61pct，期间费用率下行贡献利润弹性；现金回款80.3亿元，YoY+40.6%，显著快于收入增速，经营活动现金流量净额46.82亿元，YoY+34.6%，合同负债余额65.1亿元，环比增9.9亿元。

#### ➤ 经营机制理顺，梦之蓝已成就核心增长极

公司改革持续深化，历经主品换代、组织职能裂变及渠道端“一商为主，多商配称”模式改革，主导产品价值链重塑，渠道端信心恢复，营收端拐点向上。“梦之蓝”作为公司高端化载体，核心单品M6+提前锁定次高端700元高价带，已成长为核心大单品，M3升级新品梦之蓝·水晶版400元+价位段梯次承接，预计海、天基本盘经过2020年以来库存去化盘整，价格稳步恢复刚性。

#### ➤ “百日攻坚”激发活力，新管理层塑造新动能

2021年2月23日，张联东出任洋河股份董事长，进一步明确表达了政府关于“做大做强”洋河的态度。6月，张董事长全面分管销售工作，并推动“百日攻坚”销售行动。经过半年磨合，新管理层对已经成型的营销战略、战术做加法，坚持聚焦梦之蓝M6+发展，亦激发企业内部活力，预计公司有望顺利完成21年15%收入增长股权激励目标。

### 三、投资建议

公司三季度业绩符合预期，2022年收入端有望边际提速，预计公司2021~2023年营收分别为245/293/301亿元，归母净利润分别为77/100/120亿元，当前股价对应P/E分别为35/27/23X，2021年估值低于白酒行业平均估值47X（算术平均法，Wind 2021年一致预期），首次覆盖，给予“推荐”评级。

**四、风险提示：**1) 主导产品动销及价盘不及预期；2) 理财产品违约风险。

### 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 | 24,467 | 29,295 | 34,066 |
| 增长率(%)          | -8.8%  | 15.9%  | 19.7%  | 16.3%  |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 7,482  | 7,726  | 10,039 | 12,029 |
| 增长率(%)          | 1.3%   | 3.3%   | 29.9%  | 19.8%  |
| 每股收益(元)         | 4.98   | 5.13   | 6.66   | 7.98   |
| PE(现价)          | 36.21  | 35.21  | 27.10  | 22.61  |
| PB              | 9.24   | 6.44   | 5.75   | 5.10   |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

首次评级

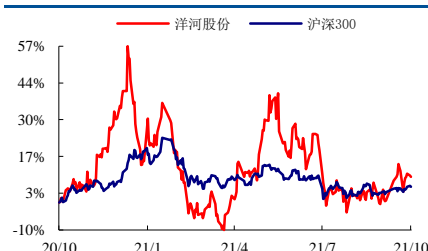
当前价格：180.44元

### 交易数据

2021-10-26

|               |              |
|---------------|--------------|
| 近12个月最高/最低(元) | 263.7/150.46 |
| 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)       | 2,719        |
| 流通市值(亿元)      | 2,254        |

### 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：王言海

执业证 S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

### 研究助理：姚启璠

执业证 S0100121100006

邮箱：yaoqifan@mszq.com

### 相关研究

## 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 | 24,467 | 29,295 | 34,066 |
| 营业成本              | 5,852  | 6,284  | 6,989  | 7,634  |
| 营业税金及附加           | 3,416  | 3,425  | 4,101  | 4,769  |
| 销售费用              | 2,604  | 2,936  | 3,515  | 4,088  |
| 管理费用              | 1,729  | 1,957  | 2,344  | 2,725  |
| 研发费用              | 260    | 245    | 293    | 341    |
| EBIT              | 7,333  | 9,619  | 12,053 | 14,509 |
| 财务费用              | (87)   | (92)   | (68)   | (58)   |
| 资产减值损失            | (6)    | (12)   | (10)   | (12)   |
| 投资收益              | 1,207  | 979    | 1,172  | 1,363  |
| 营业利润              | 9,895  | 10,321 | 13,405 | 16,059 |
| 营业外收支             | (16)   | (20)   | (20)   | (20)   |
| 利润总额              | 9,879  | 10,301 | 13,385 | 16,039 |
| 所得税               | 2,394  | 2,575  | 3,346  | 4,010  |
| 净利润               | 7,485  | 7,726  | 10,039 | 12,029 |
| 归属于母公司净利润         | 7,482  | 7,726  | 10,039 | 12,029 |
| EBITDA            | 8,116  | 10,425 | 12,875 | 15,348 |
| <b>资产负债表 (百万)</b> |        |        |        |        |
| 货币资金              | 7,243  | 10,677 | 15,757 | 22,504 |
| 应收账款及票据           | 618    | 561    | 795    | 901    |
| 预付款项              | 9      | 73     | 101    | 70     |
| 存货                | 14,853 | 16,356 | 18,190 | 19,869 |
| 其他流动资产            | 14,515 | 14,526 | 14,531 | 14,538 |
| 流动资产合计            | 37,238 | 42,192 | 49,374 | 57,882 |
| 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 | 58,355 | 65,025 | 73,019 |
| 短期借款              | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应付账款及票据           | 1,152  | 1,249  | 1,389  | 1,512  |
| 其他流动负债            | 13,505 | 14,147 | 15,619 | 17,436 |
| 流动负债合计            | 14,657 | 15,396 | 17,008 | 18,948 |
| 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 | 16,136 | 17,747 | 19,688 |
| 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 | 42,220 | 47,278 | 53,331 |
| 负债和股东权益合计         | 53,866 | 58,355 | 65,025 | 73,019 |

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%   | 15.9%   | 19.7%   | 16.3%   |
| EBIT 增长率          | -15.4%  | 31.2%   | 25.3%   | 20.4%   |
| 净利润增长率            | 1.3%    | 3.3%    | 29.9%   | 19.8%   |
| <b>盈利能力</b>       |         |         |         |         |
| 毛利率               | 72.3%   | 74.3%   | 76.1%   | 77.6%   |
| 净利率               | 35.5%   | 31.6%   | 34.3%   | 35.3%   |
| 总资产收益率 ROA        | 13.9%   | 13.2%   | 15.4%   | 16.5%   |
| 净资产收益率 ROE        | 19.4%   | 18.3%   | 21.2%   | 22.5%   |
| <b>偿债能力</b>       |         |         |         |         |
| 流动比率              | 2.54    | 2.74    | 2.90    | 3.05    |
| 速动比率              | 1.53    | 1.67    | 1.83    | 2.00    |
| 现金比率              | 0.49    | 0.69    | 0.93    | 1.19    |
| 资产负债率             | 28.6%   | 27.7%   | 27.3%   | 27.0%   |
| <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    | 0.42    | 0.45    | 0.47    |
| <b>每股指标 (元)</b>   |         |         |         |         |
| 每股收益              | 4.98    | 5.13    | 6.66    | 7.98    |
| 每股净资产             | 25.54   | 28.03   | 31.38   | 35.40   |
| 每股经营现金流           | 2.64    | 5.11    | 6.12    | 7.77    |
| 每股股利              | 0.00    | 2.65    | 3.32    | 3.98    |
| <b>估值分析</b>       |         |         |         |         |
| PE                | 36.21   | 35.21   | 27.10   | 22.61   |
| PB                | 9.24    | 6.44    | 5.75    | 5.10    |
| EV/EBITDA         | 42.93   | 25.07   | 19.90   | 16.26   |
| 股息收益率             | 0.0%    | 1.5%    | 1.8%    | 2.2%    |
| <b>现金流量表 (百万)</b> |         |         |         |         |
| 净利润               | 7,485   | 7,726   | 10,039  | 12,029  |
| 折旧和摊销             | 783     | 805     | 822     | 839     |
| 营运资金变动            | (2,045) | (331)   | (490)   | 179     |
| 经营活动现金流           | 3,979   | 7,700   | 9,224   | 11,716  |
| 资本开支              | (353)   | (336)   | (306)   | (324)   |
| 投资                | 3,623   | (9)     | (10)    | (8)     |
| 投资活动现金流           | 4,473   | 184     | 856     | 1,031   |
| 股权募资              | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 债务募资              | (0)     | (450)   | 0       | 0       |
| 筹资活动现金流           | (5,505) | (4,450) | (5,000) | (6,000) |
| 现金净流量             | 2,943   | 3,434   | 5,080   | 6,747   |

## 分析师与研究助理简介

**王言海**，食品饮料行业首席分析师，2021年9月加入民生证券。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管理咨询，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。

**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。

## 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。