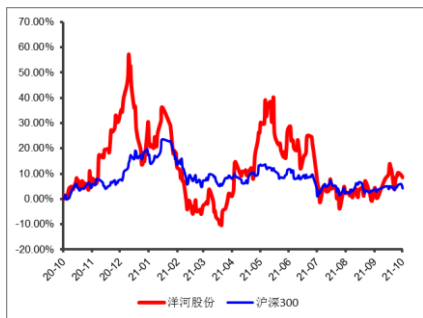


## 食品饮料

报告原因：三季报点评

2021年10月27日

公司近一年市场表现



市场数据：2021年10月27日

收盘价(元)：179.39

年内最高/最低(元)：264.56/147.51

流通A股/总股本(亿)：12.49/15.07

流通A股市值(亿)：2240

总市值(亿)：2703

基础数据：2020年12月31日

基本每股收益：4.98

每股净资产(元)：25.24

净资产收益率：20.20%

分析师：和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

E-mail: hefangfang@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

## 洋河股份(002304.SZ)

业绩双位数增长，静待改革持续发力

## 维持评级

买入

公司研究/点评报告

### 事件描述

公司披露三季报，前三季度归属于母公司所有者的净利润 72.13 亿元，同比增长 0.37%；营业收入 219.42 亿元，同比增长 16.01%；基本每股收益 4.82 元，同比增长 0.72%。

### 事件点评

收入 and 扣非净利润稳健增长，公允价值变动收益影响净利润。公司 2021 年前三季度实现营业收入 219.42 亿元，同比增长 16.01%，归母净利润 72.13 亿，同比增长 0.37%，扣非归母净利润为 68.50 亿元，同比增长 21.57%，其中公允价值变动收益 -2.78 亿元，同比下降 122.32%。单 Q3 实现营业收入为 63.99 亿元，同比增加 16.66%，实现归母净利润 15.51 亿元，同比减少 13.10%，扣非归母净利润为 16.82 亿元，同比增加 22.95%。此外，公司 2021 年前三季度销售净利率 32.9%，同比减少 5.11pct，具体来看：1) 2021 年前三季度销售毛利率为 74.93%，同比增加 1.73pct，主要是产品结构升级促进毛利率提高；2) 2021 年前三季度销售期间费用率 16.42%，同比减少 3.18pct，其中销售费用率为 10.04%，同比减少 1.42pct；管理费用率 6.96%，同比减少 1.44pct；财务费用率为 -0.58%，同比减少 0.32pct，主要系本期银行存款增加，存款利息收入相应增加所致。

预收账款维持高位，现金流表现亮眼。截至 2021 年第三季度末，公司的合同负债为 65.10 亿，环比增加 9.93 亿，同比增加 26.41 亿，说明公司动销良好、渠道信心充足。此外，2021 年前三季度经营活动产生的现金流量净额为 54.74 亿元，同比增长 1332.75%，现金流表现靓丽。

四个主义指向明确，为洋河高质量发展再添动力。2021 年，“梦之蓝 M6+”释放高端效应，梦之蓝水晶版正处于上升期，天之蓝焕新升级上市，已经成为拉动公司的“新三驾马车”。10月11日，洋河股份党委书记、董事长，双沟酒业董事长张联东明确表示，“洋河绝不以非常规手段增长”，并首次提出品质主义、长期主义、利他主义和价值主义。“四个主义”是价值观、方法论，是公司未来发展的重要基石。

### 投资建议

公司 2021 年营收增长目标为 15%，前三季度已顺利达成目标增速。随着消费的进一步恢复，我们预计公司四季度业绩仍将持续增长。2021



年，在“二次创业”的顶层设计之下，洋河从产品焕新、品牌升级到营销体系的调整，标志着改革效果凸显。同时，展望明年，梦系列预计将持续发力，看好未来公司成长性。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 81.00 亿、99.00 亿、118.45 亿，EPS 分别为 5.38 元、6.57 元、7.86 元，对应当前股价，PE 分别为 33 倍、27 倍、23 倍。维持“买入”评级。

#### 存在风险

- 食品安全风险、宏观经济下行导致高端酒价格大幅下跌风险、疫情发展超预期



资产负债表					利润				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	37,238	48,257	81,099	103,366	<b>营业收入</b>	21,101	24,477	28,638	32,934
现金	7,243	4,895	5,728	6,587	营业成本	5,852	6,609	7,446	8,234
应收账款	35	271	144	195	营业税金及附加	3,416	3,916	4,296	4,611
其他应收款	30	41	45	52	销售费用	2,604	2,849	3,150	3,471
预付账款	9	(26)	(52)	(166)	管理费用	1,729	1,931	2,142	2,305
存货	14,862	7,199	7,344	7,376	财务费用	(87)	(18)	813	2,228
其他流动资产	15,058	35,875	67,891	89,322	资产减值损失	(6)	(5)	(0)	0
<b>非流动资产</b>	16,628	9,524	(1,224)	(8,852)	公允价值变动收益	1,268	1,598	1,400	2,700
长期投资	30	21	25	25	投资净收益	1,207	0	1,000	1,000
固定资产	6,883	6,447	6,011	5,575	<b>营业利润</b>	9,895	10,792	13,191	15,785
无形资产	1,714	1,599	1,493	1,393	营业外收入	25	25	25	25
其他非流动资产	8,002	1,457	(8,753)	(15,846)	营业外支出	41	14	12	12
<b>资产总计</b>	53,866	57,781	79,876	94,514	<b>利润总额</b>	9,879	10,803	13,204	15,798
<b>流动负债</b>	14,657	14,372	32,523	42,318	所得税	2,394	2,701	3,301	3,949
短期借款	0	2,941	32,775	60,054	<b>净利润</b>	7,485	8,102	9,903	11,848
应付账款	1,152	1,313	1,480	1,631	少数股东损益	2	2	3	4
其他流动负债	13,505	10,118	(1,732)	(19,367)	<b>归属母公司净利润</b>	7,482	8,100	9,900	11,845
<b>非流动负债</b>	739	497	580	636	<b>EBITDA</b>	10,764	11,325	14,547	18,548
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	4.97	5.38	6.57	7.86
其他非流动负债	739	497	580	636					
<b>负债合计</b>	15,397	14,869	33,103	42,954	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	(15)	(13)	(9)	(6)	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	1,507	1,507	1,507	1,507	<b>成长能力</b>				
资本公积	742	742	742	742	营业收入	-8.76%	16.00%	17.00%	15.00%
留存收益	37,243	40,677	44,534	49,318	营业利润	1.37%	9.07%	22.23%	19.66%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润	1.35%	8.26%	22.21%	19.64%
益	38,485	42,925	46,782	51,566	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	53,866	57,781	79,876	94,514	毛利率(%)	72.27%	73.00%	74.00%	75.00%
					净利率(%)	35.46%	33.09%	34.57%	35.96%
					ROE(%)	19.46%	18.88%	21.17%	22.98%
					ROIC(%)	82.57%	78.17%	35.51%	18.74%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	28.58%	25.73%	41.44%	45.45%
					净负债比率(%)	25.27%	24.47%	13.26%	-12.14%
					流动比率	2.54	3.36	2.49	2.44
					速动比率	1.53	2.86	2.27	2.27
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.39	0.44	0.42	0.38
					应收账款周转率	2078.32	208.99	174.48	272.99
					应付账款周转率	17.00	19.86	20.50	21.17
					<b>每股指标(元)</b>				

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3,979	1,335	(20,342)	(12,731)
净利润	7,485	8,100	9,900	11,845
折旧摊销	783	550	543	535
财务费用	4	(18)	813	2,228
投资损失	(1,207)	0	(1,000)	(1,000)
营运资金变动	6,445	(8,893)	(32,001)	(29,043)
其他经营现金流	(9,531)	1,595	1,403	2,704
<b>投资活动现金流</b>	4,473	(1,590)	(404)	(1,700)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(4)	8	(4)	(0)
其他投资现金流	4,477	(1,598)	(400)	(1,700)



筹资活动现金流	(5,505)	(1,709)	22,978	17,990	每股收益(最新摊薄)	4.97	5.38	6.57	7.86
短期借款	0	2,941	29,834	27,279	每股经营现金流(最新摊薄)	2.64	0.89	(13.50)	(8.45)
长期借款	(0)	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	25.54	28.48	31.04	34.22
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	36.1	33.4	27.3	22.8
其他筹资现金流	(5,505)	(4,650)	(6,856)	(9,289)	P/B	7.0	6.3	5.8	5.2
现金净增加额	2,947	(1,964)	2,232	3,559	EV/EBITDA	30.43	22.70	20.33	17.65

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

