

2021 年三季度报点评：改革成效显著，产品持续升级

买入（维持）

2021 年 10 月 28 日

证券分析师 何长天

执业证号：S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	21,101	24,266	28,634	33,788
同比（%）	-8.8%	15.0%	18.0%	18.0%
归母净利润（百万元）	7,482	7,849	9,441	11,337
同比（%）	1.3%	4.9%	20.3%	20.1%
每股收益（元/股）	4.98	5.21	6.26	7.52
P/E（倍）	47.35	34.44	28.63	23.85

股价走势



事件：2021 年 10 月 26 日，洋河股份发布 2021 年三季度报告，2021 年 Q3 实现营业收入 63.99 亿元，增 16.66%，Q3 归母净利润为 15.51 亿元，同比下降 13.10%；扣非归母净利润 16.82 亿元，同比增长 22.95%。

投资要点

- **扣非归母净利润保持高增速，彰显系统改革成效。**2021 年 Q3 实现营业收入 63.99 亿元，同比增长 16.66%，实现扣非归母净利润 16.82 亿元，同比增长 22.95%，梦 6+大单品带动省内消费升级同时实现高增。现金流方面，经营产生现金流净额实现 33.81 亿元，同比增长 47.68%。Q3 公司毛利率 76.15%，同比提升 3pct；费用方面，销售、管理费用率分别为 13.48%、6.64%，同比分别下降 4.48pct、1.57pct。内部改革效果明显，扣非归母净利润、经营现金流增速较高，总体费用率显著下降；另 Q3 持有中银证券股票市值下跌 27%公允价值损失约 4.4 亿元(2020 年 Q3 公允价值变动净收益约 3.3 亿元)，净利率同比下降 8.3pct 至 24.27%。
- **全国回款计划达成，产品结构持续升级。**目前全国回款计划已经达成，分产品看，2021Q3 梦 6+、梦 3 水晶版、新版天之蓝产品升级的市场反馈良好，梦 6+增速保持预期。升级后产品价盘稳定，消费者接受程度提升，库存处于合理范围内。总体来说，洋河经过升级后，产品结构得到优化，助力公司全国化发展，我们预计公司 2021 年目标完成度较高。
- **渠道调整释放活力，全年超额完成目标可期。**公司自改革以来，稳步推进招商进度，持续进行渠道改革，优化经销商体系，经销商及终端库存水平处于合理范围内。2019 年梦 6+改版后成功引领省内消费价格带上移，水晶版梦 3 上市一年左右渠道接受度不断上升，天之蓝改版后今年下半年有望发力，海之蓝系列今年渠道利润扩充，经销商积极性高，动销情况较好，市场信心明显强化，改革红利持续释放，我们认为公司有望超额完成全年增速目标。
- **盈利预测与投资评级：**截至 2021 年 Q3，公司本年度整体增长符合预期，因此我们维持此前盈利预测，预计 2021-2023 年公司实现营收 242.66/286.34/337.88 亿元，增速 15.0%/18.0%/18.0%，实现归母净利润 78.49/94.41/113.37 亿元，增速 4.9%/20.3%/20.1%，EPS 分别为 5.21/6.26/7.52 元，当前股价对应 PE 为 34/29/24X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动，需求不及预期，渠道调整不如预期。

市场数据

收盘价(元)	179.39
一年最低/最高价	149.76/268.60
市净率(倍)	6.41
流通 A 股市值(百万元)	224047.62

基础数据

每股净资产(元)	27.96
资产负债率(%)	25.09
总股本(百万股)	1506.99
流通 A 股(百万股)	1248.94

相关研究

- 1、《洋河股份 (002304)：2021 年中报点评：“二次创业”，未来可期》2021-08-28
- 2、《洋河股份 (002304)：天之蓝升级在即，全年增速可期》2021-07-22
- 3、《洋河股份 (002304)：股权激励落地，驱动转型升级》2021-07-17

洋河股份三大财务预测表

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	37,238	48,017	60,725	75,301	营业收入	21,101	24,266	28,634	33,788
现金	7,243	17,508	27,362	38,679	减:营业成本	5,852	6,671	7,672	8,823
应收账款	4	9	12	11	营业税金及附加	3,416	3,691	4,318	5,235
存货	14,853	15,350	17,945	21,110	营业费用	2,604	2,797	3,389	4,021
其他流动资产	15,138	15,150	15,406	15,501	管理费用	1,729	1,883	2,289	2,697
非流动资产	16,628	16,138	15,589	15,065	研发费用	260	165	249	313
长期股权投资	30	30	30	30	财务费用	-87	-180	-330	-494
固定资产	6,883	6,373	5,840	5,326	资产减值损失	6	0	0	0
在建工程	223	223	223	223	加:投资净收益	1,207	1,067	1,317	1,657
无形资产	1,714	1,734	1,717	1,707	其他收益	99	89	115	139
其他非流动资产	7,779	7,779	7,779	7,779	资产处置收益	0	15	14	13
资产总计	53,866	64,155	76,314	90,367	营业利润	9,895	10,411	12,494	15,003
流动负债	14,657	17,095	19,810	22,522	加:营业外净收支	-16	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	利润总额	9,879	10,411	12,494	15,003
应付账款	1,152	1,326	1,525	1,748	减:所得税费用	2,394	2,560	3,050	3,663
其他流动负债	13,505	15,770	18,285	20,774	少数股东损益	2	2	3	3
非流动负债	739	739	739	739	归属母公司净利润	7,482	7,849	9,441	11,337
长期借款	0	0	0	0	EBIT	7,333	9,059	10,718	12,700
其他非流动负债	739	739	739	739	EBITDA	8,116	9,865	11,539	13,539
负债合计	15,397	17,835	20,550	23,262	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	-15	-13	-10	-6	每股收益(元)	4.98	5.21	6.26	7.52
归属母公司股东权益	38,485	46,333	55,774	67,111	每股净资产(元)	25.54	30.75	37.01	44.53
负债和股东权益	53,866	64,155	76,314	90,367	发行在外股份(百万股)	1,507	1,507	1,507	1,507
					ROIC(%)	14.4%	14.7%	14.5%	14.3%
					ROE(%)	19.4%	16.9%	16.9%	16.9%
						72.3%	72.5%	73.2%	73.9%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)				
经营活动现金流	3,979	9,498	8,796	9,962	销售净利率(%)	35.5%	32.3%	33.0%	33.6%
投资活动现金流	4,473	767	1,058	1,355	资产负债率(%)	28.6%	27.8%	26.9%	25.7%
筹资活动现金流	-5,505	0	0	0	收入增长率(%)	-8.8%	15.0%	18.0%	18.0%
现金净增加额	2,943	10,265	9,854	11,316	净利润增长率(%)	1.3%	4.9%	20.3%	20.1%
折旧和摊销	783	805	822	839	P/E	47.35	34.44	28.63	23.85
资本开支	-353	-300	-258	-302	P/B	9.24	5.83	4.85	4.03
营运资本变动	-2,045	1,924	-139	-548	EV/EBITDA	42.93	25.63	21.06	17.11

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>