



买入 (维持)

所属行业: 食品饮料/饮料制造  
当前价格(元): 179.39

证券分析师

花小伟

资格编号: S0120521020001

邮箱: huaxw@tebon.com.cn

邓周贵

资格编号: S0120521030005

邮箱: dengzg@tebon.com.cn

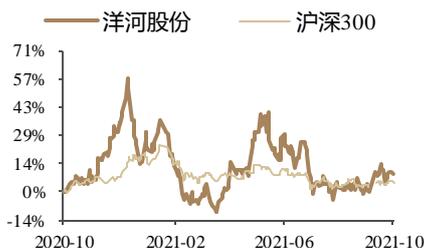
研究助理

李文华

资格编号: S0120121070024

邮箱: liwh5@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	20.81	16.55	8.57
相对涨幅(%)	19.80	14.54	9.13

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《洋河股份(002304.SZ)中报点评: 多品牌战略初见成效, 改革、激励并举开启“二次创业”》, 2021.8.29
- 《洋河股份(002304.SZ): 调整到位, 激励出炉, 重放光彩》, 2021.7.28

# 洋河股份 (002304.SZ) 三季度报点评: 业绩符合预期, 拐点延续再扬帆

投资要点

- 事件:** 洋河股份发布三季度报, 前三季度营收/归母净利润/扣非归母净利润实现 219.42/72.13/68.50 亿元, 同比增长 16.0%/0.37%/21.57%。其中, 单三季度公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 63.99/15.51/16.82 亿元, 同比增长 16.7%/13.1%/22.9%。
- 扣非利润符合预期, 在手订单持续饱满。** 21Q3 洋河股份归母净利润出现双位数下滑, 扣非归母净利润保持 23% 增速, 主要受到非经常性损益影响, 带动净利率由上年同期的 32.58% 下滑至 24.27%。从在手订单来看, 洋河股份合同负债+其他流动负债环比增长 11 亿左右, 三季度末合同负债高达 65 亿左右, 22 年开门红业绩可期。从毛利率来看, 公司 21Q3 毛利率同比提升 3pcts 至 76.15%, 产品结构稳步升级; 销售费用率/管理费用率同比变动 -1.42pcts/-0.92pcts, 费用管控更趋精细化。
- 海天系列主动调整, M6+省内发展强劲。** 过去, 洋河发展的最大问题是渠道库存高企、渠道利润透明, 因此公司有序推进梦之蓝 M6+、M3 水晶版、天之蓝、海之蓝更新换代。目前核心产品 M6+ 在省内次高端市场表现优异, 渠道反馈进展良好, 现已进入放量阶段。M3 水晶版和升级版天之蓝正处于市场铺货和导入阶段, 随着后续消费者培育的稳步推进, 或继续重回有序高增趋势。我们预计海之蓝升级版后续或推出, 后续随着公司完成对海天系列的重塑, 将为实现全国化奠定基础。此外, 洋河持续推进洋河+双沟双名酒战略, 打造第二增长极。双沟目前由董事长亲自主持工作, 后续随着渠道招商的稳步推进, 或将保持 20%+ 以上的增长。
- 股权激励计划成功落地, 内部管理积极改革。** 2021 年 7 月, 洋河成功推出股权激励计划, 深度绑定公司管理层和核心业务骨干。在内部管理方面, 洋河今年推行“宽带薪酬、利润共享”, 设立“高增长、高激励、高约束”机制, 积极实现内部管理效率的二次跃迁, 预计公司改革红利或进一步释放。
- 苏酒龙头积极调整成效显著, 维持“买入”评级。** M6+ 占位新次高价位段, M3 水晶版基本站稳脚跟, 天之蓝上新, 叠加积极有为的管理层, 预计公司 21~23 年实现营收 244.5/284.4/330.6 亿元, 同增 15.9%/16.3%/16.2%; 实现归母净利润 83.0/101.8/124.6 亿元, 同增 10.9%/22.6%/22.4%; 对应 PE 为 32.6/26.6/21.7X, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 省内次高端竞争加剧; 酱酒冲击; M6+ 渠道推广不及预期等

股票数据

总股本(百万股):	1,506.99
流通 A 股(百万股):	1,248.94
52 周内股价区间(元):	148.20-259.73
总市值(百万元):	270,338.94
总资产(百万元):	56,250.41
每股净资产(元):	27.96

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,126	21,101	24,446	28,442	33,063
(+/-)YOY(%)	-4.3%	-8.8%	15.9%	16.3%	16.2%
净利润(百万元)	7,383	7,482	8,301	10,180	12,457
(+/-)YOY(%)	-9.0%	1.3%	10.9%	22.6%	22.4%
全面摊薄 EPS(元)	4.90	4.98	5.51	6.76	8.27
毛利率(%)	71.3%	72.3%	74.3%	76.3%	78.3%
净资产收益率(%)	20.2%	19.4%	19.6%	21.5%	23.0%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	4.98	5.51	6.76	8.27
每股净资产	25.54	28.05	31.40	35.87
每股经营现金流	2.64	5.35	6.35	7.74
每股股利	3.00	3.00	3.40	3.80
价值评估(倍)				
P/E	33.93	32.57	26.56	21.70
P/B	6.62	6.40	5.71	5.00
P/S	12.81	11.06	9.51	8.18
EV/EBITDA	30.51	24.04	19.32	15.44
股息率%	1.8%	1.7%	1.9%	2.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	72.3%	74.3%	76.3%	78.3%
净利润率	35.5%	34.0%	35.8%	37.7%
净资产收益率	19.4%	19.6%	21.5%	23.0%
资产回报率	13.9%	14.2%	15.8%	17.1%
投资回报率	14.4%	19.1%	20.8%	22.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-8.8%	15.9%	16.3%	16.2%
EBIT 增长率	-15.4%	45.6%	21.8%	21.6%
净利润增长率	1.3%	10.9%	22.6%	22.4%
偿债能力指标				
资产负债率	28.6%	27.7%	26.7%	25.7%
流动比率	2.5	2.7	2.9	3.1
速动比率	1.5	1.7	2.0	2.2
现金比率	0.5	0.8	1.1	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	926.4	850.0	800.0	780.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
固定资产周转率	3.1	3.4	3.9	4.4

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	7,482	8,301	10,180	12,457
少数股东损益	2	2	3	4
非现金支出	789	76	82	79
非经营收益	-2,250	-1,277	-1,479	-1,716
营运资金变动	-2,045	959	790	834
经营活动现金流	3,979	8,061	9,577	11,658
资产	-353	-260	-333	-282
投资	3,623	-10	-10	-8
其他	1,203	1,271	1,479	1,719
投资活动现金流	4,473	1,001	1,136	1,429
债权募资	-0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-5,505	-4,520	-5,120	-5,720
融资活动现金流	-5,505	-4,520	-5,120	-5,720
现金净流量	2,943	4,541	5,593	7,366

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 27 日  
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	21,101	24,446	28,442	33,063
营业成本	5,852	6,281	6,752	7,184
毛利率%	72.3%	74.3%	76.3%	78.3%
营业税金及附加	3,416	3,667	4,266	4,959
营业税金率%	16.2%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	2,604	2,934	3,413	3,968
营业费用率%	12.3%	12.0%	12.0%	12.0%
管理费用	1,729	1,956	2,275	2,645
管理费用率%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%
研发费用	260	293	313	331
研发费用率%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%
EBIT	7,333	10,681	13,012	15,825
财务费用	-87	-285	-437	-632
财务费用率%	-0.4%	-1.2%	-1.5%	-1.9%
资产减值损失	-6	0	0	0
投资收益	1,207	1,271	1,479	1,719
营业利润	9,895	10,962	13,453	16,464
营业外收支	-16	6	-0	-4
利润总额	9,879	10,969	13,452	16,461
EBITDA	8,116	10,757	13,093	15,904
所得税	2,394	2,665	3,269	4,000
有效所得税率%	24.2%	24.3%	24.3%	24.3%
少数股东损益	2	2	3	4
归属母公司所有者净利润	7,482	8,301	10,180	12,457

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,243	11,785	17,377	24,744
应收账款及应收票据	618	676	748	824
存货	14,853	14,626	14,798	15,351
其它流动资产	14,524	14,537	14,544	14,552
流动资产合计	37,238	41,624	47,468	55,471
长期股权投资	30	39	49	57
固定资产	6,883	7,092	7,349	7,582
在建工程	223	239	267	268
无形资产	1,714	1,679	1,645	1,611
非流动资产合计	16,628	16,828	17,089	17,297
资产总计	53,866	58,453	64,557	72,768
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,152	1,248	1,342	1,423
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	13,505	14,212	15,159	16,549
流动负债合计	14,657	15,460	16,501	17,972
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	739	739	739	739
非流动负债合计	739	739	739	739
负债总计	15,397	16,200	17,241	18,711
实收资本	1,507	1,507	1,507	1,507
普通股股东权益	38,485	42,266	47,326	54,062
少数股东权益	-15	-13	-9	-6
负债和所有者权益合计	53,866	58,453	64,557	72,768

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	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。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。