消费升级与娱乐研究中心

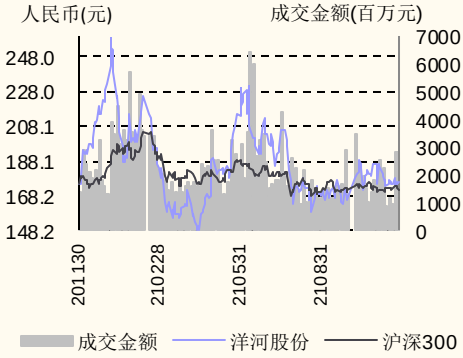
洋河股份 (002304.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）： 176.01 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	15.07
已上市流通 A 股(亿股)	12.49
总市值(亿元)	2,652.45
年内股价最高最低(元)	259.73/148.20
沪深 300 指数	4860
深证成指	14777



相关报告

1.《梦系列加速放量，期待明年改革加速-洋河股份 21Q3 业绩点评》，2021.10.26

2.《利润超预期，基本面环比加速改善-洋河股份 21 年中报点评》，2021.8.29

3.《股权激励落地，内外部改革有望加速推进-洋河股份跟踪点评》，2021.7.16

4.《Q2 动销反馈积极，苏酒龙头改革持续加速-洋河股份跟踪点评》，2021.6.26

5.《渠道库存及价盘良性，新品迭代持续向好-洋河股份跟踪点评》，2021.5.24

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

苏酒龙头基本面持续改善，估值具有高性价比

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,126	21,101	24,470	29,848	35,813
营业收入增长率	-4.28%	-8.76%	15.96%	21.98%	19.98%
归母净利润(百万元)	7,383	7,482	7,436	9,623	11,957
归母净利润增长率	-9.02%	1.35%	-0.62%	29.41%	24.25%
摊薄每股收益(元)	4.90	4.97	4.93	6.39	7.93
每股经营性现金流净额	4.50	2.63	5.09	6.00	6.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.22%	19.44%	17.85%	21.18%	23.58%
P/E	22.56	47.53	35.67	27.56	22.18
P/B	4.56	9.24	6.37	5.84	5.23

来源：公司年报、国金证券研究所

经营分析

- **关注改革成效，春节开门红确定性强。**1）从基本面看，公司内外部改革并行，成效加速落地。产品端公司推进“洋河+双沟”双品牌战略，升级后梦 6+及水晶梦发展势能较好，海、天作为成熟单品将稳步推进焕新导入及放量。2）渠道端反馈当前整体库存良性，约 1.5 个月，价盘整体亦稳固：梦 6+批价约 600 元，水晶梦批价约 420 元，新版天之蓝批价约 310 元。12 月初公司开始来年打款，渠道利润丰厚背景下经销商积极性较强，截至三季度末高增预收款亦蓄力开门红。我们认为公司 22 年全年收入增速有望超 20%，且春节增长态势更优。
- **由外及内，新管理层改革动力强劲。**新任董事长履职后积极推进公司高质量发展改革。1）内部激励方面，公司实施“宽带薪酬、利润共享”提振团队积极性，并落地员工持股计划进一步绑定业务骨干与公司利益。我们认为伴随公司内部管理架构理顺，及营销端骨干年轻化等改革，团队整体效能将持续释放。2）外部渠道端，强调持续构建“一商为主、多商配称”的新型厂商关系，聚焦优商建设，通过丰厚渠道利润提高经销商推力，并优化市场秩序。我们认为外部渠道优化与内部产品升级相适配，并行推进改革红利兑现。
- **公司目前兼备成长性及估值性价比。**1）预期层面，外部受益于消费升级红利拓宽价格带，明后年梦 6+及水晶梦有望持续放量。结合海天焕新及双沟铺货，我们认为公司省内外市场广阔，明后年业绩将环比加速，在行业内具备较优的成长性。2）市场担忧未来放量是否会影响渠道利润，我们认为当前管理层目标仍以夯实渠道为主，借渠道势能带动各产品自然放量，不会以损害渠道利益为代价。3）当前股价对应 22 年 PE 为 28X，估值已具备性价比，且基本面持续加速改善，建议重点关注。

投资建议

- 结合当前改革成效逐渐释放，我们认为公司明后年业绩有望加速。预计 21-23 年营收同比+16%/+22%/+20%，归母净利同比-1%/+29%/+24%，EPS 为 4.93/6.39/7.93 元，PE 分别为 36/28/22X，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险，产品升级不及预期风险，宏观经济风险，区域竞争风险。

此报告仅供明世秋律基金管理(珠海)有限公司使用

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**24,160**	**23,126**	**21,101**	**24,470**	**29,848**	**35,813**
增长率		-4.3%	-8.8%	16.0%	22.0%	20.0%
主营业务成本	-6,353	-6,626	-5,852	-6,408	-7,454	-8,676
%销售收入	26.3%	28.7%	27.7%	26.2%	25.0%	24.2%
毛利	17,807	16,500	15,249	18,062	22,394	27,137
%销售收入	73.7%	71.3%	72.3%	73.8%	75.0%	75.8%
营业税金及附加	-3,770	-3,201	-3,416	-4,038	-4,865	-5,837
%销售收入	15.6%	13.8%	16.2%	16.5%	16.3%	16.3%
销售费用	-2,561	-2,692	-2,604	-2,961	-3,522	-4,226
%销售收入	10.6%	11.6%	12.3%	12.1%	11.8%	11.8%
管理费用	-1,704	-1,856	-1,729	-1,835	-2,209	-2,632
%销售收入	7.1%	8.0%	8.2%	7.5%	7.4%	7.4%
研发费用	-28	-160	-260	-245	-298	-358
%销售收入	0.1%	0.7%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润（EBIT）	9,743	8,590	7,241	8,983	11,499	14,083
%销售收入	40.3%	37.1%	34.3%	36.7%	38.5%	39.3%
财务费用	65	78	87	192	278	321
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.8%	-0.9%	-0.9%
资产减值损失	-1	2	6	4	2	1
公允价值变动收益	0	159	1,268	-430	-250	200
投资收益	918	851	1,207	1,000	1,100	1,100
%税前利润	8.5%	8.7%	12.2%	10.2%	8.7%	7.0%
营业利润	10,814	9,762	9,895	9,849	12,730	15,805
营业利润率	44.8%	42.2%	46.9%	40.2%	42.6%	44.1%
营业外收支	26	9	-16	-30	-25	-20
税前利润	10,839	9,771	9,879	9,819	12,705	15,785
利润率	44.9%	42.2%	46.8%	40.1%	42.6%	44.1%
所得税	-2,724	-2,385	-2,394	-2,381	-3,080	-3,826
所得税率	25.1%	24.4%	24.2%	24.3%	24.2%	24.2%
净利润	8,115	7,386	7,485	7,438	9,625	11,959
少数股东损益	0	3	2	2	2	2
归属于母公司的净利润	**8,115**	**7,383**	**7,482**	**7,436**	**9,623**	**11,957**
净利率	33.6%	31.9%	35.5%	30.4%	32.2%	33.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	8,115	7,386	7,485	7,438	9,625	11,959
少数股东损益	0	3	2	2	2	2
非现金支出	759	774	777	672	727	768
非经营收益	-1,008	-1,115	-2,250	-570	-905	-1,350
营运资金变动	1,191	-271	-2,045	134	-410	-908
经营活动现金净流	**9,057**	**6,774**	**3,967**	**7,673**	**9,038**	**10,468**
资本开支	-426	-293	-353	-790	-860	-850
投资	-3,783	-1,828	3,623	4,497	-1,403	-1,103
其他	859	828	1,203	1,000	1,100	1,100
投资活动现金净流	**-3,349**	**-1,293**	**4,473**	**4,707**	**-1,163**	**-853**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-3,842	-4,820	-5,509	-4,274	-5,828	-6,681
筹资活动现金净流	**-3,842**	**-4,820**	**-5,509**	**-4,274**	**-5,828**	**-6,681**
现金净流量	**1,865**	**661**	**2,931**	**8,105**	**2,047**	**2,934**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,615	4,300	7,243	15,348	17,395	20,329
应收款项	296	713	648	808	985	1,182
存货	13,892	14,433	14,853	15,801	18,176	20,916
其他流动资产	18,071	18,360	14,494	8,104	8,269	8,585
流动资产	35,875	37,806	37,238	40,061	44,825	51,013
%总资产	72.4%	70.7%	69.1%	68.7%	69.7%	71.2%
长期投资	2,723	5,076	6,396	7,903	8,908	9,912
固定资产	7,988	7,520	7,106	7,183	7,305	7,387
%总资产	16.1%	14.1%	13.2%	12.3%	11.4%	10.3%
无形资产	2,059	2,023	1,990	1,978	1,951	1,921
非流动资产	13,689	15,649	16,628	18,294	19,504	20,669
%总资产	27.6%	29.3%	30.9%	31.3%	30.3%	28.8%
资产总计	**49,564**	**53,455**	**53,866**	**58,355**	**64,330**	**71,682**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	7,719	7,852	2,709	3,659	4,310	5,080
其他流动负债	7,910	8,685	11,949	12,280	13,786	15,062
流动负债	15,628	16,537	14,657	15,939	18,096	20,142
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	311	427	739	783	803	833
负债	**15,939**	**16,963**	**15,397**	**16,722**	**18,899**	**20,975**
普通股股东权益	**33,645**	**36,509**	**38,485**	**41,646**	**45,441**	**50,716**
其中：股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507
未分配利润	30,784	33,510	36,490	38,651	42,246	47,422
少数股东权益	-20	-17	-15	-13	-11	-9
负债股东权益合计	**49,564**	**53,455**	**53,866**	**58,355**	**64,330**	**71,682**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	5.39	4.90	4.97	4.93	6.39	7.93
每股净资产	22.33	24.23	25.54	27.64	30.15	33.65
每股经营现金净流	6.01	4.50	2.63	5.09	6.00	6.95
每股股利	3.20	3.00	3.00	3.50	4.00	4.50
回报率						
净资产收益率	24.12%	20.22%	19.44%	17.85%	21.18%	23.58%
总资产收益率	16.37%	13.81%	13.89%	12.74%	14.96%	16.68%
投入资本收益率	21.69%	17.73%	14.09%	16.15%	18.96%	20.82%
增长率						
主营业务收入增长率	21.30%	-4.28%	-8.76%	15.96%	21.98%	19.98%
EBIT增长率	19.33%	-11.83%	-15.71%	24.07%	28.01%	22.47%
净利润增长率	22.45%	-9.02%	1.35%	-0.62%	29.41%	24.25%
总资产增长率	14.58%	7.85%	0.77%	8.33%	10.24%	11.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
存货周转天数	768.5	780.1	913.3	900.0	890.0	880.0
应付账款周转天数	68.2	71.4	77.4	78.0	79.0	80.0
固定资产周转天数	118.3	114.5	119.1	99.3	79.3	62.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.75%	-61.05%	-56.01%	-55.77%	-55.95%	-56.50%
EBIT利息保障倍数	-149.6	-109.5	-83.0	-46.8	-41.3	-43.9
资产负债率	32.16%	31.73%	28.58%	28.66%	29.38%	29.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	17	66	102	192
增持	1	5	7	15	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.50**	**1.23**	**1.10**	**1.13**	**1.00**

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-02-17	买入	228.81	307.00 ~ 307.00
2	2021-02-28	买入	189.00	N/A
3	2021-04-29	买入	174.00	N/A
4	2021-05-24	买入	197.11	N/A
5	2021-06-26	买入	213.12	N/A
6	2021-07-16	买入	195.85	N/A
7	2021-08-29	买入	169.10	N/A
8	2021-10-26	买入	181.20	N/A

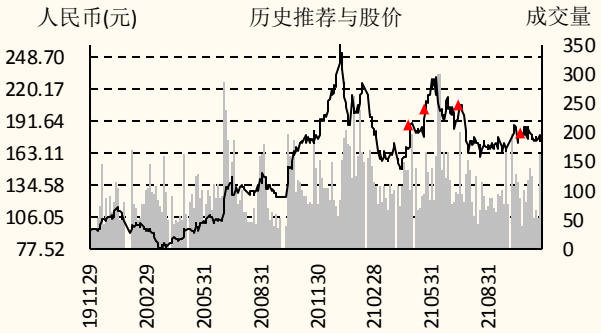
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6－12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6－12个月内上涨幅度在5%－15%；

中性：预期未来6－12个月内变动幅度在-5%－5%；

减持：预期未来6－12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402