

2021年12月19日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

洋河股份(002304): 迈入新征程, 边际加速改善

推荐 (首次)

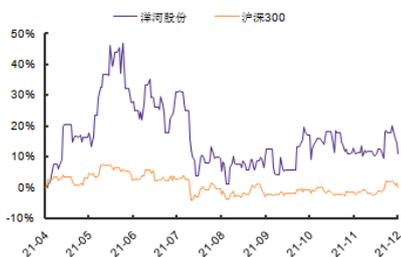
投资要点

分析师: 孙山山
执业证书编号: S1050521110005
邮箱: sunss@cfsc.com.cn

基本数据 2021-12-19

当前股价(元)	174.81
总市值(亿元)	2,634.4
总股本(百万股)	1,507.0
流通股本(百万股)	1,248.9
52周价格范围(元)	149.76-268.6
日均成交额(百万元)	1,915.9

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

■ 三季报符合预期, 蓄水池加速

公司2021Q1-Q3公司营收219.4亿元, 同增16%; 归母净利润72.1亿元, 同增16%; 扣非净利润68.5亿元, 同增21.6%。其中2021Q3营收64亿元, 同增17%; 归母净利润15.51亿元, 同减13%; 扣非净利润16.8亿元, 同增23%; 第三季度利润下滑系持有中银证券致公允价值损失约4.4亿元所致。2021Q1-Q3末合同负债为65.10亿元, 环比增加9.93亿元, 同比增加26.41亿元, 蓄水池在加速, 公司已经迎来曙光。毛利率2021Q1-Q3为74.93%, 同增1.73pct; 其中2021Q3为76.15%, 同增4pct, 产品结构升级优化趋势向好; 2021Q1-Q3净利率为32.90%, 同减5.1pct; 扣非净利润31.22%, 同增1.43pct; 其中2021Q3净利率24.27%, 同减8.31pct, 系公允价值损失所致。

■ 产品升级持续, 双沟表现亮眼

公司自上市以来, 依靠蓝色经典成就传奇。自2019年下半年调整以来, 虽遭遇重重困难, 但我们认为蓝色经典占比仍在75%左右。当前M6+表现优异, M3水晶瓶步入正轨, 双沟老名酒复兴进行中; 从产品来看, 我们预计全年M6+销售目标60亿已完成, 预计第三季度M6+增速超50%, 水晶梦同增实现正增长, 梦之蓝系列占比35%-40%; 天之蓝因7月换新上市致2021Q3个位数下滑, 海之蓝作为基本盘稳步实现两位数以上增长; 公司重点打造的双沟亦有亮眼表现, 2021Q1-Q3双沟品牌实现增长38%, 双沟头排苏酒增长218%, 绿苏酒同增80%, 高端酒销售同比增长114%, 十四五期间双沟将打造8个5亿以上销售额市场, 15个2亿以上销售额市场。

■ 产品调整加速, 未来四大看点

公司已实施股权激励方案, 对2021、2022年营收提出不低于15%的考核要求, 加速回归正轨。当前M6+是主导战略, M3水晶瓶是跟随战略, 天之蓝升级产品已上市, 经过今年中秋国庆考验, 预计已恢复六成左右, 将在2022年春节接受第二次旺季考验。考虑梦之蓝势能已经形成, M6+放量加快, M3水晶瓶加速复苏, 海天库存良性及价格稳定, 我们认为接下来海之蓝和M9升级换代顺理成章, 海之蓝对公司增长势能拖累减弱, 公司加快进入良性发展轨道。

公司未来四大看点: 第一, M6+是公司未来动力引擎, 通过M6+放量实现两个目标: 销售口径和财务口径均超100亿元; 第二, M3水晶瓶卡位400-500元价格带, 有望加快恢复, 海

之蓝和天之蓝保证基本盘稳定同时价格带上移（预计海之蓝卡位150-200元，天之蓝卡位300-400元）；第三，复苏双沟品牌，未来双沟销售额有望超100亿；第四，当前酱香热下贵州贵酒（洋河于2016年6月收购）有望分一杯羹，获得较快发展。随着M6+逐步成为公司新动力引擎，将继续巩固公司白酒前三甲地位，同时也为公司进入高端酒阵营提供一定机遇。

■ 盈利预测

我们认为公司已进入新阶段，继续看好公司加速回归正轨，边际改善加速，预计2021-2023年EPS分别为5.07/6.44/7.92元，当前股价对应PE分别为34/27/22倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、M6+增长不及预期、M3水晶瓶旺季不及预期、天之蓝旺季不及预期、海之蓝调整不及预期、双沟品牌增长不及预期等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	21,101	24,471	29,571	35,032
增长率（%）	15.5%	16.0%	20.8%	18.5%
归母净利润（百万元）	7,482	7,648	9,710	11,938
增长率（%）	1.3%	2.2%	27.0%	23.0%
摊薄每股收益（元）	4.97	5.07	6.44	7.92
ROE（%）	19.4%	18.4%	21.3%	23.6%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	21,101	24,471	29,571	35,032
现金及现金等价物	7,243	24,486	28,152	33,169	营业成本	5,852	6,150	6,996	7,847
应收款	648	939	972	1,056	营业税金及附加	3,416	4,062	4,850	5,710
存货	14,853	15,388	16,227	16,714	销售费用	2,604	2,496	2,987	3,503
其他流动资产	14,494	14,498	14,524	14,547	管理费用	1,729	1,566	1,833	2,137
流动资产合计	37,238	41,008	45,573	51,184	财务费用	-87	-73	-84	-100
非流动资产:					研发费用	260	191	231	273
金融类资产	14,302	14,302	14,302	14,302	费用合计	4,506	4,180	4,966	5,814
固定资产	6,883	6,558	6,175	5,784	资产减值损失	-6	-8	-5	-3
在建工程	223	89	36	14	公允价值变动	1,268	0	0	0
无形资产	1,714	1,709	1,623	1,537	投资收益	1,207	0	0	0
长期股权投资	30	30	30	30	营业利润	9,895	10,088	12,764	15,664
其他非流动资产	7,779	7,779	7,779	7,779	加: 营业外收入	25	12	15	18
非流动资产合计	16,628	16,164	15,641	15,144	减: 营业外支出	41	37	20	15
资产总计	53,866	57,172	61,215	66,328	利润总额	9,879	10,063	12,759	15,667
流动负债:					所得税费用	2,394	2,415	3,049	3,729
短期借款	0	0	0	0	净利润	7,485	7,648	9,710	11,938
应付账款、票据	1,152	1,399	1,460	1,560	少数股东损益	2	0	0	0
其他流动负债	13,505	13,505	13,505	13,505	归母净利润	7,482	7,648	9,710	11,938
流动负债合计	14,657	14,904	14,966	15,065					
非流动负债:					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	739	739	739	739	营业收入增长率	15.5%	16.0%	20.8%	18.5%
非流动负债合计	739	739	739	739	归母净利润增长率	1.3%	2.2%	27.0%	23.0%
负债合计	15,397	15,644	15,705	15,805	盈利能力				
所有者权益					毛利率	72.3%	74.9%	76.3%	77.6%
股本	1,507	1,507	1,507	1,507	四项费用/营收	21.4%	17.1%	16.8%	16.6%
股东权益	38,470	41,529	45,510	50,524	净利率	35.5%	31.3%	32.8%	34.1%
负债和所有者权益	53,866	57,172	61,215	66,328	ROE	19.4%	18.4%	21.3%	23.6%
现金流量表	2020E	2021E	2022E	2023E	偿债能力				
净利润	7485	7648	9710	11938	资产负债率	28.6%	27.4%	25.7%	23.8%
少数股东权益	2	0	0	0	营运能力				
折旧摊销	783	545	523	493	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
公允价值变动	1268	0	0	0	应收账款周转率	32.6	26.1	30.4	33.2
营运资金变动	-5559	-1076	-961	-693	存货周转率	0.4	0.7	0.7	0.8
经营活动现金净流量	3979	7610	9395	11937	每股数据 (元/股)				
投资活动现金净流量	4473	459	437	412	EPS	4.97	5.07	6.44	7.92
筹资活动现金净流量	8791	-4589	-5729	-6924	P/E	35.2	34.4	27.1	22.1
现金流量净额	17,243	3,480	4,103	5,424	P/S	12.5	10.8	8.9	7.5
					P/B	6.8	6.3	5.8	5.2

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组简介

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。