洋河股份（002304.SZ） 食品饮料/饮料制造

业绩符合预期，经营拐点已现

公司点评

● **事件：**公司公布 2020 年业绩预告，报告期内预计实现营收 211.25 亿元/-8.65%，归母净利润预计 74.77 亿元/+1.27%；据此推算，2020Q4 预计实现营收 22.11 亿元/+9.01%，归母净利润预计 2.91 亿元/+22.98%。

● **调整转型理顺利益关系，2020Q4 业绩增长符合预期。**公司经营改革持续深化，战略聚焦次高端价位，改组（梦之蓝事业部、海天事业部、高端品牌事业部及双沟销售公司等）品牌事业部制度，通过升级新品、改革价格体系、控制库存及经销商资金占用等逐步理顺厂商关系，提高了渠道利润率。2020Q4 公司利润增长约 23%，高于收入增长 9%，主要系①2019Q4 利润低基数（渠道开始调整，兑现经销商费用，利润下滑 78%至 2.36 亿元）。②M3 升级水晶版导入期控制配额，影响收入增速。③公司持股中银证券，测算 2020Q4 贡献约 0.75 亿元的公允价值变动收益。

● **水晶版、M6+新品运行顺畅，看好次高端扩容背景下的高成长。**2020 年公司坚持“终端不断货、库存不积压”、过程考核优先于销量指标、明确主导产品价格“红线”，继续对品牌战略、营销策略、组织架构、人才配称进行调整。分产品来看，梦之蓝 M6+施行聚焦优质大商的“一商为主，多商配称”模式，提升了市场价格刚性及抵御回款等风险能力，2020 年已达到老版 M6 销售体量，2021 年 1 月份 M6+销售量已超越 M6，库存正常，省内成交价稳步上扬有望突破 650 元，再次引领江苏消费升级。M3 顺势换代 M3 水晶版，占位 450 元+价位，夯实长期增长基础，2021 年 1 月份水晶版 M3 体量上达到老 M3 的 70%左右，预期梦之蓝系列未来营收贡献比突破 40%，成公司业绩增长的第一驱动力。而 2020 年独立团队运营双沟品牌，“苏酒、珍宝坊、封坛酒”等产品有望成为新增长引擎。另外海、天产品仍受疫情及市场竞争加剧影响，销量受挫下滑或超 10%，期待升级新品重整基本盘。

● **人事调整+股权激励蓄能下一个十年，维持“强烈推荐”评级。**2 月 24 日公司董事会换届，张联东出任股份公司董事长，期待公司股权激励落地后进一步激活团队活力。我们认为公司经营已基本理顺，步入拐点期（产品、价格、组织、老酒储能等等），看好公司在次高端价位（天之蓝、水晶版 M3、M6+、苏酒等）的成长潜力。我们调整 2020-2022 年盈利预测，调整前归母净利润为 77.75/87.25/103.94 亿元，同增 5.3/12.2/19.1%，调整后归母净利润为 74.77/76.63/89.24 亿元，同增 1.3/2.5/16.5%，EPS 分别为 4.96/5.08/5.92 元，当前股价对应 PE 分别为 37.7/36.8/31.6 倍，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**M6+等新品推广不达预期，酱酒中长期加剧次高端价位段竞争，食品安全风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24,160	23,126	21,125	23,174	26,552
增长率(%)	21.3	-4.3	-8.7	9.7	14.6
净利润(百万元)	8,115	7,383	7,477	7,663	8,924
增长率(%)	22.5	-9.0	1.3	2.5	16.5
毛利率(%)	73.7	71.3	71.3	72.1	73.1
净利率(%)	33.6	31.9	35.4	33.1	33.6
ROE(%)	24.1	20.2	18.9	17.8	18.7
EPS(摊薄/元)	5.39	4.90	4.96	5.08	5.92
P/E(倍)	34.8	38.2	37.7	36.8	31.6
P/B(倍)	8.4	7.7	7.1	6.6	5.9

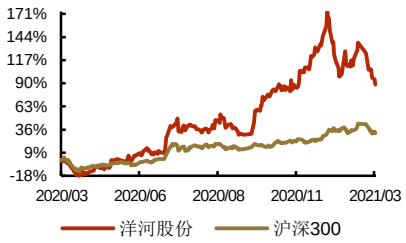
强烈推荐（维持评级）

王言海（分析师）
wangyanhai@xsdzq.cn
证书编号：S0280520080003

张向伟（联系人）
zhangxiangwei@xsdzq.cn
证书编号：S0280119090008

市场数据	时间 2021.03.02
收盘价(元):	181.48
一年最低/最高(元):	80.34/268.6
总股本(亿股):	15.07
总市值(亿元):	2,734.88
流通股本(亿股):	12.48
流通市值(亿元):	2,264.0
近 3 月换手率:	58.06%

股价一年走势



相关报告

《七措并举谋转型，M6+已于 4 月底完成全国渠道、团购招商》2020-05-19

《边际改善正在发生》2020-04-29

《调整释压，关注改革深化进程》2020-03-01

《不破不立，“二次创业”开启下一个十年》2020-02-09

《调整蓄势，关注渠道信心改善与省外提档升级》2019-09-01

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**35875**	**37806**	**39924**	**53090**	**54898**
现金	3615	4300	4225	4635	5310
应收票据及应收账款合计	248	675	1	518	104
其他应收款	48	38	41	45	53
预付账款	19	200	0	220	32
存货	13892	14433	17497	19513	21239
其他流动资产	18052	18160	18160	28160	28160
非流动资产	**13689**	**15649**	**16229**	**16447**	**17065**
长期投资	9	25	39	54	68
固定资产	7834	7257	5978	6231	6860
无形资产	1782	1747	1695	1650	1613
其他非流动资产	4064	6620	8516	8513	8524
资产总计	**49564**	**53455**	**56153**	**69537**	**71963**
流动负债	**15628**	**16537**	**16288**	**26100**	**23924**
短期借款	0	0	1471	4863	6487
应付票据及应付账款合计	1261	1331	1003	1534	1231
其他流动负债	14367	15206	13814	19703	16205
非流动负债	**311**	**427**	**427**	**427**	**427**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	311	427	427	427	427
负债合计	**15939**	**16963**	**16714**	**26527**	**24350**
少数股东权益	-20	-17	-26	-30	-32
股本	1507	1507	1507	1507	1507
资本公积	742	742	742	742	742
留存收益	31538	34264	37383	40506	44117
归属母公司股东权益	33645	36509	39465	43040	47645
负债和股东权益	**49564**	**53455**	**56153**	**69537**	**71963**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**9057**	**6798**	**2039**	**957**	**3793**
净利润	8115	7386	7468	7659	8922
折旧摊销	757	776	600	631	709
财务费用	-65	-78	-61	104	237
投资损失	-918	-851	-735	-782	-821
营运资金变动	1191	-271	-3913	-6335	-4933
其他经营现金流	-24	-164	-1320	-320	-320
投资活动现金流	**-3349**	**-1293**	**875**	**253**	**-186**
资本支出	471	317	-1434	204	604
长期投资	-3783	-1828	-14	-14	-14
其他投资现金流	-6661	-2804	-573	443	403
筹资活动现金流	**-3841**	**-4823**	**-4460**	**-4192**	**-4555**
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-3841	-4823	-4460	-4192	-4555
现金净增加额	**1865**	**685**	**-1546**	**-2983**	**-948**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**24160**	**23126**	**21125**	**23174**	**26552**
营业成本	6353	6626	6067	6477	7132
营业税金及附加	3770	3201	2924	3059	3452
营业费用	2561	2692	2535	2549	2921
管理费用	1704	1856	1721	1808	1991
研发费用	28	160	146	160	184
财务费用	-65	-78	-61	104	237
资产减值损失	1	-2	10	7	7
公允价值变动收益	0	159	1300	300	300
其他收益	63	85	48	60	64
投资净收益	918	851	735	782	821
营业利润	**10814**	**9762**	**9886**	**10172**	**11836**
营业外收入	38	22	31	28	30
营业外支出	12	13	41	19	21
利润总额	**10839**	**9771**	**9876**	**10181**	**11844**
所得税	2724	2385	2408	2523	2922
净利润	**8115**	**7386**	**7468**	**7659**	**8922**
少数股东损益	0	3	-9	-4	-3
归属母公司净利润	**8115**	**7383**	**7477**	**7663**	**8924**
EBITDA	11488	10418	10393	10872	12748
EPS（元）	5.39	4.90	4.96	5.08	5.92

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	21.3	-4.3	-8.7	9.7	14.6
营业利润(%)	22.4	-9.7	1.3	2.9	16.3
归属于母公司净利润(%)	22.5	-9.0	1.3	2.5	16.5
获利能力					
毛利率(%)	73.7	71.3	71.3	72.1	73.1
净利率(%)	33.6	31.9	35.4	33.1	33.6
ROE(%)	24.1	20.2	18.9	17.8	18.7
ROIC(%)	29.3	78.9	63.1	42.2	38.1
偿债能力					
资产负债率(%)	32.2	31.7	29.8	38.1	33.8
净负债比率(%)	-9.9	-11.0	-6.3	1.2	3.1
流动比率	2.3	2.3	2.5	2.0	2.3
速动比率	0.3	1.4	1.4	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	103.0	50.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.3	5.1	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	5.39	4.90	4.96	5.08	5.92
每股经营现金流(最新摊薄)	2.99	16.40	1.35	0.63	2.52
每股净资产(最新摊薄)	22.33	24.23	26.19	28.56	31.62
估值比率					
P/E	34.8	38.2	37.7	36.8	31.6
P/B	8.4	7.7	7.1	6.6	5.9
EV/EBITDA	24.3	25.0	25.2	24.3	20.8

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王言海，现任职于新时代证券，大消费组组长，食品饮料首席分析师，执业证书编号为：S0280520080003。7年酒类消费品专业咨询经验，2018 年入职新时代证券，曾深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/