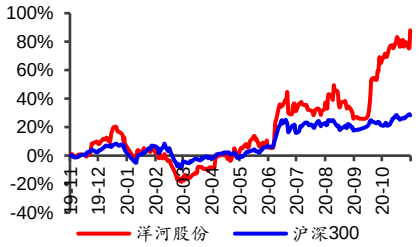
M3 水晶版上市，梦之蓝组合拳成型

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-11-25
收盘价（元）	151.20
近 12 个月最高/最低（元）	78.15/189.90
总股本（百万股）	1,507
流通股本（百万股）	1,249
流通股比例（%）	82.88
总市值（亿元）	2,810
流通市值（亿元）	2,326

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献
执业证书号：S0010520060002
电话：13923413412
邮箱：wenxian@hazq.com
联系人：姚启璠
执业证书号：S0010120040033
电话：13795262443
邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_公司研究_点评报告_洋河股份（002304）：三季度收入转增，拐点或全面确立》20201022

2.《华安证券_公司研究_点评报告_洋河股份（002304）：M3 提价，梦之蓝品牌势能持续提升》20200904

事件

梦之蓝水晶版（M3 升级产品）上市，M6+与水晶版组合拳成型。

主要观点：

梦之蓝水晶版问世，有望复制 M6+成功

2020 年，公司重构梦之蓝三驾马车，以实现整体产品结构升级，M6+已实现成功换代，梦之蓝水晶版（M3 升级产品）如期于 11 月问世。水晶版延续此前 M6+产品设计模式与渠道控盘分利模式（费用向消费者倾斜，现金红包与梦想水晶兑换礼品相结合），“增量提质（增加 50ml、更多调味酒、更多老酒）”、并借用数字化模式实现创新赋能，实现生产端、消费端全流程跟踪，精确追踪各渠道库存及消费者真实开瓶情况，有望复制 M6+的成功。

配额制下 M6+消费向好，梦之蓝品牌势能提升

M6+成功换代，已在江苏省内形成消费流行性，双节旺季期间配额供不应求，节后保持供需紧平衡，消费端开瓶率及团购单位复购率稳步提升，量价关系处理得当，当前批价稳步上行至约 600 元水平，展望 2022 年，维持销售口径有望实现百亿，较目前翻倍的预期（2019 年老 M6 销售口径约 50 亿）。

M6+与水晶版形成组合拳，渠道改革稳步推进

2020 年，公司梦之蓝两大核心单品 M6+、水晶版推行全新控盘分利模式（一物一码，多码关联），费用投放体系重新确立，将客勤礼品费用转向围绕消费者展开，应对经销商对费用的套取，资金投放效率得到提升，M6+与水晶版有望形成组合拳；推进厂商一体化改革，建立“一商统筹、多商配衬”模式，当前公司核心产品价格体系稳定上扬，公司与经销商关系显著改善，渠道销售动力增强；公司两大事业部裂变成五个，新增高端、梦之蓝、海天、双沟事业部，进一步细化组织架构，伴随各产品渠道打法分立，有的放矢提升效率。

投资建议

梦之蓝水晶版晶彩上市，延续 M6+承载全新渠道控盘分利模式，有望与 M6+形成组合拳，洋河内部人事调整、组织分立、渠道改革、产品更新等调整已到位，大船正待重新起航，后续持续关注海、天企稳时间点。维持公司 2020~2022 年收入 218、247、274 亿元，同比分别-6%、+13%、+11%，归母净利润分别为 74.9、81.5、92.5 亿元，同比分别+2%、+9%、+14%，当前股价对应 2020~2022 年 P/E 分别为 37.5x、34.5x、30.4x，随着改革成效持续体现，估值修复有望持续，维持“买入”评级。

风险提示

渠道营销调整进度不及预期；海之蓝、天之蓝恢复进度不及预期；梦之蓝 M6+、水晶版推广进度不及预期。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	23126	21787	24650	27369
收入同比(%)	-4.3%	-5.8%	13.1%	11.0%
归属母公司净利润	7383	7491	8145	9251
净利润同比(%)	-9.0%	1.5%	8.7%	13.6%
毛利率(%)	71.3%	71.8%	73.8%	75.1%
ROE(%)	20.2%	17.0%	15.6%	15.1%
每股收益(元)	4.90	4.97	5.40	6.14
P/E	22.56	37.51	34.50	30.37
P/B	4.56	6.39	5.39	4.58
EV/EBITDA	17.32	33.66	27.31	22.87

资料来源：wind，华安证券研究所

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	37806	43291	53148	63871
现金	4300	11727	20441	30324
应收账款	16	10	11	15
其他应收款	38	47	47	52
预付账款	200	95	105	140
存货	14433	12896	13932	14603
其他流动资产	18819	18517	18611	18737
非流动资产	15649	15649	15649	15649
长期投资	25	25	25	25
固定资产	7257	7257	7257	7257
无形资产	1747	1747	1747	1747
其他非流动资	6620	6620	6620	6620
资产总计	53455	58940	68797	79519
流动负债	16537	14527	16235	17703
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1331	1160	1268	1330
其他流动负债	15206	13368	14968	16373
非流动负债	427	427	427	427
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	427	427	427	427
负债合计	16963	14954	16662	18130
少数股东权益	-17	-14	-10	-6
股本	1507	1507	1507	1507
资本公积	742	742	742	742
留存收益	34260	41752	49896	59147
归属母公司股东	36509	44000	52145	61396
负债和股东权	53455	58940	68797	79519

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	6798	5678	7677	8744
净利润	7383	7491	8145	9251
折旧摊销	776	0	0	0
财务费用	-3	0	0	0
投资损失	-851	-801	-907	-1007
营运资金变动	-271	-68	566	628
其他经营现金	7417	6615	7452	8494
投资活动现金	-1293	1749	1037	1139
资本支出	-293	28	30	33
长期投资	-1828	0	0	0
其他投资现金	828	1721	1007	1107
筹资活动现金	-4823	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	-4823	0	0	0
现金净增加额	685	7427	8714	9883

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	23126	21787	24650	27369
营业成本	6626	6151	6469	6815
营业税金及附加	3201	3016	3412	3789
销售费用	2692	2770	3134	3480
管理费用	1856	1580	1787	1984
财务费用	-78	-86	-111	-43
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收	-159	-920	-100	-100
投资净收益	851	801	907	1007
营业利润	9762	9905	10770	12234
营业外收入	22	22	22	22
营业外支出	13	13	13	13
利润总额	9771	9914	10779	12243
所得税	2385	2420	2631	2988
净利润	7386	7495	8148	9255
少数股东损益	3	3	4	4
归属母公司净利润	7383	7491	8145	9251
EBITDA	9367	7999	9541	10961
EPS（元）	4.90	4.97	5.40	6.14

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-4.3%	-5.8%	13.1%	11.0%
营业利润	-9.7%	1.5%	8.7%	13.6%
归属于母公司净利	-9.0%	1.5%	8.7%	13.6%
获利能力				
毛利率(%)	71.3%	71.8%	73.8%	75.1%
净利率(%)	31.9%	34.4%	33.0%	33.8%
ROE(%)	20.2%	17.0%	15.6%	15.1%
ROIC(%)	17.8%	13.7%	13.8%	13.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	31.7%	25.4%	24.2%	22.8%
净负债比率(%)	46.5%	34.0%	32.0%	29.5%
流动比率	2.29	2.98	3.27	3.61
速动比率	1.40	2.09	2.41	2.78
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.37	0.36	0.34
应收账款周转率	1438.16	2229.39	2192.66	1875.05
应付账款周转率	4.98	5.30	5.10	5.13
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	4.90	4.97	5.40	6.14
每股经营现金流	4.51	3.77	5.09	5.80
每股净资产(最新	24.23	29.20	34.60	40.74
估值比率				
P/E	22.56	37.51	34.50	30.37
P/B	4.56	6.39	5.39	4.58
EV/EBITDA	17.32	33.66	27.31	22.87

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。
联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。