消费升级与娱乐研究中心

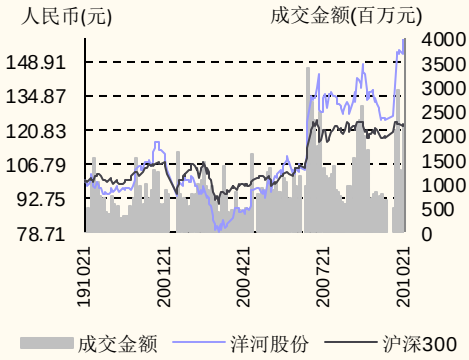
洋河股份 (002304.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：158.26 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)	2,384.96
年内股价最高最低(元)	158.26/124.99
沪深 300 指数	4793
中小板综	12543



相关报告

1.《苏酒龙头行稳致远，改革效果加速可期-洋河股份中报点评》，2020.8.29
2.《苏酒龙头砥砺前行，改革效果逐步显现-苏酒龙头砥砺前行，改革效...》，2020.4.30
3.《20 年轻装上阵，苏酒龙头改革持续深化-洋河股份公司点评》，2020.3.1
4.《改革持续深化，洋河迈入新征程-洋河股份公司深度研究》，2020.2.20

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

苏酒龙头改革加速，有望迎来戴维斯双击

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	5.39	4.90	5.05	5.96	7.15
每股净资产(元)	22.33	24.23	26.47	29.43	33.37
每股经营性现金流(元)	6.01	4.50	3.20	6.27	7.64
市盈率(倍)	17.59	22.56	31.37	26.57	22.15
净利润增长率(%)	22.45%	-9.02%	2.99%	18.03%	19.98%
净资产收益率(%)	24.12%	20.22%	19.06%	20.24%	21.41%
总股本(百万股)	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 20Q1-Q3 收入 189.14 亿元，同比-10.35%；归母净利 71.86 亿元，同比+0.55%；扣非归母净利 56.34 亿元，同比-13.94%。其中 20Q3 收入 54.85 亿元，同比+7.57%；归母净利 17.85 亿元，同比+14.07%；扣非归母净利 13.68 亿元，同比+2.25%。

经营分析

- **20Q3 收入略超预期，M6+放量趋势向好。**20Q3 收入 54.85 亿元，同比+7.57%，旺季控量挺价背景下，单季度实现增长实属不易。分产品看，我们预计梦系列 Q3 增长 25-28%，海及天产品下滑 5-6%。分区域看，省内双节动销积极，南京市场 Q3 回款增速超 30%，其中 M6+基本替代老 M6 体量。当前渠道库存为 1-1.5 个月，经销商利润稳步提升。二季度 M6+开始导入省外市场，当前仍处于铺货及市场培育期。
- **费用投放略微提升，盈利能力保持稳定。**20Q3 毛利率同比-0.78pct，预计受成本因素扰动基本保持平稳。净利率同比+1.84pcts，主要系投资收益、公允价值变动收益等非经常性损益占比偏高，扣非净利率同比-1.30pcts。费用角度，销售费用率同比+0.31pct，主要系双节费用投放、宴席、团购支持力度加大，管理费用率同比-0.05pct，营业税金及附加占比同比-0.07pct。
- **管理层激励持续深化，改革进程提速可期。**截止 9 月 30 日，公司已使用回购资金 10 亿元（含交易费用），回购基本完成，后续有望以股权形式激励中高层员工，内部积极性进一步提升。除股权激励，公司已推出多种方式激励措施：1）一体化薪酬激励；2）生产系统组织裂变，化小考核单元；3）营销系统激励机制调整及加大；4）晋升通道畅通，鼓励实干员工。
- **产品升级阶段性成功，深度发力高端产品。**1）M6+自 19 年 11 推出后，当前基本省内替代 M6 的体量，渠道批价保持 580-600 元，终端价格稳中有升，经销商积极性持续提升。2）近期水晶版 M3 推出市场，卡位 400+元价位带，梦之蓝产品线全面升级。短期角度，参考基数及改革进展，我们预计 20Q4 收入有望实现 20%+，21 年梦系列放量加速带动改革红利进一步释放，有望迎来戴维斯双击。长期角度，M6+的阶段性成功带动了洋河品牌力提升，未来 3-5 年有望成为百亿大单品。随着梦系列持续高增长，产品矩阵优化，长期净利率弹性依旧可期。

盈利预测

- 考虑公司改革进展持续加速，我们调整盈利预测，预计 20-22 年营业收入同增-5%/+15%/+17%，归母净利润同增+3%/+18%/20%，EPS 分别为 5.05/5.96/7.15 元(较上次预测分别 0%/+5%/10%)，对应 PE 分别为 31/27/22 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情不确定性影响需求；宏观经济下行；行业竞争加剧。

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**19,918**	**24,160**	**23,126**	**21,970**	**25,266**	**29,561**
增长率		21.3%	-4.3%	-5.0%	15.0%	17.0%
主营业务成本	-6,681	-6,353	-6,626	-5,932	-6,367	-7,198
%销售收入	33.5%	26.3%	28.7%	27.0%	25.2%	24.4%
毛利	13,237	17,807	16,500	16,038	18,899	22,363
%销售收入	66.5%	73.7%	71.3%	73.0%	74.8%	75.7%
营业税金及附加	-1,152	-3,770	-3,201	-3,383	-3,618	-4,198
%销售收入	5.8%	15.6%	13.8%	15.4%	14.3%	14.2%
销售费用	-2,387	-2,561	-2,692	-2,636	-2,880	-3,311
%销售收入	12.0%	10.6%	11.6%	12.0%	11.4%	11.2%
管理费用	-1,532	-1,704	-1,856	-1,922	-1,935	-2,255
%销售收入	7.7%	7.1%	8.0%	8.8%	7.7%	7.6%
研发费用	0	-28	-160	-158	-152	-163
%销售收入	0.0%	0.1%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
息税前利润（EBIT）	8,165	9,743	8,590	7,938	10,313	12,436
%销售收入	41.0%	40.3%	37.1%	36.1%	40.8%	42.1%
财务费用	34	65	78	114	171	245
%销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.5%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	-23	-1	-2	4	2	1
公允价值变动收益	0	0	159	980	200	300
投资收益	624	918	851	1,050	1,150	1,200
%税前利润	7.1%	8.5%	8.7%	10.4%	9.7%	8.4%
营业利润	8,836	10,814	9,762	10,130	11,880	14,254
营业利润率	44.4%	44.8%	42.2%	46.1%	47.0%	48.2%
营业外收支	11	26	9	-30	10	10
税前利润	8,848	10,839	9,771	10,100	11,890	14,264
利润率	44.4%	44.9%	42.2%	46.0%	47.1%	48.3%
所得税	-2,229	-2,724	-2,385	-2,495	-2,913	-3,495
所得税率	25.2%	25.1%	24.4%	24.7%	24.5%	24.5%
净利润	6,619	8,115	7,386	7,605	8,977	10,769
少数股东损益	-8	0	3	2	2	2
归属于母公司的净利润	**6,627**	**8,115**	**7,383**	**7,603**	**8,975**	**10,767**
净利率	33.3%	33.6%	31.9%	34.6%	35.5%	36.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	6,619	8,115	7,386	7,605	8,977	10,769
少数股东损益	-8	0	3	2	2	2
非现金支出	714	759	778	706	762	803
非经营收益	-686	-1,008	-1,115	-1,969	-1,453	-1,602
营运资金变动	236	1,191	-271	-1,525	1,164	1,537
经营活动现金净流	**6,883**	**9,057**	**6,779**	**4,817**	**9,450**	**11,507**
资本开支	-325	-426	-293	-791	-822	-818
投资	-4,406	-3,783	-1,828	2,497	-2,003	-2,003
其他	569	859	828	1,050	1,150	1,200
投资活动现金净流	**-4,161**	**-3,349**	**-1,293**	**2,756**	**-1,675**	**-1,621**
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-3,429	-3,842	-4,820	-4,220	-4,521	-4,822
筹资活动现金净流	**-3,429**	**-3,842**	**-4,820**	**-4,220**	**-4,521**	**-4,822**
现金净流量	**-707**	**1,865**	**666**	**3,354**	**3,254**	**5,064**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,751	3,615	4,300	7,654	10,908	15,972
应收款项	278	296	713	747	834	976
存货	12,862	13,892	14,433	14,464	14,827	15,777
其他流动资产	13,635	18,071	18,360	15,582	16,911	18,345
流动资产	28,527	35,875	37,806	38,448	43,481	51,069
%总资产	65.9%	72.4%	70.7%	68.9%	70.1%	72.2%
长期投资	3,462	2,723	5,076	6,583	7,588	8,592
固定资产	8,485	7,988	7,520	7,564	7,652	7,700
%总资产	19.6%	16.1%	14.1%	13.5%	12.3%	10.9%
无形资产	1,931	2,059	2,023	2,010	1,983	1,951
非流动资产	14,732	13,689	15,649	17,387	18,563	19,693
%总资产	34.1%	27.6%	29.3%	31.1%	29.9%	27.8%
资产总计	**43,258**	**49,564**	**53,455**	**55,834**	**62,043**	**70,762**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	6,740	7,719	7,852	7,205	7,698	8,785
其他流动负债	6,699	7,910	8,685	8,115	9,365	11,040
流动负债	13,439	15,628	16,537	15,320	17,063	19,825
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	324	311	427	637	647	657
负债	**13,763**	**15,939**	**16,963**	**15,957**	**17,710**	**20,482**
普通股股东权益	**29,515**	**33,645**	**36,509**	**39,893**	**44,346**	**50,291**
其中：股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507
未分配利润	26,512	30,784	33,510	36,894	41,348	47,293
少数股东权益	-20	-20	-17	-15	-13	-11
负债股东权益合计	**43,258**	**49,564**	**53,455**	**55,834**	**62,043**	**70,762**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	4.40	5.39	4.90	5.05	5.96	7.15
每股净资产	19.59	22.33	24.23	26.47	29.43	33.37
每股经营现金净流	4.57	6.01	4.50	3.20	6.27	7.64
每股股利	2.55	3.20	3.00	2.80	3.00	3.20
回报率						
净资产收益率	22.45%	24.12%	20.22%	19.06%	20.24%	21.41%
总资产收益率	15.32%	16.37%	13.81%	13.62%	14.46%	15.22%
投入资本收益率	20.70%	21.69%	17.73%	14.86%	17.42%	18.54%
增长率						
主营业务收入增长率	15.92%	21.30%	-4.28%	-5.00%	15.00%	17.00%
EBIT增长率	13.11%	19.33%	-11.83%	-7.60%	29.93%	20.58%
净利润增长率	13.73%	22.45%	-9.02%	2.99%	18.03%	19.98%
总资产增长率	11.48%	14.58%	7.85%	4.45%	11.12%	14.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	685.2	768.5	780.1	890.0	850.0	800.0
应付账款周转天数	51.8	68.2	71.4	80.0	81.0	82.0
固定资产周转天数	151.2	118.3	114.5	116.3	98.1	79.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.94%	-10.75%	-61.05%	-56.70%	-61.05%	-66.48%
EBIT利息保障倍数	-240.8	-149.6	-109.5	-69.9	-60.3	-50.8
资产负债率	31.82%	32.16%	31.73%	28.58%	28.55%	28.94%

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH