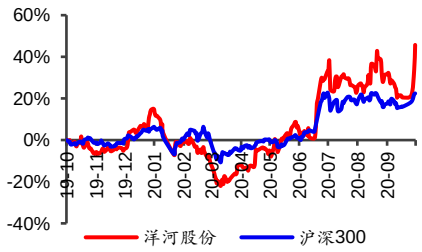
M6+换代成功，大船正待重新起航

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2020-10-14
收盘价（元）	151.20
近 12 个月最高/最低（元）	78.14/152.63
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）	2,279
流通市值（亿元）	1,889

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_深度报告_洋河股份（002304）：产品渠道全面变革，梦之蓝引领核心增量》2020-06-18

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

济南秋糖反馈，洋河核心大单品 M6+换代成功，省内消费流行性已逐步成型。

主要观点：

配额制下 M6+消费向好，梦之蓝品牌势能提升

2020 年，公司重构梦之蓝三驾马车，以实现整体产品结构升级。高端 M9 及手工班省内持续进行核心消费者培育，1H 稳步增长，全年省内有望延续增长；M6+成功换代，根据草根调研，M6+已在江苏省内形成消费流行性，双节期间配额供不应求，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 年销售口径有望实现百亿，较目前翻倍（2019 年老 M6 销售口径约 50 亿）；M3 升级产品有望上市，或复制 M6+的“增量提价”模式，有望承接消费升级的需求。

海天持续去库存，消费流行性正待恢复

第一方面，2020 年中秋政策聚焦海之蓝、天之蓝，开展整箱购买送奖卡活动，酒厂帮助终端去库存，库存水平逐渐良性；第二方面，公司一定程度恢复对海之蓝、天之蓝费用投放，意图重塑品牌流行性；第三方面，M6+上市后自上而下打开产品价格空间，M3 升级产品上市后，有望拉开与天之蓝价格空间，解决此前天之蓝 M3 价格接近、天之蓝性价比不高的问题，海天作为全国化大单品，在省外市场仍有渠道下沉、及承接消费升级的空间；第四方面，海之蓝、天之蓝亦有望于 2021 年换代，完成自上而下全部产品线的更迭。

渠道改革稳步推进，多方政策已见成效

2020 年，公司借 M6+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；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

M6+承载全新渠道控盘分利模式，换代成功，梦之蓝品牌势能持续提升，M6+引领业绩核心增量逻辑不变，洋河内部人事调整、组织分立、渠道改革、产品更新等调整基本到位，后续持续关注海、天企稳时间点，大船正待重新起航。维持公司 2020~2022 年收入 218、246、273 亿元，同比分别-6%、+13%、+11%，归母净利润分别为 74.5、80.2、90.4 亿元，同比分别+1%、+8%、+13%，当前股价对应 2020~2022 年 P/E 分别为 30.6x、28.4x、25.2x，公司估值水平在白酒行业中显著偏低，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+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	21779	24642	27314
收入同比(%)	-4%	-6%	13%	11%
归属母公司净利润	7383	7454	8017	9043
净利润同比(%)	-9%	1%	8%	13%
毛利率(%)	71.3%	71.8%	73.8%	75.2%
ROE(%)	20.2%	18.7%	18.4%	19.1%
每股收益(元)	4.90	4.95	5.32	6.00
P/E	30.86	30.57	28.42	25.20
P/B	6.24	5.70	5.23	4.81
EV/EBITDA	15	21	19	17

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	37,806	42,837	48,906	55,045
现金	4,300	11,507	16,366	21,673
应收账款	54	57	59	66
其他应收款	38	47	47	52
预付账款	200	240	289	383
存货	14,440	12,891	13,926	14,506
其他流动资产	18,775	18,096	18,219	18,365
非流动资产	15,649	14,757	14,219	13,674
长期投资	25	12	16	18
固定资产	7,257	6,797	6,337	5,878
无形资产	1,747	1,631	1,522	1,420
其他非流动资	6,620	6,317	6,344	6,358
资产总计	53,455	57,594	63,125	68,719
流动负债	16,537	17,286	19,215	20,981
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,331	1,159	1,266	1,320
其他流动负债	15,206	16,127	17,948	19,661
非流动负债	427	342	364	395
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	427	342	363	395
负债合计	16,963	17,628	19,578	21,375
少数股东权益	(17)	(14)	(10)	(6)
股本	1,507	1,507	1,507	1,507
资本公积	742	742	742	742
留存收益	34,264	37,732	41,309	45,102
归属母公司股东	36,509	39,980	43,558	47,350
负债和股东权	53,455	57,594	63,125	68,719

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	6,798	10,949	8,443	9,774
净利润	7,386	7,454	8,017	9,043
折旧摊销	776	576	568	561
财务费用	(3)	(89)	(109)	(35)
投资损失	(851)	(851)	(851)	(851)
营运资金变动	(6,646)	2,932	714	952
其他经营现金	6,136	926	103	104
投资活动现金	(1,293)	864	847	848
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(16)	13	(3)	(2)
其他投资现金	(1,277)	851	851	851
筹资活动现金	(4,823)	(3,898)	(4,331)	(5,215)
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	(4,823)	(3,898)	(4,331)	(5,215)
现金净增加额	682	7,915	4,959	5,407

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	23,126	21,779	24,642	27,314
营业成本	6,626	6,144	6,462	6,765
营业税金及附加	3,201	3,015	3,411	3,781
销售费用	2,692	2,769	3,133	3,473
管理费用	1,856	1,851	2,095	2,322
财务费用	(78)	(89)	(109)	(35)
资产减值损失	(2)	3	(1)	(0)
公允价值变动收	159	920	100	100
投资净收益	851	851	851	851
营业利润	9,762	9,856	10,601	11,959
营业外收入	22	22	22	22
营业外支出	13	13	13	13
利润总额	9,771	9,865	10,610	11,968
所得税	2,385	2,408	2,590	2,921
净利润	7,386	7,457	8,021	9,047
少数股东损益	3	3	4	4
归属母公司净利润	7,383	7,454	8,017	9,043
EBITDA	10,537	10,344	11,061	12,485
EPS（元）	4.90	4.95	5.32	6.00

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-4.28%	-5.82%	13.14%	10.84%
营业利润	-9.73%	0.97%	7.56%	12.80%
归属于母公司净利	-9.02%	0.97%	7.55%	12.79%
获利能力				
毛利率(%)	71.35%	71.79%	73.78%	75.23%
净利率(%)	31.92%	34.23%	32.53%	33.11%
ROE(%)	20.24%	18.66%	18.42%	19.11%
ROIC(%)	28.14%	27.44%	28.80%	33.59%
偿债能力				
资产负债率(%)	31.73%	30.61%	31.01%	31.11%
净负债比率(%)	31.90%	13.65%	2.90%	-4.43%
流动比率	2.29	2.48	2.55	2.62
速动比率	1.41	1.73	1.82	1.93
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.39	0.41	0.41
应收账款周转率	2151.31	1685.07	2346.01	2116.90
应付账款周转率	17.84	17.50	20.32	21.12
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	4.90	4.95	5.32	6.00
每股经营现金流	4.51	7.27	5.60	6.49
每股净资产(最新	24.23	26.53	28.90	31.42
估值比率				
P/E	30.9	30.6	28.4	25.2
P/B	6.2	5.7	5.2	4.8
EV/EBITDA	14.90	20.83	19.09	16.53

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。