洋河股份（002304）2020年报点评

最坏时点已过，改革红利持续释放

2021 年 05 月 14 日

【投资要点】

- 公司发布 2020 年报。2020 年，公司实现营收 211.0 亿元，yoy-8.8%，基本符合我们的预期，实现归母净利润 74.8 亿元，yoy+1.3%，基本符合我们的预期，实现扣非净利润 56.5 亿元，yoy-13.8%。2020 年公司实现经营性净现金流 39.8 亿元，同比少流入 28.2 亿元，实现销售回款 215.3 亿元，yoy-23.5%。
- **单四季度高增，渠道调整初见成效。**单季度来看，20Q4 公司实现营收 21.9 亿元，yoy+7.8%，实现归母净利润 3.0 亿元，yoy+25.4%。2020 年是公司深度调整年，19Q2 起公司实施渠道变革，持续推进渠道去库存，优化经销商团队，建立“一商为主，多商配称”的新型经销商合作体系，至 20Q3 公司业绩增速首次转正，渠道调整初见成效，Q4 继续验证改革成果。2020 年疫情影响下，公司仍坚持不压货、不设打款目标，维护渠道调整成果。21Q1 公司实现营收 105.2 亿元，yoy+13.5%，实现销售回款 94.3 亿元，yoy+57.5%，实现经营性净现金流 29.2 亿元，同比多流入 32.5 亿元，公司 21Q1 销售情况明显改善，渠道改革红利持续释放。
- **中高档酒受疫情冲击相对较小，省内收入下滑较少。**分产品来看，2020 全年公司白酒收入同比下降 8.26%，其中中高档酒收入同比下降 7.15%，普通酒收入同比下降 14.86%。根据公司披露的口径，中高档酒主要包括梦之蓝、苏酒、天之蓝、珍宝坊（帝坊、圣坊）、海之蓝等，普通酒主要包括洋河大曲、双沟大曲等，2020 年疫情影响下，聚餐场景减少，我们认为，中低档酒多用于家庭聚餐，受疫情冲击较大，高档酒多用于送礼，相对影响较小。分区域来看，2020 年公司省内/省外收入同比分别下降 7.18%/9.17%，省内区域收入下滑较少。经销商方面，2019 年以来，公司进行营销调整转型，重新构建经销商体系，减少经销商数量，2020 年公司省内/省外经销商分别减少 186/911 家，同比减少 5.6%/13.3%，省外经销商变动较大。
- **结构升级驱动盈利能力提升，销售研发费用加大投放。**2020 年公司综合毛利率为 72.3%，同比增加 0.9pct。分产品来看，白酒产品毛利率提升 0.2pct 至 74.5%，其中，中高档白酒毛利率提升 0.1pct 至 79.9%，普通酒毛利率下降 1.7pct 至 37.2%。我们认为，公司毛利率提升主要受益于产品结构提升，19 年底公司推出 M6+取代 M6，定位 600-800 元次高端主流价格带，20Q4 推出 M3 水晶版强化次高端布局。公司 2020 全年净利率 35.5%，同比提升 3.5pct，盈利能力有所提升。费用方面，

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

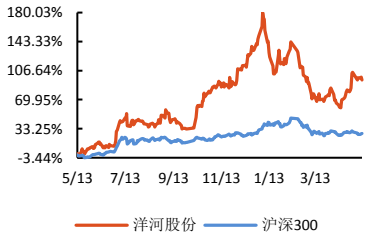
证券分析师：姜楠

证书编号：S1160520090001

联系人：李欣欣

电话：021-23586472

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	279983.30
流通市值（百万元）	231776.42
52 周最高/最低（元）	268.60/95.00
52 周最高/最低（PE）	53.54/19.56
52 周最高/最低（PB）	10.33/3.95
52 周涨幅（%）	97.29
52 周换手率（%）	193.27

相关研究

《渠道调整初见成效，业绩回暖趋势向好》 2020.10.26

《控量提价，来年轻装上阵》 2018.10.29

《结构升级+区域拓展，业绩有望高速增长》 2018.08.31

《省内外双轮驱动，公司有望加速发展》 2018.05.02

《结构升级+渠道拓展，业绩增速有望加快》 2018.03.01

公司全年期间费用率为 21.4%，同比上升 1.3pct，其中，销售/管理/财务/研发费用率同比分别变动+0.7/+0.2/-0.1/+0.5pct，销售费用率提升主要系职工薪酬同比增加 28.5%，研发费用率提升主要系原酒生产基地研发投入增加。

- **新品站稳次高端，改革红利持续释放。**公司积极升级主力单品，M6+已基本实现对 M6 的替代，M3 水晶版在省内基本站稳脚跟。公司梦系列新品定位次高端，我们认为此次升级有助于抢占次高端 600-800 元新主流价格带，公司有望率先受益次高端扩容红利。公司自 19 年起实施渠道变革，经过长达一年的阵痛期，20Q3 首次实现业绩增速转正，此后持续改善。我们认为公司改革红利有望持续释放。

【投资建议】

◆ **最坏时点已过，边际持续改善。**公司产品、渠道、人事变动基本结束，20Q3 起业绩持续边际改善，我们认为，公司最坏时点已过，改革红利有望持续释放。我们下调 2021-2022 年营收预期至 236.43/270.24 亿元，预计 2023 年公司实现营收 306.15 亿元，下调 2021-2022 年归母净利润预期至 81.60/94.65 亿元，预计 2023 年公司实现归母净利润 109.34 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 5.41/6.28/7.26 元/股，PE 为 34/30/26 倍，维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	21101.05	23643.22	27024.09	30614.68
增长率(%)	-8.76%	12.05%	14.30%	13.29%
EBITDA（百万元）	8023.37	10104.54	11587.26	13188.95
归属母公司净利润（百万元）	7482.23	8159.89	9464.89	10933.78
增长率(%)	1.35%	9.06%	15.99%	15.52%
EPS(元/股)	4.97	5.41	6.28	7.26
市盈率（P/E）	47.53	34.37	29.63	25.65
市净率（P/B）	9.24	6.01	5.00	4.18
EV/EBITDA	43.42	26.12	21.92	18.39

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

◆ 疫情影响超出预期；
◆ 渠道改革不及预期；
◆ 产品培育不及预期；
◆ 行业竞争加剧。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**37238.10**	**46516.02**	**58321.89**	**71652.38**
货币资金	7243.19	16530.33	26480.26	37906.77
应收及预付	627.08	779.80	888.41	1003.21
存货	14852.69	14682.20	16423.98	18207.26
其他流动资产	14515.13	14523.68	14529.24	14535.14
非流动资产	**16628.16**	**16058.16**	**15488.16**	**14918.16**
长期股权投资	29.53	29.53	29.53	29.53
固定资产	6882.95	6382.95	5882.95	5382.95
在建工程	223.47	183.47	143.47	103.47
无形资产	1713.53	1683.53	1653.53	1623.53
其他长期资产	7778.69	7778.69	7778.69	7778.69
资产总计	**53866.26**	**62574.18**	**73810.05**	**86570.55**
流动负债	**14657.18**	**15201.13**	**16967.38**	**18788.62**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	1151.87	1141.95	1277.42	1416.12
其他流动负债	13505.31	14059.18	15689.96	17372.50
非流动负债	**739.42**	**739.42**	**739.42**	**739.42**
长期借款	0.04	0.04	0.04	0.04
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	739.39	739.39	739.39	739.39
负债合计	**15396.61**	**15940.55**	**17706.80**	**19528.05**
实收资本	1506.99	1506.99	1506.99	1506.99
资本公积	741.53	741.53	741.53	741.53
留存收益	37243.41	45403.30	54868.19	65801.97
归属母公司股东权益	38484.58	46644.48	56109.37	67043.14
少数股东权益	-14.93	-10.85	-6.11	-0.64
负债和股东权益	**53866.26**	**62574.18**	**73810.05**	**86570.55**

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**21101.05**	**23643.22**	**27024.09**	**30614.68**
营业成本	5851.90	5954.45	6660.84	7384.05
税金及附加	3415.65	3782.91	4323.85	4898.35
销售费用	2603.80	2364.32	2702.41	3061.47
管理费用	1729.08	1891.46	2161.93	2449.17
研发费用	260.09	295.54	337.80	382.68
财务费用	-87.23	-178.30	-322.58	-482.90
资产减值损失	-6.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1267.68	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1206.68	1182.16	1351.20	1530.73
资产处置收益	0.05	0.00	0.00	0.00
其他收益	**98.97**	**118.22**	**135.12**	**153.07**
营业利润	9895.19	10833.21	12646.17	14605.66
营业外收入	25.04	20.00	20.00	20.00
营业外支出	41.33	40.00	40.00	40.00
利润总额	**9878.90**	**10813.21**	**12626.17**	**14585.66**
所得税	2394.30	2649.24	3156.54	3646.42
净利润	**7484.61**	**8163.98**	**9469.62**	**10939.25**
少数股东损益	2.38	4.08	4.73	5.47
归属母公司净利润	**7482.23**	**8159.89**	**9464.89**	**10933.78**
EBITDA	8023.37	10104.54	11587.26	13188.95

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	**3978.79**	**8304.99**	**8798.73**	**10095.78**
净利润	7484.61	8163.98	9469.62	10939.25
折旧摊销	782.85	750.00	750.00	750.00
营运资金变动	-2044.77	553.17	-89.69	-82.74
其它	-2243.90	-1162.16	-1331.20	-1510.73
投资活动现金流	**4472.83**	**982.16**	**1151.20**	**1330.73**
资本支出	-352.89	-200.00	-200.00	-200.00
投资变动	3623.01	0.00	0.00	0.00
其他	1202.72	1182.16	1351.20	1530.73
筹资活动现金流	**-5504.91**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-5504.91	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**2943.04**	**9287.14**	**9949.93**	**11426.51**
期初现金余额	**4300.14**	**7243.19**	**16530.33**	**26480.26**
期末现金余额	**7243.19**	**16530.33**	**26480.26**	**37906.77**

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力（%）				
营业收入增长	-8.76%	12.05%	14.30%	13.29%
营业利润增长	1.37%	9.48%	16.74%	15.49%
归属母公司净利润增长	1.35%	9.06%	15.99%	15.52%
获利能力（%）				
毛利率	72.27%	74.82%	75.35%	75.88%
净利率	35.47%	34.53%	35.04%	35.73%
ROE	19.44%	17.49%	16.87%	16.31%
ROIC	14.26%	15.15%	14.49%	13.92%
偿债能力				
资产负债率（%）	28.58%	25.47%	23.99%	22.56%
净负债比率	-18.83%	-35.45%	-47.20%	-56.54%
流动比率	2.54	3.06	3.44	3.81
速动比率	1.53	2.09	2.46	2.84
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.38	0.37	0.35
应收账款周转率	4994.06	1825.00	1825.00	1825.00
存货周转率	1.42	1.61	1.65	1.68
每股指标（元）				
每股收益	4.97	5.41	6.28	7.26
每股经营现金流	2.64	5.51	5.84	6.70
每股净资产	25.54	30.95	37.23	44.49
估值比率				
P/E	47.53	34.37	29.63	25.65
P/B	9.24	6.01	5.00	4.18
EV/EBITDA	43.42	26.12	21.92	18.39

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%～-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。