

业绩符合预期，看好全年稳健发展

洋河股份(002304)

评级:	买入	股票代码:	002304
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	190.66/126.2
目标价格:		总市值(亿)	2,277.51
最新收盘价:	151.13	自由流通市值(亿)	2,271.05
		自由流通股数(百万)	1,502.71

事件概述

公司实现营收 301.05 亿元，同比+18.8%；归母净利润 93.78 亿元，同比+24.91%；扣非归母净利润 92.77 亿元，同比+25.82%。其中 22Q4 实现营收 36.22 亿元，同比+6.29%；归母净利润 3.06 亿元，同比+3.67%。23Q1 公司实现营收 150.5 亿元，同比+15.51%；实现归母净利润 57.66 亿元，同比+15.66%。

分析判断:

► 股权激励顺利收关，业绩稳健增长

由于疫情扰动，2022 年白酒消费场景受影响较大。公司在外部环境压力较大的背景下，克服困难，并抓住疫情防控措施放开后的有利机遇，实现 22 年及 23Q1 营收、利润双双增长超过 15%。公司 22 年实现营收 301.05 亿元，同比+18.8%，营收增幅超过 2021 年股权激励方案所设定的 15% 的目标，顺利完成考核计划。其中 22Q4 公司实现营收 36.22 亿元，同比+6.29%；实现归母净利润 3.06 亿元，同比+3.67%。23Q1 公司实现营收 150.5 亿元，同比+15.51%；实现归母净利润 57.66 亿元，同比+15.66%。合并 22Q4 与 23Q1 来看，公司共实现营收 186.72 亿元，同比+13.85%；归母净利润 60.72 亿元，同比+15%；旺季销售表现稳健。

从销售收现来看，公司 22Q4/23Q1 分别实现销售收现 93.36/103.2 亿元，分别同比-33.31%/+28.90%，合并 22Q4 与 23Q1 实现销售收现 196.56 亿元，同比-10.88%。从合同负债来看，公司 22 年末/23Q1 期末合同负债余额分别为 137.4/69.75 亿元，分别同比-13.0%/-28.6%。我们预计销售收现及合同负债余额下滑主因疫情管控放开初期渠道信心不足而存在的打款滞后性所致，未来有望持续向好。

► 产品结构持续提升，省外继续发力

公司 22 年实现白酒销量 19.53 万吨，同比+6.15%，吨价同比+13.1%，产品升级势头明显。从产品结构来看，22 年公司中高档酒/普通酒营收分别同比+21.87%/+4.97%，公司营收增长主要由中高档产品带动。我们认为公司产品结构提升主因近年来在次高端价格带的布局以及 22 年对超级大单品“海之蓝”进行升级，未来仍持续看好公司产品结构提升。从营收区域分布来看，22 年公司省内/省外分别实现营收 133.21/161.79 亿元，分别同比+15.28%/+23.66%，省外表现更为亮眼。公司在维持省内基地市场稳定的同时，积极开拓省外市场。从招商数量上来看，截止 22 年底，公司共有经销商 8238 个，其中省内/省外分别有 2977/5261 个，较去年同比分别+27/+69 个，省外招商数量更多。我们认为随着洋河品牌势能的提升，其在省外的营收有望进一步取得突破。

► 组织变革展现成效，经营效率优化

成本端来看，公司 22 年/23Q1 毛利率分别为 74.6%/76.6%，分别同比-0.72pct/-0.7pct，基本保持稳定，预计毛利率略降因毛利率略低于梦系列的百亿大单品海之蓝升级后动销旺盛，摊薄毛利率水平。费用端来看，公司 22 年/23Q1 整体费用率水平分别为 19.04%/10.69%，分别同比-1.61pct/+0.09pct，其中 22 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.88%/6.43%/0.84%/-2.11%，分别同比-0.1pct/-0.79pct/-0.18pct/-0.54pct，23Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.41%/3.74%/0.44%/-0.90%，分别同比+0.81pct/-0.32pct/-0.26pct/-0.15pct。22 年及 23Q1 财务费用率下滑较多主因银行存款利息收入增加，23Q1 销售费用率微增我们预计主因销售费用结算时点较为集中所致，公司费用率整体水平稳中有

降。利润端来看，公司 22 年/23Q1 扣非归母净利润率分别为 30.82%/37.64%，分别同比 +1.74pct/+0.05pct，净利润率提升，经营效率优化。我们认为效率优化主因公司进行营销组织调整，实现“营销总部管总、事业部管战”，营销机构全面下沉，费用监管更加灵活，未来经营效率有望持续优化。

投资建议

参考最新业绩表现，同时考虑后续白酒动销旺季分布情况，我们下调公司 23-24 年 356.20/405.71 亿元的预测至 346.44/388.07 亿元，新增 25 年营收 429.63 亿元的预测；下调公司 23-24 年 EPS 为 7.53/8.70 元的预测至 7.34/8.50 元，新增 25 年 EPS 为 9.74 元的预测，对应 4 月 25 日 151.13 元的收盘价，对应 PE 分别为 21/18/16 倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧、产品动销不及预期、疫情反复风险

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,350	30,105	34,644	38,807	42,963
YoY (%)	20.1%	18.8%	15.1%	12.0%	10.7%
归母净利润(百万元)	7,508	9,378	11,060	12,802	14,671
YoY (%)	0.3%	24.9%	17.9%	15.7%	14.6%
毛利率 (%)	75.3%	74.6%	74.7%	74.9%	75.2%
每股收益 (元)	5.01	6.23	7.34	8.50	9.74
ROE	17.7%	19.8%	18.9%	17.9%	17.1%
市盈率	30.14	24.28	20.59	17.79	15.52

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	30,105	34,644	38,807	42,963	净利润	9,389	11,070	12,815	14,685
YoY (%)	18.8%	15.1%	12.0%	10.7%	折旧和摊销	753	739	737	744
营业成本	7,646	8,765	9,752	10,659	营运资金变动	-6,204	-398	4,784	-4,532
营业税金及附加	4,388	5,370	5,899	6,529	经营活动现金流	3,648	10,488	17,432	9,894
销售费用	4,179	4,781	5,278	5,757	资本开支	-534	-498	-510	-491
管理费用	1,936	2,421	2,654	2,930	投资	4,129	-2	-2	-1
财务费用	-636	-731	-1,060	-1,597	投资活动现金流	4,017	485	453	551
研发费用	254	346	369	408	股权募资	43	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	426	985	965	1,043	筹资活动现金流	-4,492	0	0	0
营业利润	12,509	14,784	16,991	19,441	现金净流量	3,172	10,973	17,885	10,445
营业外收支	-6	-63	-63	-41					
利润总额	12,503	14,721	16,928	19,399	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	3,114	3,651	4,114	4,714	成长能力				
净利润	9,389	11,070	12,815	14,685	营业收入增长率	18.8%	15.1%	12.0%	10.7%
归属于母公司净利润	9,378	11,060	12,802	14,671	净利润增长率	24.9%	17.9%	15.7%	14.6%
YoY (%)	24.9%	17.9%	15.7%	14.6%	盈利能力				
每股收益	6.23	7.34	8.50	9.74	毛利率	74.6%	74.7%	74.9%	75.2%
					净利率	31.2%	31.9%	33.0%	34.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	13.8%	12.9%	12.7%	12.5%
货币资金	24,375	35,349	53,234	63,679	净资产收益率 ROE	19.8%	18.9%	17.9%	17.1%
预付款项	11	13	14	16	偿债能力				
存货	17,729	24,161	22,052	28,208	流动比率	2.58	2.63	2.96	3.28
其他流动资产	9,396	9,838	9,428	10,259	速动比率	1.69	1.71	2.18	2.37
流动资产合计	51,512	69,361	84,728	102,161	现金比率	1.22	1.34	1.86	2.05
长期股权投资	33	35	36	38	资产负债率	30.1%	31.5%	29.0%	26.9%
固定资产	5,795	5,263	4,719	4,175	经营效率				
无形资产	1,714	1,715	1,721	1,730	总资产周转率	0.44	0.45	0.42	0.39
非流动资产合计	16,452	16,151	15,864	15,573	每股指标 (元)				
资产合计	67,964	85,512	100,592	117,734	每股收益	6.23	7.34	8.50	9.74
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	31.50	38.84	47.34	57.07
应付账款及票据	1,376	2,104	1,726	2,440	每股经营现金流	2.42	6.96	11.57	6.57
其他流动负债	18,552	24,302	26,945	28,688	每股股利	3.74	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	19,928	26,406	28,671	31,128	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	24.28	20.59	17.79	15.52
其他长期负债	511	511	511	511	PB	5.09	3.89	3.19	2.65
非流动负债合计	511	511	511	511					
负债合计	20,440	26,918	29,183	31,639					
股本	1,507	1,507	1,507	1,507					
少数股东权益	50	59	72	86					
股东权益合计	47,524	58,595	71,409	86,095					
负债和股东权益合计	67,964	85,512	100,592	117,734					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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