

洋河股份 (002304.SZ) 改革持续深化, 经营稳中求进

2023年04月26日

——公司信息更新报告

投资评级: 增持 (维持)

张宇光 (分析师)

逢晓娟 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

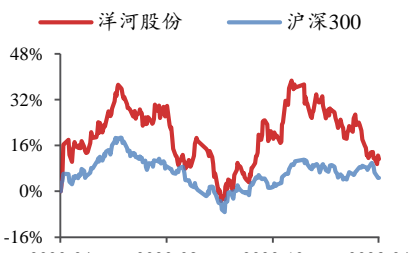
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790521060002

日期	2023/4/26
当前股价(元)	149.55
一年最高最低(元)	190.66/126.20
总市值(亿元)	2,253.70
流通市值(亿元)	2,245.19
总股本(亿股)	15.07
流通股本(亿股)	15.01
近3个月换手率(%)	21.64

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《收入维持高增, 盈利能力改善——公司信息更新报告》-2022.10.31

《疫情下实现稳健增长, 渠道结构持续优化——公司信息更新报告》-2022.8.30

《开门红如期而至, 改革潜力释放——公司信息更新报告》-2022.4.29

● 改革战略稳步推进, 经营势头拾级而上, 维持“增持”评级

公司2022年营收301.1亿元, 同比+18.8%, 归母净利润93.8亿元, 同比+24.9%, 扣非归母净利润92.8亿元, 同比+25.8%。2023Q1营收150.5亿元, 同比+15.5%, 归母净利润57.7亿元, 同比+15.7%, 扣非归母净利润56.7亿元, 同比+15.68%。考虑公司产品结构调整恢复, 我们略下调2023-2024年盈利预测, 并新增2025年盈利预测, 预计2023-2025年净利润分别为112.9(-0.8)亿元、133.1(-1.6)亿元、159.3亿元, 同比分别+20.4%、+17.9%、+19.7%, EPS分别为7.49(-0.05)元、8.83(-0.11)元、10.57元, 当前股价对应PE分别为20.0、16.9、14.1倍, 公司深化改革效果明显, 主产品升级顺畅, 渠道利润明显回升, 同时在600元新价格带具备一定话语权, 为长期可持续发展打下坚实基础, 维持“增持”评级。

● 基座产品表现更好, 次高端以上产品稳健增长

2022年分产品看, 中高档/普通白酒收入分别约262.3/32.7亿元、同增+21.9%/+5.0%, 我们预计主打宴席场景的腰部和基座产品表现更好, M6+在600元价格带先发优势明显, 随着后续商务需求恢复, 仍有提升潜力。

● 省外市场势头不减, 经销商渠道持续优化

2022年省内收入133.2亿元, 同比+15.3%, 省外收入161.8亿元, 同比+23.7%。2022年末公司共有经销商8238家; 其中省内经销商2977家, 增加325家, 减少298家; 省外经销商5261家, 增加1570家, 减少1501家。公司主动进行经销商的优化调整, 渠道质量更加健康。

● 2022年疫情累计压力影响春节回款, 毛利率微降, 净利率微增

2023年Q1末合同负债69.7亿元, 环比2022Q4末减少67.7亿元, 主要是2022年疫情对公司销售有一定影响, 节前考虑到市场库存和经销商压力, 2023年春节回款要求低于2022年同期。受返乡潮影响, 估计2023年Q1产品结构略有下降, Q1毛利率同比-0.70pct至76.60%, 净利率同比+0.10pct至38.39%。

● 风险提示: 宏观经济波动致使需求下滑, 省外扩张不及预期等

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,350	30,105	34,951	40,522	47,153
YOY(%)	20.1	18.8	16.1	15.9	16.4
归母净利润(百万元)	7,508	9,378	11,289	13,306	15,931
YOY(%)	0.3	24.9	20.4	17.9	19.7
毛利率(%)	75.3	74.6	75.0	75.7	76.7
净利率(%)	29.6	31.2	32.3	32.9	33.8
ROE(%)	17.7	19.8	19.2	19.5	19.7
EPS(摊薄/元)	4.98	6.22	7.49	8.83	10.57
P/E(倍)	30.0	24.0	20.0	16.9	14.1
P/B(倍)	5.3	4.7	3.8	3.3	2.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	49765	51512	61091	69995	82071
现金	20956	24375	29740	37539	45252
应收票据及应收账款	665	571	864	800	1136
其他应收款	12	74	25	90	44
预付账款	9	11	13	15	17
存货	16803	17729	21698	22800	26870
其他流动资产	11320	8751	8751	8751	8751
非流动资产	18034	16452	17250	18055	18966
长期投资	33	33	35	37	40
固定资产	6276	5795	6730	7661	8658
无形资产	1680	1714	1672	1606	1546
其他非流动资产	10045	8910	8813	8750	8723
资产总计	67799	67964	78340	88050	101037
流动负债	24733	19928	19002	19066	19550
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1474	1376	0	0	0
其他流动负债	23259	18552	19002	19066	19550
非流动负债	584	511	512	512	512
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	584	511	511	511	511
负债合计	25317	20440	19513	19578	20062
少数股东权益	-5	50	63	80	99
股本	1507	1507	1507	1507	1507
资本公积	782	905	905	905	905
留存收益	40259	45118	51281	59071	69151
归属母公司股东权益	42486	47475	58764	68392	80876
负债和股东权益	67799	67964	78340	88050	101037

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	15318	3648	5703	11806	11557
净利润	7513	9389	11303	13322	15951
折旧摊销	754	742	652	797	954
财务费用	-399	-636	-632	-771	-968
投资损失	-901	-426	-502	-502	-502
营运资金变动	7903	-6084	-5115	-1037	-3882
其他经营现金流	448	663	-2	-3	3
投资活动现金流	1837	4017	-948	-1100	-1364
资本支出	424	539	1447	1600	1863
长期投资	1356	4129	-2	-2	-2
其他投资现金流	904	426	502	502	502
筹资活动现金流	-3548	-4492	608	-2906	-2480
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	-0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	41	122	0	0	0
其他筹资现金流	-3589	-4614	608	-2906	-2480
现金净增加额	13604	3172	5364	7799	7713

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	25350	30105	34951	40522	47153
营业成本	6255	7646	8729	9852	10997
营业税金及附加	4148	4388	5490	6301	7204
营业费用	3544	4179	4194	4863	5658
管理费用	1830	1936	2377	2755	3206
研发费用	258	254	361	391	446
财务费用	-399	-636	-632	-771	-968
资产减值损失	-7	-2	0	0	0
其他收益	91	64	100	100	100
公允价值变动收益	-721	-318	0	0	0
投资净收益	901	426	502	502	502
资产处置收益	0	2	0	0	0
营业利润	9989	12509	15032	17730	21214
营业外收入	21	26	23	24	24
营业外支出	63	32	47	39	43
利润总额	9946	12503	15007	17715	21195
所得税	2434	3114	3705	4392	5244
净利润	7513	9389	11303	13322	15951
少数股东损益	5	12	14	16	20
归属母公司净利润	7508	9378	11289	13306	15931
EBITDA	10071	12514	14848	17502	20907
EPS(元)	4.98	6.22	7.49	8.83	10.57

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	20.1	18.8	16.1	15.9	16.4
营业利润(%)	0.9	25.2	20.2	17.9	19.7
归属于母公司净利润(%)	0.3	24.9	20.4	17.9	19.7
获利能力					
毛利率(%)	75.3	74.6	75.0	75.7	76.7
净利率(%)	29.6	31.2	32.3	32.9	33.8
ROE(%)	17.7	19.8	19.2	19.5	19.7
ROIC(%)	66.1	58.2	50.7	54.8	54.2
偿债能力					
资产负债率(%)	37.3	30.1	24.9	22.2	19.9
净负债比率(%)	-48.7	-50.6	-50.1	-54.4	-55.5
流动比率	2.0	2.6	3.2	3.7	4.2
速动比率	1.3	1.7	2.1	2.5	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	9263.4	1297.9	1297.9	1297.9	1297.9
应付账款周转率	4.8	5.4	12.7	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.98	6.22	7.49	8.83	10.57
每股经营现金流(最新摊薄)	10.16	2.42	3.78	7.83	7.67
每股净资产(最新摊薄)	28.19	31.50	38.99	45.38	53.67
估值比率					
P/E	30.0	24.0	20.0	16.9	14.1
P/B	5.3	4.7	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	19.2	15.5	12.7	10.3	8.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn