

洋河股份 (002304.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

为什么我们持续看好洋河?

经营分析

年报及一季报亮点: 1) 白酒吨价重回双位数增长, 结构升级趋势不改。22 年白酒量+6.2%、价+13%, 为 19 年改革以来最快。Q1 春节返乡潮下, 海之蓝、水晶梦表现不错, 梦 6+ 受因场景受限承压。2) 招商重回正增通道, 判断梳理接近尾声。公司 22H1 经销商数量对比 19 年下降 23%, 我们认为, 公司坚持一商为主、多商配称, 重新对经销商进行筛选, 22H2 经销商已增长中个位数。3) 员工待遇、消费者培育提升, 其余费效比增强。公司 22 年人均薪酬对比 18 年提升 50%, 张总上任后 21 年通过股权激励、普遍涨薪等改善待遇, 22 年组织架构扁平化 (从 30 多个大区转为 61 个事业部), 23 年初发放给营销团队嘉奖 1280 万。对比 19 年, 22 年广告促销费率提升 1.24pct, 渠道利润回升, 22 年经销商大会首次给予 1.5 亿现金奖励。此外, 更多费用直投消费者 (扫码红包+C 端营销), 费效比提升。对比 19 年, 22 年管理费率下降 1.6pct, 张总上任后加紧反腐严查工作, 减少高管利益输送行为问题, 22 年已基本调整完成。

4) 23Q1 预收款同比-28.6% (预计尚未给经销商结算的折扣减少), 但对比 21Q1 增加 13.8%, Q1 回款比例 50%。

5) 信托已全部到期, 计提减值安全垫充足 (金额 1.65 亿元)。

边际变化: 1) 南京洋河规模 20 来亿, 22 年达成率排名靠后。但 Q4 新负责人已到位, 董事长亲自挂靠南京, 积极委派业务强干人员, 对接政商务资源, 梳理经销商。洋河在南京正补齐短板、解决库存价盘问题, 春节开票已略超目标。2) 张总上台后积极推进反腐自查, 23 年年高管市场化考核程度提升, 未来可能采取更多激励手段。南京渠道反馈, 五一宴席火爆, 洋河整体增速 20%+ (低基数下, 水晶梦增速 40%+、梦 6+ 恢复 20%多), 库存环比改善。

我们预计 23 年梦 6+、水晶梦增速 20%+, 海天双位数; 到 25 年梦 6+ 报表端百亿 (22-25 年 CAGR 为 25-30%), 海双位数增长, 双沟、老名酒规模扩大, 并期待梦 9、手工班的升级换代。利润端, 净利率每年提升 0.5-1pct, 23 年 PE 为 19X (目标 30X), 一年空间 50%+。

盈利预测、估值与评级

预计 23-25 年收入增速 18%/17%/16%, 利润增速 22%/20%/18%, EPS 为 7.58/9.07/10.72 元, 对应 PE 19/16/14X, 维持“买入”评级。

风险提示

区域市场竞争加剧; 梦 6+ 全国化不及预期; 宏观经济下行风险。

食品饮料组

分析师: 刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人: 李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 147.86 元

相关报告:

- 《洋河股份公司点评: 经营稳健, 业绩符合预期》, 2023.4.26
- 《业绩超预期, 预收款表现亮眼-洋河股份三季报点评》, 2022.10.28
- 《业绩符合预期, Q3 控节奏行稳致远-洋河股份经营公告点评》, 2022.10.16



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,350	30,105	35,495	41,530	47,970
营业收入增长率	20.14%	18.76%	18%	17%	16%
归母净利润(百万元)	7,508	9,378	11,430	13,667	16,155
归母净利润增长率	0.34%	24.91%	22%	20%	18%
摊薄每股收益(元)	4.982	6.223	7.584	9.069	10.720
每股经营性现金流净额	10.16	2.42	10.52	8.03	10.06
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.67%	19.75%	21.02%	21.51%	21.49%
P/E	33.07	25.79	19	16	14
P/B	5.84	5.09	4.10	3.51	2.96

来源: 公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、年报及一季报亮点.....	3
白酒吨价重回双位数增长，结构升级趋势不改.....	3
招商重回正增通道，判断梳理接近尾声.....	3
员工待遇、消费者培育提升，其余费用费效比增强.....	3
预收款对比 21 年保持增长，Q1 折扣折让或减少.....	4
信托已全部到期，计提减值安全垫充足.....	4
二、边际变化.....	4
三、近期跟踪.....	5
四、未来空间.....	5
风险提示.....	5

图表目录

图表 1： 22 年招商重回正增长通道.....	3
图表 2： 22 年白酒吨价重回双位数增长.....	3
图表 3： 人均薪酬改善明显.....	4
图表 4： 广告促销费率持续提升.....	4
图表 5： 历年预收货款拆分（亿元）.....	4
图表 6： 信托资产减值梳理.....	4

一、年报及一季报亮点

白酒吨价重回双位数增长，结构升级趋势不改

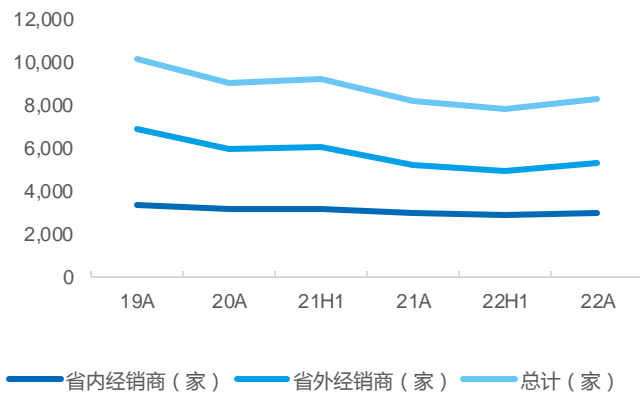
22年白酒量+6.2%、价+13%，为19年改革以来最快。分产品看，中高档（蓝色经典、珍宝坊等）/普通酒（洋河大曲、双沟大曲）收入同比+21.9%/5.0%，中高档占比+1.6pct至89%。我们预计22年海之蓝增速30-40%（报表端百亿），天之蓝10%多，梦之蓝20%左右（增速梦9&手工班>水晶梦>梦6+），双沟实现快速增长（生态苏酒、帝坊换代）。

Q1春节返乡潮下，海之蓝、水晶梦表现较好，梦6+受商务、团拜场景受限而承压。新版海22Q2上市后各季度都延续了较好增长势能，渠道利润回升至双位数，消费者认可度提升，塔基得以夯实；水晶梦20Q4换代后，22年已恢复常态化增长。

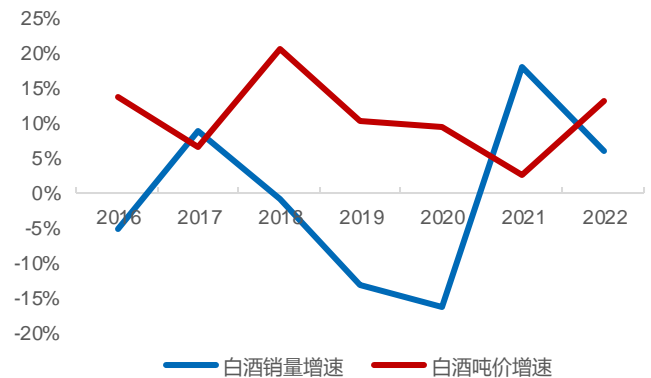
招商重回正增通道，判断梳理接近尾声

公司22H1经销商数量对比19年下降23%（省内-14%、省外-28%），我们认为，公司坚持一商为主、多商配称，重新对经销商进行筛选和梳理。22H2经销商已重回正增长（中位数左右），预计调整结束，后续双沟、洋河大曲新品、贵酒等将继续招商。

图表1：22年招商重回正增长通道



图表2：22年白酒吨价重回双位数增长



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

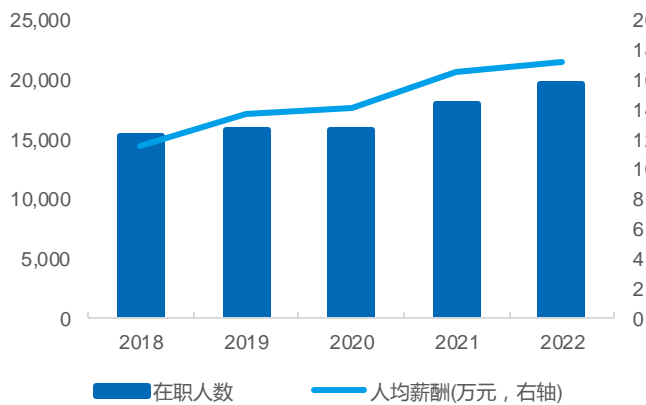
员工待遇、消费者培育提升，其余费用费效比增强

对比19年，22年销售费率累计提升2.2pct，主要系职工薪酬增加，公司22年人均薪酬对比18年累计提升50%，其中19、21年单年提升幅度在15-20%，张总上任后21年通过股权激励、普遍涨薪等手段有效改善员工待遇，22年调整组织架构（从30多个大区转为61个事业部），23年初在年度会议上发放给营销团队特别嘉奖1280万。

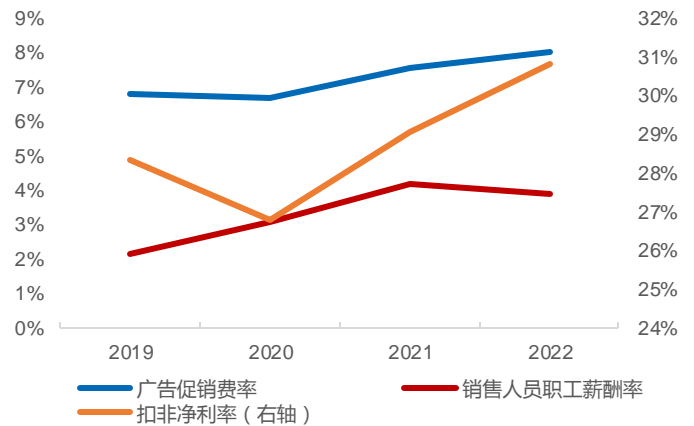
对比19年，22年广告促销费率提升1.24pct，产品换新后渠道利润回升（梦6+仍具备竞争优势，水晶梦渠道利润率于4K相当），22年经销商大会首次给予经销商1.5亿现金奖励。此外，通过数字化，更多费用可以直接投向消费者培育（扫码红包+C端营销），费效比提升。

其他费用效率增强，对比19年，22年管理费率下降1.6pct；销售费用中的其他费用也得到优化。张总上任后加紧反腐严查工作，减少公司高管利益输送行为问题（多位历任高管被查），员工轮岗以降低贪腐可能性，22年已基本调整完成，静待后续团队稳定后释放红利。

图表3: 人均薪酬改善明显



图表4: 广告促销费率持续提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

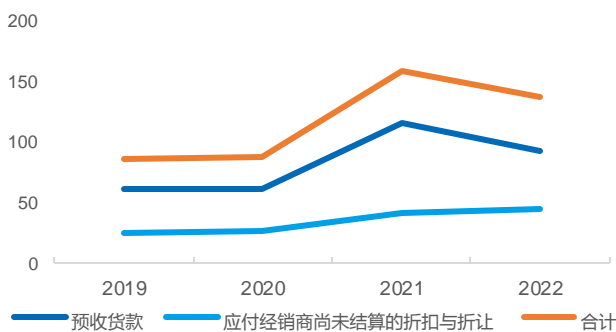
预收款对比 21 年保持增长, Q1 折扣折让或减少

23Q1 预收款同比-28.6%, 但对比 21Q1 仍增加 13.8%, 销售收现同比+28.9%, 预计 Q1 未应付但尚未结算给经销商的折扣在减少。

信托已全部到期, 计提减值安全垫充足

截止 23Q1, 公司理财产品已全部到期, 共有 3 笔需要延期兑付, 已计提减值 1.65 亿元, 安全垫较充足, 且后续仍有收回的可能 (有地产资产做支撑), 信托资产影响已消除。

图表5: 历年预收货款拆分 (亿元)



图表6: 信托资产减值梳理

	2021 年年报	2022 年中报	2022 年年报
恒大新世界减值 (亿元)	0.36	0.33	0.65
其他信托理财减值 (亿元)	2.14	1.93	1.00
截止期末合计计提减值金额 (亿元)	2.51	2.26	1.65
减值冲回 (亿元)	0.00	0.25	0.86
未到期/未兑付产品数量	15	9	3

来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、边际变化

1) 南京洋河销售规模 20 来亿, 受历史原因影响, 22 年达成率排名靠后。但 Q4 新负责人已变更到位, 董事长亲自挂帅南京, 积极委派业务强干人员, 对接政商务团购资源, 梳理经销商。南京本是各家必争的样板市场, 洋河正补齐短板、解决库存价盘问题, 春节开票已略超目标。

2) 梦 6+ 作为核心战略产品纳入高端分公司, 强化 KPI 考核, 23 年省内苏南地区的人员、资源已到位, 有望加快解决发展不均衡的问题; 省外会加强与消费者、团购单位的直接对接, 增加品牌运营活动。我们认为, 梦 6+ 作为高线次高端大单品, 龙头地位稳固, 有望充分受益于商务等场景复苏。2 月 16 日起全国停货, 库存环比降低, 蓄力后续旺季。

3) 水晶梦完成换代后已步入正常发展阶段, 23 年春节表现不错; 天之蓝将重点发力省外升级; 新版海之蓝渠道推力、认可度提升, 春节表现较好, 23 年将借助数字化继续强化动销; 梦 9、手工班正在解决存在的问题, 推进升级。

4) 张总上台后积极推进反腐自查工作, 21 年全员涨薪并出台员工持股计划; 22 年 30 多个大区变为 60 多个事业部, 任用年轻干部、费用权利下放; 23 年年度会议给予销售团队 1280 万元的特殊嘉奖, 高管市场化考核程度提升。未来可能采取更多激励手段提升内部动能, 静待红利释放。

三、近期跟踪

Q1 回款 50%，2 月 16 日起梦 6+ 停货挺价（行业中较早），批价已提升 10 元至 600 元左右。3 月底，低度/高度梦 6+ 提价 20+（幅度为 3% 左右）。

23 年公司提出洋河百亿名酒战略，聚焦 2 大单品：洋河大曲经典版（百元盒装酒，春糖发布）+ 洋河敦煌（50-80 元的高线光瓶，4 月 20 号发布）。区域上：要在全国打造 13730 工程，打造 1 个根据地市场、3 个板块化市场，推进 7 个重点省份市场，在全国建立 30 个重点城市样板。渠道上：全国三级客户实施厂商一体化联盟，持续推进股权招商。产品上：包装、品质优化，增加开瓶扫码新玩法，植入数字化营销。

南京渠道反馈，五一宴席火爆，洋河整体增速 20%+（低基数下，水晶梦增速 40%+、梦 6+ 有 20% 多），库存环比改善至 2 个月以内。我们认为，随着后续宴席、商务宴请的需求恢复，梦 6+ 有望重回良性增长阶段。

四、未来空间

我们预计，公司 22-25 年收入端有望实现 17% 的增速，预计 23 年梦 6+、水晶梦增速 20%+，海天双位数；到 25 年梦 6+ 报表端实现百亿（22-25 年 CEGR 为 25-30%），海之蓝保持双位数增长，双沟、老名酒规模有望进一步提升，并期待中长期梦 9、手工班的升级换代。

利润端，考虑结构升级，且公司继续优化费效比，规模效应将显现，预计未来稳中有进，净利率每年保持 0.5-1pct 的提升。

预计 23-25 年收入增速为 18%/17%/16%，利润增速为 22%/20%/18%，对应 EPS 为 7.58/9.07/10.72 元，当前股价对应 PE 为 19/16/14X，23 年 PE 为近 3 年来底部。23 年目标 PE 为 30X，一年看空间 50%（催化剂是梦 6+ 提速、潜在股权激励落地），维持“买入”评级。

风险提示

区域市场竞争加剧；梦 6+ 全国化不及预期；宏观经济下行风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	21,101	25,350	30,105	35,495	41,530	47,970	货币资金	7,243	20,956	24,375	33,704	39,828	48,932	
增长率	20.1%	18.8%	17.9%	17.0%	15.5%		应收款项	648	899	1,269	817	956	1,104	
主营业务成本	-5,852	-6,255	-7,646	-8,698	-9,829	-10,946	存货	14,853	16,803	17,729	19,541	21,946	23,992	
%销售收入	27.7%	24.7%	25.4%	24.5%	23.7%	22.8%	其他流动资产	14,494	11,106	8,139	8,311	8,343	8,385	
毛利	15,249	19,095	22,459	26,797	31,702	37,024	流动资产	37,238	49,765	51,512	62,372	71,072	82,413	
%销售收入	72.3%	75.3%	74.6%	75.5%	76.3%	77.2%	%总资产	69.1%	73.4%	75.8%	77.1%	78.2%	79.5%	
营业税金及附加	-3,416	-4,148	-4,388	-5,218	-6,105	-7,052	长期投资	6,396	7,669	6,182	7,688	8,693	9,697	
%销售收入	16.2%	16.4%	14.6%	14.7%	14.7%	14.7%	固定资产	7,106	6,802	6,552	6,820	7,031	7,297	
销售费用	-2,604	-3,544	-4,179	-5,040	-5,856	-6,716	%总资产	13.2%	10.0%	9.6%	8.4%	7.7%	7.0%	
%销售收入	12.3%	14.0%	13.9%	14.2%	14.1%	14.0%	无形资产	1,990	1,972	2,002	2,046	2,089	2,132	
管理费用	-1,729	-1,830	-1,936	-2,201	-2,492	-2,830	非流动资产	16,628	18,034	16,452	18,476	19,834	21,246	
%销售收入	8.2%	7.2%	6.4%	6.2%	6.0%	5.9%	%总资产	30.9%	26.6%	24.2%	22.9%	21.8%	20.5%	
研发费用	-260	-258	-254	-295	-345	-398	资产总计	53,866	67,799	67,964	80,848	90,906	103,659	
%销售收入	1.2%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	短期借款	0	8	24	20	20	20	
息税前利润 (EBIT)	7,241	9,314	11,703	14,044	16,904	20,028	应付款项	2,709	3,283	3,231	3,941	4,478	5,024	
%销售收入	34.3%	36.7%	38.9%	39.6%	40.7%	41.8%	其他流动负债	11,949	21,442	16,673	21,930	22,269	22,803	
财务费用	87	399	636	581	735	887	流动负债	14,657	24,733	19,928	25,891	26,767	27,847	
%销售收入	-0.4%	-1.6%	-2.1%	-1.6%	-1.8%	-1.8%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-6	5	-3	4	2	1	其他长期负债	739	584	511	511	533	557	
公允价值变动收益	1,268	-721	-318	100	20	30	负债	15,397	25,317	20,440	26,402	27,301	28,404	
投资收益	1,207	901	412	420	440	460	普通股股东权益	38,485	42,486	47,475	54,384	63,529	75,163	
%税前利润	12.2%	9.1%	3.3%	2.8%	2.4%	2.1%	其中：股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	
营业利润	9,895	9,989	12,509	15,248	18,212	21,521	未分配利润	36,490	39,506	44,364	51,273	60,418	72,052	
营业利润率	46.9%	39.4%	41.6%	43.0%	43.9%	44.9%	少数股东权益	-15	-5	50	62	76	92	
营业外收支	-16	-43	-6	-12	5	10	负债股东权益合计	53,866	67,799	67,964	80,848	90,906	103,659	
税前利润	9,879	9,946	12,503	15,236	18,217	21,531	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	46.8%	39.2%	41.5%	42.9%	43.9%	44.9%	每股指标							
所得税	-2,394	-2,434	-3,114	-3,794	-4,536	-5,361	每股收益	4.965	4.982	6.223	7.584	9.069	10.720	
所得税率	24.2%	24.5%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%	每股净资产	25.537	28.193	31.503	36.088	42.156	49.876	
净利润	7,485	7,513	9,389	11,442	13,681	16,170	每股经营现金净流	2.640	10.165	2.420	10.520	8.032	10.060	
少数股东损益	2	5	12	13	14	15	每股股利	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	
归属于母公司的净利润	7,482	7,508	9,378	11,430	13,667	16,155	回报率							
净利率	35.5%	29.6%	31.2%	32.2%	32.9%	33.7%	净资产收益率	19.44%	17.67%	19.75%	21.02%	21.51%	21.49%	
							总资产收益率	13.89%	11.07%	13.80%	14.14%	15.03%	15.58%	
							投入资本收益率	14.09%	16.44%	18.40%	19.29%	19.88%	19.91%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	-8.76%	20.14%	18.76%	17.90%	17.00%	15.51%	
							EBIT增长率	-15.71%	28.64%	25.65%	20.01%	20.37%	18.48%	
							净利润增长率	1.35%	0.34%	24.91%	21.88%	19.57%	18.20%	
							总资产增长率	0.77%	25.86%	0.24%	18.96%	12.44%	14.03%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	0.2	0.0	0.3	0.2	0.3	0.3	
							存货周转天数	913.3	923.6	824.3	820.0	815.0	800.0	
							应付账款周转天数	77.4	75.7	67.3	70.0	70.0	70.0	
							固定资产周转天数	119.1	90.4	70.3	59.3	49.9	42.2	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-56.01%	-75.09%	-68.07%	-76.74%	-75.35%	-75.82%	
							EBIT利息保障倍数	-83.0	-23.3	-18.4	-24.2	-23.0	-22.6	
							资产负债率	28.58%	37.34%	30.07%	32.66%	30.03%	27.40%	

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-29	买入	169.10	N/A
2	2021-10-26	买入	181.20	N/A
3	2021-11-29	买入	176.01	N/A
4	2022-04-29	买入	144.60	N/A
5	2022-08-27	买入	174.43	N/A
6	2022-10-16	买入	153.36	N/A
7	2022-10-28	买入	129.92	N/A
8	2023-04-26	买入	151.13	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

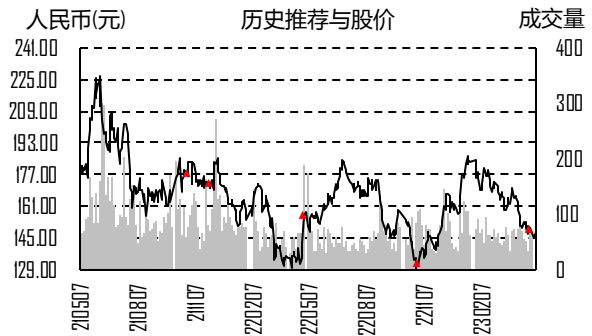
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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



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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402