



洋河股份 (002304.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

扣非符合预期，毛利率明显改善

业绩简评

8月28日，公司公告，23H1实现营收218.73亿元，同比+15.68%；归母净利78.62亿元，同比+14.06%；扣非净利77.13亿元，同比+16.11%。23Q2实现营收68.27亿元，同比+16.06%；归母净利20.96亿元，同比+9.86%；扣非净利20.47亿元，同比+17.34%。

经营分析

省外增长良好，升级速度提升。1)分产品看，H1中高档(蓝色经典、珍宝坊等)/普通档收入190.5/24.1亿元，同比+17.6%/3.8%。我们预计，H1海增速接近整体，水晶梦受益于婚喜宴增速较快，梦6+商务宴请疲软增速慢于整体。2)分区域看，H1白酒省内/省外实现收入94.6/120.0亿元，同比+9.9%/21.0%，省外占比同比+2.7pct至56%，预计北京、上海、江西等市场增速领先；省内南京处于调整期，苏中竞品扰动。H1省内/省外增加经销商8/215家，老经销商筛选接近尾声，洋河大曲、双沟新品招商推进。3)H1合同负债同比-32.7%，环比-16.5e，Q2销售收现同比+13.8%。H1渠道回款进度6-7成，公司基于实际调整进度节奏。

结构优化带动毛利率大幅上行，广宣促销费高举高打。

Q2毛利率低基数下同比+8.6pct，系去年同期海换代升级+部分区域买一赠一促销而高两位数增长，今年Q2海增速明显放缓，水晶梦表现更好；销售/管理费率同比+6.1/-1.7pct，系疫后费投加大+春糖、封藏大典有频繁推新举措；税金及附加占比同比+4.6pct，系缴税节奏影响，投资收益/公允价值变动同比-2.1/-1.3pct(或系去年理财、信托等的价值扰动，当前公司已无在手信托)，带动扣非净利率同比+0.3pct，净利率同比-1.8pct。H1毛利率同比+2.2pct(中高档/普通档同比+1.3/3.8pct，系升级+成本改善)，销售/管理费率同比+2.5/-0.7pct(广告促销费率同比+2.4pct)，税金及附加占比同比+0.7pct，扣非净利率同比+0.1pct。

中秋国庆双节带动家宴需求，洋河有望充分受益。当前批价维稳，库存水平接近3个月，今年双节促销力度加大，且从买一赠一转为更直接的现金奖励，厂商也承担了更多团购客情维护。南京市场经销商清理、价盘逐步理顺，有望逐步企稳回升。梦6+在省内600元价格带占据绝对优势地位，静待需求恢复。

盈利预测、估值与评级

结合半年报，考虑非经常性损益、费投加大的影响，我们下调23-25年盈利预测，幅度分别为5%/5%/6%，对应EPS为7.17/8.59/10.12元，估值为19/16/13X，维持“买入”评级。

风险提示

梦6+不及预期，区域市场竞争加剧，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

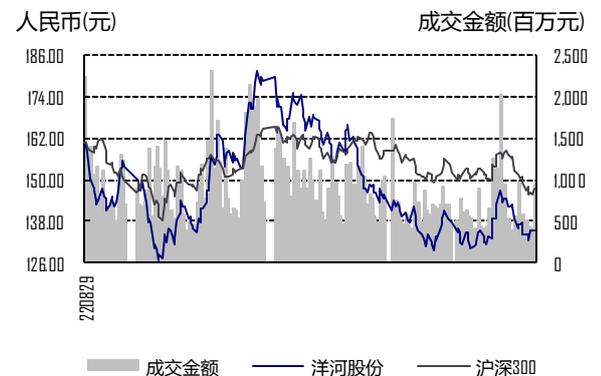
联系人：李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价(人民币)：135.58元

相关报告：

- 《洋河股份公司点评：为什么我们持续看好洋河？》，2023.5.8
- 《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



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	34,824	40,576	46,821
营业收入增长率	20.14%	18.76%	16%	17%	15%
归母净利润(百万元)	7,508	9,378	10,812	12,940	15,253
归母净利润增长率	0.34%	24.91%	15%	20%	18%
摊薄每股收益(元)	4.982	6.223	7.174	8.587	10.121
每股经营性现金流净额	10.16	2.42	10.30	7.73	9.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.67%	19.75%	20.11%	20.81%	20.92%
P/E	33.07	25.79	19	16	13
P/B	5.84	5.09	3.80	3.29	2.80

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	21,101	25,350	30,105	34,824	40,576	46,821
增长率		20.1%	18.8%	15.7%	16.5%	15.4%
主营业务成本	-5,852	-6,255	-7,646	-8,479	-9,532	-10,575
%销售收入	27.7%	24.7%	25.4%	24.3%	23.5%	22.6%
毛利	15,249	19,095	22,459	26,346	31,044	36,246
%销售收入	72.3%	75.3%	74.6%	75.7%	76.5%	77.4%
营业税金及附加	-3,416	-4,148	-4,388	-5,119	-5,965	-6,883
%销售收入	16.2%	16.4%	14.6%	14.7%	14.7%	14.7%
销售费用	-2,604	-3,544	-4,179	-5,293	-6,147	-7,070
%销售收入	12.3%	14.0%	13.9%	15.2%	15.2%	15.1%
管理费用	-1,729	-1,830	-1,936	-2,159	-2,435	-2,762
%销售收入	8.2%	7.2%	6.4%	6.2%	6.0%	5.9%
研发费用	-260	-258	-254	-289	-337	-389
%销售收入	1.2%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	7,241	9,314	11,703	13,485	16,160	19,142
%销售收入	34.3%	36.7%	38.9%	38.7%	39.8%	40.9%
财务费用	87	399	636	577	722	862
%销售收入	-0.4%	-1.6%	-2.1%	-1.7%	-1.8%	-1.8%
资产减值损失	-6	5	-3	4	2	1
公允价值变动收益	1,268	-721	-318	-100	-100	-100
投资收益	1,207	901	412	360	350	300
%税前利润	12.2%	9.1%	3.3%	2.5%	2.0%	1.5%
营业利润	9,895	9,989	12,509	14,426	17,244	20,320
营业利润率	46.9%	39.4%	41.6%	41.4%	42.5%	43.4%
营业外收支	-16	-43	-6	-12	5	10
税前利润	9,879	9,946	12,503	14,414	17,249	20,330
利润率	46.8%	39.2%	41.5%	41.4%	42.5%	43.4%
所得税	-2,394	-2,434	-3,114	-3,589	-4,295	-5,062
所得税率	24.2%	24.5%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
净利润	7,485	7,513	9,389	10,825	12,954	15,268
少数股东损益	2	5	12	13	14	15
归属于母公司的净利润	7,482	7,508	9,378	10,812	12,940	15,253
净利率	35.5%	29.6%	31.2%	31.0%	31.9%	32.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	7,485	7,513	9,389	10,825	12,954	15,268
少数股东损益	2	5	12	13	14	15
非现金支出	789	754	756	587	646	692
非经营收益	-2,250	-782	-294	-450	-333	-286
营运资金变动	-2,045	7,833	-6,204	4,554	-1,615	-1,032
经营活动现金净流	3,979	15,318	3,648	15,515	11,652	14,642
资本开支	-353	-417	-534	-917	-896	-991
投资	3,623	1,356	4,129	-1,503	-1,003	-1,003
其他	1,203	898	421	360	350	300
投资活动现金净流	4,473	1,837	4,017	-2,060	-1,549	-1,694
股权募资	0	5	43	0	0	0
债权募资	0	0	0	-4	0	0
其他	-5,505	-3,535	-4,535	-4,521	-4,521	-4,521
筹资活动现金净流	-5,505	-3,548	-4,492	-4,525	-4,521	-4,521
现金净流量	2,943	13,604	3,172	8,930	5,582	8,427

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,243	20,956	24,375	33,306	38,888	47,315
应收款项	648	899	1,269	801	934	1,078
存货	14,853	16,803	17,729	19,048	21,284	23,178
其他流动资产	14,494	11,106	8,139	8,111	8,022	7,934
流动资产	37,238	49,765	51,512	61,266	69,128	79,505
%总资产	69.1%	73.4%	75.8%	76.8%	77.7%	78.9%
长期投资	6,396	7,669	6,182	7,688	8,693	9,697
固定资产	7,106	6,802	6,552	6,820	7,031	7,297
%总资产	13.2%	10.0%	9.6%	8.6%	7.9%	7.2%
无形资产	1,990	1,972	2,002	2,046	2,089	2,132
非流动资产	16,628	18,034	16,452	18,476	19,834	21,246
%总资产	30.9%	26.6%	24.2%	23.2%	22.3%	21.1%
资产总计	53,866	67,799	67,964	79,741	88,962	100,751
短期借款	0	8	24	20	20	20
应付款项	2,709	3,283	3,231	3,897	4,411	4,940
其他流动负债	11,949	21,442	16,673	21,485	21,736	22,226
流动负债	14,657	24,733	19,928	25,402	26,168	27,185
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	739	584	511	511	533	557
负债	15,397	25,317	20,440	25,913	26,701	27,743
普通股股东权益	38,485	42,486	47,475	53,766	62,185	72,917
其中：股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507
未分配利润	36,490	39,506	44,364	50,655	59,074	69,806
少数股东权益	-15	-5	50	62	76	92
负债股东权益合计	53,866	67,799	67,964	79,741	88,962	100,751

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	4.965	4.982	6.223	7.174	8.587	10.121
每股净资产	25.537	28.193	31.503	35.678	41.264	48.386
每股经营现金净流	2.640	10.165	2.420	10.296	7.732	9.716
每股股利	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
回报率						
净资产收益率	19.44%	17.67%	19.75%	20.11%	20.81%	20.92%
总资产收益率	13.89%	11.07%	13.80%	13.56%	14.55%	15.14%
投入资本收益率	14.09%	16.44%	18.40%	18.73%	19.41%	19.61%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.76%	20.14%	18.76%	15.68%	16.52%	15.39%
EBIT增长率	-15.71%	28.64%	25.65%	15.23%	19.84%	18.45%
净利润增长率	1.35%	0.34%	24.91%	15.29%	19.68%	17.87%
总资产增长率	0.77%	25.86%	0.24%	17.33%	11.56%	13.25%
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	60.4	51.0	43.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.01%	-75.09%	-68.07%	-76.51%	-74.95%	-75.32%
EBIT利息保障倍数	-83.0	-23.3	-18.4	-23.4	-22.4	-22.2
资产负债率	28.58%	37.34%	30.07%	32.50%	30.01%	27.54%

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	2021-10-26	买入	181.20	N/A
2	2021-11-29	买入	176.01	N/A
3	2022-04-29	买入	144.60	N/A
4	2022-08-27	买入	174.43	N/A
5	2022-10-16	买入	153.36	N/A
6	2022-10-28	买入	129.92	N/A
7	2023-04-26	买入	151.13	N/A
8	2023-05-08	买入	147.86	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

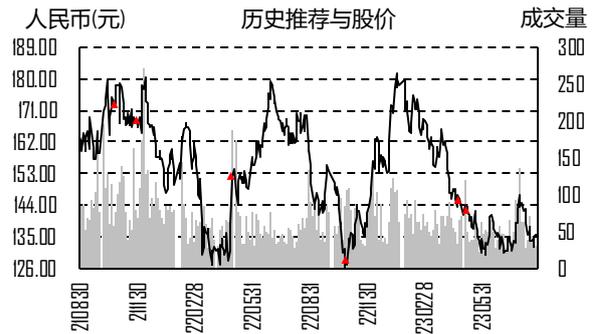
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究