

# 主业表现符合预期，结构稳健提升

## 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)	2,043.17
最新收盘价:	136.35	自由流通市值(亿)	2,037.37
		自由流通股数(百万)	1,502.71

### 事件概述

公司23H1实现营业收入218.73亿元，同比+15.68%，归母净利润78.62亿元，同比+14.06%，扣非归母净利润77.13亿元，同比+16.11%。据此推算，23Q2公司实现营业收入68.27亿元，同比+16.06%，归母净利润20.96亿元，同比+9.86%，扣非归母净利润20.47亿元，同比+17.34%。

### 分析判断:

#### ► 结构升级持续，省外表现亮眼

受益于消费场景恢复，公司2023H1实现营收、利润均实现双位数增长。公司23H1合同负债余额53.23亿元，同比-32.7%，同比下降主因预收经销商货款结转收入节奏变动所致；经营活动现金流净额2.65亿元，去年同期为-44.54亿元，主因公司本期销售商品收到现金增加以及支付各项税费减少所致。

从产品结构来看，公司结构升级势头延续。23H1公司中高档酒/普通酒营收分别为190.51/24.06亿元，分别同比+17.60%/+3.80%，中高档酒增速高于普通档次产品；从各档次营收比例看，23H1公司中高档酒/普通酒占营收占比分别为88.79%/11.21%，同比去年+1.31/-1.31pct，中高档产品占比进一步提升。公司近年来在中高端白酒领域多有布局，对多款老品进行焕新升级，我们预计结构升级态势仍将持续。

从地区来看，省外市场表现较省内更为亮眼。23H1公司省内/省外营收分别为94.61/119.96亿元，分别同比+9.93%/+21.03%，省外市场增速较高；从省内外市场营收占比来看，23H1公司省内/省外占营收比例分别为44.09%/55.91%，分别同比去年-1.41/+1.41pct，省外市场占比进一步提升。公司在维持省内基地市场稳定的同时，积极开拓省外市场。从经销商数量来看，23H1公司共有经销商8461家，省内/省外分别为2985/5476家，报告期内分别+8/+215家，省外招商力度加大。

#### ► 毛利率大幅上行，对外投资扰动利润表现

公司23H1/23Q2毛利率分别为76.1%/75.1%，分别同比去年+2.2/+8.6pct，23H1/23Q2归母净利润率分别为35.9%/30.7%，分别同比去年-0.5/-1.7pct。我们预计毛利率同比提升较大主因去年同期百元价格带大单品海之蓝升级后大范围铺货摊薄毛利率后的低基数所致，净利润率下降主因销售费用率水平提升。费用端来看，公司23H1销售/管理/研发/财务费用率分别为10.3%/4.6%/0.7%/-1.7%，分别同比去年+2.5/-0.7/-0.2/-0.4pct；其中23Q2销售/管理/研发/财务费用率分别为16.8%/6.5%/1.1%/-3.3%，分别同比去年+6.11/-1.68/+0.08/-0.77pct。公司销售费用率升高主因本期加大市场促销力度，促销费相应增加所致，其余各项费用稳中有降。此外，公司对外投资产生的收益波动本期对报表端利润产生一定影响，报告期内公司投资收益较去年同期-35.8%。剔除非经常性损益后，公司23H1/23Q2扣非归母净利润率分别为35.3%/30.0%，分别同比+0.1/+0.3pct，利润率水平稳中有升。

#### ► 受益宴席回补，全年稳健增长

据酒类行业公众号酒说消息，今年以来，江苏白酒市场在宴席渠道恢复良好，尤其在五一期间，南京宴席渠道白酒出货同比去年增长较大，已基本恢复至疫情前水平。据酒类媒体糖酒快讯信息，洋河作为江苏地产酒龙头，旗下400元价格带产品（以梦3水晶版为代表）在省内宴席市场基础较好，我们预计在本轮宴席回补中受益较多，后续有望在中秋国庆双节期间持续受益。据公司22年年报披露，23年公司营收目标为同比增长15%，目前业绩表现符合预期，预计全年将实现稳健增长。

### 投资建议

参考公司最新业绩表现以及公司对外投资资产价格波动带来的非经常性损益影响，我们维持 23-25 年公司 346.44/388.07/429.63 亿元的预测，下调公司 23-25 年 EPS 为 7.34/8.50/9.74 元的预测至 7.11/8.21/9.44 元，对应 8 月 29 日收盘价 136.35 元/股，PE 分别为 19/17/14 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

市场竞争加剧、结构提升不及预期、对外投资收益波动加大

### 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	10,710	12,377	14,220
YoY (%)	0.3%	24.9%	14.2%	15.6%	14.9%
毛利率 (%)	75.3%	74.6%	74.7%	74.9%	75.2%
每股收益 (元)	5.01	6.23	7.11	8.21	9.44
ROE	17.7%	19.8%	20.4%	19.1%	18.0%
市盈率	27.19	21.90	19.18	16.60	14.45

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	10,720	12,389	14,234
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	10,603	17,389	9,847
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	-881	-1,405	投资活动现金流	4,017	20	71	146
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	520	582	638	筹资活动现金流	-4,492	-5,634	0	0
营业利润	12,509	14,319	16,429	18,844	现金净流量	3,172	4,989	17,460	9,993
营业外收支	-6	-63	-63	-41					
利润总额	12,503	14,255	16,366	18,803	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	3,114	3,535	3,977	4,569	<b>成长能力</b>				
净利润	9,389	10,720	12,389	14,234	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	10,710	12,377	14,220	净利润增长率	24.9%	14.2%	15.6%	14.9%
YoY (%)	24.9%	14.2%	15.6%	14.9%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	6.23	7.11	8.21	9.44	毛利率	74.6%	74.7%	74.9%	75.2%
					净利率	31.2%	30.9%	31.9%	33.1%
					总资产收益率 ROA	13.8%	13.5%	13.1%	12.8%
					净资产收益率 ROE	19.8%	20.4%	19.1%	18.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	24,375	29,365	46,824	56,817	流动比率	2.58	2.40	2.73	3.06
预付款项	11	13	14	16	速动比率	<b>1.69</b>	<b>1.48</b>	<b>1.96</b>	<b>2.15</b>
存货	17,729	24,161	22,052	28,208	现金比率	1.22	1.11	1.63	1.83
其他流动资产	9,396	9,838	9,428	10,259	资产负债率	30.1%	33.8%	31.0%	28.5%
流动资产合计	51,512	63,377	78,318	95,299	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	33	35	36	38	总资产周转率	0.44	0.47	0.45	0.42
固定资产	5,795	5,263	4,719	4,175	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	1,714	1,715	1,721	1,730	每股收益	6.23	7.11	8.21	9.44
非流动资产合计	16,452	16,151	15,864	15,573	每股净资产	31.50	34.87	43.08	52.52
资产合计	67,964	79,528	94,182	110,872	每股经营现金流	2.42	7.04	11.54	6.53
短期借款	0	0	0	0	每股股利	3.74	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	1,376	2,104	1,726	2,440	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	18,552	24,302	26,945	28,688	PE	21.90	19.18	16.60	14.45
流动负债合计	19,928	26,406	28,671	31,128	PB	5.09	3.91	3.16	2.60
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	511	511	511	511					
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	71	85					
股东权益合计	47,524	52,610	64,999	79,233					
负债和股东权益合计	67,964	79,528	94,182	110,872					

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。

**郭辉：**10 年白酒产业从业经验，前就任某公募基金消费研究员，现负责白酒板块研究，具备产业、卖方、买方多方面工作经历，对产业趋势与资本市场均有深刻洞察。

**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。