

洋河股份（002304.SZ）

二季度收入增长 16%，梦系列营收占比提升

买入

核心观点

二季度收入稳健增长，扣非净利润增速和收入相适配。公司发布 2023 年中报，2023H1 实现营业总收入 218.73 亿元，同比+15.68%；实现归母净利润 78.62 亿元，同比+14.06%；扣非归母净利润 77.13 亿元，同比+16.1%。其中，2023Q2 实现营业总收入 68.27 亿元，同比+16.06%；实现归母净利润 20.96 亿元，同比+9.86%；扣非归母净利润 20.47 亿元，同比+17.3%。

省内宴席需求高质量复苏，产品结构如期改善。H1 宴席高质量恢复，公司加大资源投放，H1 中高档酒实现营业收入 190.51 亿，同比+17.60%；普通酒营收 24.06 亿，同比+3.80%。其中二季度收入增长 16%，省内巩固 400 元+价位带，适度放缓 M6+投放节奏，水晶梦承接海、天宴席升级，预计水晶梦增速预计超过 20%；天之蓝、海之蓝省外表现强劲，其中天之蓝 Q2 增速预计超过 20%，海之蓝高基数下明显放缓。梦系列占比提高至 40%左右，产品结构如期改善，带动毛利率提升 8.6pcts 至 75%。分地区看，H1 省内收入 94.61 亿，同比+9.9%；省外收入 119.96 亿，同比+21.0%，预计江西等市场增速较快。

费用政策持续精细化运作，利润端受投资收益等非经常性损益扰动。二季度公司费用政策继续倾向终端、消费者，以扫码红包政策替代买赠活动，进而改善经销商现金流和渠道利润。2023Q2 公司销售费用率 16.8%，同比+6.1pcts，但毛利率仍在提高。二季度末信托余额仅 2.75 亿元，风险敞口较小。公司从主动收缩信托等高收益投资，投资收益较同期减少 1.05 亿元；另外中银证券等以公允价值计量的资产，二季度亏损 7300 万元，导致归母净利润增速慢于收入增速。

组织&渠道改革红利持续释放，M6+赋能公司长期成长。渠道上，公司积极改善厂商关系、引入数字化系统，进一步增强终端掌控力；组织上，公司管理团队激励充足、一线销售人员积极性强。长期看，伴随经济复苏，借助公司组织&渠道优势，水晶梦省内承接海之蓝发展，M6+仍有望享受省内渗透率提升及省外份额提升。

风险提示：次高端竞争加剧；消费升级减缓；宏观经济承压。

投资建议：下修此前盈利预测，预计 2023-2025 年实现营业总收入 349.34/406.06/475.51 亿元（前值为 352.57/408.57/457.26 亿元），同比+16.0%/+16.2%/+17.1%；归母净利润 109.61/131.90/160.59 亿元（前值为 117.35/144.54/171.36 亿元，下调 6%/9%/6%），同比+16.9%/+20.3%/+21.8%，对应 2023-2025 年 PE 18.7/15.6/12.8X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,350	30,105	34,934	40,606	47,551
(+/-%)	20.1%	18.8%	16.0%	16.2%	17.1%
净利润(百万元)	7508	9378	10961	13190	16059
(+/-%)	0.3%	24.9%	16.9%	20.3%	21.8%
每股收益(元)	4.98	6.22	7.27	8.75	10.66
EBIT Margin	36.7%	38.9%	39.9%	41.3%	43.0%
净资产收益率(ROE)	17.7%	19.8%	20.7%	22.1%	23.8%
市盈率(PE)	27.4	21.9	18.7	15.6	12.8
EV/EBITDA	22.9	18.2	16.0	13.4	11.4
市净率(PB)	4.84	4.33	3.88	3.45	3.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：李文华

021-60375461

liwenhua2@guosen.com.cn

S0980523070002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	136.35 元
总市值/流通市值	205478/204895 百万元
52 周最高价/最低价	190.66/126.20 元
近 3 个月日均成交额	599.31 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《洋河股份（002304.SZ）-营销改革红利持续释放，产品结构有望稳步升级》——2023-04-26
- 《洋河股份（002304.SZ）-产品迭代成效显著，营销体制优化催生新动能》——2022-10-30
- 《洋河股份（002304.SZ）-二季度业绩逆势实现稳增长，高端化和全国化持续推进》——2022-08-29
- 《洋河股份（002304.SZ）-营销改革和产品升级红利持续释放，未来发展后劲十足》——2022-06-01
- 《洋河股份-002304-2021 年三季报点评：收入和扣非净利润平稳增长，势能持续向上》——2021-10-27

二季度收入稳健增长，扣非净利润增速和收入相适配。公司发布 2023 年中报，2023H1 实现营业总收入 218.73 亿元，同比+15.68%；实现归母净利润 78.62 亿元，同比+14.06%；扣非归母净利润 77.13 亿元，同比+16.1%。其中，2023Q2 实现营业总收入 68.27 亿元，同比+16.06%；实现归母净利润 20.96 亿元，同比+9.86%；扣非归母净利润 20.47 亿元，同比+17.3%。

省内宴席需求高质量复苏，公司产品结构如期改善。上半年宴席高质量恢复，公司加大资源投放，2023H1 中高档酒实现营业收入 190.51 亿元，同比+17.60%；普通酒营收 24.06 亿元，同比+3.80%。其中二季度收入增长 16%，省内巩固 400 元+价位带，适度放缓 M6+投放节奏，储备长期增长势能，水晶梦承接海、天宴席升级，预计水晶梦增速预计超过 20%；天之蓝、海之蓝在省外表现强劲，其中天之蓝 Q2 增速预计超过 20%，海之蓝高基数下明显放缓；梦系列占比提高至 40%左右，产品结构如期改善，带动毛利率提升 8.6pcts 至 75%。分地区看，H1 省内收入 94.61 亿元，同比+9.9%；省外收入 119.96 亿，同比+21.0%，预计江西等市场增速较快。

费用政策持续精细化运作，利润端受投资收益等非经常性损益扰动。二季度公司费用政策继续倾向终端、消费者，以扫码红包政策替代买赠活动，进而改善经销商现金流和渠道利润。2023Q2 公司销售费用率 16.8%，同比+6.1pcts，但毛销率仍在提高。二季度末信托余额仅 2.75 亿元，风险敞口较小。公司从上年开始收缩信托等高收益投资，投资收益同期减少 1.05 亿元；另外中银证券等以公允价值计量的资产，二季度亏损 7300 万元，导致归母净利润增速慢于收入增速。

组织&渠道改革红利持续释放，M6+赋能公司长期成长。渠道上，公司积极改善厂商关系、引入数字化系统，进一步增强终端掌控力；组织上，公司管理团队激励充足、一线销售人员积极性强。长期看，伴随经济复苏，借助公司组织&渠道优势，水晶梦省内承接海之蓝发展，M6+仍有望享受省内渗透率提升及省外份额提升。目前，预计水晶梦、M6+渠道库存处于 2-3 月合理范围，回款进度超过 70%，预计下半年收入增长仍将维持 15%以上。

投资建议：考虑到需求复苏的不确定性，下修此前盈利预测，预计 2023-2025 年实现营业总收入 349.34/406.06/475.51 亿元（前值为 352.57/408.57/457.26 亿元），同比+16.0%/+16.2%/+17.1%；归母净利润 109.61/131.90/160.59 亿元（前值为 117.35/144.54/171.36 亿元，下调 6%/9%/6%），同比+16.9%/+20.3%/+21.8%，对应 2023-2025 年 PE 18.7/15.6/12.8X，维持“买入”评级。

表1：可比公司盈利预测及估值（更新至 2023 年 08 月 29 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002304.SZ	洋河股份	买入	136.4	2,054.8	7.3	8.8	10.7	18.7	15.6	12.8
603369.SH	今世缘	买入	60.5	759.1	2.5	3.2	3.9	23.9	19.0	15.6

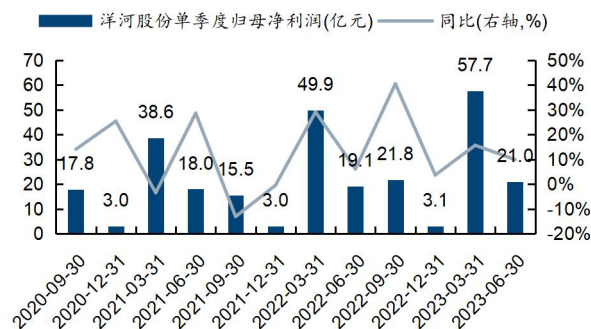
资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

图1：洋河股份单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）

图2：洋河股份单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

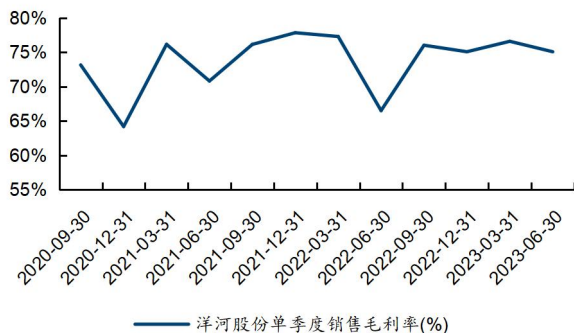


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



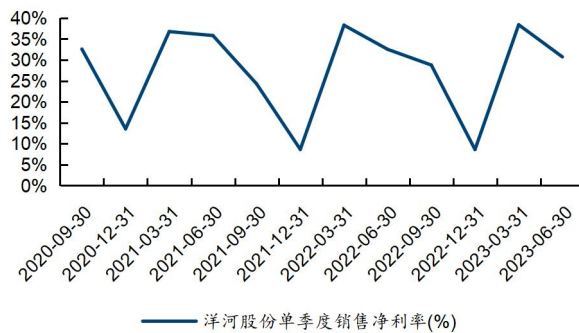
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 洋河股份单季度毛利率(单位: %)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 洋河股份单季度净利率(单位: %)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	20956	24375	34440	40005	50344	营业收入	25350	30105	34934	40606	47551
应收款项	677	646	841	924	1113	营业成本	6255	7646	8578	9646	10855
存货净额	16803	17729	21738	24187	28127	营业税金及附加	4148	4388	5240	6091	7133
其他流动资产	375	764	702	923	1018	销售费用	3544	4179	4716	5279	5944
流动资产合计	49765	51512	65718	74038	88600	管理费用	1830	1936	2165	2464	2779
固定资产	6802	6552	5915	5235	4504	研发费用	258	254	294	366	410
无形资产及其他	1680	1714	1646	1577	1509	财务费用	(399)	(636)	(588)	(744)	(903)
投资性房地产	9520	8153	8153	8153	8153	投资收益	901	426	426	426	426
长期股权投资	33	33	33	33	33	资产减值及公允价值变动	(714)	(316)	(316)	(316)	(316)
资产总计	67799	67964	81465	89036	102798	其他收入	(169)	(193)	(294)	(366)	(410)
短期借款及交易性金融负债	8	24	0	0	0	营业利润	9989	12509	14638	17614	21444
应付款项	1474	1376	1803	1943	2297	营业外净收支	(43)	(6)	(6)	(6)	(6)
其他流动负债	23251	18528	26139	26966	32335	利润总额	9946	12503	14632	17608	21438
流动负债合计	24733	19928	27942	28909	34632	所得税费用	2434	3114	3658	4402	5360
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	5	12	14	16	20
其他长期负债	584	511	511	511	511	归属于母公司净利润	7508	9378	10961	13190	16059
长期负债合计	584	511	511	511	511	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	25317	20440	28453	29421	35144	净利润	7508	9378	10961	13190	16059
少数股东权益	(5)	50	57	65	75	资产减值准备	(11)	9	0	(0)	(0)
股东权益	42486	47475	52955	59550	67579	折旧摊销	750	738	679	723	745
负债和股东权益总计	67799	67964	81465	89036	102798	公允价值变动损失	714	316	316	316	316
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(399)	(636)	(588)	(744)	(903)
每股收益	4.98	6.22	7.27	8.75	10.66	营运资本变动	5998	(4801)	3895	(1787)	1498
每股红利	2.98	3.00	3.64	4.38	5.33	其它	13	(3)	7	9	11
每股净资产	28.19	31.50	35.14	39.52	44.84	经营活动现金流	14971	5637	15858	12451	18628
ROIC	26.52%	26.22%	28%	32%	35%	资本开支	0	(121)	(290)	(290)	(260)
ROE	17.67%	19.75%	21%	22%	24%	其它投资现金流	3348	2956	0	0	0
毛利率	75%	75%	75%	76%	77%	投资活动现金流	3345	2834	(290)	(290)	(260)
EBIT Margin	37%	39%	40%	41%	43%	权益性融资	(3)	43	0	0	0
EBITDA Margin	40%	41%	42%	43%	45%	负债净变化	0	(0)	0	0	0
收入增长	20%	19%	16%	16%	17%	支付股利、利息	(4492)	(4519)	(5480)	(6595)	(8029)
净利润增长率	0%	25%	17%	20%	22%	其它融资现金流	4384	3945	(24)	0	0
资产负债率	37%	30%	35%	33%	34%	融资活动现金流	(4604)	(5051)	(5504)	(6595)	(8029)
股息率	2.2%	2.2%	2.7%	3.2%	3.9%	现金净变动	13713	3420	10064	5565	10338
P/E	27.4	21.9	18.7	15.6	12.8	货币资金的期初余额	7243	20956	24375	34440	40005
P/B	4.8	4.3	3.9	3.5	3.0	货币资金的期末余额	20956	24375	34440	40005	50344
EV/EBITDA	22.9	18.2	16.0	13.4	11.4	企业自由现金流	0	4604	14740	11216	17306
						权益自由现金流	0	8548	15157	11774	17983

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032