

洋河股份（002304.SZ）

三季度稳健增长，水晶梦表现突出

买入

核心观点

三季度业绩增长稳健，全年任务达成在望。前三季度公司实现营业总收入 303 亿元，同比增长 14.4%；实现归母净利润 102 亿元，同比增长 12.5%；实现扣非归母净利润 102 亿元，同比增长 14.9%。单三季度实现营业总收入 84 亿元，同比增长 11.0%；实现归母净利润 23 亿元，同比增长 7.5%；实现扣非归母净利润 25 亿元，同比增长 11.4%。

水晶梦受益于宴席回补和升级，整体回款情况顺利。三季度省内宴席场景补偿性需求仍在，产品结构与二季度类似，水晶梦持续受益于天之蓝升级需求，预计同比增长 15-20%；省内海、天系列延续稳健增长、价盘企稳；M6+继续采取控量挺价措施，在南京、苏南地区表现相对较好。公司合理调控回款、发货节奏，中秋国庆双节后公司回款进度约 85-90%，截止 3Q 末公司合同负债 55.2 亿元，环比增加 1.94 亿元，单 3Q 公司经营性现金流同比增长 16.6%，销售收现同比增长 11.6%，经营质量良好。

费用投放克制，扣非后盈利能力保持稳健。单 Q3 公司销售费用率 15.5%，同比+1.53pcts/环比-1.30pcts，与二季度类似，三季度公司费用政策继续倾斜向终端和消费者，结构上减少买赠，通过扫码红包活动加速动销、提高开瓶率等；全年维度看公司诉求产品的高质量增量，旺季促销力度环比二季度收窄，以保证主要单品价盘稳定和渠道健康。单 Q3 管理费用率为 5.0%，同比下降 1.17pcts，3Q23 公司扣非归母净利率 29.2%，同比去年基本持平（小幅增加 0.1pcts）。

改革红利逐步释放，赋能公司高质量增长。产品上，公司坚持长期结构升级主线，省内水晶梦仍享受宴席升级红利，聚焦资源培育 M6+消费氛围，省外或推出 200 元价位产品承接海之蓝升级需求；渠道上，“一商为主、多商配称”的模式优势突出，公司积极改善厂商关系，打造样板市场体验店模式，下沉重点县乡市场，保证渠道健康度和市场良性发展；组织上，公司营销团队积极性高，并开展人才培养工程以为长期发展做储备。未来随消费需求景气度提升，看好组织管理、产品储备、渠道基础等优势赋能公司高质量发展。

风险提示：需求复苏不及预期；行业竞争加剧；产业政策风险等。

投资建议：考虑到需求复苏存在不确定性，我们略下调收入和盈利预测，预计 2023/24 年公司收入 346.2/398.4 亿元（原值为 349.3/406.1 亿元），同比增长 15.0%/15.1%，2023/24 年归母净利润 105.1/121.1 亿元（原值为 109.6/131.9 亿元），同比增长 12.1%/15.2%；当前股价对应 2023/24 年 17.5/15.2 倍 P/E，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	34,625	39,837	46,509
(+/-%)	20.1%	18.8%	15.0%	15.1%	16.7%
净利润(百万元)	7508	9378	10508	12106	14190
(+/-%)	0.3%	24.9%	12.1%	15.2%	17.2%
每股收益(元)	4.98	6.22	6.97	8.03	9.42
EBIT Margin	36.7%	38.9%	39.1%	39.7%	40.0%
净资产收益率(ROE)	17.7%	19.8%	19.9%	20.5%	21.3%
市盈率(PE)	24.5	19.6	17.5	15.2	13.0
EV/EBITDA	20.8	16.4	14.9	12.9	11.4
市净率(PB)	4.33	3.87	3.47	3.10	2.76

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

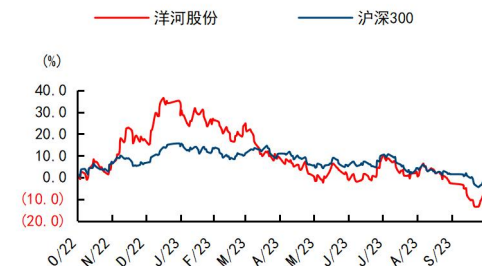
食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟 证券分析师：李文华
021-60375461
zhangxiangwei@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn
S0980523090001 S0980523070002
联系人：张未艾
021-61761031
zhangweiai@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	121.94 元
总市值/流通市值	183696/183174 百万元
52 周最高价/最低价	190.66/114.23 元
近 3 个月日均成交额	610.25 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）-二季度收入增长 16%，梦系列营收占比提升》——2023-08-30
《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

三季度业绩增长稳健，全年任务达成在望。前三季度公司实现营业总收入 303 亿元，同比增长 14.4%；实现归母净利润 102 亿元，同比增长 12.5%；实现扣非归母净利润 102 亿元，同比增长 14.9%。单三季度实现营业总收入 84 亿元，同比增长 11.0%；实现归母净利润 23 亿元，同比增长 7.5%；实现扣非归母净利润 25 亿元，同比增长 11.4%。

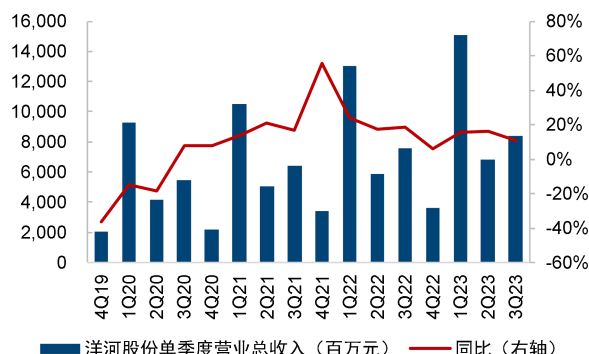
水晶梦受益于宴席回补和升级，整体回款情况顺利。三季度省内宴席场景补偿性需求仍在，产品结构与二季度类似，水晶梦持续受益于天之蓝升级需求，预计同比增长 15-20%；省内海、天系列延续稳健增长、价盘企稳；M6+继续采取控量挺价措施，在南京、苏南地区表现相对较好。公司合理调控回款、发货节奏，中秋国庆双节后公司回款进度约 85-90%，截止 3Q 末公司合同负债 55.2 亿元，环比增加 1.94 亿元，单 3Q 公司经营性现金流同比增长 16.6%，销售收现同比增长 11.6%，经营质量良好。

费用投放克制，扣非后盈利能力保持稳健。单 Q3 公司销售费用率 15.5%，同比 +1.53pcts/环比 -1.30pcts，与二季度类似，三季度公司费用政策继续倾斜向终端和消费者，结构上减少买赠，通过扫码红包活动加速动销、提高开瓶率等；全年维度看公司诉求产品的高质量增量，旺季促销力度环比二季度收窄，以保证主要单品价盘稳定和渠道健康。单 Q3 管理费用率为 5.0%，同比下降 1.17pcts，3Q23 公司扣非归母净利率 29.2%，同比去年基本持平（小幅增加 0.1pcts）。

改革红利逐步释放，赋能公司高质量增长。产品上，公司坚持长期结构升级主线，省内水晶梦仍享受宴席升级红利，聚焦资源培育 M6+消费氛围，省外或推出 200 元价位产品承接海之蓝升级需求；渠道上，“一商为主、多商配称”的模式优势突出，公司积极改善厂商关系，打造样板市场体验店模式，下沉重点县乡市场，保证渠道健康度和市场良性发展；组织上，公司营销团队积极性高，并开展人才培养工程以为长期发展做储备。未来随消费需求景气度提升，看好组织管理、产品储备、渠道基础等优势赋能公司高质量发展。

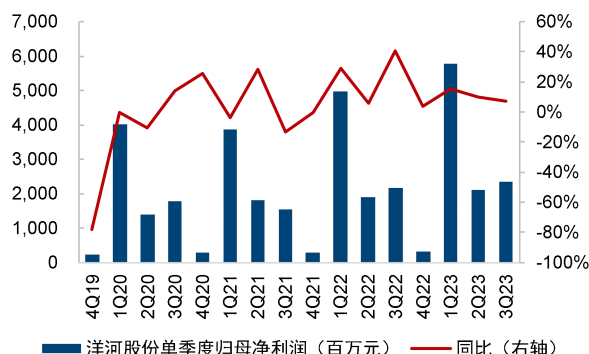
投资建议：考虑到需求复苏存在不确定性，我们略下调收入和盈利预测，预计 2023/24 年公司收入 346.2/398.4 亿元（原值为 349.3/406.1 亿元），同比增长 15.0%/15.1%，2023/24 年归母净利润 105.1/121.1 亿元（原值为 109.6/131.9 亿元），同比增长 12.1%/15.2%；当前股价对应 2023/24 年 17.5/15.2 倍 P/E，维持“买入”评级。

图1：洋河股份单季度营业收入及增速

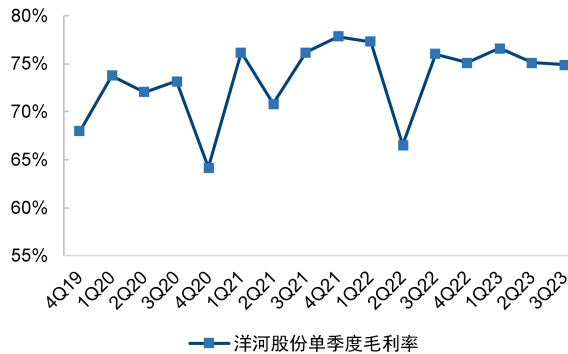


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

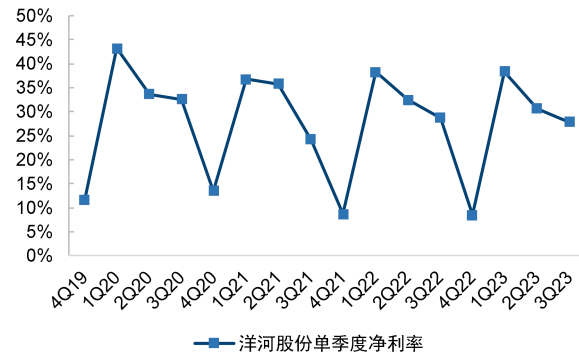
图2：洋河股份单季度归母净利润及增速



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


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


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：洋河股份盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2022A	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	30,105	34,934	40,606	34,625	39,837	-0.9%	-1.9%
收入同比增速%	18.8%	16.0%	16.2%	15.0%	15.1%	-1.03pcts	-1.18pcts
毛利率%	74.6%	75.4%	76.2%	75.2%	75.9%	-0.2pcts	-0.33pcts
销售费用率%	13.9%	13.5%	13.0%	13.9%	14.0%	0.4pcts	1.04pcts
管理费用率%	6.4%	6.5%	6.4%	6.5%	6.5%	0pcts	0.1pcts
归母净利润 (百万元)	9,378	10,961	13,190	10,508	12,106	-4.1%	-8.2%
归母净利润同比增速%	24.9%	16.9%	20.3%	12.1%	15.2%	-4.83pcts	-5.13pcts
净利率%	31.2%	31.4%	32.5%	30.3%	30.4%	-1.03pcts	-2.09pcts
EPS (元)	6.22	7.27	8.75	6.97	8.03	-4.1%	-8.2%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元) 2023/10/27	总市值 (亿元) 2023/10/27	归母净利润 (亿元)		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,676.71	21,062.79	755	879	27.9	24.0
000858.SZ	五粮液	买入	152.99	5,938.47	296	332	20.1	17.9
000568.SZ	泸州老窖	买入	208.96	3,075.87	131	160	23.4	19.3
600809.SH	山西汾酒	买入	242.51	2,958.54	105	131	28.2	22.5
002304.SZ	洋河股份	买入	121.94	1,836.96	105	121	17.5	15.2
000799.SZ	酒鬼酒	买入	75.99	246.91	8	11	29.5	23.5
600702.SH	舍得酒业	买入	114.18	380.44	19	23	19.9	16.5
600779.SH	水井坊	买入	58.45	285.45	12	14	24.0	20.1
000596.SZ	古井贡酒	买入	270.31	1,428.86	43	55	33.0	26.2
603589.SH	口子窖	买入	49.05	294.30	19	22	15.8	13.4
603198.SH	迎驾贡酒	买入	72.69	581.52	22	26	26.2	21.9
603369.SH	今世缘	买入	57.74	724.35	32	40	22.9	18.1

资料来源：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	34745	40407	51055	营业收入	25350	30105	34625	39837	46509
应收款项	677	646	833	906	1089	营业成本	6255	7646	8572	9597	10784
存货净额	16803	17729	21652	23923	27758	营业税金及附加	4148	4388	5194	5975	6976
其他流动资产	375	764	695	905	996	销售费用	3544	4179	4813	5593	6976
流动资产合计	49765	51512	65924	74141	88896	管理费用	1887	1995	2319	2658	2952
固定资产	6802	6552	5830	5062	4238	研发费用	258	254	259	264	269
无形资产及其他	1680	1714	1646	1577	1509	财务费用	(399)	(636)	(649)	(519)	(519)
投资性房地产	9520	8153	8153	8153	8153	投资收益	901	426	200	200	200
长期股权投资	33	33	33	33	33	资产减值及公允价值变动	(714)	(316)	(400)	(400)	(400)
资产总计	67799	67964	81586	88966	102828	其他收入	(113)	(135)	(123)	(155)	(176)
短期借款及交易性金融负债	8	24	0	0	0	营业利润	9989	12509	14052	16177	18963
应付款项	1474	1376	1796	1922	2267	营业外净收支	(43)	(6)	(24)	(15)	(20)
其他流动负债	23251	18528	26304	27277	33434	利润总额	9946	12503	14028	16162	18943
流动负债合计	24733	19928	28099	29199	35701	所得税费用	2434	3114	3507	4040	4736
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	5	12	13	15	18
其他长期负债	584	511	511	511	511	归属于母公司净利润	7508	9378	10508	12106	14190
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	28611	29710	36213	净利润	7508	9378	10508	12106	14190
少数股东权益	(5)	50	56	64	73	资产减值准备	(11)	9	(0)	(0)	(0)
股东权益	42486	47475	52919	59191	66543	折旧摊销	750	738	679	723	744
负债和股东权益总计	67799	67964	81586	88966	102828	公允价值变动损失	714	316	400	400	400
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(399)	(636)	(649)	(519)	(519)
每股收益	4.98	6.22	6.97	8.03	9.42	营运资本变动	5998	(4801)	4153	(1455)	2394
每股红利	2.98	3.00	3.36	3.87	4.54	其它	13	(3)	7	8	10
每股净资产	28.19	31.50	35.12	39.28	44.16	经营活动现金流	14971	5637	15747	11782	17738
ROIC	26.37%	26.09%	27%	30%	33%	资本开支	0	(121)	(290)	(286)	(252)
ROE	17.67%	19.75%	20%	20%	21%	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)	(286)	(252)
EBIT Margin	37%	39%	39%	40%	40%	权益性融资	(3)	43	0	0	0
EBITDA Margin	40%	41%	41%	42%	42%	负债净变化	0	(0)	0	0	0
收入增长	20%	19%	15%	15%	17%	支付股利、利息	(4492)	(4519)	(5064)	(5834)	(6838)
净利润增长率	0%	25%	12%	15%	17%	其它融资现金流	4384	3945	(24)	0	0
资产负债率	37%	30%	35%	33%	35%	融资活动现金流	(4604)	(5051)	(5088)	(5834)	(6838)
股息率	2.4%	2.5%	2.8%	3.2%	3.7%	现金净变动	13713	3420	10370	5662	10648
P/E	24.5	19.6	17.5	15.2	13.0	货币资金的期初余额	7243	20956	24375	34745	40407
P/B	4.3	3.9	3.5	3.1	2.8	货币资金的期末余额	20956	24375	34745	40407	51055
EV/EBITDA	20.8	16.4	14.9	12.9	11.4	企业自由现金流	0	4604	14695	10845	16852
						权益自由现金流	0	8548	14671	10845	16852

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