

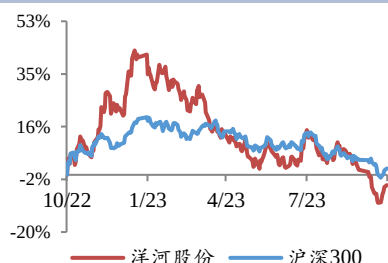
龙头定力尽显，业绩符合预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-31

收盘价（元） 122.70
近 12 个月最高/最低（元） 81.38/115.02
总股本（百万股） 1,506
流通股本（百万股） 1,502
流通股比例（%） 99.72
总市值（亿元） 1,848
流通市值（亿元） 1,843

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

邮箱：wanpengcheng@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

10 月 27 日，洋河股份发布 2023 年三季报。公司 23Q3/23Q1-3 实现营业收入 84.10/302.83 亿元，分别同比变动 +11.0%/+14.4%；23Q3/23Q1-3 实现归母净利润 23.41 亿元/102.03 亿元，分别同比变动 +7.5%/+12.5%，其中扣非净利润 24.52 亿元/101.65 亿元，分别同比变动 +11.4%/+14.9%。业绩表现符合市场预期。

● 稳字当头，各项指标基本小幅波动

Q3 整体平稳运行，产品上仍旧以水晶梦及天之蓝作为增长引擎，M6+ 表现仍受商务疲软影响。场景端公司旺季着力宴席渠道推广，积极配合回补时点增加费用投放。近期库存、批价维持稳定，公司积极推动高总量下的健康稳健增长。

盈利能力方面，公司 23Q3/23Q1-3 毛利率分别为 74.87%/75.77%，分别同比变化 -1.16pct/+1.23pct，主要受产品结构下滑影响。费用方面，公司 23Q3 及 23Q1-3 期间费用率有小幅增长，分别 +1.08pct/+0.86pct，主要系旺季加大针对性促销活动，导致销售费用率同比分别增加 1.53pct/2.16pct。综合来看，公司 23Q3/23Q1-3 归母净利率为 27.84%/33.69%，分别同比 -0.92pct/-0.56pct。

其他方面，公司 23Q3/23Q1-3 实现经营活动产生的现金流净额 40.78 亿元/43.43 亿元，同比 +16.6%/+554.3%，其中销售回款分别为 96.52 亿元/255.42 亿元，分别同比 +11.6%/+18.5%，经销商回款顺利。23Q3 公司合同负债为 55.16 亿元，环比增加 1.94 亿元。

● 投资建议

我们预计公司 2023 年-2025 年营业收入增速分别 14.3%、13.4%、13.1%，归母净利润增速分别为 12.4%、14.3%、14.8%，对应 EPS 预测为 6.99、7.99、9.18 元，对应 10 月 30 日 PE 分别 18、15、13 倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 宏观经济不确定性风险；
- (2) 消费复苏不及预期；
- (3) 区域扩张不及预期。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30105	34402	39022	44133
收入同比（%）	18.8%	14.3%	13.4%	13.1%

归属母公司净利润	9378	10537	12043	13831
净利润同比（%）	24.9%	12.4%	14.3%	14.8%
毛利率（%）	74.6%	75.9%	75.8%	75.4%
ROE（%）	19.8%	20.0%	20.5%	21.1%
每股收益（元）	6.23	6.99	7.99	9.18
P/E	25.78	17.54	15.35	13.36
P/B	5.09	3.50	3.15	2.81
EV/EBITDA	17.38	11.15	9.40	8.05

资料来源：wind，华安证券研究所，截至 10 月 30 日

财务报表与盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	51512	61186	69550	79848	营业收入	30105	34402	39022	44133
现金	24375	30052	36692	41573	营业成本	7646	8299	9434	10858
应收账款	45	12	53	21	营业税金及附加	4388	5332	6048	6841
其他应收款	74	21	87	35	销售费用	4179	4988	5658	6179
预付账款	11	12	14	16	管理费用	1936	2167	2341	2648
存货	17729	21460	23090	28182	财务费用	-636	-244	-300	-367
其他流动资产	9277	9628	9614	10021	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	16452	15935	15434	14917	公允价值变动收益	-318	0	0	0
长期投资	33	33	33	33	投资净收益	426	516	585	883
固定资产	5795	5278	4777	4260	营业利润	12509	14031	16035	18416
无形资产	1714	1714	1714	1714	营业外收入	26	0	0	0
其他非流动资产	8910	8910	8910	8910	营业外支出	32	0	0	0
资产总计	67964	77121	84984	94765	利润总额	12503	14031	16035	18416
流动负债	19928	23816	25658	28524	所得税	3114	3494	3993	4586
短期借款	0	0	0	0	净利润	9389	10537	12043	13831
应付账款	1376	1851	1818	2405	少数股东损益	12	0	0	0
其他流动负债	18552	21965	23840	26119	归属母公司净利润	9378	10537	12043	13831
非流动负债	511	511	511	511	EBITDA	12516	13884	15769	17791
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	6.23	6.99	7.99	9.18
其他非流动负债	511	511	511	511					
负债合计	20440	24328	26170	29035					
少数股东权益	50	50	50	50					
股本	1507	1506	1506	1506					
资本公积	905	905	905	905					
留存收益	45063	50332	56353	63269					
归属母公司股东权益	47475	52744	58765	65680					
负债和股东权益	67964	77121	84984	94765					

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3648	10525	12194	11021
净利润	9389	10537	12043	13831
折旧摊销	753	613	619	624
财务费用	1	0	0	0
投资损失	-426	-516	-585	-883
营运资金变动	-6204	-108	117	-2551
其他经营现金流	15727	10646	11926	16382
投资活动现金流	4017	420	467	776
资本支出	-534	-96	-118	-107
长期投资	4129	0	0	0
其他投资现金流	421	516	585	883
筹资活动现金流	-4492	-5269	-6021	-6915
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	-1	0	0
资本公积增加	122	1	0	0
其他筹资现金流	-4614	-5269	-6021	-6915
现金净增加额	3172	5677	6639	4881

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	18.8%	14.3%	13.4%	13.1%
营业利润	25.2%	12.2%	14.3%	14.8%
归属于母公司净利	24.9%	12.4%	14.3%	14.8%
获利能力				
毛利率 (%)	74.6%	75.9%	75.8%	75.4%
净利率 (%)	31.2%	30.6%	30.9%	31.3%
ROE (%)	19.8%	20.0%	20.5%	21.1%
ROIC (%)	18.6%	18.9%	19.3%	19.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	30.1%	31.5%	30.8%	30.6%
净负债比率 (%)	43.0%	46.1%	44.5%	44.2%
流动比率	2.58	2.57	2.71	2.80
速动比率	1.69	1.66	1.81	1.81
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.47	0.48	0.49
应收账款周转率	1297.88	1200.00	1200.00	1200.00
应付账款周转率	5.42	5.14	5.14	5.14
每股指标 (元)				
每股收益	6.23	6.99	7.99	9.18
每股经营现金流 (摊)	2.42	6.99	8.09	7.32
每股净资产	31.50	35.01	39.01	43.60
估值比率				
P/E	25.78	17.54	15.35	13.36
P/B	5.09	3.50	3.15	2.81
EV/EBITDA	17.38	11.15	9.40	8.05

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。