

洋河股份（002304.SZ）/食品饮料

证券研究报告/公司点评

2024年5月1日

评级：买入（维持）

市场价格：95.07元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email：fanjs@zts.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email：hect@zts.com.cn

分析师：赵襄彭

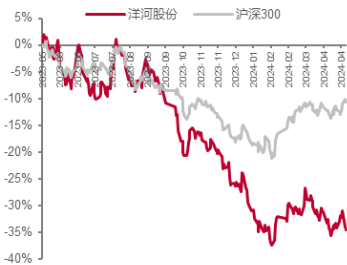
执业证书编号：S0740524010001

E-mail：zhaoxp@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,506
流通股本(百万股)	1,502
市价(元)	95.07
市值(百万元)	143,218
流通市值(百万元)	142,810

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,105	33,126	35,901	38,738	41,527
增长率 yoy%	18.76%	10.04%	8.38%	7.90%	7.20%
净利润(百万元)	9,378	10,016	10,884	11,828	12,804
增长率 yoy%	24.91%	6.80%	8.67%	8.67%	8.25%
每股收益(元)	6.23	6.65	7.23	7.85	8.50
每股现金流量	2.42	4.07	6.17	10.00	6.87
净资产收益率	19.75%	19.28%	19.76%	20.38%	21.12%
P/E	15.27	14.30	13.16	12.11	11.19
PEG	1.90	1.68	1.00	1.51	1.31
P/B	3.02	2.76	2.60	2.47	2.36

备注：股价数据更新截止2024年4月30日

投资要点

- 事件1：公司发布2023年年报，2023年公司实现营业收入331.26亿元，同比增长10.04%，实现归母净利润100.16亿元，同比增长6.80%。
- 事件2：公司发布2024年一季报，1Q24实现营业收入162.55亿元，同增8.03%，实现归母净利润60.55亿元，同增5.02%。
- 4Q23控货挺价，实际回款稳健。公司4Q23实现营业总收入28.43亿元，同比-21.51%；实现归母净利润-1.88亿元。实际回款表现并不弱，4Q23和1Q24累积销售收现同增13.04%，4Q23和1Q24累积营业收入+△合同负债同增11.03%，反映实际回款收现表现稳健。
- 23年毛利率保持稳定，加大市场费用投入。23年毛利率同比提升0.64pct至75.25%，而归母净利率同比-0.91pct至30.24%。23年中高档酒/普通酒收入分别同比+8.82%/+20.70%，其中普通酒毛利率明显改善，中高档酒毛利率平稳。费用率方面，23年销售费用率同比+2.38pct至16.26%，预计主要源于数字化改革费用延后结算、买赠促销等费用投入加大，23年管理费用率同比-1.09pct至6.19%。1Q24毛利率同比-0.56至76.03%，归母净利率同比-1.07pct至37.25%，销售费用率同比+1.11pct至8.52%，预计主要源于春节旺季加大市场费用投入，管理费用同比-1.22至2.96%，预计主要受益于规模效应。
- 基本盘稳固，分红率提升。公司基本盘稳固，产品体系逐步梳理完善，海之蓝和天之蓝具有全国化基础，通过省内外区域下沉仍能有一定成长性，基本面有底。根据此次年报，公司预计每股股利（税前）4.66元，分红率达到70%，较此前五年延续60%左右的分红率明显提升，对应当前股息率为4.9%，投资性价比正在凸显。
- 盈利预测及投资建议：维持“买入”评级。考虑到江苏省内竞争烈度加大对市场费用的要求，同时根据公司年报的产品拆分，我们调整盈利预测，预计2024-2026年营收分别为359、387、415亿元（2024-2025年原值为403、458亿元），同增8%、8%、7%；预计2024-2026年归母净利润分别为109、118、128亿元（2024-2025年原值为135、154亿元），同增9%、9%、8%，对应2024-2026年EPS分别为7.23、7.85、8.50元（2024-2025年原值为8.94、10.24元），对应PE分别为13、12、11X。
- 风险提示：宏观经济不确定性，市场竞争加剧，疫情反复的风险。

盈利预测表
损益表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	30,105	33,126	35,901	38,738	41,527
增长率	18.8%	10.0%	8.4%	7.9%	7.2%
营业成本	-7,646	-8,200	-8,922	-9,604	-10,279
% 销售收入	25.4%	24.8%	24.9%	24.8%	24.8%
毛利	22,459	24,926	26,980	29,133	31,247
% 销售收入	74.6%	75.2%	75.1%	75.2%	75.2%
营业税金及附加	-4,388	-5,269	-5,711	-6,162	-6,605
% 销售收入	14.6%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%
营业费用	-4,179	-5,387	-5,852	-6,299	-6,686
% 销售收入	13.9%	16.3%	16.3%	16.3%	16.1%
管理费用	-1,936	-1,764	-1,840	-1,908	-1,963
% 销售收入	6.4%	5.3%	5.1%	4.9%	4.7%
息税前利润 (EBIT)	11,956	12,505	13,577	14,764	15,993
% 销售收入	39.7%	37.8%	37.8%	38.1%	38.5%
财务费用	636	755	469	565	606
% 销售收入	-2.1%	-2.3%	-1.3%	-1.5%	-1.5%
资产减值损失	-2	-3	-4	-3	-3
公允价值变动收益	-318	-37	0	0	0
投资收益	426	256	341	298	319
% 税前利润	3.4%	1.9%	2.4%	1.9%	1.9%
营业利润	12,698	13,476	14,383	15,624	16,916
营业利润率	42.2%	40.7%	40.1%	40.3%	40.7%
营业外收支	-6	-25	-24	-18	-22
税前利润	12,692	13,451	14,358	15,606	16,893
利润率	42.2%	40.6%	40.0%	40.3%	40.7%
所得税	-3,114	-3,197	-3,477	-3,778	-4,090
所得税率	24.5%	23.8%	24.2%	24.2%	24.2%
净利润	9,389	10,021	10,890	11,834	12,810
少数股东损益	12	5	5	6	6
归属于母公司的净利润	9,378	10,016	10,884	11,828	12,804
净利率	31.2%	30.2%	30.3%	30.5%	30.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	9,389	10,021	10,890	11,834	12,810
加: 折旧和摊销	742	702	732	736	741
资产减值准备	3	2	0	0	0
公允价值变动损失	318	37	0	0	0
财务费用	1	3	-469	-565	-606
投资收益	-426	-256	-341	-298	-319
少数股东损益	12	5	5	6	6
营运资金的变动	-9,949	-7,216	-1,520	3,352	-2,282
经营活动现金净流	3,648	6,130	9,291	15,060	10,343
固定资本投资	250	-211	-60	-60	-50
投资活动现金净流	4,017	661	222	179	211
股利分配	-5,634	-5,634	-7,728	-8,871	-10,243
其他	1,142	26	1,123	-93	606
筹资活动现金净流	-4,492	-5,608	-6,605	-8,965	-9,637
现金净流量	3,172	1,183	2,908	6,274	917

资产负债表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	24,375	25,813	28,721	34,995	35,912
应收款项	646	588	1,009	613	1,097
存货	17,729	18,954	25,654	20,766	24,920
其他流动资产	8,762	7,180	6,670	6,822	6,888
流动资产	51,512	52,535	62,053	63,196	68,818
% 总资产	75.8%	75.3%	78.0%	79.3%	81.3%
长期投资	33	1,230	1,230	1,230	1,230
固定资产	5,795	5,306	4,666	4,023	3,379
% 总资产	8.5%	7.6%	5.9%	5.0%	4.0%
无形资产	1,714	1,773	1,770	1,765	1,757
非流动资产	16,452	17,258	17,534	16,537	15,856
% 总资产	24.2%	24.7%	22.0%	20.7%	18.7%
资产总计	67,964	69,792	79,587	79,733	84,674
短期借款	0	0	662	0	0
应付款项	3,231	3,451	5,871	5,112	7,739
其他流动负债	16,697	13,725	17,291	15,904	15,640
流动负债	19,928	17,176	23,823	21,017	23,380
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	511	567	554	544	555
负债	20,440	17,742	24,377	21,561	23,934
普通股股东权益	47,475	51,939	55,093	58,050	60,611
少数股东权益	50	111	117	122	129
负债股东权益合计	67,964	69,792	79,587	79,733	84,674

比率分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标					
每股收益 (元)	6.23	6.65	7.23	7.85	8.50
每股净资产 (元)	31.51	34.48	36.57	38.53	40.23
每股经营现金净流 (元)	2.42	4.07	6.17	10.00	6.87
每股股利 (元)	3.74	3.74	5.13	5.89	6.80
回报率					
净资产收益率	19.75%	19.28%	19.76%	20.38%	21.12%
总资产收益率	13.82%	14.36%	13.68%	14.84%	15.13%
投入资本收益率	667.22%	129.73%	79.97%	86.43%	128.53%
增长率					
营业总收入增长率	18.76%	10.04%	8.38%	7.90%	7.20%
EBIT增长率	23.64%	5.47%	9.39%	8.22%	8.30%
净利润增长率	24.91%	6.80%	8.67%	8.67%	8.25%
总资产增长率	0.24%	2.69%	14.03%	0.18%	6.20%
资产管理能力					
应收账款周转天数	0.8	1.0	0.7	0.8	0.8
存货周转天数	206.5	199.3	223.7	215.7	198.0
应付账款周转天数	66.4	61.5	67.5	65.1	64.7
固定资产周转天数	72.2	60.3	50.0	40.4	32.1
偿债能力					
净负债/股东权益	-54.26%	-55.13%	-62.15%	-61.70%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-19.0	-16.9	-29.7	-26.7	-26.9
资产负债率	30.07%	25.42%	30.63%	27.04%	28.27%

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。