

洋河股份 (002304) 调研报告

经营持续优化，预期低点布局

事项:

近日我们参加了洋河 2022 年度股东大会，会上公司就市场普遍关注的行业趋势、经营策略、数字化及动销情况等问题进行详细解答。核心反馈如下：

评论:

- 整体观感：战略方向明确，上下奋力拼搏，积极布局增量。**公司当前自上而下均保持狼性拼搏势头，会上公司明确表明在行业竞争加剧背景下，要发挥品质、产储能、技术、网络、创新等优势，积极储备增量，纵向攻克高端化难点，横向培育新兴增长点。具体看，高端产品圈层开发、品牌培育等费用支持力度增加，成立单独部门运营，采取优质经销商+联盟体进行推广。梦 6+继续强化省外布局，加强扫盲促进动销。贵酒提升产能，聚焦酱酒氛围浓厚省份做推广。
- 数字化赋能提升动销 5-10%，营销策略更精准。**公司会上表示，总部层面搭建业务中台加强过程与团队管理，10 月拟上线数字化指挥中心，链接各环节数据信息，强化市场感知度，进而提升资源投放及决策效率。事业部层面加强对渠道及终端的分级分类管理，保障费用投放与供需匹配的精准度。渠道层面持续优化传统经销商结构，C 端运营层面目前已链接超 5000 万会员。后续公司拟再度延伸链条，在终端店做差异化、数字化活动，同时开展全员营销和异业合作，进一步提升效率。
- 省内精耕省外升级，布局深度全国化。**公司已走过样板市场打造与区域市场扩张阶段，当前处于以次高端产品运作为核心的全国化深化阶段。具体打法上，一方面回归省内大本营市场，加强精耕，针对全价格带、全客群、全区域做动销，做强高端，做大次高端，做透大众消费，提升苏州、无锡等相对空白市场的份额。省外聚焦产品结构升级，优化价格体系及渠道各环节利润设置，加快空白市场布局。目前河南、山东、江西、安徽等规模领先，湖南、福建、广东、浙江等市场发展较快。
- 渠道健康度明显提升，后续或有更多价格措施落地。**洋河今年周转及库存均有明显好转，会上公司表示年初以来库销比 19%，较去年同期明显好转。渠道调研反馈，梦 6+、水晶梦积极发力宴席，增加返现红包投入，库存降至 1.5-2 个月，海天价盘小幅回升。公司回款进度 6 成，较往年略放缓进度要求，以保障渠道及价盘良性。今年公司价盘控制较好，前期提价措施尚待需求催化，目前已制定相关计划逐步解决省内外价差问题，预计年中陆续实施。
- 投资建议：全年势能向上，估值性价比凸显，维持目标价 227 元，维持“强推”评级。**公司保持奋力拼搏状态，在数字化建设、市场精耕等方面布局扎实，势能持续向上。渠道反馈目前回款已达 6 成，全年业绩支撑较足，后续经营或更加从容。当前公司股价对应 23 年仅 18 倍 PE，性价比凸显。我们维持 23-25 年 EPS 预测为 7.47/8.82/10.36 元，维持目标价 227 元，维持“强推”评级。
- 风险因素：消费复苏放缓、省内竞争加剧、梦 6+全国拓展不及预期。**

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	30,105	35,424	41,394	48,115
同比增速(%)	18.8%	17.7%	16.9%	16.2%
归母净利润(百万)	9,377	11,258	13,292	15,618
同比增速(%)	24.9%	20.0%	18.1%	17.5%
每股盈利(元)	6.22	7.47	8.82	10.36
市盈率(倍)	22	18	15	13
市净率(倍)	4.3	3.8	3.3	3.0

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 6 月 5 日收盘价

强推 (维持)

目标价：227 元

当前价：135.26 元

华创证券研究所

证券分析师：沈昊

邮箱：shenhao@hcyjs.com

执业编号：S0360521050001

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

证券分析师：田晨曦

邮箱：tianchenxi@hcyjs.com

执业编号：S0360522090005

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

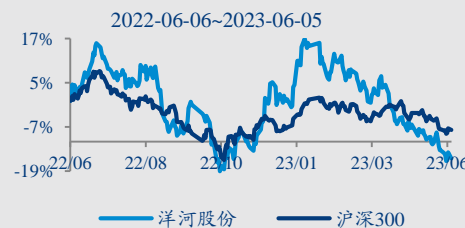
联系人：刘旭德

邮箱：liuxude@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	150,698.80
已上市流通股(万股)	150,129.59
总市值(亿元)	2,038.35
流通市值(亿元)	2,030.65
资产负债率(%)	20.46
每股净资产(元)	35.35
12 个月内最高/最低价	186.28/129.92

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《洋河股份 (002304) 2022 年报及 2023 年一季报点评：22 顺利收官，23 确定性仍强》

2023-04-26

《洋河股份 (002304) 跟踪分析报告：内外势能向上，良性增长可期》

2023-04-20

《洋河股份 (002304) 2022 年三季报点评：积极发力，确定仍具》

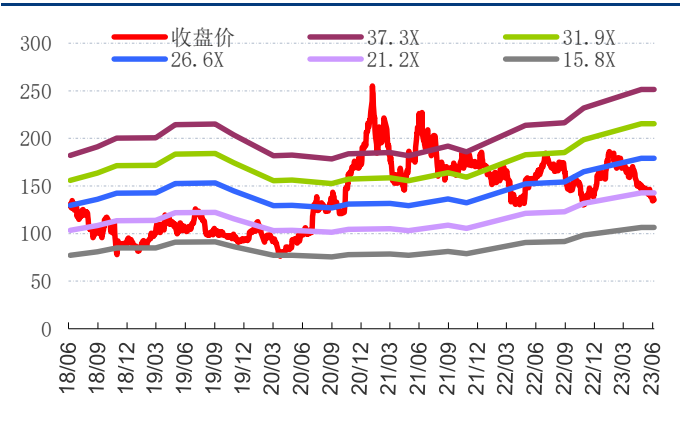
2022-10-28

图表 1 洋河分季度拆分表 (单位: 百万元)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	21A	22A
营业收入	9,268	4,160	5,485	2,187	10,520	5,023	6,399	3,408	13,026	5,882	7,575	3,622	15,046	25,350	30,105
营业总成本	4,977	2,878	3,759	2,166	5,465	3,255	4,029	2,884	6,528	3,597	4,483	3,160	7,489	15,632	17,769
其中: 营业成本	2,434	1,163	1,472	783	2,508	1,466	1,526	755	2,957	1,970	1,816	903	3,521	6,255	7,646
利息支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
手续费及佣金支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业税金及附加	1,393	720	723	580	1,734	702	1,209	503	2,188	607	1,227	366	2,360	4,148	4,388
销售费用	625	557	985	437	664	677	862	1,342	859	628	1,057	1,636	1,114	3,544	4,179
管理费用	479	424	450	376	491	440	425	473	528	484	543	381	562	1,830	1,936
研发费用	49	46	140	24	77	62	32	87	91	61	32	70	67	258	254
财务费用	-7	-30	-11	-38	-10	-93	-25	-271	-97	-152	-192	-196	-136	-399	-636
信用减值损失	-5	6	0	-1	0	0	1	12	-2	0	-1	2	0	13	-1
其他收益	12	6	39	42	16	28	25	22	10	8	28	17	16	91	64
投资收益	311	367	241	288	158	384	220	138	61	242	70	54	58	901	426
营业利润	5,414	1,777	2,332	373	5,135	2,370	2,243	241	6,612	2,545	3,062	290	7,688	9,989	12,509
加: 营业外收入	3	3	8	11	4	4	4	9	6	4	5	10	8	21	26
减: 营业外支出	24	3	10	5	12	7	18	26	6	13	8	5	5	63	32
利润总额	5,393	1,777	2,330	379	5,126	2,367	2,229	224	6,611	2,537	3,060	296	7,691	9,946	12,503
减: 所得税	1,390	378	543	83	1,259	568	676	-70	1,624	624	882	-16	1,914	2,434	3,114
净利润	4,003	1,398	1,787	296	3,867	1,799	1,553	294	4,987	1,913	2,178	311	5,777	7,513	9,389
减少少数股东损益	1	0	2	-1	4	0	2	-1	2	5	0	5	10	5	12
归母净利润	4,002	1,399	1,785	297	3,863	1,799	1,551	295	4,985	1,908	2,178	306	5,766	7,508	9,378
EPS	2.7	0.9	1.2	0.2	2.6	1.2	1.0	0.2	3.3	1.3	1.4	0.2	3.8	5.0	6.2
毛利率	73.7%	72.1%	73.2%	64.2%	76.2%	70.8%	76.1%	77.8%	77.3%	66.5%	76.0%	75.1%	76.6%	75.3%	74.6%
营业税金率	15.0%	17.3%	13.2%	26.5%	16.5%	14.0%	18.9%	14.8%	16.8%	10.3%	16.2%	10.1%	15.7%	16.4%	14.6%
销售费用率	6.7%	13.4%	18.0%	20.0%	6.3%	13.5%	13.5%	39.4%	6.6%	10.7%	14.0%	45.2%	7.4%	14.0%	13.9%
管理费用率(含研发)	5.7%	11.3%	10.8%	18.3%	5.4%	10.0%	7.2%	16.4%	4.8%	9.3%	7.6%	12.5%	4.2%	8.2%	7.3%
营业利润率	58.4%	42.7%	42.5%	17.0%	48.8%	47.2%	35.1%	7.1%	50.8%	43.3%	40.4%	8.0%	51.1%	39.4%	41.6%
实际税率	25.8%	21.3%	23.3%	21.9%	24.6%	24.0%	30.3%	-31.0%	24.6%	24.6%	28.8%	-5.3%	24.9%	24.5%	24.9%
净利率	43.2%	33.6%	32.5%	13.6%	36.7%	35.8%	24.2%	8.7%	38.3%	32.4%	28.8%	8.4%	38.3%	29.6%	31.2%
收入增长率	-14.9%	-18.6%	7.6%	7.8%	13.5%	20.7%	16.7%	55.8%	23.8%	17.1%	18.4%	6.3%	15.5%	20.1%	18.8%
营业利润增长率	0.8%	-13.7%	12.9%	38.6%	-5.2%	33.4%	-3.8%	-35.4%	28.8%	7.4%	36.5%	20.5%	16.3%	0.9%	25.2%
归母净利润增长率	-0.5%	-10.4%	14.1%	25.4%	-3.5%	28.6%	-13.1%	-0.5%	29.1%	6.1%	40.4%	3.7%	15.7%	0.3%	24.9%

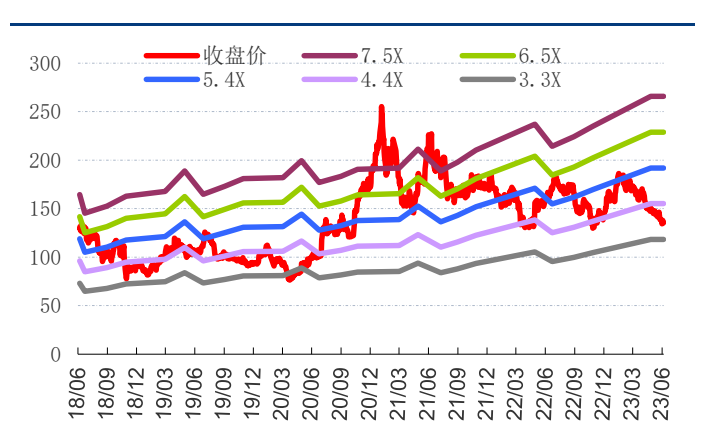
资料来源: Wind, 华创证券

图表 2 洋河 PE Band



资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 洋河 PB Band



资料来源: Wind, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	24,375	36,370	50,533	60,052
应收票据	526	788	1,022	1,152
应收账款	45	16	21	24
预付账款	11	61	69	80
存货	17,729	17,098	18,201	20,098
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	8,826	6,352	2,474	3,119
流动资产合计	51,512	60,685	72,320	84,525
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	33	8	8	8
固定资产	5,795	5,595	5,316	5,014
在建工程	757	737	817	887
无形资产	1,714	1,610	1,493	1,394
其他非流动资产	8,153	8,151	8,148	8,148
非流动资产合计	16,452	16,101	15,782	15,451
资产合计	67,964	76,786	88,102	99,976
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	8	9	10
应付账款	1,376	1,641	1,834	2,132
预收款项	0	0	0	0
合同负债	13,742	16,169	18,895	21,962
其他应付款	1,855	1,855	1,855	1,855
一年内到期的非流动负债	24	24	25	23
其他流动负债	2,931	3,418	3,938	4,509
流动负债合计	19,928	23,115	26,556	30,491
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	511	511	511	511
非流动负债合计	511	511	511	511
负债合计	20,439	23,626	27,067	31,002
归属母公司所有者权益	47,475	53,097	60,955	68,875
少数股东权益	50	63	80	99
所有者权益合计	47,525	53,160	61,035	68,974
负债和股东权益	67,964	76,786	88,102	99,976

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,648	9,230	18,499	16,318
现金收益	9,495	11,772	13,740	15,986
存货影响	-926	631	-1,103	-1,897
经营性应收影响	95	-282	-244	-141
经营性应付影响	-52	273	194	299
其他影响	-4,963	-3,164	5,912	2,071
投资活动现金流	4,017	7,516	-375	-330
资本支出	-526	-429	-407	-351
股权投资	0	25	0	0
其他长期资产变化	4,543	7,920	32	21
融资活动现金流	-4,492	-4,751	-3,961	-6,469
借款增加	15	0	1	-2
股利及利息支付	-4,519	-5,450	-7,720	-8,974
股东融资	43	43	43	43
其他影响	-31	656	3,715	2,464

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	30,105	35,424	41,394	48,115
营业成本	7,646	8,148	9,107	10,585
税金及附加	4,388	5,668	6,623	7,650
销售费用	4,179	4,889	5,733	6,568
管理费用	1,936	2,621	3,063	3,561
研发费用	254	354	414	481
财务费用	-636	-253	-291	-333
信用减值损失	-1	1	1	1
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动收益	-318	100	80	80
投资收益	426	860	849	848
其他收益	64	64	64	64
营业利润	12,509	15,022	17,738	20,596
营业外收入	26	20	20	20
营业外支出	32	32	36	41
利润总额	12,503	15,010	17,722	20,575
所得税	3,114	3,738	4,414	4,938
净利润	9,389	11,272	13,308	15,637
少数股东损益	12	14	16	19
归属母公司净利润	9,377	11,258	13,292	15,618
NOPLAT	8,911	11,082	13,090	15,384
EPS(摊薄) (元)	6.22	7.47	8.82	10.36

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	18.8%	17.7%	16.9%	16.2%
EBIT 增长率	24.3%	24.4%	18.1%	16.1%
归母净利润增长率	24.9%	20.0%	18.1%	17.5%
获利能力				
毛利率	74.6%	77.0%	78.0%	78.0%
净利率	31.2%	31.8%	32.1%	32.5%
ROE	19.8%	21.2%	21.8%	22.7%
ROIC	37.2%	32.7%	32.7%	33.1%
偿债能力				
资产负债率	30.1%	30.8%	30.7%	31.0%
债务权益比	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%
流动比率	2.6	2.6	2.7	2.8
速动比率	1.7	1.9	2.0	2.1
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	0	0	0	0
应付账款周转天数	66	67	69	67
存货周转天数	813	769	698	651
每股指标(元)				
每股收益	6.22	7.47	8.82	10.36
每股经营现金流	2.42	6.12	12.28	10.83
每股净资产	31.50	35.23	40.45	45.70
估值比率				
P/E	22	18	15	13
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	16	13	11	10

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，6年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020年加入华创证券。2021-2022年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

组长、高级分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，4年食品饮料研究经验，2019年加入华创证券研究所。

分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

研究员：刘旭德

北京大学硕士，2021年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，4年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020年加入华创证券研究所。

研究员：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

助理研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，3年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020年加入华创证券研究所。

华创证券总裁助理、研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士，14年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自2013年至2022年，获得新财富最佳分析师六届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续四届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来6个月内超越基准指数20%以上；
推荐：预期未来6个月内超越基准指数10% - 20%；
中性：预期未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；
回避：预期未来6个月内相对基准指数跌幅在10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；
回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街26号 恒奥中心C座3A	地址：深圳市福田区香梅路1061号中投国际 商务中心A座19楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路33号 花旗大厦12层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522