



买入（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造
当前价格(元)：149.70

证券分析师

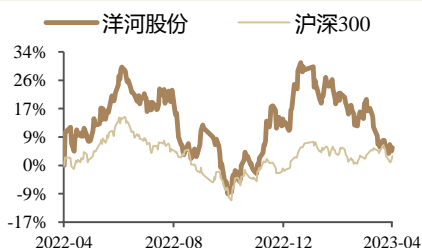
熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.73	-13.41	-18.25
相对涨幅(%)	-8.15	-13.04	-14.60

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《洋河股份(002304.SZ)：提质提速，进可持续，动力十足》，2022.10.28
- 《洋河股份(002304.SZ)：业绩符合预期，长期主义保障改革走深走实》，2022.8.30
- 《洋河股份(002304.SZ)：品牌引领匠心筑梦，洋河“蓝图”徐徐展开》，2022.6.2
- 《洋河股份(002304.SZ)：业绩超预期，调整升级继续向上》，2022.5.5

洋河股份（002304.SZ）：营收稳健增长，基本面持续改善

投资要点

- 事件：**公司发布 2022 年年报，2022 年实现营业收入 301.05 亿元，同比增长 18.76%；实现归母净利润 93.78 亿元，同比增长 24.91%；实现扣非归母净利润 92.77 亿元，同比增长 25.82%。公司发布 2023 年一季报，2023Q1 实现营业收入 150.46 亿元，同比增长 15.51%；实现归母净利润 57.66 亿元，同比增长 15.66%；实现扣非归母净利润 56.66 亿元，同比增长 15.68%。
- 营收稳健增长，Q4 主动控货。**22Q4 公司实现营收 36.22 亿元，同比增长 6.29%，实现扣非归母净利润 4.33 亿元，同比下滑 17.10%，第四季度营收增速放缓预计主要是因为 22 年前期进度较快全年任务已基本完成，且四季度受到疫情影响。22 年公司中高档酒/普通酒营收分别同比增长 21.87%/4.97%，白酒业务毛利率同比下滑 1.37pct 至 75.71%。分区域看，22 年省内/省外营收分别同比增长 15.2%/21.9%，省外营收占比提升 1.4pct 至 54.8%。22 年公司继续聚焦经销商结构优化，省内/省外经销商数量分别净增加 27/69 家。
- 23Q1 恢复良好，基本面持续改善。**22Q1 基数较高，23Q1 营收利润仍实现 16% 左右增速，23Q1+22Q4 营收/扣非归母净利润分别同比增长 13.6%/12.5%。一季度末合同负债同比减少 27.9 亿元至 69.8 亿元，预计与上年同期打款进度较快有关。费用率方面，22 年销售费用率/管理费用率分别为 13.88%/6.43%，分别同比降低 0.10/0.79pct。23Q1 销售费用率/管理费用率分别为 7.41%/3.74%，分别同比变动+0.81/-0.32pct。22 年归母净利率同比提升 1.53pct 至 31.15%。23Q1 归母净利率为 38.32%，与上年同期基本持平。
- 苏酒龙头积极调整成效显著，维持“买入”评级。**公司战略上巩固梦 6+ 主体地位，加强水晶版梦之蓝消费者培育，不断做大海之蓝规模，后续商务需求继续恢复后梦 6+ 等高端产品增长有望带动产品结构提升。当前对应 23 年 20.1x 估值，坚定看好！我们预计公司 23-25 年实现营收 354.2/413.2/479.6 亿元，同比增长 17.6%/16.7%/16.1%；实现归母净利润 112.2/134.4/159.8 亿元，同比增长 19.6%/19.8%/18.9%；对应 PE 为 20.11x/16.79x/14.12x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**疫情再次反复，竞争加剧，新品推广不及预期。

股票数据

总股本(百万股)：	1,506.99
流通 A 股(百万股)：	1,501.30
52 周内股价区间(元)：	129.92-186.28
总市值(百万元)：	225,596.10
总资产(百万元)：	67,074.21
每股净资产(元)：	35.35

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,350	30,105	35,415	41,321	47,960
(+/-)YOY(%)	20.1%	18.8%	17.6%	16.7%	16.1%
净利润(百万元)	7,508	9,378	11,219	13,439	15,981
(+/-)YOY(%)	0.3%	24.9%	19.6%	19.8%	18.9%
全面摊薄 EPS(元)	5.01	6.23	7.44	8.92	10.60
毛利率(%)	75.3%	74.6%	74.8%	75.5%	76.3%
净资产收益率(%)	17.7%	19.8%	21.1%	22.4%	23.4%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	6.23	7.44	8.92	10.60
每股净资产	31.50	35.30	39.84	45.33
每股经营现金流	2.42	6.58	8.81	10.21
每股股利	3.74	3.65	4.38	5.11
价值评估(倍)				
P/E	25.78	20.11	16.79	14.12
P/B	5.09	4.24	3.76	3.30
P/S	7.49	6.37	5.46	4.70
EV/EBITDA	17.38	12.94	10.50	8.54
股息率%	2.3%	2.4%	2.9%	3.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	74.6%	74.8%	75.5%	76.3%
净利润率	31.2%	31.7%	32.5%	33.3%
净资产收益率	19.8%	21.1%	22.4%	23.4%
资产回报率	13.8%	14.5%	15.5%	16.2%
投资回报率	18.6%	20.1%	21.5%	22.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	18.8%	17.6%	16.7%	16.1%
EBIT 增长率	25.0%	21.5%	20.3%	19.4%
净利润增长率	24.9%	19.6%	19.8%	18.9%
偿债能力指标				
资产负债率	30.1%	31.0%	30.7%	30.8%
流动比率	2.6	2.6	2.7	2.8
速动比率	1.7	1.7	1.7	1.8
现金比率	1.2	1.3	1.4	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.5	0.2	0.1	0.1
存货周转天数	846.4	919.2	941.3	976.9
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	5.2	6.6	7.9	10.3

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	9,378	11,219	13,439	15,981
少数股东损益	12	11	13	16
非现金支出	756	745	768	789
非经营收益	-294	-442	-518	-585
营运资金变动	-6,204	-1,611	-421	-817
经营活动现金流	3,648	9,922	13,281	15,385
资产	-534	-184	-277	-137
投资	4,129	2,022	-1,104	-1,604
其他	421	454	513	580
投资活动现金流	4,017	2,293	-868	-1,161
债权募资	-0	0	0	0
股权募资	43	0	0	0
其他	-4,535	-5,500	-6,600	-7,700
融资活动现金流	-4,492	-5,500	-6,600	-7,700
现金净流量	3,172	6,715	5,813	6,523

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	30,105	35,415	41,321	47,960
营业成本	7,646	8,930	10,116	11,389
毛利率%	74.6%	74.8%	75.5%	76.3%
营业税金及附加	4,388	5,241	6,116	7,098
营业税金率%	14.6%	14.8%	14.8%	14.8%
营业费用	4,179	4,957	5,729	6,565
营业费用率%	13.9%	14.0%	13.9%	13.7%
管理费用	1,936	2,141	2,334	2,557
管理费用率%	6.4%	6.0%	5.6%	5.3%
研发费用	254	354	413	480
研发费用率%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
EBIT	11,763	14,294	17,200	20,536
财务费用	-636	-650	-700	-750
财务费用率%	-2.1%	-1.8%	-1.7%	-1.6%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	426	354	413	480
营业利润	12,509	14,967	17,908	21,297
营业外收支	-6	-12	5	5
利润总额	12,503	14,955	17,913	21,302
EBITDA	12,516	15,039	17,968	21,326
所得税	3,114	3,724	4,461	5,305
有效所得税率%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
少数股东损益	12	11	13	16
归属母公司所有者净利润	9,378	11,219	13,439	15,981

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	24,375	31,090	36,903	43,427
应收账款及应收票据	571	796	916	1,058
存货	17,729	22,490	26,090	30,482
其它流动资产	8,836	6,867	7,467	9,054
流动资产合计	51,512	61,242	71,376	84,021
长期股权投资	33	37	41	45
固定资产	5,795	5,355	5,202	4,639
在建工程	757	657	357	307
无形资产	1,714	1,681	1,648	1,615
非流动资产合计	16,452	15,883	15,401	14,758
资产总计	67,964	77,126	86,777	98,779
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,376	1,871	2,149	2,316
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	18,552	21,488	24,010	27,547
流动负债合计	19,928	23,359	26,159	29,863
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	511	511	511	511
非流动负债合计	511	511	511	511
负债总计	20,440	23,871	26,670	30,375
实收资本	1,507	1,507	1,507	1,507
普通股股东权益	47,475	53,194	60,033	68,314
少数股东权益	50	61	74	90
负债和所有者权益合计	67,964	77,126	86,777	98,779

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。