

省内深耕持续推进，数字化赋能营销升级

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

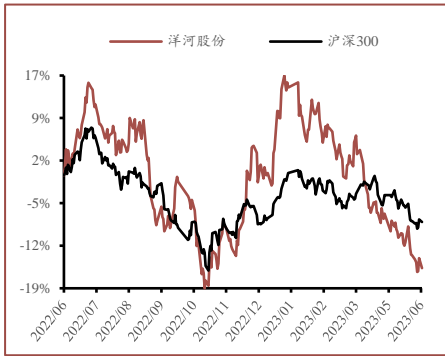
核心观点

基本数据

2023-06-05

收盘价(元)	135.26
流通股本(亿股)	15.01
每股净资产(元)	35.35
总股本(亿股)	15.07

最近 12 月市场表现



分析师 孙瑜

SAC 证书编号: S0160523010003
sunyu02@ctsec.com

相关报告

- 《开局符合预期，经营稳步向前》
2023-04-28
- 《单季度增速回正，梦 6+拓展曙光已现》
2020-10-23
- 《理性看待增速放缓，品牌仍然是最强护城河》
2019-09-02

- ❖ **事件:** 洋河股份于 23 年 5 月 31 日顺利召开股东大会。
- ❖ **海天梦势能持续巩固，分价格带运作更趋精细。** 公司蓝色经典推行分价格带运作，营销策略更趋精准：1) 高端酒手工班、梦 9 作为形象产品，坚持品牌+消费者打法，品牌端深度挖掘价值内涵及品质特色，市场端聚焦 52 个高地市场、样板市场，渠道端建立灵活高效的厂商合作模式，以持续积累高端群体认知。2) 次高端梦 6+ 作为核心大单品，通过加强宴席及团购场景开拓力度，稳健应对 600 元价格带规模波动压力；梦 3 水晶版过去 2 年通过控量提价顺利完成升级迭代，目前坚守省内 400 元价格带份额，2023 年以来在蓝色经典各产品中实现领先增长。3) 中高端天之蓝与海之蓝精准卡位苏北及环江苏市场商务招待、日常聚饮及礼赠主流价位，其中天之蓝调整到位，2023 年维持较快销售态势；海之蓝凭借洋河深厚的品牌力及渠道力，省外基本盘仍然坚实。
- ❖ **深度推进全国化布局，数字化赋能营销升级。** 针对省内市场，公司区域深耕工作仍将持续推进，将面向苏、锡、常等地区的空白市场开展扫盲工作。针对省外市场，伴随样板市场打造基本完成，洋河全国化布局进入深化发展阶段，将以次高端价格带为核心，围绕梦 6+ 优化产品动销及营销布局，以进一步强化省外基地市场规模，并推动浙江、广东等潜力市场快速放量。此外，公司持续加强数字化建设，以提升渠道效率。2022 年数字化营销平台已成功帮助各个事业部举办多场活动，有效提升动销比；并测试运行千店千价模式，实现终端差异化运营。后期公司将加快数字化赋能，推动实现费用精准投放、配额精准管控、供需精准匹配。
- ❖ **多品牌协同，完善价格矩阵。** 公司三大品牌布局日趋完善，其中双沟定位名酒品牌复兴，通过苏酒、珍宝坊、双沟大曲等产品填补洋河空白价格带，扩大公司价格带覆盖面。贵酒则通过提出绵柔酱香差异化定位在丰富公司香型布局。贵酒产品矩阵完善，覆盖酱香主流价格带，未来将聚焦酱香文化浓郁的重点市场，注重圈层开发，有望成为公司又一增长极。此外，洋河积极把握低度酒年轻化、时尚化趋势，除微分子外进一步布局高线光瓶酒，未来有望布局果酒产品。
- ❖ **投资建议:** 据公司股东大会披露，截至 2023 年 5 月中旬，公司库销比约 19%，较 2022 年同期改善明显，一则源于 Q2 江苏宴席市场快速修复（宴席场次与消费档次同步提升），二则源于公司宴席、团购等开拓力度有所加大，支撑水晶梦、天之蓝等主力产品动销转好。展望 23H2，伴随江苏区域经济保持稳步发展，看好当地酒企业绩维持稳定兑现，预计公司 2023-2025 年实现营业收入 356.4/419.4/479.1 亿元，归母净利润 113.6/ 135.7/157.5 亿元，对应 PE 为 20.1/16.8/14.5 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 宏观经济修复不及预期；区域扩张不及预期；M6+ 价格带竞争超预期。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25350	30105	35637	41943	47914
收入增长率(%)	20.14	18.76	18.38	17.70	14.24
归母净利润(百万元)	7508	9378	11361	13570	15754
净利润增长率(%)	0.34	24.91	21.15	19.45	16.09
EPS(元/股)	5.01	6.23	7.54	9.00	10.45
PE	32.85	25.78	20.05	16.78	14.46
ROE(%)	17.67	19.75	21.48	22.43	22.71
PB	5.84	5.09	4.31	3.77	3.28

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)						财务指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	25350.18	30104.90	35636.72	41943.31	47914.40	成长性					
减:营业成本	6255.40	7645.53	8229.82	9655.93	10746.90	营业收入增长率	20.1%	18.8%	18.4%	17.7%	14.2%
营业税费	4147.98	4388.31	5831.14	6846.43	7821.09	营业利润增长率	0.9%	25.2%	20.6%	19.6%	16.1%
销售费用	3544.36	4179.14	4863.85	5637.97	6353.16	净利润增长率	0.3%	24.9%	21.1%	19.4%	16.1%
管理费用	1830.08	1935.67	2699.29	3054.92	3439.49	EBITDA 增长率	25.3%	23.1%	16.2%	18.0%	16.4%
研发费用	258.46	253.57	367.59	488.41	485.25	EBIT 增长率	28.3%	25.0%	17.1%	19.0%	17.2%
财务费用	-399.15	-636.47	-609.27	-686.30	-836.69	NOPLAT 增长率	27.9%	24.3%	17.6%	18.9%	17.1%
资产减值损失	-7.18	-2.33	-2.33	-2.33	-2.33	投资资本增长率	10.5%	11.9%	11.4%	14.4%	14.7%
加:公允价值变动收益	-721.21	-318.33	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	10.4%	11.9%	11.4%	14.4%	14.7%
投资和汇兑收益	900.61	425.87	712.73	974.10	916.29	利润率					
营业利润	9988.93	12509.21	15087.41	18045.14	20956.37	毛利率	75.3%	74.6%	76.9%	77.0%	77.6%
加:营业外净收支	-42.50	-5.92	-21.57	-23.33	-16.94	营业利润率	39.4%	41.6%	42.3%	43.0%	43.7%
利润总额	9946.43	12503.28	15065.84	18021.81	20939.43	净利率	29.6%	31.2%	31.9%	32.4%	32.9%
减:所得税	2433.61	3113.89	3696.56	4439.84	5170.40	EBITDA/营业收入	40.1%	41.6%	40.8%	40.9%	41.7%
净利润	7507.68	9377.83	11360.81	13569.93	15753.98	EBIT/营业收入	37.1%	39.1%	38.6%	39.1%	40.1%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	20955.83	24375.45	27456.65	33472.25	41385.44	固定资产周转天数	90	70	56	43	33
交易性金融资产	10953.89	7998.15	7998.15	7998.15	7998.15	流动营业资本周转天数	59	87	107	110	109
应收账款	1.25	45.14	-13.59	49.33	2.44	流动资产周转天数	717	625	595	596	606
应收票据	663.85	526.00	1258.55	698.63	1477.68	应收账款周转天数	0	0	0	0	0
预付账款	9.41	11.02	12.47	14.36	15.92	存货周转天数	911	813	837	863	888
存货	16803.09	17729.26	20554.92	25709.07	27327.47	总资产周转天数	864	812	715	674	666
其他流动资产	143.01	129.69	141.36	167.67	167.67	投资资本周转天数	612	577	543	527	529
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	17.7%	19.8%	21.5%	22.4%	22.7%
长期股权投资	32.74	32.98	33.22	33.45	33.69	ROA	11.1%	13.8%	15.4%	16.2%	16.8%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	16.7%	18.6%	19.6%	20.4%	20.8%
固定资产	6276.47	5794.77	5457.54	4927.67	4301.49	费用率					
在建工程	525.50	757.15	378.57	189.29	94.64	销售费用率	14.0%	13.9%	13.6%	13.4%	13.3%
无形资产	1679.60	1714.38	1703.46	1700.11	1706.95	管理费用率	7.2%	6.4%	7.6%	7.3%	7.2%
其他非流动资产	186.14	183.85	202.23	222.46	244.70	财务费用率	-1.6%	-2.1%	-1.7%	-1.6%	-1.7%
资产总额	67798.70	67964.25	73643.94	83517.11	93817.67	三费/营业收入	19.6%	18.2%	19.5%	19.1%	18.7%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付账款	1444.18	1376.21	1938.01	1881.27	2299.78	资产负债率	37.3%	30.1%	28.1%	27.5%	26.0%
应付票据	30.00	0.00	23.92	13.50	24.85	负债权益比	59.6%	43.0%	39.1%	37.9%	35.1%
其他流动负债	2039.26	1312.25	1312.25	1312.25	1312.25	流动比率	2.01	2.58	2.88	3.05	3.33
长期借款	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.33	1.69	1.85	1.90	2.18
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	15586.11	16942.13	123536.19	147036.57	172325.29
负债总额	25317.39	20439.80	20690.86	22958.88	24363.76	分红指标					
少数股东权益	-4.90	49.50	57.96	70.00	85.05	DPS(元)	3.00	3.74	2.00	2.91	2.88
股本	1506.99	1506.99	1506.99	1506.99	1506.99	分红比率					
留存收益	40259.11	45117.61	50537.77	58130.88	67011.52	股息收益率	1.8%	2.3%	1.3%	1.9%	1.9%
股东权益	42481.31	47524.45	52953.08	60558.23	69453.91	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	5.01	6.23	7.54	9.00	10.45
净利润	7507.68	9377.83	11360.81	13569.93	15753.98	BVPS(元)	28.19	31.50	35.10	40.14	46.03
加:折旧和摊销	759.25	752.92	772.57	776.45	778.46	PE(X)	32.9	25.8	20.0	16.8	14.5
资产减值准备	-5.45	3.08	3.08	3.08	3.08	PB(X)	5.8	5.1	4.3	3.8	3.3
公允价值变动损失	721.21	318.33	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	3.80	1.03	0.11	0.11	0.11	P/S	9.8	8.0	6.4	5.4	4.8
投资收益	-900.61	-425.87	-712.73	-974.10	-916.29	EV/EBITDA	22.4	17.4	13.8	11.3	9.3
少数股东损益	5.13	11.57	8.46	12.04	15.05	CAGR(%)					
营运资金的变动	7833.45	-6203.61	-3250.06	-2159.86	-1655.76	PEG	96.6	1.0	0.9	0.9	0.9
经营活动产生现金流量	15318.17	3647.62	8431.94	11136.28	13995.99	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	1836.66	4016.50	603.01	852.68	788.71	REP					
融资活动产生现金流量	-3547.82	-4491.78	-5953.74	-5973.37	-6871.50						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。