

洋河股份 (002304)

证券研究报告

2022年10月19日

22Q3 预计实现扣非归母净利润 20.22 亿同增 20%，改革成效显现助力稳健发展

事件：公司发布 2022 年前三季度经营情况公告。2022 年前三季度公司预计实现营业收入 264.4 亿元左右，同比增长 20.5%左右；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 86.65 亿元左右，同比增长 26.5%左右。

22Q3 预计实现扣非归母净利润 20.22 亿同增 20%，产品升级+市场深耕持续稳中求进。今年以来，公司积极应对日趋激烈的市场竞争，聚焦产品品质升级不断满足消费需求，推动营销组织下沉持续深耕市场，围绕消费者互动全面强化品牌建设，市场销售实现稳健增长，保持“稳中求进、进中有优”发展态势。分季度来看，22Q1/Q2 分别实现营业收入 130.26/58.82 亿元，分别同比增长 23.82%/17.10%，预计 22Q3 实现营业收入 75.32 亿元，同比增长 17.71%左右；22Q1/Q2 分别实现扣非归母净利润 48.98/17.45 亿元，分别同比增长 28.53%/28.56%，预计 22Q3 实现扣非归母净利润 20.22 亿元，同比增长 20.21%左右；22Q1/Q2 扣非归母净利率分别为 37.60%/29.67%，22Q3 预计为 26.85%左右。

以“服务市场”为核心，渠道改革成效显现。公司坚持推动营销组织架构调整，实现营销机构全面下沉。同时，围绕亲商安商扶商富商原则，积极对主导产品进行数字化改造，对经销商结构进行调整。目前来看，新型厂商关系的构建，有望坚定经销商与公司共同发展的信心与决心，利于公司未来产品推广、政策执行等渠道工作的顺利开展。

产品持续迭代升级，分阶段稳步寻突破。继梦 6、天之蓝均实现升级换代后，2022 年公司进一步推出海之蓝升级版，在品质、规格和形象上持续升级。海之蓝升级版目前来看，品质升级得到消费者持续认可，有望持续稳固公司塔基。

投资建议：梦 6+自推出以来消费者认可度持续提升，省内布局基本完成，延续品牌产品迭代升级过程，重点布局省外市场，享受次高端改革红利。同时随着海天等一系列产品升级换代，渠道打法进一步优化，叠加公司产品力提升，公司二次改革成效有望进一步显现。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 96/116/136 亿元，对应 PE 分别为 24/20/17X，维持买入评级。

风险提示：疫情反复风险、新品销售不及预期、业绩快报是初步测算结果，具体财务数据以公司披露公告为准

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,101.05	25,350.18	28,759.78	34,359.83	40,406.54
增长率(%)	(8.76)	20.14	13.45	19.47	17.60
EBITDA(百万元)	10,763.90	10,508.52	12,883.23	15,587.79	18,126.85
净利润(百万元)	7,482.23	7,507.68	9,604.24	11,618.80	13,635.97
增长率(%)	1.35	0.34	27.93	20.98	17.36
EPS(元/股)	4.97	4.98	6.37	7.71	9.05
市盈率(P/E)	30.31	30.21	23.62	19.52	16.63
市净率(P/B)	5.89	5.34	4.93	4.49	4.04
市销率(P/S)	10.75	8.95	7.89	6.60	5.61
EV/EBITDA	30.34	19.71	14.23	11.64	9.63

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	147.3 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,506.99
流通 A 股股本(百万股)	1,502.71
A 股总市值(百万元)	221,979.33
流通 A 股市值(百万元)	221,349.19
每股净资产(元)	29.81
资产负债率(%)	21.76
一年内最高/最低(元)	195.18/130.12

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
朱琳	联系人
zhulinb@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《洋河股份-半年报点评:22H1 归母净利润同增 21.76%，产品持续升级，渠道改革成效显现增势良好》 2022-09-02
- 2 《洋河股份-公司深度研究:二次创业渠道改革增厚经销商利润，产品迭代稳步占位次高端市场》 2022-05-20
- 3 《洋河股份-年报点评报告:二次创业初见成效，收入增速企稳回升，产品升级+渠道改革增长势头良好》 2022-05-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,243.19	20,955.83	21,922.28	23,053.98	29,198.72
应收票据及应收账款	617.72	665.10	790.23	1,070.78	1,021.86
预付账款	9.36	9.41	186.93	92.53	68.16
存货	14,852.69	16,803.09	22,375.58	21,405.50	28,238.84
其他	14,515.13	11,331.21	14,245.44	14,564.83	15,067.69
流动资产合计	37,238.10	49,764.64	59,520.45	60,187.62	73,595.26
长期股权投资	29.53	32.74	32.74	32.74	32.74
固定资产	6,882.95	6,276.47	5,615.36	4,954.25	4,293.14
在建工程	223.47	525.50	525.50	525.50	525.50
无形资产	1,713.53	1,679.60	1,623.62	1,567.65	1,511.67
其他	7,778.69	9,519.76	7,887.37	8,387.24	8,590.13
非流动资产合计	16,628.16	18,034.06	15,684.59	15,467.38	14,953.18
资产总计	53,866.26	67,798.70	75,205.05	75,654.99	88,548.45
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,151.87	1,474.18	1,900.57	1,802.93	2,393.58
其他	4,703.96	7,454.61	26,730.64	22,718.45	29,457.60
流动负债合计	5,855.83	8,928.79	28,631.21	24,521.38	31,851.18
长期借款	0.04	0.04	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	739.39	584.05	583.36	635.60	601.00
非流动负债合计	739.42	584.09	583.36	635.60	601.00
负债合计	15,396.61	25,317.39	29,214.57	25,156.98	32,452.18
少数股东权益	(14.93)	(4.90)	(2.77)	(0.01)	3.74
股本	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99	1,506.99
资本公积	741.53	782.24	782.24	782.24	782.24
留存收益	37,243.41	40,259.11	44,061.72	48,684.51	54,101.81
其他	(1,007.34)	(62.12)	(357.69)	(475.72)	(298.51)
股东权益合计	38,469.65	42,481.31	45,990.48	50,498.01	56,096.27
负债和股东权益总计	53,866.26	67,798.70	75,205.05	75,654.99	88,548.45

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	7,484.61	7,512.82	9,604.24	11,618.80	13,635.97
折旧摊销	782.85	753.74	717.08	717.08	717.08
财务费用	3.67	3.80	(659.80)	(692.09)	(804.06)
投资损失	(1,206.68)	(900.61)	(802.68)	(969.99)	(891.10)
营运资金变动	(1,938.23)	8,329.73	(277.07)	(3,742.06)	244.31
其它	(1,147.42)	(381.31)	2,982.47	358.74	425.59
经营活动现金流	3,978.79	15,318.17	11,564.25	7,290.49	13,327.80
资本支出	27.24	569.76	0.69	(52.24)	34.60
长期投资	4.17	3.22	0.00	0.00	0.00
其他	4,441.42	1,263.69	(5,152.20)	318.65	24.18
投资活动现金流	4,472.83	1,836.66	(5,151.51)	266.41	58.78
债权融资	87.20	407.55	654.16	693.02	805.30
股权融资	(5,495.71)	(3,533.41)	(6,100.45)	(7,118.22)	(8,047.15)
其他	(96.40)	(421.96)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(5,504.91)	(3,547.82)	(5,446.29)	(6,425.20)	(7,241.84)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,946.71	13,607.01	966.45	1,131.70	6,144.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	21,101.05	25,350.18	28,759.78	34,359.83	40,406.54
营业成本	5,851.90	6,255.40	8,196.54	8,847.66	10,070.67
营业税金及附加	3,415.65	4,147.98	5,271.67	5,528.98	6,431.92
销售费用	2,603.80	3,544.36	4,256.45	3,735.68	4,505.38
管理费用	1,729.08	1,830.08	2,358.30	2,397.55	2,926.51
研发费用	260.09	258.46	293.35	304.15	371.63
财务费用	(87.23)	(399.15)	(659.80)	(692.09)	(804.06)
资产/信用减值损失	(5.95)	5.45	(8.91)	(4.81)	(4.43)
公允价值变动收益	1,267.68	(721.21)	2,977.10	351.79	416.16
投资净收益	1,206.68	900.61	802.68	969.99	891.10
其他	(5,035.85)	(460.74)	0.00	0.00	0.00
营业利润	9,895.19	9,988.93	12,814.14	15,554.87	18,207.31
营业外收入	25.04	20.72	20.92	20.48	18.96
营业外支出	41.33	63.22	34.79	41.95	42.16
利润总额	9,878.90	9,946.43	12,800.27	15,533.40	18,184.11
所得税	2,394.30	2,433.61	3,190.65	3,907.64	4,538.71
净利润	7,484.61	7,512.82	9,609.62	11,625.76	13,645.40
少数股东损益	2.38	5.13	5.37	6.95	9.43
归属于母公司净利润	7,482.23	7,507.68	9,604.24	11,618.80	13,635.97
每股收益(元)	4.97	4.98	6.37	7.71	9.05

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-8.76%	20.14%	13.45%	19.47%	17.60%
营业利润	1.37%	0.95%	28.28%	21.39%	17.05%
归属于母公司净利润	1.35%	0.34%	27.93%	20.98%	17.36%
获利能力					
毛利率	72.27%	75.32%	71.50%	74.25%	75.08%
净利率	35.46%	29.62%	33.39%	33.82%	33.75%
ROE	19.44%	17.67%	20.88%	23.01%	24.31%
ROIC	91.35%	76.88%	682.85%	439.91%	258.41%
偿债能力					
资产负债率	28.58%	37.34%	38.85%	33.25%	36.65%
净负债率	-18.83%	-49.31%	-47.66%	-45.65%	-52.04%
流动比率	2.54	2.01	2.08	2.45	2.31
速动比率	1.53	1.33	1.30	1.58	1.42
营运能力					
应收账款周转率	32.64	39.52	39.52	36.93	38.62
存货周转率	1.44	1.60	1.47	1.57	1.63
总资产周转率	0.39	0.42	0.40	0.46	0.49
每股指标(元)					
每股收益	4.97	4.98	6.37	7.71	9.05
每股经营现金流	2.64	10.16	7.67	4.84	8.84
每股净资产	25.54	28.19	30.52	33.51	37.22
估值比率					
市盈率	30.31	30.21	23.62	19.52	16.63
市净率	5.89	5.34	4.93	4.49	4.04
EV/EBITDA	30.34	19.71	14.23	11.64	9.63
EV/EBIT	32.72	21.22	15.07	12.20	10.03

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com