



名酒复兴产品迭代，数字转型红利释放

2023 年 04 月 26 日

► **事件:** 公司发布 2022 年年报, 22 全年实现营收 301.05 亿元, 同比+18.76%; 实现归母净利润 93.78 亿元, 同比+24.91%; 期末合同负债余额 137.42 亿元, 环比增加 55.69 亿元。23Q1 实现营收 150.46 亿元, 同比+15.51%; 实现归母净利润 57.66 亿元, 同比+15.66%。

► **海、天、梦迭代焕新，坚守名酒复兴战略。** 产品方面，量价拆分公司 22 年白酒销售量同比+6.15%，吨酒价同比+11.87%；其中中高档酒实现营收 262.27 亿元，占比 88.90%，同比+21.87%；普通酒实现营收 32.73 亿元，占比 11.10%，同比+4.97%。海、天、梦系列产品迭代焕新，品质、规格和形象上持续升级，新一轮产品周期表现较优。公司坚持“高端引领品牌、主力增长品牌、大众基石品牌”策略方向，发力宴席市场渠道培育，在全国面上或加速推动从“海天”向“梦”的结构化升级进程。23 年 4 月，公司提出名酒复兴战略，发布洋河大曲经典版产品，敦煌系列焕新升级，老名酒丰富产品矩阵，提前布局新增长极。

► **渠道下沉激活组织活力，改革红利持续释放。** 分地区看，22 年公司省内外收入分别实现 133.21/161.79 亿元，占比 45.16%/54.84%，同比+15.28%/23.66%，省外深度推进全国化工程，增速表现较优。分渠道看，批发经销占比 96.69%，同比+19.91%；线上直销占比 1.30%，同比+7.68%，公司数字化营销系统持续完善，截至 22 年末，省内/省外外经销商数量分别为 2977/5261 家，净增加 27/69 家，合计 8238 家。公司深化组织改革，推进“一商为主，多商配称”渠道模式，以事业部制组织改革为抓手，营销机构持续下沉，决策权下放至事业部，激活组织活力；构建新型厂商关系，坚定经销商与公司共同发展的信心与决心，助力公司产品推广、政策执行等渠道工作顺利开展。

► **毛利率小幅下降，费率优化、税率下降带动净利率提升。** 2022 年由于海之蓝占比提升，公司毛利率阶段性缩窄，同比-0.72pcts 至 74.60%；费率端有所优化，销售费用率为 13.88%，同比-0.10pcts；管理费用率为 6.43%，同比-0.18pcts，净利率同比+1.55pct 至 31.19%。23Q1 毛利率 76.60%，同比-0.70pcts；净利率 38.39%，同比+0.10pcts，保持稳定水平。23Q1 合同负债余额 69.75 亿元，同比-28.58%；销售收现 103.17 亿元，同比+28.87%。

► **投资建议:** 公司数字化营销积极推进，价盘体系管理提效，省外产品迭代的动能持续构筑，期待公司在梦 6+ 等高线次高端价位取得突破。预计公司 23~25 年营收分别为 356/425/502 亿元，归母净利润分别为 112/136/165 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 20/17/14X，维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 宏观经济波动影响市场需求、改革节奏及新品培育不及预期、市场竞争加剧、梦之蓝全国化不达预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	30105	35591	42541	50200
增长率 (%)	18.8	18.2	19.5	18.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	9378	11150	13604	16452
增长率 (%)	24.9	18.9	22.0	20.9
每股收益 (元)	6.22	7.40	9.03	10.92
PE	24	20	17	14
PB	4.7	4.3	3.8	3.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

149.55 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

电话: 021-80508452

邮箱: wangyanhai@mszq.com

相关研究

1. 洋河股份 (002304.SZ) 2022 年三季报点评: 组织改革红利释放, 复苏势能稳步构筑-2022/10/28

2. 洋河股份 (002304.SZ) 2022 年中报点评: 深化事业部制改革, 产品迭代“大而强”新周期-2022/08/28

3. 洋河股份 (002304.SZ) 深度报告: 产品生命周期重塑, 大船扬帆起航-2022/04/29

4. 洋河股份 (002304.SZ) 2021 年报及 2022 年一季报点评: 业绩实现快速增长, 改革红利持续兑现-2022/04/29

5. 【民生食品饮料】洋河股份(002304)深度报告: 产品生命周期重塑, 大船扬帆起航-20220113-2022/01/14

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	30105	35591	42541	50200
营业成本	7646	8359	9507	10797
营业税金及附加	4388	5837	6977	8253
销售费用	4179	4983	6168	7028
管理费用	1936	2669	3191	3765
研发费用	254	356	425	502
EBIT	11763	13529	16447	20050
财务费用	-636	-243	-359	-285
资产减值损失	-2	-174	-176	-181
投资收益	426	1264	1511	1783
营业利润	12509	14873	18145	21944
营业外收支	-6	-7	-7	-8
利润总额	12503	14866	18138	21936
所得税	3114	3717	4535	5484
净利润	9389	11150	13604	16452
归属于母公司净利润	9378	11150	13604	16452
EBITDA	12516	14295	17318	21039

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	24375	35973	40799	48295
应收账款及票据	571	1003	1192	1378
预付款项	11	93	45	62
存货	17729	19810	23260	26742
其他流动资产	8825	7274	6537	6134
流动资产合计	51512	64152	71833	82610
长期股权投资	33	1297	2809	4592
固定资产	5795	5877	6024	6145
无形资产	1714	1742	1796	1868
非流动资产合计	16452	17375	19086	21061
资产合计	67964	81527	90919	103672
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1376	1765	2040	2380
其他流动负债	18552	26217	28442	32591
流动负债合计	19928	27981	30482	34971
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	511	515	515	515
非流动负债合计	511	515	515	515
负债合计	20440	28496	30997	35486
股本	1507	1507	1507	1507
少数股东权益	50	50	50	50
股东权益合计	47524	53031	59923	68186
负债和股东权益合计	67964	81527	90919	103672

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.76	18.22	19.53	18.00
EBIT 增长率	25.01	15.01	21.57	21.91
净利润增长率	24.91	18.90	22.01	20.94
盈利能力 (%)				
毛利率	74.60	76.51	77.65	78.49
净利率	31.15	31.33	31.98	32.77
总资产收益率 ROA	13.80	13.68	14.96	15.87
净资产收益率 ROE	19.75	21.04	22.72	24.15
偿债能力				
流动比率	2.58	2.29	2.36	2.36
速动比率	1.69	1.58	1.59	1.59
现金比率	1.22	1.29	1.34	1.38
资产负债率 (%)	30.07	34.95	34.09	34.23
经营效率				
应收账款周转天数	0.55	0.09	0.11	0.06
存货周转天数	846.40	865.00	893.00	904.00
总资产周转率	0.44	0.48	0.49	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	6.22	7.40	9.03	10.92
每股净资产	31.50	35.16	39.73	45.21
每股经营现金流	2.42	11.28	7.97	10.98
每股股利	3.74	4.45	5.43	6.57
估值分析				
PE	24	20	17	14
PB	4.7	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	16.06	13.25	10.66	8.42
股息收益率 (%)	2.50	2.98	3.63	4.39

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	9389	11150	13604	16452
折旧和摊销	753	766	871	989
营运资金变动	-6204	6014	-1135	708
经营活动现金流	3648	16992	12008	16549
资本开支	-534	-1034	-1239	-1352
投资	4129	1000	800	500
投资活动现金流	4017	266	-439	-852
股权募资	43	0	0	0
债务募资	0	-3	-20	0
筹资活动现金流	-4492	-5661	-6744	-8201
现金净流量	3172	11598	4826	7496

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026