

洋河股份 (002304.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 129.92 元

业绩超预期, 预收款表现亮眼

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	15.07
已上市流通 A 股(亿股)	15.03
总市值(亿元)	1,957.88
年内股价最高最低(元)	185.44/129.92
沪深 300 指数	3631
深证成指	10750

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,101	25,350	30,853	36,575	42,994
营业收入增长率	-8.76%	20.14%	21.71%	18.55%	17.55%
归母净利润(百万元)	7,482	7,508	9,727	11,771	14,105
归母净利润增长率	1.35%	0.34%	29.56%	21.02%	19.82%
摊薄每股收益(元)	4.965	4.982	6.455	7.811	9.359
每股经营性现金流净额	2.64	10.16	5.06	6.60	8.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.44%	17.67%	20.40%	21.43%	21.86%
P/E	47.53	33.07	20.13	16.63	13.88
P/B	9.24	5.84	4.11	3.56	3.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 10月27日, 公司发布22年三季报。22Q1-3实现营收264.83亿元, 同比+20.69%; 扣非归母净利88.43亿元, 同比+29.10%。其中, 22Q3实现营收75.75亿元, 同比+18.37%; 扣非归母净利22.01亿元, 同比+30.83%。

经营分析

- 收入增长稳健, 预收款积蓄势能。**Q3销售收现同比+7.71%, 合同负债期末同比+25.54%, 环比+2.65亿元, 蓄水池依旧充足。公司全年回款完成, 对应增速在20-25%, 陆续推进发货。我们预计, 22年蓝色经典占比在75-80%, 海之蓝增速30-40%, 梦系列20%多(梦6: 水晶梦: 梦9和手工班=5:4:1), 天之蓝增速10-20%; 双沟增速快于洋河品牌。
- 梦系列控货下毛利率维稳, 控税费促盈利显著改善。**22Q3净利率同比+4.48pct、扣非净利率同比+2.77pct, 其中: 1) 毛利率同比-0.12pct, 预计系梦系列有控货举措, 中秋国庆双节后库存已降低至2个多月的合理水平, Q3梦系列的实际动销、开瓶率增速要明显好于海、天。此外, 生产人员涨薪+原材料成本上涨也有影响。2) Q3税金及附加占比同比-2.69pct, 预计系缴税节奏调整; 3) 财务/销售/管理费率同比-2.14/+0.48/+0.52pct, 预计系涨薪+股权激励增厚人员成本。4) 21Q3因中银证券股价下跌扰动公允价值损失, 22Q3公允价值变动减亏2.44亿元。
- 百日会战已开启, 中长期静待内部改革红利释放。**公司近期实施百日大会战专项行动, 新一轮的打款也有望于下月启动, 来年开门红可期。公司产品换代升级顺利推进, 新版海经销商、终端利润率升至10%, 消费者认可度高, 明年春节有望放量; 梦系列省外占比有待提升, 水晶梦需求复苏, 梦6+正迈向百亿, 梦9+手工班全年销售口径不到15亿。今年组织架构扁平化, 费用权利下放提升灵活性, 重用年轻销售骨干, 未来内部机制也将持续优化。

投资建议

- 我们预计公司22-24年归母净利增速分别为29.6%/21.0%/19.8%, 对应归母净利97/118/141亿元; EPS为6.46/7.81/9.36元, 对应PE分别为20/17/14X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险, 产品拓展不及预期, 区域市场竞争加剧, 食品安全问题。

相关报告

- 《业绩符合预期, Q3 控节奏行稳致远-洋河股份经营公告点评》, 2022.10.16
- 《Q2 业绩超预期, 改革持续兑现-洋河股份中报点评》, 2022.8.27
- 《业绩超预期, 改革成效已有显现-洋河股份年报及一季报点评》, 2022.4.29
- 《苏酒龙头基本面持续改善, 估值具有高性价比-洋河股份跟踪点评》, 2021.11.29

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

叶韬 联系人
yetao@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	23,126	21,101	25,350	30,853	36,575	42,994
增长率		-8.8%	20.1%	21.7%	18.5%	17.5%
主营业务成本	-6,626	-5,852	-6,255	-7,615	-8,757	-10,005
%销售收入	28.7%	27.7%	24.7%	24.7%	23.9%	23.3%
毛利	16,500	15,249	19,095	23,238	27,817	32,988
%销售收入	71.3%	72.3%	75.3%	75.3%	76.1%	76.7%
营业税金及附加	-3,201	-3,416	-4,148	-4,998	-5,925	-6,965
%销售收入	13.8%	16.2%	16.4%	16.2%	16.2%	16.2%
销售费用	-2,692	-2,604	-3,544	-4,103	-4,828	-5,632
%销售收入	11.6%	12.3%	14.0%	13.3%	13.2%	13.1%
管理费用	-1,856	-1,729	-1,830	-2,160	-2,560	-2,967
%销售收入	8.0%	8.2%	7.2%	7.0%	7.0%	6.9%
研发费用	-160	-260	-258	-309	-329	-387
%销售收入	0.7%	1.2%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%
息税前利润 (EBIT)	8,590	7,241	9,314	11,668	14,175	17,038
%销售收入	37.1%	34.3%	36.7%	37.8%	38.8%	39.6%
财务费用	78	87	399	431	488	597
%销售收入	-0.3%	-0.4%	-1.6%	-1.4%	-1.3%	-1.4%
资产减值损失	-21	-6	5	4	2	1
公允价值变动收益	159	1,268	-721	100	20	30
投资收益	851	1,207	901	600	800	900
%税前利润	8.7%	12.2%	9.1%	4.7%	5.1%	4.8%
营业利润	9,762	9,895	9,989	12,903	15,595	18,681
营业利润率	42.2%	46.9%	39.4%	41.8%	42.6%	43.4%
营业外收支	9	-16	-43	-12	5	10
税前利润	9,771	9,879	9,946	12,891	15,600	18,691
利润率	42.2%	46.8%	39.2%	41.8%	42.7%	43.5%
所得税	-2,385	-2,394	-2,434	-3,158	-3,822	-4,579
所得税率	24.4%	24.2%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
净利润	7,386	7,485	7,513	9,733	11,778	14,111
少数股东损益	3	2	5	6	6	7
归属于母公司的净利润	7,383	7,482	7,508	9,727	11,771	14,105
净利率	31.9%	35.5%	29.6%	31.5%	32.2%	32.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	7,386	7,485	7,513	9,733	11,778	14,111
少数股东损益	3	2	5	6	6	7
非现金支出	797	789	754	628	688	734
非经营收益	-1,115	-2,250	-782	-1,001	-894	-1,006
营运资金变动	-271	-2,045	7,833	-1,729	-1,626	-1,621
经营活动现金净流	6,798	3,979	15,318	7,631	9,945	12,218
资本开支	-293	-353	-417	-915	-896	-991
投资	-1,828	3,623	1,356	-1,503	-1,003	-1,003
其他	828	1,203	898	600	800	900
投资活动现金净流	-1,293	4,473	1,837	-1,818	-1,099	-1,094
股权募资	0	0	5	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-4,823	-5,505	-3,553	-4,522	-4,522	-4,522
筹资活动现金净流	-4,823	-5,505	-3,548	-4,522	-4,522	-4,522
现金净流量	685	2,943	13,604	1,291	4,325	6,603

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,300	7,243	20,956	22,247	26,572	33,175
应收款项	713	648	899	1,019	1,207	1,419
存货	14,433	14,853	16,803	18,778	21,354	24,122
其他流动资产	18,360	14,494	11,106	11,292	11,328	11,374
流动资产	37,806	37,238	49,765	53,335	60,461	70,091
%总资产	70.7%	69.1%	73.4%	72.6%	73.8%	75.4%
长期投资	5,076	6,396	7,669	9,175	10,180	11,184
固定资产	7,520	7,106	6,802	7,028	7,195	7,418
%总资产	14.1%	13.2%	10.0%	9.6%	8.8%	8.0%
无形资产	2,023	1,990	1,972	2,015	2,058	2,101
非流动资产	15,649	16,628	18,034	20,126	21,442	22,811
%总资产	29.3%	30.9%	26.6%	27.4%	26.2%	24.6%
资产总计	53,455	53,866	67,799	73,461	81,902	92,902
短期借款	0	0	8	8	8	8
应付款项	7,852	2,709	3,283	3,614	4,202	4,852
其他流动负债	8,685	11,949	21,442	21,562	22,129	22,855
流动负债	16,537	14,657	24,733	25,184	26,339	27,715
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	427	739	584	584	614	647
负债	16,963	15,397	25,317	25,768	26,953	28,362
普通股股东权益	36,509	38,485	42,486	47,692	54,943	64,526
其中：股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507
未分配利润	33,510	36,490	39,506	44,712	51,962	61,546
少数股东权益	-17	-15	-5	1	7	14
负债股东权益合计	53,455	53,866	67,799	73,461	81,902	92,902

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	4.899	4.965	4.982	6.455	7.811	9.359
每股净资产	24.226	25.537	28.193	31.647	36.459	42.818
每股经营现金净流	4.511	2.640	10.165	5.064	6.600	8.108
每股股利	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
回报率						
净资产收益率	20.22%	19.44%	17.67%	20.40%	21.43%	21.86%
总资产收益率	13.81%	13.89%	11.07%	13.24%	14.37%	15.18%
投入资本收益率	17.73%	14.09%	16.44%	18.35%	19.36%	19.82%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.28%	-8.76%	20.14%	21.71%	18.55%	17.55%
EBIT增长率	-11.83%	-15.71%	28.64%	25.27%	21.49%	20.19%
净利润增长率	-9.02%	1.35%	0.34%	29.56%	21.02%	19.82%
总资产增长率	7.85%	0.77%	25.86%	8.35%	11.49%	13.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.2	0.2	0.0	0.2	0.3	0.3
存货周转天数	780.1	913.3	923.6	900.0	890.0	880.0
应付账款周转天数	71.4	77.4	75.7	78.0	79.0	80.0
固定资产周转天数	114.5	119.1	90.4	73.4	60.6	50.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-61.05%	-56.01%	-75.09%	-69.81%	-68.49%	-68.59%
EBIT利息保障倍数	-109.5	-83.0	-23.3	-27.0	-29.1	-28.5
资产负债率	31.73%	28.58%	37.34%	35.08%	32.91%	30.53%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	1	26	83	99	206
增持	0	1	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.04	1.06	1.06	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

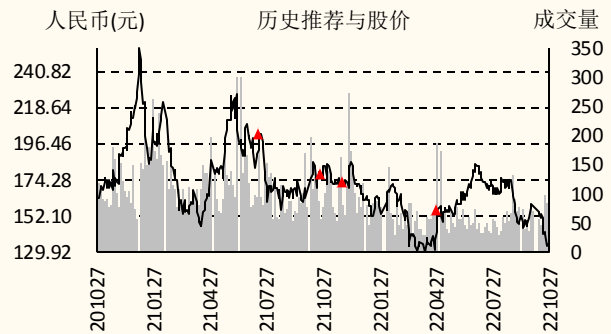
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价目标价
1	2021-06-26	买入	213.12 N/A
2	2021-07-16	买入	195.85 N/A
3	2021-08-29	买入	169.10 N/A
4	2021-10-26	买入	181.20 N/A
5	2021-11-29	买入	176.01 N/A
6	2022-04-29	买入	144.60 N/A
7	2022-08-27	买入	174.43 N/A
8	2022-10-16	买入	153.36 N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;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,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402