

## 促销加大，营收稳增

2023 年 10 月 30 日

► **事件：**公司发布 2023 年三季报，23 年 Q1-3 实现营收 302.83 亿元，同比增加 14.35%；实现归母净利润 102.03 亿元，同比增加 12.47%；期末合同负债余额 55.16 亿元，同比减少 32.51%；销售收现 255.42 亿元，同比增加 18.51%。23Q3 实现营收 84.10 亿元，同比增加 11.03%；实现归母净利润 23.41 亿元，同比增加 7.46%。

► **毛利率水平稳健上升，经营现金流同比较优。**公司天之蓝、梦之蓝等产品占比提升，23Q1-3 公司毛利率 75.77%，同比增加 1.23pcts；费率端公司备战中秋消费旺季积极，加大产品促销力度，增加促销费用等投入，销售费用率为 11.76%，同比增加 2.16pcts；管理费用率为 5.00%，同比减少 0.87pcts；归母净利率 33.69%，同比减少 0.56pcts。单季度看，23Q3 公司毛利率 74.87%，同比减少 1.16pcts；销售费用率为 15.48%，同比增加 1.53pcts；管理费用率为 6.00%，同比减少 1.17pcts；归母净利率 27.84%，同比减少 0.92pcts。公司销售商品收到的现金增加，23Q1-3 经营性现金流量净额 43.43 亿元，同比增加 554.34%。截至 23Q3 末，公司合同负债 55.16 亿，资金“蓄水池”环比增加 3.64%。

► **深度推进全国化布局，产品结构稳步升级，改革红利有望持续释放。**产品方面，海之蓝、天之蓝等主导产品保持稳健增长，同时公司坚持“高端引领品牌、主力增长品牌、大众基石品牌”策略方向，持续打造“海之蓝”、“梦 6+”核心大单品，“水晶版梦之蓝”协同跟进，有望在全国面上加速推动从“海、天”向“梦”的结构化升级进程。**渠道方面**，公司数字化营销系统持续完善，深化渠道网点建设与核心消费群体运营，以事业部制组织改革为抓手，渠道持续下沉，决策权下放至事业部。**区域方面**，省内外市场协同发展，省外西北、东北等区域市场扩展布局较为顺利，营销网络在全国面上稳步渗透，鼓励开瓶消费，持续开展海、天、梦产品“开瓶扫码”活动，有望顺利推进全国化布局进程。

► **投资建议：**公司数字化营销改革积极推进，价盘体系管理提效，省内有望享受次高端扩容红利，省外产品迭代升级的动能持续构筑，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 349/397/447 亿元，归母净利润分别为 109/124/139 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 17/15/13X，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、省内市场竞争加剧、公司库存与价盘波动异常、梦之蓝全国化不及预期。

## 推荐

维持评级

当前价格：

121.94 元


**分析师 王言海**

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

**研究助理 胡慧铭**

执业证书：S0100122070002

电话：021-80508452

邮箱：huhuiming@mszq.com

## 相关研究

1. 洋河股份 (002304.SZ) 2022 年年报&2023 年一季报点评：名酒复兴产品迭代，数字化转型红利释放-2023/04/26
2. 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
3. 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
4. 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
5. 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

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 30,105 | 34,857 | 39,672 | 44,697 |
| 增长率 (%)          | 18.8   | 15.8   | 13.8   | 12.7   |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 9,378  | 10,881 | 12,405 | 13,870 |
| 增长率 (%)          | 24.9   | 16.0   | 14.0   | 11.8   |
| 每股收益 (元)         | 6.23   | 7.22   | 8.23   | 9.21   |
| PE               | 20     | 17     | 15     | 13     |
| PB               | 3.9    | 3.5    | 3.1    | 2.8    |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

## 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     | 30,105 | 34,857 | 39,672 | 44,697 |
| 营业成本      | 7,646  | 8,302  | 9,193  | 10,206 |
| 营业税金及附加   | 4,388  | 5,716  | 6,506  | 7,348  |
| 销售费用      | 4,179  | 4,880  | 5,554  | 6,258  |
| 管理费用      | 1,936  | 1,917  | 2,380  | 2,905  |
| 研发费用      | 254    | 349    | 397    | 447    |
| EBIT      | 11,763 | 13,727 | 15,681 | 17,577 |
| 财务费用      | -636   | -658   | -736   | -832   |
| 资产减值损失    | -2     | -174   | -176   | -181   |
| 投资收益      | 426    | 279    | 317    | 358    |
| 营业利润      | 12,509 | 14,490 | 16,559 | 18,587 |
| 营业外收支     | -6     | -20    | -20    | -20    |
| 利润总额      | 12,503 | 14,470 | 16,539 | 18,567 |
| 所得税       | 3,114  | 3,589  | 4,135  | 4,697  |
| 净利润       | 9,389  | 10,881 | 12,405 | 13,870 |
| 归属于母公司净利润 | 9,378  | 10,881 | 12,405 | 13,870 |
| EBITDA    | 12,516 | 14,493 | 16,553 | 18,567 |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 24,375 | 36,832 | 41,622 | 48,459 |
| 应收账款及票据     | 571    | 982    | 1,112  | 1,227  |
| 预付款项        | 11     | 92     | 44     | 59     |
| 存货          | 17,729 | 19,675 | 22,490 | 25,278 |
| 其他流动资产      | 8,825  | 7,271  | 6,523  | 6,100  |
| 流动资产合计      | 51,512 | 64,853 | 71,792 | 81,122 |
| 长期股权投资      | 33     | 312    | 629    | 987    |
| 固定资产        | 5,795  | 5,877  | 6,024  | 6,145  |
| 无形资产        | 1,714  | 1,742  | 1,796  | 1,868  |
| 非流动资产合计     | 16,452 | 16,088 | 16,605 | 17,155 |
| 资产合计        | 67,964 | 80,941 | 88,397 | 98,277 |
| 短期借款        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应付账款及票据     | 1,376  | 1,753  | 1,972  | 2,250  |
| 其他流动负债      | 18,552 | 25,956 | 27,325 | 30,510 |
| 流动负债合计      | 19,928 | 27,709 | 29,297 | 32,760 |
| 长期借款        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他长期负债      | 511    | 462    | 462    | 462    |
| 非流动负债合计     | 511    | 462    | 462    | 462    |
| 负债合计        | 20,440 | 28,171 | 29,759 | 33,222 |
| 股本          | 1,507  | 1,506  | 1,506  | 1,506  |
| 少数股东权益      | 50     | 50     | 50     | 50     |
| 股东权益合计      | 47,524 | 52,770 | 58,637 | 65,055 |
| 负债和股东权益合计   | 67,964 | 80,941 | 88,397 | 98,277 |

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  | 15.78  | 13.81  | 12.67  |
| EBIT 增长率   | 25.01  | 16.69  | 14.24  | 12.09  |
| 净利润增长率     | 24.91  | 16.03  | 14.00  | 11.81  |
| 盈利能力 (%)   |        |        |        |        |
| 毛利率        | 74.60  | 76.18  | 76.83  | 77.17  |
| 净利率        | 31.15  | 31.22  | 31.27  | 31.03  |
| 总资产收益率 ROA | 13.80  | 13.44  | 14.03  | 14.11  |
| 净资产收益率 ROE | 19.75  | 20.64  | 21.17  | 21.34  |
| 偿债能力       |        |        |        |        |
| 流动比率       | 2.58   | 2.34   | 2.45   | 2.48   |
| 速动比率       | 1.69   | 1.62   | 1.68   | 1.70   |
| 现金比率       | 1.22   | 1.33   | 1.42   | 1.48   |
| 资产负债率 (%)  | 30.07  | 34.80  | 33.67  | 33.80  |
| 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   | 0.47   | 0.47   | 0.48   |
| 每股指标 (元)   |        |        |        |        |
| 每股收益       | 6.23   | 7.22   | 8.23   | 9.21   |
| 每股净资产      | 31.51  | 35.00  | 38.89  | 43.15  |
| 每股经营现金流    | 2.42   | 11.73  | 7.84   | 10.07  |
| 每股股利       | 3.74   | 4.34   | 4.95   | 5.53   |
| 估值分析       |        |        |        |        |
| PE         | 20     | 17     | 15     | 13     |
| PB         | 3.9    | 3.5    | 3.1    | 2.8    |
| EV/EBITDA  | 12.75  | 11.01  | 9.64   | 8.60   |
| 股息收益率 (%)  | 3.07   | 3.56   | 4.06   | 4.54   |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润         | 9,389  | 10,881 | 12,405 | 13,870 |
| 折旧和摊销       | 753    | 766    | 871    | 989    |
| 营运资金变动      | -6,204 | 5,906  | -1,346 | 468    |
| 经营活动现金流     | 3,648  | 17,669 | 11,809 | 15,170 |
| 资本开支        | -534   | -1,057 | -1,255 | -1,370 |
| 投资          | 4,129  | 1,000  | 800    | 500    |
| 投资活动现金流     | 4,017  | 451    | -455   | -870   |
| 股权募资        | 43     | 0      | 0      | 0      |
| 债务募资        | 0      | -9     | -15    | 0      |
| 筹资活动现金流     | -4,492 | -5,664 | -6,564 | -7,464 |
| 现金净流量       | 3,172  | 12,457 | 4,790  | 6,836  |

## 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