

经营节奏稳健，分红比率提升

2024 年 04 月 28 日

► **事件：**公司于 2024 年 4 月 27 日发布 2023 年年报及 2024 年一季报，23 全年实现营收 331.26 亿元，同比+10.04%；实现归母净利润 100.16 亿元，同比+6.80%；其中 23Q4 实现营收 28.43 亿元，同比-21.51%；实现归母净利润 -1.88 亿元，同比-161.28%。24Q1 实现营收 162.55 亿元，同比+8.03%；实现归母净利润 60.55 亿元，同比+5.02%。

► **量缩价升，大众价位增长较优。**产品方面，量价拆分来看，23 年白酒销售量同比-14.93%，吨酒价同比+29.35%；中高档酒实现营收 285.39 亿元，同比+8.82%；普通酒实现营收 39.50 亿元，同比+20.70%，公司海之蓝、天之蓝等主导产品保持稳健增长，持续打造“梦 6+”核心大单品，有望在全国面上加速推动从“海、天”向“梦”的结构化升级进程。公司坚守绵柔年份老酒战略，今年春糖期间完成手工班产品战略升级；4.18 封藏大典上发布梦之蓝、蘇酒、蓝色经典纪念版、蓝色经典珍藏版、珍宝坊五大封坛产品，持续打造超高端产品线。

► **持续扩展省外市场，数字化营销提质增效。**分地区看，23 年公司省内外收入分别实现 143.93/180.96 亿元，同比+8.05%/11.85%，省外持续推进全国化工程，增速相对表现较优。分渠道看，批发经销实现收入 320.53 亿元，同比+10.12%；线上直销收入 4.37 亿元，同比+11.25%。经销商层面，截至 23 年末，省内/省外经销商数量分别为 2960/5829 家，净增加-17/568 家，合计 8789 家，省外招商进展顺利。公司深化组织改革，持续拓展省外市场，深化乡镇下沉和消费者培育；同时大本营江苏市场梳理海天梦主导产品价格体系，优化调整销售策略，保持稳定发展。公司数字化营销系统持续完善，优化升级消费者活动，促进主导产品开瓶动销，推动营销管理提质增效。

► **毛利率保持稳定，费用投放力度加大。**2023 年公司毛利率同比+0.65pcts 至 75.25%；加大费用投放力度，销售费用率为 16.26%，同比+2.38pcts；23 年公司加大促销力度，广告促销费同比+43.34%；管理费用率为 5.33%，同比-1.10pcts，净利率同比-0.94pct 至 30.25%。24Q1 毛利率 76.03%，同比-0.57pcts；净利率 37.24%，同比-1.15pcts，保持稳定水平。24Q1 合同负债余额 58.15 亿元，同比-16.62%；销售收现 129.06 亿元，同比+25.09%。

► **投资建议：**公司数字化营销积极推进，价盘体系管理提效，省外产品迭代升级动能持续构筑，期待在梦 6+ 等高线次高端价位取得突破。公司分红力度加大，23 年公司计划现金分红 70.20 亿元（含税），占 23 年归母净利润比重为 70.09%，同比 22 年 60.08% 明显提升。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 108.91/119.97/134.62 亿元，EPS 分别为 7.23/7.96/8.94 元，当前股价对应 P/E 分别为 14/13/11X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**省内市场竞争加剧、省外扩张不及预期、次高端修复不达预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	33,126	36,312	40,240	44,978
增长率 (%)	10.0	9.6	10.8	11.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	10,016	10,891	11,997	13,462
增长率 (%)	6.8	8.7	10.2	12.2
每股收益 (元)	6.65	7.23	7.96	8.94
PE	15	14	13	11
PB	2.9	2.7	2.5	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

100.09 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理 胡慧铭

执业证书：S0100122070002

邮箱：huhuiming@mszq.com

相关研究

- 洋河股份 (002304.SZ) 2023 年三季报点评：促销加大，营收稳增-2023/10/30
- 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
- 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
- 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”新时期-2022/08/28
- 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	33,126	36,312	40,240	44,978
营业成本	8,200	8,989	9,850	10,956
营业税金及附加	5,269	5,908	6,539	7,331
销售费用	5,387	5,447	5,915	6,522
管理费用	1,764	1,925	2,173	2,519
研发费用	285	363	402	450
EBIT	12,275	13,717	15,401	17,245
财务费用	-755	-692	-524	-610
资产减值损失	-3	-159	-167	-174
投资收益	256	290	322	360
营业利润	13,243	14,541	16,080	18,042
营业外收支	-25	-20	-20	-20
利润总额	13,218	14,521	16,060	18,022
所得税	3,197	3,630	4,063	4,559
净利润	10,021	10,891	11,997	13,462
归属于母公司净利润	10,016	10,891	11,997	13,462
EBITDA	13,005	14,461	16,171	18,026

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	25,813	19,580	22,755	43,560
应收账款及票据	530	1,032	1,120	0
预付款项	51	43	57	0
存货	18,954	22,297	24,735	0
其他流动资产	7,187	6,250	5,816	5,567
流动资产合计	52,535	49,201	54,483	49,128
长期股权投资	1,230	1,230	1,230	1,230
固定资产	5,306	5,558	5,800	5,800
无形资产	1,773	1,827	1,899	1,899
非流动资产合计	17,258	17,712	18,024	18,026
资产合计	69,792	66,913	72,507	67,153
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,426	1,955	2,201	0
其他流动负债	15,750	8,488	9,472	1,267
流动负债合计	17,176	10,443	11,673	1,267
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	567	553	553	553
非流动负债合计	567	553	553	553
负债合计	17,742	10,996	12,226	1,819
股本	1,506	1,506	1,506	1,506
少数股东权益	111	111	111	111
股东权益合计	52,050	55,917	60,281	65,334
负债和股东权益合计	69,792	66,913	72,507	67,153

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.04	9.62	10.82	11.77
EBIT 增长率	4.35	11.75	12.27	11.98
净利润增长率	6.80	8.73	10.16	12.21
盈利能力 (%)				
毛利率	75.25	75.25	75.52	75.64
净利润率	30.24	29.99	29.81	29.93
总资产收益率 ROA	14.35	16.28	16.55	20.05
净资产收益率 ROE	19.28	19.52	19.94	20.64
偿债能力				
流动比率	3.06	4.71	4.67	38.79
速动比率	1.88	2.46	2.44	37.99
现金比率	1.50	1.87	1.95	34.39
资产负债率 (%)	25.42	16.43	16.86	2.71
经营效率				
应收账款周转天数	0.26	0.07	0.08	0.03
存货周转天数	805.22	826.07	859.45	406.38
总资产周转率	0.48	0.53	0.58	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	6.65	7.23	7.96	8.94
每股净资产	34.48	37.04	39.94	43.30
每股经营现金流	4.07	0.60	7.47	19.80
每股股利	4.66	5.07	5.58	6.26
估值分析				
PE	15	14	13	11
PB	2.9	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	9.44	8.49	7.59	6.81
股息收益率 (%)	4.66	5.06	5.58	6.26

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	10,021	10,891	11,997	13,462
折旧和摊销	730	744	771	781
营运资金变动	-4,604	-10,425	-1,377	15,754
经营活动现金流	6,130	911	11,260	29,835
资本开支	-1,110	-1,201	-1,241	-949
投资	1,513	800	500	0
投资活动现金流	661	-79	-420	-589
股权募资	57	0	0	0
债务募资	0	-6	0	0
筹资活动现金流	-5,608	-7,065	-7,665	-8,441
现金净流量	1,182	-6,233	3,175	20,805

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。	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