

002304.SZ

买入

原评级：买入

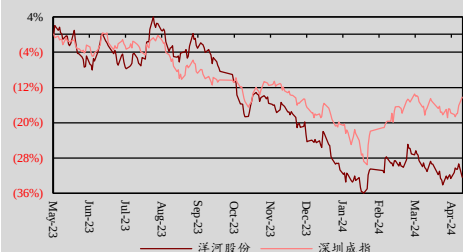
市场价格：人民币 95.86

板块评级：强于大市

本报告要点

- 洋河股份 2023 年年报及 2024 年 1 季报业绩点评

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(9.8)	(1.8)	0.1	(36.0)
相对深圳成指	(12.7)	(4.7)	(12.6)	(21.3)

发行股数 (百万)	1,506.45
流通股 (百万)	1,502.16
总市值 (人民币 百万)	144,407.82
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	549.73
主要股东	
江苏洋河集团有限公司	34.18

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2024 年 4 月 29 日收市价为标准

相关研究报告

《洋河股份》20231102

《洋河股份》20230905

《洋河股份》20230427

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料：白酒 II

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

洋河股份

公司业绩短期承压，调整经营节奏蓄力长远发展

洋河股份公告 2023 年年报及 2024 年 1 季报。2023 年公司实现营收 331.3 亿元，同比增长 10.0%，归母净利 100.2 亿元，同比增长 6.8%，其中 4Q23 营收 28.4 亿元，同比降 21.5%，归母净利-1.9 亿元，转亏。1Q24 公司营收 162.5 亿元，同比增 8.0%，归母净利 60.6 亿元，同比增 5.0%。2023 年公司提高分红比率，短期业绩承压，调整经营节奏蓄力长远发展，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 4 季度公司主动控货，调整产品结构，拉低全年营收增速，2023 年公司营收增速为 10.0%，其中 4Q23 营收增速同比下滑 21.5%。（1）分具体产品来看，2023 年公司中高档产品实现营收 285.4 亿元，同比增 8.8%，收入占比为 87.8%，同比降 1.1pct。我们判断，受宏观环境影响，商务需求减弱，公司核心单品梦 6+及以上产品动销放缓，增速同比下滑。考虑到上半年公司开门红业绩压力较大，中高档酒实现较快增长，下半年公司调整经营节奏对海天梦主动控货。2023 年公司整体销量及吨价增速分别为-14.9%、29.5%，我们判断主要系上半年梦系列增速较快，1H23、2H23 中高档酒营收增速分别为 17.6%、-5.4%。2023 年，公司百元以内普通酒实现营收 39.5 亿元，同比增长 20.7%。我们判断，洋河大曲、双沟大曲等低端产品实现较快增长。（2）分区域来看，2023 年公司省内实现营收 143.9 亿元，同比增 8.1%；省外实现营收 181.0 亿元，同比增 11.9%，增速略快于省内，收入占比 55.7%，同比提升 0.9pct。2023 年公司经销商合计 8789 家，其中省内、省外经销商数量分别为 2960 家（同比-17 家）、5829 家（同比+568 家）。结合上半年经销商数据来看，下半年省外增加招商力度，经销商环比 1H23 增加 353 家，对营收有一定贡献。（3）2023 年公司毛利率 75.2%，同比提升 0.6pct，其中 4 季度毛利率受产品结构调整影响，毛利率同比降 5.5pct 至 69.6%。4Q23 公司销售费用率为 64.2%，同比增 19.0pct，销售费用率增加一方面受收入减少有关，另一方面与渠道促销费增加，数字化营销成本预提有关。4Q23 公司税金及附加比率、所得税率受计提影响出现波动明显，影响整体净利率表现。2023 年全年来看，公司归母净利率为 30.2%，同比降 0.9pct，盈利能力短期承压。

- 1Q24 公司营收及利润增速分别为 8.0%、5.0%，现金流表现较好，整体经营逐渐企稳。1Q24 公司实现营收 162.5 亿元，同比增 8.0%，合同负债 58.2 亿元，环比 2023 年末降幅 52.9 亿元，降幅小于去年同期。1Q24 公司经营活动现金流净额为 48.5 亿元，其中销售商品收到的劳务现金为 129.1 亿元，同比增 25.1%，渠道库存回归正常水位后经销商回款积极。1Q24 公司毛利率 76.0%，同比降 0.6pct，毛利率环比 4Q23 改善明显，我们判断梦 3 水晶版在春节期间表现较好，渠道出货较多。1Q24 公司继续加大销售费用投入，销售费用率同比提升 1.1pct 至 8.5%，其他费用率同比基本持平，公司归母净利率 37.3%，同比降 1.1pct。

估值

- 江苏省内竞争激烈，公司作为江苏省白酒龙头近两年持续调整内部组织架构，通过提升内部管理效能增强整体竞争能力。2023 年受宏观环境影响，产品结构承压，公司主动调整经营节奏，蓄力长远发展。根据公司 2023 年年报，公司提高分红比例，当前估值优势凸显。2024 年公司经营目标为 5%-10%，根据公司经营目标指引及当前公司所处发展阶段，我们调整此前预测，预计 2024-2026 年公司营收增速分别为 8.2%、7.3%、6.7%，归母净利增速分别为 6.9%、8.8%、7.7%，EPS 分别为 7.11、7.73、8.33 元/股，对应 PE 分别为 13.5X、12.4X、11.5X，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 经济恢复不及预期，渠道库存超预期。省内市场受竞品挤压。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	30,105	33,126	35,842	38,474	41,035
增长率(%)	18.8	10.0	8.2	7.3	6.7
EBITDA(人民币 百万)	12,452	12,949	13,688	14,783	15,686
归母净利润(人民币 百万)	9,378	10,016	10,707	11,652	12,550
增长率(%)	24.9	6.8	6.9	8.8	7.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	6.23	6.65	7.11	7.73	8.33
原先股本摊薄每股收益(人民币)			8.17	9.25	
变动幅度(%)			(13.0)	(16.4)	
市盈率(倍)	15.4	14.4	13.5	12.4	11.5
市净率(倍)	3.0	2.8	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA(倍)	16.3	9.8	7.1	6.2	5.5
每股股息(人民币)	3.7	4.7	4.7	5.1	5.5
股息率(%)	2.3	4.2	4.9	5.3	5.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

注：图表中 2022 年数据为公司当年公告数据，非调整后数据

图表 1. 洋河股份 2023 年年报及 2024 年 1 季报业绩

(人民币, 百万元)	FY2022	FY2023	同比 (%)	1Q23	1Q24	同比 (%)
营业收入	30,105	33,126	10.0	15,046	16,255	8.0
营业成本	7,646	8,200	7.3	3,521	3,895	10.6
毛利率(%)	74.6	75.2	0.6	76.6	76.0	(0.6)
毛利	22,459	24,926	11.0	11,525	12,359	7.2
税金及附加	4,388	5,269	20.1	2,360	2,602	10.3
销售费用	4,179	5,387	28.9	1,114	1,385	24.3
管理费用	1,936	1,764	(8.8)	562	463	(17.6)
研发费用	254	285	12.3	67	19	(72.3)
财务费用	(636)	(755)	18.5	(136)	(186)	36.8
资产减值损失	2	3	21.2	0	0	-
公允价值变动收益	(318)	(37)	(88.4)	57	(54)	(194.7)
投资收益	426	256	(40.0)	58	33	(42.3)
营业利润	12,509	13,243	5.9	7,688	8,072	5.0
营业利润率(%)	41.6	40.0	(1.6)	51.1	49.7	(1.4)
营业外收入	26	39	53.1	7.9	7.1	(10.2)
营业外支出	32	64	102.8	4.7	0.4	(91.3)
利润总额	12,503	13,218	5.7	7,691	8,079	5.0
所得税	3,114	3,197	2.7	1,914	2,026	5.8
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	26	25	(1.2)	25	25	0.1
少数股东权益	12	5	(58.2)	10	(2)	(121.4)
归属于母公司净利润	9,378	10,016	6.8	5,766	6,055	5.0
净利率(%)	31.2	30.2	(0.9)	38.3	37.3	(1.1)
EPS	6.23	6.65	6.8	3.83	4.02	5.0

资料来源: iFind, 中银证券

注: 图表中 2022 年数据为公司当年公告数据, 非调整后数据

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	30,105	33,126	35,842	38,474	41,035
营业收入	30,105	33,126	35,842	38,474	41,035
营业成本	7,646	8,200	8,960	9,618	10,259
营业税金及附加	4,388	5,269	5,806	6,233	6,771
销售费用	4,179	5,387	5,842	6,156	6,484
管理费用	1,936	1,764	1,971	2,116	2,257
研发费用	254	285	308	308	320
财务费用	(636)	(755)	(917)	(1,174)	(1,395)
其他收益	64	56	30	40	30
资产减值损失	(2)	(3)	0	0	0
信用减值损失	(1)	1	0	0	0
资产处置收益	2	(5)	2	2	2
公允价值变动收益	(318)	(37)	0	0	0
投资收益	426	256	320	300	300
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	12,509	13,243	14,223	15,559	16,672
营业外收入	26	39	25	25	21
营业外支出	32	64	50	50	50
利润总额	12,503	13,218	14,198	15,534	16,643
所得税	3,114	3,197	3,479	3,868	4,077
净利润	9,389	10,021	10,720	11,666	12,565
少数股东损益	12	5	13	14	15
归母净利润	9,378	10,016	10,707	11,652	12,550
EBITDA	12,452	12,949	13,688	14,783	15,686
EPS(最新股本摊薄, 元)	6.23	6.65	7.11	7.73	8.33

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	51,512	52,535	62,319	64,026	74,454
货币资金	24,375	25,813	36,129	42,842	50,806
应收账款	45	4	49	7	53
应收票据	526	526	609	588	665
存货	17,729	18,954	20,372	17,033	20,582
预付账款	11	51	17	56	22
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	8,825	7,187	5,144	3,499	2,326
非流动资产	16,452	17,258	16,779	16,228	15,659
长期投资	6,182	6,763	6,763	6,763	6,763
固定资产	5,795	5,306	4,666	4,027	3,388
无形资产	1,714	1,773	1,714	1,655	1,596
其他长期资产	2,761	3,416	3,636	3,783	3,913
资产合计	67,964	69,792	79,099	80,253	90,113
流动负债	19,928	17,176	22,805	19,938	25,470
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,376	1,426	1,636	1,651	1,855
其他流动负债	18,552	15,750	21,169	18,288	23,615
非流动负债	511	567	543	535	524
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	511	567	543	535	524
负债合计	20,440	17,742	23,348	20,474	25,994
股本	1,507	1,506	1,506	1,506	1,506
少数股东权益	50	111	124	138	153
归属母公司股东权益	47,475	51,939	55,627	59,641	63,966
负债和股东权益合计	67,964	69,792	79,099	80,253	90,113

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 图表中2022年数据为公司当年公告数据, 非调整后的数据

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	9,389	10,021	10,720	11,666	12,565
折旧摊销	753	730	734	740	741
营运资金变动	(6,104)	(4,486)	4,161	640	1,567
其他	(391)	(134)	(1,289)	(1,451)	(1,709)
经营活动现金流	3,648	6,130	14,326	11,595	13,164
资本支出	(539)	(1,112)	(211)	(211)	(161)
投资变动	4,124	1,529	2,000	1,500	1,500
其他	431	244	322	302	302
投资活动现金流	4,017	661	2,111	1,591	1,641
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(5,136)	(6,409)	(7,019)	(7,637)	(8,226)
其他	645	801	898	1,164	1,384
筹资活动现金流	(4,492)	(5,608)	(6,121)	(6,473)	(6,841)
净现金流	3,172	1,183	10,316	6,713	7,963

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	18.8	10.0	8.2	7.3	6.7
营业利润增长率(%)	25.2	5.9	7.4	9.4	7.2
归属于母公司净利润增长率(%)	24.9	6.8	6.9	8.8	7.7
息税前利润增长率(%)	25.5	4.4	6.0	8.4	6.4
息税折旧前利润增长率(%)	23.6	4.0	5.7	8.0	6.1
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	24.9	6.8	6.9	8.8	7.7
获利能力					
息税前利润率(%)	38.9	36.9	36.1	36.5	36.4
营业利润率(%)	41.6	40.0	39.7	40.4	40.6
毛利率(%)	74.6	75.2	75.0	75.0	75.0
归母净利润率(%)	31.2	30.2	29.9	30.3	30.6
ROE(%)	19.8	19.3	19.2	19.5	19.6
ROIC(%)	99.2	68.6	109.9	137.4	203.6
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.5)	(0.5)	(0.6)	(0.7)	(0.8)
流动比率	2.6	3.1	2.7	3.2	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1,297.9	1,361.2	1,361.2	1,361.2	1,361.2
应付账款周转率	21.3	23.6	23.4	23.4	23.4
费用率					
销售费用率(%)	13.9	16.3	16.3	16.0	15.8
管理费用率(%)	6.4	5.3	5.5	5.5	5.5
研发费用率(%)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
财务费用率(%)	(2.1)	(2.3)	(2.6)	(3.1)	(3.4)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.2	6.6	7.1	7.7	8.3
每股经营现金流(最新摊薄)	2.4	4.1	9.5	7.7	8.7
每股净资产(最新摊薄)	31.5	34.5	36.9	39.6	42.5
每股股息	3.7	4.7	4.7	5.1	5.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	15.4	14.4	13.5	12.4	11.5
P/B(最新摊薄)	3.0	2.8	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	16.3	9.8	7.1	6.2	5.5
价格/现金流(倍)	39.6	23.6	10.1	12.5	11.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371