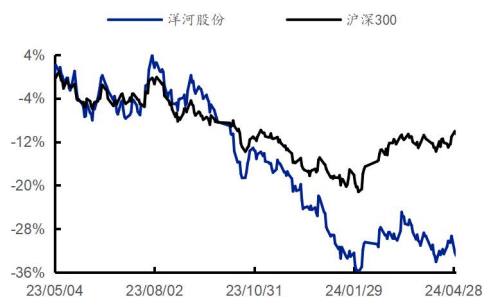


研究所：
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

业绩稳健增长，分红率显著提升

——洋河股份(002304) 2023 年报及 2024 年一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
洋河股份	-2.6%	2.7%	-34.8%
沪深 300	1.9%	11.1%	-10.5%

市场数据

市场数据	2024/04/30
当前价格(元)	95.07
52 周价格区间(元)	88.30-150.35
总市值(百万)	143,217.73
流通市值(百万)	142,809.96
总股本(万股)	150,644.51
流通股本(万股)	150,215.58
日均成交额(百万)	1,046.24
近一月换手(%)	0.39

相关报告

《洋河股份(002304) 2023 半年报点评报告：Q2 稳中有进，长期趋势向上(买入)*白酒II*薛玉虎，宋英男》——2023-08-29

《洋河股份(002304) 2022 年报及 2023 一季报点评：2022 韧性凸显，2023 稳步向前(买入)*白酒II*薛玉虎，宋英男》——2023-04-26

《洋河股份(002304) 公司深度研究：逆势显韧性，决胜次高端，公司稳步向前(买入)*白酒II*薛玉虎，宋英男》——2023-03-25

事件：

2024 年 4 月 27 日，洋河股份发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 331.26 亿元，同比+10.04%；实现归母净利润 100.16 亿元，同比+6.80%。2024 年一季度实现营业收入 162.55 亿元，同比+8.03%；实现归母净利润 60.55 亿元，同比+5.02%。2023 年公司 EPS 为 6.65 元/股，拟每 10 股派 46.60 元(含税)。

投资要点：

- **业绩平稳增长，分红率改善明显。**2023 全年/2024Q1，公司营收同比分别+10.04%/+8.03%，归母净利润同比分别+6.80%/+5.02%，公司业绩保持平稳增长。2023 年公司拟分红 70.20 亿元(含税)，占归母净利润比重由 2022 年的 60%提升至 70%。**分产品看**，2023 年公司中高档酒/普通酒分别实现营收 285.39/39.50 亿元，同比分别+8.82%/+20.70%，我们预计 2023 年水晶梦和天之蓝随消费场景恢复增速较快，海之蓝保持稳健增长，梦 6+受所在价格带影响整体承压。**分区域看**，2023 年公司省内/省外分别实现营收 143.93/180.96 亿元，同比分别+8.05%/+11.85%，省外市场增速高于省内。我们预计省内主要系南京市场仍处调整，苏中市场受竞品起势影响所致，省外北京、上海、江西、湖北等近年来表现出色的市场延续高增态势。
- **毛利率维持平稳，现金流表现亮眼。**2023 年公司毛利率同比+0.65pct 至 75.25%，预计系 2022 年中档产品海之蓝放量较多，2023 年次高端结构有所补回，产品结构升级所致。2023 年净利率同比略下滑 0.94pct 至 30.25%，我们预计主要由于：1) 公司加大市场投放及数字化投入力度，导致销售费用率同比+2.38pct 至 16.26pct%；2) 税金及附加费用率同比+1.33pct 至 15.91%，主要系消费税增加。2024Q1 公司净利率同比-1.15pct，销售费用率同比+1.11pct，预计系春节期间公司加大营销费用投入。此外，公司现金流表现亮眼，2023 年销售收现/经营性现金流净额分别同比+12.84%/+68.06%，2024Q1 分别同比+25.09%/+245.79%。
- **当前经营环境稳步向好，公司未来向上趋势不改。**我们此前强调，

洋河之所以陷入调整，一方面是行业原因，即公司中档产品收入占比过高，导致市场向次高端升级的过程中，业绩弹性无法快速释放，另一方面才是自身管理和组织调整的问题。在新任管理层到位后，公司针对组织架构、激励制度、渠道模式和品牌序列的梳理基本完成。当前梦6+在600元高线次高端价格带规模领先；水晶梦经营环比显著改善。而天之蓝、海之蓝等产品价盘稳定，仍将受益低端产品向上升级的红利，公司也正在稳步推动产品结构升级。困扰公司的两大核心问题，已基本得到解决。2023年公司实现稳健增长，2024年公司力争营业收入同比增长5%-10%，坚持“稳中求进、以进促稳”的发展基调，坚定“双名酒、多品牌、多品类”的发展方向。当前消费场景稳步恢复，我们认为公司未来长期向上趋势不改。

- **盈利预测和投资评级：**我们认为公司的品牌和渠道已基本实现全国化，核心竞争力不变，业内领先的优质基酒产能及储酒能力也足够支撑其未来的高端及次高端布局。公司重视员工激励，推动职能下放，考核奖罚分明，经营活力充分释放，继续看好公司未来的成长性。我们调整公司盈利预测，预计2024-2026年营业收入分别为352.46/381.89/415.31亿元，归母净利润分别为106.95/116.10/126.29亿元，EPS分别为7.10/7.71/8.38元，对应PE分别为13/12/11倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 消费复苏节奏受抑制；2) 市场竞争加剧导致费用提升；3) 经济大幅波动致白酒价格下滑；4) 产品升级节奏不及预期；5) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	33126	35246	38189	41531
增长率(%)	10	6	8	9
归母净利润（百万元）	10016	10695	11610	12629
增长率(%)	7	7	9	9
摊薄每股收益（元）	6.65	7.10	7.71	8.38
ROE(%)	19	19	19	19
P/E	16.53	13.39	12.34	11.34
P/B	3.19	2.56	2.38	2.20
P/S	5.00	4.06	3.75	3.45
EV/EBITDA	10.75	8.13	7.47	6.84

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：洋河股份盈利预测表

证券代码：	002304				股价：	95.07				投资评级：	买入				日期：	2024/04/30			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	19%	19%	19%	19%	EPS	6.65	7.10	7.71	8.38										
毛利率	75%	74%	74%	74%	BVPS	34.48	37.10	40.02	43.26										
期间费率	19%	20%	20%	20%	估值														
销售净利率	30%	30%	30%	30%	P/E	16.53	13.39	12.34	11.34										
成长能力					P/B	3.19	2.56	2.38	2.20										
收入增长率	10%	6%	8%	9%	P/S	5.00	4.06	3.75	3.45										
利润增长率	7%	7%	9%	9%															
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.48	0.50	0.52	0.55	营业收入	33126	35246	38189	41531										
应收账款周转率	1361.21	3023.78	1844.79	1983.28	营业成本	8200	9020	9922	10716										
存货周转率	0.45	0.46	0.48	0.49	营业税金及附加	5269	5477	5881	6450										
偿债能力					销售费用	5387	5463	5843	6354										
资产负债率	25%	22%	19%	16%	管理费用	1764	2118	2235	2416										
流动比	3.06	3.50	4.12	4.97	财务费用	-755	-556	-585	-598										
速动比	1.89	2.10	2.41	2.82	其他费用/（-收入）	285	310	331	361										
					营业利润	13243	14192	15399	16741										
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-25	-21	-20	-21										
现金及现金等价物	31664	31372	31448	31756	利润总额	13218	14171	15379	16720										
应收款项	530	659	681	740	所得税费用	3197	3468	3760	4082										
存货净额	18954	20045	21223	22623	净利润	10021	10703	11619	12638										
其他流动资产	1386	1979	2539	3106	少数股东损益	5	8	9	9										
流动资产合计	52535	54055	55891	58225	归属于母公司净利润	10016	10695	11610	12629										
固定资产	5306	5127	4955	4775															
在建工程	1457	1548	1647	1743	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	9265	9480	9555	9633	经营活动现金流	6130	7051	7998	8773										
长期股权投资	1230	1829	2527	3276	净利润	10016	10695	11610	12629										
资产总计	69792	72039	74576	77651	少数股东损益	5	8	9	9										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	730	750	776	805										
应付款项	1426	1511	1575	1642	公允价值变动	37	0	0	0										
合同负债	11105	9517	7638	5814	营运资金变动	-4604	-3530	-3656	-3864										
其他流动负债	4645	4425	4343	4262	投资活动现金流	661	384	-235	-641										
流动负债合计	17176	15452	13556	11718	资本支出	-1110	-754	-803	-825										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	1513	401	-199	-648										
其他长期负债	567	574	599	626	其他	258	737	766	833										
长期负债合计	567	574	599	626	筹资活动现金流	-5608	-6730	-7186	-7725										
负债合计	17742	16027	14155	12345	债务融资	0	16	25	27										
股本	1506	1506	1506	1506	权益融资	57	0	0	0										
股东权益	52050	56012	60420	65307	其它	-5665	-6745	-7211	-7752										
负债和股东权益总计	69792	72039	74576	77651	现金净增加额	1182	708	576	408										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。