

分红率进一步提升, 省外增长较为稳健

投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年报和2024年一季报, 2023年实现营业总收入331.3亿元, 同比+10.0%, 实现归母净利润100.2亿元, 同比+6.8%; 2024年一季度实现营业总收入162.6亿元, 同比+8.0%, 实现归母净利润60.6亿元, 同比增长5.0%, 业绩略低于市场预期。2023年每10股派发现金红利46.6元(含税), 股利支付率提升10.0个百分点至70.1%; 2024年营业收入增长目标为5%-10%。
- 中高档略承压, 省外增长稳健。2023年:** 1、分产品结构看, 中高档酒、普通酒分别实现营收285.4亿元(+8.8%)、39.5亿元(+20.7%), 商务消费复苏疲软, 中高档酒增长略承压。2、分区域看, 省内、省外分别实现营收143.9亿元(+8.1%)、181.0亿元(+11.9%), 省外营收占比提升0.9个百分点至55.7%, 省外市场开拓逐渐成为营收主要增长源。3、量价拆分看, 销量下滑14.9%至16.6万吨, 吨价提升29.5%至19.6万元/吨, 公司聚焦产品结构升级, 持续推进海、天、梦等百元价位以上产品系列的放量, 低档酒采取“量减价升”的策略, 吨价提升显著。
- 费用投放有增加, 盈利能力略承压。2023年:** 1、受益于吨价的提升, 毛利率提升0.6个百分点至75.3%。2、为强化省内品牌地位、深度推进全国化布局, 广告促销费同比增长43.3%至34.6亿元, 带动销售费用率同比增加2.4个百分点至16.3%; 管理费用稳中有降, 叠加规模效应管理费用率下降1.1个百分点至5.3%, 综合费用率同比增加1.1个百分点至20.2%, 销售净利率下降0.9个百分点至30.3%。**24Q1:** 高档酒增速承压, 毛利率下降0.6个百分点; 销售费用投放节奏延续, 销售费用率增加1.1个百分点; 管理费用率延续下降趋势, 同比降0.9个百分点, 综合费用率下降0.35个百分点, 销售净利率下降1.15个百分点, 盈利能力略有承压。
- 持续聚焦核心大单品, 不断拓展成长空间。** 公司围绕“产品做精、结构优化”的理念, 持续推进产品结构升级; 围绕“深耕大本营、深度全国化”的目标, 不断开拓成长空间: 1、聚焦海天梦、头排苏酒等战略主导产品, 加大力度推进海之蓝、梦6+核心大单品打造, 水晶版M3协同跟进, 产品战略更加聚焦, 结构向上趋势延续。2、聚焦大本营市场、省外高地市场和重点区域, 推动渠道下沉和精细化运作, 积极抢占更多市场份额, 成长空间持续拓展。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为7.50元、8.45元、9.40元, 对应PE分别为13倍、12倍、11倍。公司持续推进深度全国化和产品结构升级, 看好公司长期成长能力, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济大幅下滑风险, 消费复苏不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	331.26	362.98	393.57	426.83
增长率	10.04%	9.57%	8.43%	8.45%
归属母公司净利润(亿元)	100.16	112.92	127.26	141.54
增长率	6.80%	12.74%	12.70%	11.23%
每股收益EPS(元)	6.65	7.50	8.45	9.40
净资产收益率ROE	19.25%	19.71%	20.13%	20.30%
PE	15	13	12	11
PB	2.90	2.64	2.39	2.17

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 王书龙
执业证号: S1250523070003
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

联系人: 笪文钊
电话: 023-63786049
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	15.06
流通A股(亿股)	15.02
52周内股价区间(元)	90.75-147.86
总市值(亿元)	1,444.08
总资产(亿元)	724.05
每股净资产(元)	38.49

相关研究

- 洋河股份(002304): 全国化势能延续, 蓄水池依然充足 (2023-10-29)
- 洋河股份(002304): 产品结构持续升级, 深度全国化势能延续 (2023-08-30)

盈利预测

关键假设：

1) 受益于产品结构升级，海天梦等核心产品系列稳健增长，以及双沟品牌复兴带来的增量成长，预计白酒类业务 2024-2026 年销量同比增长 3.0%、3.0%、3.0%，吨价分别提升 6.0%、6.0%、6.0%，毛利率为 76.3%、76.6%、76.8%。

2) 公司聚焦品牌高端化，在推进产品结构优化过程中毛利率将稳步提升；公司产品结构相对较高，商务消费复苏疲软，营收增长势能有所承压，销售费用投放节奏将延续，规模效应下管理费用率稳步下降，综合费用率也将有所下降，净利率稳步提升。

表 1：分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入(亿元)	301	331	363	394	427
	yoy	18.8%	10.0%	9.6%	8.4%	8.4%
	成本(亿元)	76	82	91	98	106
	毛利率	74.6%	75.2%	74.9%	75.1%	75.3%
白酒	收入(亿元)	295	325	355	384	415
	yoy	20.7%	10.1%	9.2%	8.1%	8.2%
	销量(吨)	195323	166155	171140	176274	181562
	yoy	6.2%	-14.9%	3.0%	3.0%	3.0%
	吨价(万元/吨)	15.1	19.6	20.7	21.8	22.9
	yoy	13.7%	29.5%	6.0%	5.0%	5.0%
	吨成本(万元/吨)	3.7	4.7	4.9	5.1	5.3
	yoy	32.1%	26.5%	5.0%	4.0%	4.0%
毛利率	75.5%	76.1%	76.3%	76.6%	76.8%	
红酒	收入(亿元)	1.6	1.0	0.6	0.8	0.9
	yoy	-18.7%	-37.9%	25.0%	20.0%	20.0%
	成本(亿元)	0.9	0.6	1.1	1.2	1.2
	yoy	-12.0%	-28.4%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	45.3%	37.0%	-77.1%	-48.1%	-29.6%	
其他业务	收入(亿元)	6.1	6.4	7.6	9.2	11.0
	yoy	-15.0%	5.3%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本(亿元)	4.3	4.4	6.0	7.0	8.0
	yoy	-22.1%	1.9%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	28.8%	31.1%	21.5%	23.7%	27.3%	

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	331.26	362.98	393.57	426.83	净利润	100.21	112.98	127.32	141.61
营业成本	82.00	91.05	98.07	105.53	折旧与摊销	7.02	11.49	14.34	17.19
营业税金及附加	52.69	56.13	61.44	66.42	财务费用	-7.55	-11.05	-14.41	-17.18
销售费用	53.87	50.82	51.16	53.35	资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	17.64	25.41	27.55	29.88	经营营运资本变动	-70.49	69.26	-1.54	0.38
财务费用	-7.55	-11.05	-14.41	-17.18	其他	32.13	-16.86	3.52	-0.33
资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	61.30	165.81	129.22	141.67
投资收益	2.56	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.37	0.00	0.00	0.00	其他	9.66	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	6.61	0.00	0.00	0.00
营业利润	132.43	150.63	169.76	188.82	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.25	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	132.18	150.63	169.76	188.82	股权融资	0.25	0.00	0.00	0.00
所得税	31.97	37.66	42.44	47.20	支付股利	-56.34	-60.24	-68.08	-76.54
净利润	100.21	112.98	127.32	141.61	其他	0.00	10.78	14.41	17.18
少数股东损益	0.05	0.05	0.06	0.07	筹资活动现金流净额	-56.08	-49.46	-53.67	-59.37
归属母公司股东净利润	100.16	112.92	127.26	141.54	现金流量净额	11.82	116.36	75.56	82.31
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	258.13	374.48	450.04	532.35	成长能力				
应收和预付款项	6.39	9.68	10.56	11.65	销售收入增长率	10.04%	9.57%	8.43%	8.45%
存货	189.54	218.10	233.44	252.06	营业利润增长率	5.86%	13.75%	12.70%	11.23%
其他流动资产	71.29	69.65	70.59	71.61	净利润增长率	6.72%	12.74%	12.70%	11.23%
长期股权投资	12.30	12.30	12.30	12.30	EBITDA 增长率	4.57%	14.53%	12.32%	11.28%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	67.63	61.57	55.52	49.46	毛利率	75.25%	74.92%	75.08%	75.28%
无形资产和开发支出	20.49	15.07	6.80	-4.33	三费率	19.31%	17.95%	16.34%	15.48%
其他非流动资产	72.16	72.15	72.14	72.13	净利率	30.25%	31.12%	32.35%	33.18%
资产总计	697.92	833.01	911.38	997.23	ROE	19.25%	19.71%	20.13%	20.30%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.36%	13.56%	13.97%	14.20%
应付和预收款项	185.79	217.79	234.12	251.93	ROIC	74.04%	85.45%	136.23%	178.93%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.82%	41.62%	43.11%	44.24%
其他负债	-8.36	42.00	44.80	47.78	营运能力				
负债合计	177.42	259.79	278.92	299.71	总资产周转率	0.48	0.47	0.45	0.45
股本	15.06	15.06	15.06	15.06	固定资产周转率	5.97	7.26	8.95	11.26
资本公积	9.31	9.31	9.31	9.31	应收账款周转率	42.71	35.06	62.22	56.05
留存收益	495.00	547.68	606.85	671.85	存货周转率	0.43	0.43	0.42	0.42
归属母公司股东权益	519.39	572.05	631.22	696.22	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.22%	—	—	—
少数股东权益	1.11	1.17	1.23	1.30	资本结构				
股东权益合计	520.50	573.21	632.45	697.52	资产负债率	25.42%	31.19%	30.60%	30.05%
负债和股东权益合计	697.92	833.01	911.38	997.23	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.06	2.64	2.80	2.95
					速动比率	1.96	1.79	1.94	2.09
					股利支付率	56.25%	53.35%	53.50%	54.08%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	131.90	151.07	169.68	188.83	每股收益	6.65	7.50	8.45	9.40
PE	15.05	13.35	11.85	10.65	每股净资产	34.48	37.97	41.90	46.22
PB	2.90	2.64	2.39	2.17	每股经营现金	4.07	11.01	8.58	9.40
PS	4.55	4.15	3.83	3.53	每股股利	3.74	4.00	4.52	5.08
EV/EBITDA	8.49	6.64	5.46	4.47					
股息率	3.74%	4.00%	4.52%	5.08%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
