

洋河股份 (002304.SZ)

2023年分红率提升, 2024年第一季度经营平稳

买入

核心观点

2023Q4 收入利润阶段承压, 2024Q1 经营平稳。2023年实现营业收入总收入 331.26 亿元, 同比+10.04%; 归母净利润 100.16 亿元, 同比+6.80%。其中, 2024Q4 收入 28.43 亿元, 同比-21.51%; 归母净利润-1.88 亿元, 同比-161.28%。2024Q1 收入 162.55 亿元, 同比+8.03%; 归母净利润 60.55 亿元, 同比+5.02%。2023 年公司分红率进一步提升至 70.1%, 对应当前股息率约 4.66%, 估值性价比凸显。

产品结构略有压力。分产品看, 2023 年中高档酒/普通酒收入分别 285.4/39.5 亿元, 同比+8.82%/+20.70%, 产品结构下移主因外部环境压力下主品升级放缓, 大众价位洋河大曲、双沟等性价比凸显。从量价看, 2023 年白酒销售量同比-14.9%, 吨价同比+30.2%, 价格增长仍是公司收入增长的主要驱动力, 全年整体毛利率同比+0.64pct 至 75.25%。分区域看, 2023 年省内/省外收入分别 143.9/181.0 亿元, 同比+8.05%/+11.85%, 占比 44.30%/55.70%, 公司继续挖潜省外市场, 全年省内/省外经销商数量-17/+568 家。

2024Q1 经营质量恢复较好, 现金流优于收入增速。2024Q1 公司营收、净利润仍实现稳健增长, M6+在高端宴席和礼赠场景表现较好, 省外海之蓝基本盘稳固, 整体毛利率 76.0%/同比-0.6pct。截至一季度末公司合同负债环比期初下降 47.6%, 主因春节前收取经销商货款在 2024Q1 发货确认收入所致。春节后公司回款进度有所加快, 在手订单充足, 2024Q1 销售收现 129.06 亿元/同比+25.1%, 经营活动现金流量净额 48.5 亿元/同比+245.8%。

2023 年广促力度加大, 2024Q1 费投较为理性。2023 年公司销售费用率同比+2.4pct 至 16.3%, 其中 2023Q4 销售费率同比+19.0pct, 增加较多主因年末费用兑现和预提。2024Q1 销售费率同比+1.1pct 至 8.5%, 春节后费投力度理性收缩。2023 年管理费率同比-1.1pct 至 5.3%, 2024Q1 管理费用同比-0.9pct 至 2.8%, 主要系公司内部管理优化、规模效应显现。产品结构压力叠加销售费率扰动影响, 2023 年/2024Q1 扣非净利率分别 30.2%/37.2%, 同比-1.1pct/-0.4pct。

风险提示: 需求复苏不及预期; 行业竞争加剧; 产业政策风险等。

投资建议: 短期省内竞争加剧, 改革成效显现仍需时间。下调此前盈利预测, 预计 2024-2025 年收入 348.5/382.6 亿元 (前值为 365.4/403.4 亿元), 同比增长 5.2%/10.3%; 归母净利润 102.4/112.8 亿元 (前值为 110.1/122.1 亿元), 同比增长 2.3%/10.1%, 当前股价对应 P/E 分别为 14.7/13.4 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,105	33,126	34,853	38,438	42,549
(+/-%)	18.8%	10.0%	5.2%	10.3%	10.7%
净利润(百万元)	9378	10016	10243	11279	12588
(+/-%)	24.9%	6.8%	2.3%	10.1%	11.6%
每股收益(元)	6.22	6.65	6.80	7.49	8.36
EBIT Margin	38.9%	36.9%	37.7%	38.5%	39.3%
净资产收益率 (ROE)	19.8%	19.3%	18.2%	18.4%	18.8%
市盈率 (PE)	16.1	15.1	14.7	13.4	12.0
EV/EBITDA	13.8	13.0	12.5	11.1	10.0
市净率 (PB)	3.18	2.90	2.67	2.46	2.26

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师: 张向伟 证券分析师: 李文华
021-60375461

zhangxiangwei@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn
S0980523090001 S0980523070002

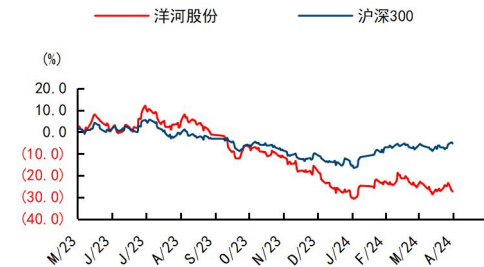
联系人: 张未艾
021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	95.07 元
总市值/流通市值	143218/142810 百万元
52 周最高价/最低价	150.35/88.30 元
近 3 个月日均成交额	551.24 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《洋河股份 (002304.SZ) - 经营稳健务实, 全年收入目标增速双位数》——2024-03-28
- 《洋河股份 (002304.SZ) - 三季度稳健增长, 水晶梦表现突出》——2023-10-30
- 《洋河股份 (002304.SZ) - 二季度收入增长 16%, 梦系列营收占比提升》——2023-08-30
- 《洋河股份 (002304.SZ) - 营销改革红利持续释放, 产品结构有望稳步升级》——2023-04-26
- 《洋河股份 (002304.SZ) - 产品迭代成效显著, 营销体制优化催生新动能》——2022-10-30

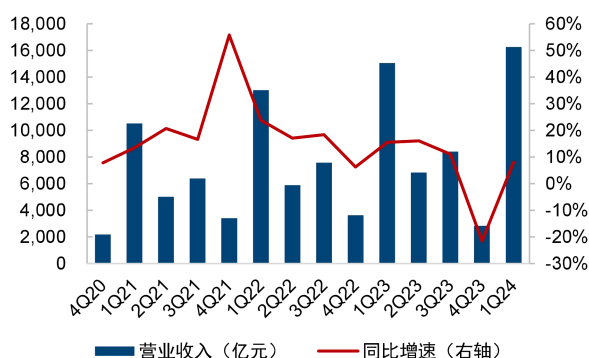
2023Q4 收入利润阶段承压，2024Q1 经营平稳。2023 年实现营业总收入 331.26 亿元，同比+10.04%；归母净利润 100.16 亿元，同比+6.80%。其中，2024Q4 收入 28.43 亿元，同比-21.51%；归母净利润-1.88 亿元，同比-161.28%。2024Q1 收入 162.55 亿元，同比+8.03%；归母净利润 60.55 亿元，同比+5.02%。2023 年公司分红率进一步提升至 70.1%，对应当前股息率约 4.66%，估值性价比凸显。

产品结构略有压力。分产品看，2023 年中高档酒/普通酒收入分别 285.4/39.5 亿元，同比+8.82%/+20.70%，产品结构下移主因外部环境压力下主品升级放缓，大众价位洋河大曲、双沟等性价比凸显。从量价看，2023 年白酒销售量同比-14.9%，吨价同比+30.2%，价格增长仍是公司收入增长的主要驱动力，全年整体毛利率同比+0.64pct 至 75.25%。分区域看，2023 年省内/省外收入分别 143.9/181.0 亿元，同比+8.05%/+11.85%，占比 44.30%/55.70%，公司继续挖潜省外市场，全年省内/省外经销商数量-17/+568 家。

2024Q1 经营质量恢复较好，现金流优于收入增速。2024Q1 公司营收、净利润仍实现稳健增长，M6+在高端宴席和礼赠场景表现较好，省外海之蓝基本盘稳固，整体毛利率 76.0%/同比-0.6pct。截至一季度末公司合同负债环比期初下降 47.6%，主因春节前收取经销商货款在 2024Q1 发货确认收入所致。春节后公司回款进度有所加快，在手订单充足，2024Q1 销售收现 129.06 亿元/同比+25.1%，经营活动现金流量净额 48.5 亿元/同比+245.8%。

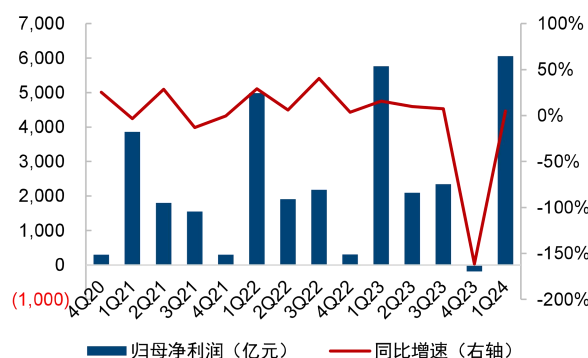
2023 年广促力度加大，2024Q1 费投较为理性。2023 年公司销售费用率同比+2.4pct 至 16.3%，其中 2023Q4 销售费率同比+19.0pct，增加较多主因年末费用兑现和预提。2024Q1 销售费率同比+1.1pct 至 8.5%，春节后费投力度理性收缩。2023 年管理费率同比-1.1pct 至 5.3%，2024Q1 管理费用同比-0.9pct 至 2.8%，主要系公司内部管理优化、规模效应显现。产品结构压力叠加销售费率扰动影响，2023 年/2024Q1 扣非净利率分别 30.2%/37.2%，同比-1.1pct/-0.4pct。

图1：洋河股份单季度营业收入及增速

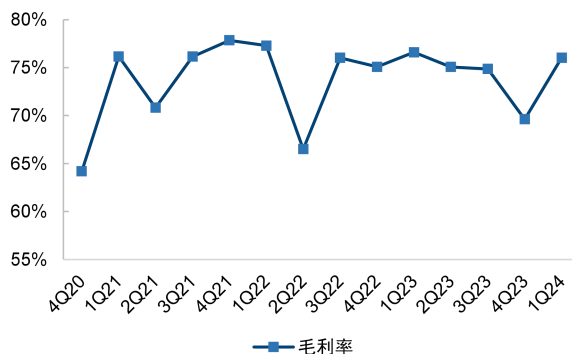


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

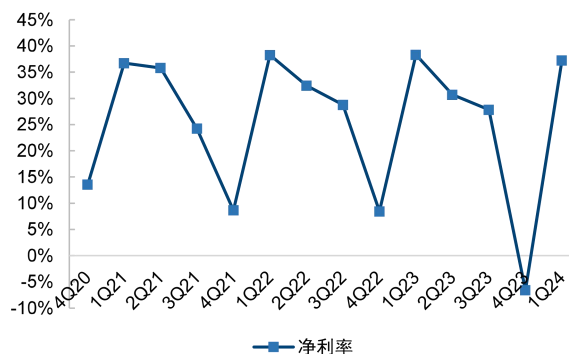
图2：洋河股份单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：洋河股份单季度毛利率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：洋河股份单季度净利率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

短期省内竞争加剧，改革成效显现仍需时间。下调此前盈利预测，预计 2024–2025 年收入 348.5/382.6 亿元（前值为 365.4/403.4 亿元），同比增长 5.2%/10.3%；归母净利润 102.4/112.8 亿元（前值为 110.1/122.1 亿元），同比增长 2.3%/10.1%，当前股价对应 2024/2025 年 P/E 分别为 14.7/13.4 倍，维持“买入”评级。

表1：洋河股份盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	33,126	37,245	41,117	34,853	38,438	-6.4%	-6.5%
收入同比增速%	10.0%	10.3%	10.4%	5.2%	10.3%	-5.09pcts	-0.11pcts
毛利率%	75.2%	75.0%	76.0%	77.4%	77.9%	2.4pcts	1.9pcts
销售费用率%	16.3%	14.2%	14.1%	17.1%	16.9%	2.86pcts	2.76pcts
管理费用率%	5.3%	6.2%	6.2%	6.0%	5.9%	-0.18pcts	-0.27pcts
归母净利润（百万元）	10,016	11,393	12,634	10,243	11,279	-10.1%	-10.7%
归母净利润同比增速%	6.8%	9.9%	10.9%	2.3%	10.1%	-7.63pcts	-0.79pcts
净利率%	30.2%	30.6%	30.7%	29.4%	29.3%	-1.2pcts	-1.38pcts
EPS（元）	6.65	7.56	8.38	6.80	7.49	-10.1%	-10.7%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）		总市值（亿元）		归母净利润（亿元）		PE	
			2024/4/29	2024/4/29	2024E	2025E	2024E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	买入	1,709	21,474	878.21	1,019.31	24.5	21.1		
000858.SZ	五粮液	买入	152	5,910	340.71	384.97	17.3	15.4		
000568.SZ	泸州老窖	买入	186	2,744	162.17	195.55	16.9	14.0		
600809.SH	山西汾酒	买入	252	3,078	131.31	160.83	23.4	19.1		
002304.SZ	洋河股份	买入	100	1,508	102.43	112.79	14.7	13.4		
000799.SZ	酒鬼酒	买入	50	163	7.70	9.55	21.2	17.1		
600702.SH	舍得酒业	买入	73	242	20.20	23.52	12.0	10.3		
000596.SZ	古井贡酒	买入	265	1,398	58.32	73.10	24.0	19.1		
603589.SH	口子窖	买入	41	244	21.21	24.65	11.5	9.9		
603198.SH	迎驾贡酒	买入	69	552	28.75	35.63	19.2	15.5		
603369.SH	今世缘	买入	59	741	39.00	47.82	19.0	15.5		
603919.SH	金徽酒	买入	22	110	4.13	5.18	26.5	21.2		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	24375	25813	34243	38599	45638	营业收入	30105	33126	34853	38438	42549
应收款项	646	588	683	718	814	营业成本	7646	8200	7878	8493	9224
存货净额	17729	18954	19510	20919	23117	营业税金及附加	4388	5269	5544	6114	6768
其他流动资产	764	1329	1141	1400	1471	销售费用	4179	5387	5947	6481	7089
流动资产合计	51512	52535	61428	67488	76892	管理费用	1995	1823	2162	2339	2539
固定资产	6552	6763	6027	5209	4264	研发费用	254	285	264	269	274
无形资产及其他	1714	1773	1702	1631	1560	财务费用	(636)	(755)	(770)	(616)	(616)
投资性房地产	8153	7492	7492	7492	7492	投资收益	426	256	200	100	0
长期股权投资	33	1230	1230	1230	1230	资产减值及公允价值变动	(316)	(34)	(420)	(462)	(532)
资产总计	67964	69792	77879	83050	91438	其他收入	(135)	(180)	(193)	(198)	(204)
短期借款及交易性金融负债	24	25	0	0	0	营业利润	12509	13243	13679	15065	16809
应付款项	1376	1426	1492	1587	1761	营业外净收支	(6)	(25)	(15)	(20)	(17)
其他流动负债	18528	15725	19287	19426	22131	利润总额	12503	13218	13664	15046	16792
流动负债合计	19928	17176	20779	21013	23892	所得税费用	3114	3197	3416	3761	4198
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	12	5	5	6	6
其他长期负债	511	567	567	567	567	归属于母公司净利润	9378	10016	10243	11279	12588
长期负债合计	511	567	567	567	567	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	20440	17742	21346	21580	24458	净利润	9378	10016	10243	11279	12588
少数股东权益	50	111	114	116	119	资产减值准备	9	(1)	0	(0)	(0)
股东权益	47475	51939	56420	61354	66861	折旧摊销	738	698	652	717	742
负债和股东权益总计	67964	69792	77879	83050	91438	公允价值变动损失	316	34	420	462	532
						财务费用	(636)	(755)	(770)	(616)	(616)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(4801)	(3771)	3166	(1469)	513
每股收益	6.22	6.65	6.80	7.49	8.36	其它	(3)	3	2	3	3
每股红利	3.00	3.74	3.82	4.21	4.70	经营活动现金流	5637	6980	14483	10991	14377
每股净资产	31.50	34.48	37.45	40.73	44.38	资本开支	0	(815)	(265)	(291)	(257)
ROIC	26.09%	23.28%	24%	26%	27%	其它投资现金流	2956	2147	0	0	0
ROE	19.75%	19.28%	18%	18%	19%	投资活动现金流	2956	135	(265)	(291)	(257)
毛利率	75%	75%	77%	78%	78%	权益性融资	(0)	57	0	0	0
EBIT Margin	39%	37%	38%	39%	39%	负债净变化	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	41%	39%	40%	40%	41%	支付股利、利息	(4519)	(5634)	(5762)	(6344)	(7081)
收入增长	19%	10%	5%	10%	11%	其它融资现金流	3867	5534	(25)	0	0
净利润增长率	25%	7%	2%	10%	12%	融资活动现金流	(5172)	(5678)	(5787)	(6344)	(7081)
资产负债率	30%	26%	28%	26%	27%	现金净变动	3420	1437	8431	4356	7039
股息率	3.0%	3.7%	3.8%	4.2%	4.7%	货币资金的期初余额	20956	24375	25813	34243	38599
P/E	16.1	15.1	14.7	13.4	12.0	货币资金的期末余额	24375	25813	34243	38599	45638
P/B	3.2	2.9	2.7	2.5	2.3	企业自由现金流	0	5377	13399	10066	13541
EV/EBITDA	13.8	13.0	12.5	11.1	10.0	权益自由现金流	0	10911	13374	10066	13541

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032