



经营短期承压，蓄力未来发展

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年三季报, 前三季度实现营收275.2亿元, 同比-9.1%; 归母净利润85.8亿元, 同比-15.9%。单季度来看, 24Q3实现营收46.4亿元, 同比-44.8%; 归母净利润6.3亿元, 同比-73.0%。公司业绩低于预期。
- 深度调整渠道, 蓄力未来长期发展。** 1、分产品看: 24Q1海之蓝/梦6+增速较快; 24Q2梦6+出厂价上调, 持续引领品牌势能; 24Q3动销走弱背景下, 公司主动调整, 顺势放缓对回款的要求。公司聚焦产品结构升级, 持续推进海、天、梦等产品系列的结构优化, 通过梦之蓝手工班“年份酒”概念持续塑造品牌, 海之蓝在省外市场表现稳健, 持续受益于低端产品向上升级红利。2、分渠道看, 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, 持续推动厂商一体化建设, 完善经销商分类分级管理和经销商服务措施, 稳定和提升经销商信心。3、分地区看, 当前省内竞争加剧压力加大, 多地新到货较少, 下滑幅度更大, 省外情况略好于省内。公司着眼于省内市场、省外高地市场和样板市场, 深度拓展全国化, 为中长期发展奠定基础。
- 费用率全面上行, 盈利能力承压。** 1、24Q3毛利率为66.2%, 同比-8.6pp, 毛利率下滑主要系外部环境对产品结构下行, 梦3、梦6+等次高以上产品受景气下行冲击更大。2、24Q3销售费用率同比+12.3pp至27.8%, 管理费用率同比+4.3pp至10.3%, 主要系公司持续加大费投力度, 延续买赠抽奖、扫码红包等活动, 并给予渠道费用支持。3、24Q3净利率为13.6%, 同比-14.2pp, 由于缺乏营收规模支撑, 费用率对净利率的影响放大, 产品结构向下+刚性费投导致盈利水平大幅下滑。4、24Q3经营活动现金流净额为14.1亿元, 同比-65.3%; 合同负债49.7亿元, 同比减少5.5亿元(-10.0%), 环比增加10.3亿元(+26%)。
- 高举高打强化品牌, 静候景气改善。** 1、品牌端, 突出品质表达, 放大年份老酒稀缺价值, 高举高打进行品牌建设, 强化梦之蓝手工班高端品牌塑造, 树立高端白酒品牌价值标杆。2、营销端, 坚持战略聚焦和资源聚焦, 着眼于省内市场、省外高地市场和样板市场, 深度拓展全国化。3、管理端, 加强市场基础工作清单化管理, 健全多项市场工作标准, 强化业务指导和责任落实, 推动渠道基础工作建设更加深入。4、展望Q4及来年, 公司将延续加速出清思路, 春节及来年将继续降速消化库存, 期待库存消化后经营改善。
- 盈利预测。** 预计2024-2026年EPS分别为5.71元、5.58元、6.10元, 对应PE分别为14倍、14倍、13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。
- 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	298.23	283.69	302.05
增长率	10.04%	-9.97%	-4.88%	6.47%
归属母公司净利润(亿元)	100.16	86.05	84.13	91.96
增长率	6.80%	-14.08%	-2.24%	9.30%
每股收益EPS(元)	6.65	5.71	5.58	6.10
净资产收益率ROE	19.25%	15.76%	14.55%	14.84%
PE	12	14	14	13
PB	2.34	2.22	2.10	1.96

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: 杜雨聪

执业证号: S1250524070007

电话: 023-63786049

邮箱: dyuc@swsc.com.cn

分析师: 王书龙

执业证号: S1250523070003

电话: 023-63786049

邮箱: wsl@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)	15.03
52周内股价区间(元)	72.16-121.9
总市值(亿元)	1,212.99
总资产(亿元)	641.62
每股净资产(元)	35.51

相关研究

- 洋河股份(002304): 中高档暂有承压, 高分红彰显信心 (2024-09-01)
- 洋河股份(002304): 分红率进一步提升, 省外增长较为稳健 (2024-05-03)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：白酒动销压力较大去库偏慢，价盘承压下滑，渠道库存亟待出清，库存消化和梳理市场秩序，预计春节及来年将继续降速消化库存，预计白酒业务 2024-2026 年销量同比 -15.0%、-10.0%、1.0%，吨价分别+5.0%、5.0%、5.0%，毛利率为 75.4%、75.0%、74.7%。

假设 2：外部环境承压，公司聚焦主要资源于白酒主业，预计红酒业务 2024-2026 年营收同比-20.0%、-10.0%、5.0%，毛利率为 29.0%、29.0%、29.0%。

假设 3：公司持续推进品牌建设，开拓新业务领域，预期其他业务 2024-2026 年营收同比+20.0%、+20.0%、+20.0%，毛利率为 21.5%、23.7%、27.3%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年主营业务收入成本如下表：

表 1：主营业务收入及毛利率

亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
合计				
营业收入	331.3	298.2	283.7	302.0
yoy	10.0%	-10.0%	-4.9%	6.5%
营业成本	82.0	77.7	76.0	81.8
毛利率	75.2%	73.9%	73.2%	72.9%
白酒				
收入	324.9	290.0	274.0	290.6
yoy	10.1%	-10.8%	-5.5%	6.1%
销量（吨）	166155	141232	127109	128380
yoy	-14.9%	-15.0%	-10.0%	1.0%
吨价（万元/吨）	19.6	20.5	21.6	22.6
yoy	29.5%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	77.6	71.3	68.6	73.5
吨成本（万元/吨）	4.7	5.0	5.4	5.7
yoy	26.5%	8.0%	7.0%	6.0%
毛利率	76.1%	75.4%	75.0%	74.7%
红酒				
收入	1.0	0.6	0.5	0.4
yoy	-37.9%	-20.0%	-10.0%	5.0%
成本	0.6	0.4	0.4	0.3
yoy	-28.4%	-30.0%	-20.0%	-10.0%
毛利率	37.0%	29.0%	29.0%	29.0%
其他业务				
收入	6.4	7.6	9.2	11.0
yoy	5.3%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	4.4	6.0	7.0	8.0

亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
yoy	1.9%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	31.1%	21.5%	23.7%	27.3%

数据来源：Wind, 西南证券

可比公司方面，我们以舍得酒业、水井坊、古井贡酒作为可比公司。公司省内龙头地位稳固，品牌优势突出，将尽享苏酒市场消费升级和份额集中红利；与此同时，公司深化改革，渠道力显著增强，经营势能拐点向上；此外，公司持续推进深度全国化，积极布局双品牌战略，成长空间不断扩大。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价	归母净利润（亿元）				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600702.SH	舍得酒业	62.37	17.7	10.4	11.3	12.9	18	20	19	16
600779.SH	水井坊	41.62	12.7	14.0	15.6	17.7	23	15	13	12
000596.SZ	古井贡酒	188.41	45.9	58.1	70.4	84.0	27	17	14	12
平均值							23	17	15	13
002304.SZ	洋河股份	80.52	100.2	86.1	84.1	92.0	12	14	14	13

数据来源：Wind, 西南证券整理

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	298.23	283.69	302.05	净利润	100.21	86.10	84.17	92.00
营业成本	82.00	77.70	75.97	81.78	折旧与摊销	7.02	11.49	14.34	17.19
营业税金及附加	52.69	46.12	44.29	47.00	财务费用	-7.55	-10.46	-12.63	-14.34
销售费用	53.87	49.21	45.39	46.82	资产减值损失	-0.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	17.64	20.88	18.44	18.12	经营营运资本变动	-45.37	45.46	-5.45	-1.60
财务费用	-7.55	-10.46	-12.63	-14.34	其他	7.01	-0.02	-0.02	0.03
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	132.56	80.40	93.27
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	114.80	112.22	122.67	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	114.80	112.22	122.67	股权融资	0.25	0.00	0.00	0.00
所得税	31.97	28.70	28.06	30.67	支付股利	-56.34	-60.24	-51.88	-50.60
净利润	100.21	86.10	84.17	92.00	其他	0.00	10.19	12.63	14.34
少数股东损益	0.05	0.04	0.04	0.04	筹资活动现金流净额	-56.08	-50.05	-39.26	-36.26
归属母公司股东净利润	100.16	86.05	84.13	91.96	现金流量净额	11.82	82.51	41.15	57.01
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	340.64	381.78	438.80	成长能力				
应收和预付款项	6.39	6.02	5.69	6.08	销售收入增长率	10.04%	-9.97%	-4.88%	6.47%
存货	189.54	187.23	183.15	196.02	营业利润增长率	5.86%	-13.31%	-2.24%	9.30%
其他流动资产	71.29	67.66	67.21	67.78	净利润增长率	6.72%	-14.08%	-2.24%	9.30%
长期股权投资	12.30	12.30	12.30	12.30	EBITDA 增长率	4.57%	-12.19%	-1.63%	10.16%
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%	73.95%	73.22%	72.92%
无形资产和开发支出	20.49	15.07	6.80	-4.33	三费率	19.31%	19.99%	18.05%	16.75%
其他非流动资产	72.16	72.15	72.14	72.13	净利率	30.25%	28.87%	29.67%	30.46%
资产总计	697.92	762.64	784.59	838.24	ROE	19.25%	15.76%	14.55%	14.84%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.36%	11.29%	10.73%	10.98%
应付和预收款项	185.79	179.63	169.98	179.92	ROIC	74.04%	63.75%	85.38%	107.68%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.82%	38.84%	40.16%	41.55%
其他负债	-8.36	36.67	35.98	38.30	营运能力				
负债合计	177.42	216.30	205.97	218.22	总资产周转率	0.48	0.41	0.37	0.37
股本	15.06	15.06	15.06	15.06	固定资产周转率	5.97	5.96	6.45	7.97
资本公积	9.31	9.31	9.31	9.31	应收账款周转率	1177.48	2319.86	1528.96	1595.68
留存收益	495.00	520.81	553.06	594.41	存货周转率	0.45	0.41	0.41	0.43
归属母公司股东权益	519.39	545.18	577.43	618.78	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	1.16	1.20	1.24	资本结构				
股东权益合计	520.50	546.33	578.62	620.02	资产负债率	25.42%	28.36%	26.25%	26.03%
负债和股东权益合计	697.92	762.64	784.59	838.24	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.06	2.86	3.18	3.33
					速动比率	1.96	1.97	2.27	2.41
					股利支付率	56.25%	70.00%	61.67%	55.03%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	131.90	115.82	113.93	125.51	每股收益	6.65	5.71	5.58	6.10
PE	12.11	14.10	14.42	13.19	每股净资产	34.48	36.19	38.33	41.08
PB	2.34	2.22	2.10	1.96	每股经营现金	4.07	8.80	5.34	6.19
PS	3.66	4.07	4.28	4.02	每股股利	3.74	4.00	3.44	3.36
EV/EBITDA	6.25	6.40	6.15	5.13					
股息率	4.64%	4.97%	4.28%	4.17%					

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

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
上海	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
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	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
	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	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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
	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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn
