

# 洋河股份 (002304.SZ)

## 经营稳健务实，全年收入目标增速双位数

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 食品饮料 · 白酒 II

### ◆ 投资评级: 买入 (维持评级)

证券分析师:	张向伟	021-60933131	zhangxiangwei@guosen.com.cn	执证编码: S0980523090001
证券分析师:	李文华	021-60375461	liwenhua2@guosen.com.cn	执证编码: S0980523070002
联系人:	张未艾	021-61761031	zhangweiai@guosen.com.cn	

### 事项:

2月底公司召开年度工作大会，深刻总结2023年、深度部署2024年；日前，第110届全国糖酒商品交易会在成都盛大举行，公司举行梦之蓝·手工班战略升级大会，重启双沟酒业“苏酒头排”，并推动洋河小分子全国化。

**国信食品饮料观点:** 1) 公司节后回款进度加速，一季度销售进度稳健，渠道状态良性；2) 2024年定义为公司管理提升年，积极改革的同时保持经营理性务实，产品端焕新蓝色经典、激活品牌势能，市场端省内夯实基础、省外细化布局。随着公司营销组织逐步理顺，产品、渠道等管理边际向上，今年收入双位数增长目标有望打成，同时考虑到今年白酒行业需求缓慢修复，公司省内竞争压力仍然较大，下调此前盈利预测，预计2023-2025年营业收入337.7/372.5/411.2亿元（前值为346.2/398.4/465.1亿元），同比增长12.2%/10.3%/10.4%，归母净利润103.7/113.9/126.3亿元（前值为105.1/121.6/141.9亿元），同比增长10.5%/9.9%/10.9%，当前股价对应P/E分别为14.4/13.1/11.8倍，维持“买入”评级。

### 评论:

#### ◆ 一季度销售进度稳健，渠道状态良性

春节动销看，公司整体回款进度35-40%，基本完成节前开门红目标，动销同比去年持平略增，省内在竞品势能挤压下表现稳健，其中水晶梦经销商出货预计实现双位数同比增长。节后看，公司回款持续追加，糖酒会后整体回款进度在40-45%，发货比例在35%，渠道库存积极去化，目前在2-3个月合理水平，水晶梦批价环比小幅提振，上涨10-15元左右恢复至390元水平。经营节奏看，公司目前回款进度或略慢于去年，但公司注重渠道和市场秩序的维护，外部环境压力下仍保持稳健的步伐，库存、价盘表现均比较良性。

#### ◆ 2024年定义为公司管理提升年，产品、渠道规划理性务实

近两年来，公司积极调整事业部框架，随着管理团队逐步理顺，营销队伍积极性得到进一步激活。年度工作大会上公司总结2023年“稳进兼得、内外兼修、攻守兼备、点面兼顾”，指引2024年“营销并轨、体机并重、质效并行、势道并举”，今年公司收入目标双位数增长，继续推进组织、产品、渠道等多方位改革，管理势能边际向上。

**产品端，焕新蓝色经典，激活品牌势能。** 1) 梦之蓝·手工班战略升级，推出“大师”“经典”“精品”三大产品，拔高公司整体品牌形象；2) 今年计划推出蓝色经典20周年产品，在省外市场重点运作，充分抓住200元大众价位带增长红利，同时承接海之蓝的消费升级需求；3) 省内或增投费用，进一步释放水晶梦的产品势能，夯实400元价位带；4) M6+继续以稳定价盘、维护渠道秩序为主；5) 中低端产品方面，于春糖会重启双沟酒业“苏酒头排”，兼顾大众价位带需求，推动省外的细化布局。

**市场端，省内夯实基础，省外细化布局。** 1) 省内将南京市场作为重点，提升高地市场份额，夯实品牌优势；2) 省外考虑到河南、山东公司市场份额较高，将升级为重点样板市场打造，同时特别打造南部八省新兴样板市场（湖南、湖北、浙江、江西、广东、广西、福建、海南）。

### ◆ 投资建议：公司经营务实，管理提升，维持“买入”评级

考虑到今年白酒行业需求缓慢修复，公司省内竞争压力仍然较大，下调此前盈利预测，预计 2023-2025 年营业收入 337.7/372.5/411.2 亿元（前值为 346.2/398.4/465.1 亿元），同比增长 12.2%/10.3%/10.4%，归母净利润 103.7/113.9/126.3 亿元（前值为 105.1/121.6/141.9 亿元），同比增长 10.5%/9.9%/10.9%，当前股价对应 P/E 分别为 14.4/13.1/11.8 倍，维持“买入”评级。

### ◆ 风险提示

白酒行业需求复苏不及预期；江苏省内竞争加剧；高端布局及省外扩张不及预期。

表 1：洋河股份可比公司估值表

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		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,701	21,368	735.0	873.6	29.1	24.5
000858.SZ	五粮液	买入	153	5,926	298.8	334.8	19.8	17.7
000568.SZ	泸州老窖	买入	184	2,715	132.4	157.5	20.5	17.2
600809.SH	山西汾酒	买入	246	3,004	105.4	131.2	28.5	22.9
<b>002304.SZ</b>	<b>洋河股份</b>	<b>买入</b>	<b>99</b>	<b>1,490</b>	<b>105.1</b>	<b>115.8</b>	<b>14.2</b>	<b>12.9</b>
000799.SZ	酒鬼酒	买入	56	183	6.0	6.0	30.6	30.6
600702.SH	舍得酒业	买入	77	258	16.7	15.1	15.4	17.1
000596.SZ	古井贡酒	买入	263	1,388	44.3	57.8	31.3	24.0
603589.SH	口子窖	买入	41	243	18.9	21.5	12.9	11.3
603198.SH	迎驾贡酒	买入	66	527	22.4	27.9	23.6	18.9
603369.SH	今世缘	买入	59	736	31.2	38.4	23.6	19.2

资料来源：WIND，国信证券经济研究所

### 相关研究报告：

- 《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
- 《洋河股份（002304.SZ）-二季度业绩逆势实现稳增长，高端化和全国化持续推进》——2022-08-29

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
现金及现金等价物	20956	24375	34431	39591	48498	<b>营业收入</b>	<b>25350</b>	<b>30105</b>	<b>33770</b>	<b>37245</b>	<b>41117</b>
应收款项	677	646	813	847	963	营业成本	6255	7646	8455	9164	9955
存货净额	16803	17729	21012	22352	24965	营业税金及附加	4148	4388	4923	5429	6085
其他流动资产	375	764	678	847	880	销售费用	3544	4179	4728	5289	5797
<b>流动资产合计</b>	<b>49765</b>	<b>51512</b>	<b>64932</b>	<b>71636</b>	<b>83303</b>	管理费用	1887	1995	2129	2303	2536
固定资产	6802	6552	5830	5062	4238	研发费用	258	254	259	264	269
无形资产及其他	1680	1714	1646	1577	1509	财务费用	(399)	(636)	(649)	(519)	(519)
投资性房地产	9520	8153	8153	8153	8153	投资收益	901	426	200	200	200
长期股权投资	33	33	33	33	33	资产减值及公允价值变动	(714)	(316)	(400)	(400)	(400)
<b>资产总计</b>	<b>67799</b>	<b>67964</b>	<b>80594</b>	<b>86461</b>	<b>97236</b>	其他收入	(113)	(135)	(123)	(155)	(176)
短期借款及交易性金融负债	8	24	0	0	0	营业利润	9989	12509	13862	15224	16885
应付款项	1474	1376	1743	1796	2039	营业外净收支	(43)	(6)	(24)	(15)	(20)
其他流动负债	23251	18528	25439	25342	29321	<b>利润总额</b>	<b>9946</b>	<b>12503</b>	<b>13838</b>	<b>15209</b>	<b>16866</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>24733</b>	<b>19928</b>	<b>27182</b>	<b>27138</b>	<b>31360</b>	所得税费用	2434	3114	3459	3802	4216
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	5	12	13	14	16
其他长期负债	584	511	511	511	511	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7508</b>	<b>9378</b>	<b>10366</b>	<b>11393</b>	<b>12634</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>584</b>	<b>511</b>	<b>511</b>	<b>511</b>	<b>511</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>25317</b>	<b>20440</b>	<b>27693</b>	<b>27650</b>	<b>31871</b>	净利润	7508	9378	10366	11393	12634
少数股东权益	(5)	50	56	63	72	资产减值准备	(11)	9	(0)	(0)	(0)
股东权益	42486	47475	52845	58748	65293	折旧摊销	750	738	679	723	744
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>67799</b>	<b>67964</b>	<b>80594</b>	<b>86461</b>	<b>97236</b>	公允价值变动损失	714	316	400	400	400
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	财务费用	(399)	(636)	(649)	(519)	(519)
每股收益	4.98	6.22	6.88	7.56	8.38	营运资本变动	5998	(4801)	3913	(1587)	1460
每股红利	2.98	3.00	3.31	3.64	4.04	其它	13	(3)	7	8	9
每股净资产	28.19	31.50	35.07	38.98	43.33	<b>经营活动现金流</b>	<b>14971</b>	<b>5637</b>	<b>15365</b>	<b>10936</b>	<b>15247</b>
ROIC	26.37%	26.09%	27%	29%	31%	资本开支	0	(121)	(290)	(286)	(252)
ROE	17.67%	19.75%	20%	19%	19%	其它投资现金流	3348	2956	0	0	0
毛利率	75%	75%	75%	75%	76%	<b>投资活动现金流</b>	<b>3345</b>	<b>2834</b>	<b>(290)</b>	<b>(286)</b>	<b>(252)</b>
EBIT Margin	37%	39%	40%	40%	40%	权益性融资	(3)	43	0	0	0
EBITDA Margin	40%	41%	42%	42%	42%	负债净变化	0	(0)	0	0	0
收入增长	20%	19%	12%	10%	10%	支付股利、利息	(4492)	(4519)	(4995)	(5490)	(6088)
净利润增长率	0%	25%	11%	10%	11%	其它融资现金流	4384	3945	(24)	0	0
资产负债率	37%	30%	34%	32%	33%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(4604)</b>	<b>(5051)</b>	<b>(5019)</b>	<b>(5490)</b>	<b>(6088)</b>
股息率	3.0%	3.0%	3.4%	3.7%	4.1%	<b>现金净变动</b>	<b>13713</b>	<b>3420</b>	<b>10056</b>	<b>5160</b>	<b>8907</b>
P/E	19.8	15.9	14.4	13.1	11.8	货币资金的期初余额	7243	20956	24375	34431	39591
P/B	3.5	3.1	2.8	2.5	2.3	货币资金的期末余额	20956	24375	34431	39591	48498
EV/EBITDA	17.3	13.6	12.6	11.3	10.5	企业自由现金流	0	4604	14312	9998	14360
						权益自由现金流	0	8548	14288	9998	14360

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