

洋河股份 (002304)

2024 年中报业绩点评: 降速调整, 质量为先

买入 (维持)

2024 年 08 月 30 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

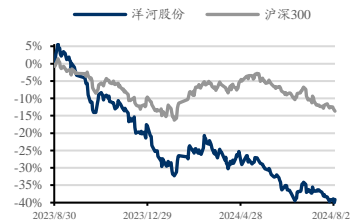
研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	30105	33126	34853	36526	40054
同比 (%)	18.76	10.04	5.21	4.80	9.66
归母净利润 (百万元)	9378	10016	10195	10664	11765
同比 (%)	24.91	6.80	1.79	4.60	10.33
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.23	6.65	6.77	7.08	7.81
P/E (现价&最新摊薄)	12.41	11.62	11.41	10.91	9.89

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年中报, 2024H1 营收 228.76 亿元, 同比增长 4.58%; 归母净利润 79.47 亿元, 同比增长 1.08%; 2024Q2 营收 66.21 亿元, 同比下降 3.02%; 归母净利润 18.92 亿元, 同比下降 9.75%。
- **Q2 淡季去库调整, 腰部轮动支撑规模。** 24 年公司营销策略及渠道管控仍处梳理阶段, 24H1/Q2 公司营收同比分别为 4.6%/-3.0%。伴随淡季动销走弱, 公司亦加强 M6+ 等核心产品的发货及促销管控, Q2 销售增长压力边际放大。24H1 公司中高档酒、普酒销售分别同增 4.8%、5.2%, 其中, 预计 M6+ 控量挺价, 海之蓝蓄力整固, 主要由水晶梦、天之蓝承担销量增长任务。24H1 公司省内、省外经销商对比 23 年末分别-18、+62 家, 省内推进渠道分类分级及结构优化管理。
- **毛销差有所回落, 正贡献主要来自管理费率。** 1) **收现端:** Q2 季末公司合同负债同比/环比分别回落 13.8、18.8 亿元, 表现略弱于以往, 主因渠道回款更趋谨慎。2) **利润端:** Q2 净利率同比-2.1pct 至 28.6%, 主因毛销差及公允价值变动拖累。①Q2 毛利率同降 1.4pct 至 73.7%, 降幅较 Q1 扩大, 与负经营杠杆及 M6 控量有关。H1 毛利率同比回落 0.8pct 至 75.4%, 中高档酒、普酒毛利率分别同比-1.4pct/+2.8pct。②Q2 销售费率同比+1.8pct, 销售费用高基数下小幅增长 7.2%, 预计主因公司加强宴席活动支持力度。H1 公司销售费率同比+1.1pct, 其中广告促销费用影响约 1.0pct。Q2 公司管理(含研发)费用同比回落, 费率同比-0.9pct, 主因折旧费及研发材料费减少。③Q2 公允价值损失同比增加 1.0 亿元, 对净利率拖累约 1.2pct, 主因公司所持中银国际等证券投资市价下跌导致。
- **深化变革, 转型跨越。** 2024 年是洋河刀刃向内, 加强整顿的一年: ①产品端, 要求聚焦大单品, 做高手工班、做强 M6+、做实基本盘。②市场端, 要求聚焦大本营及高地市场, 省外通过完善基础工作, 增点扩面, 做好渠道下沉、宴席、陈列等过程动作, 实行项目化管理、责任制推进、清单式落实; 省内迭代完善营销组织架构, 完善经销商分类分级管理和经销商服务措施。期待公司通过制度优化及组织锻造, 重塑训练有素、作战有力的“筑梦”之师。
- **盈利预测与投资评级:** 公司 23Q4 以来主动降速调整, 明确 600 及以上价位在量先, 期待 M6+ 经过控货调整打好百亿基础, 手工班真年份产品重振公司品质及品牌形象。此外, 公司公告 24~26 年年度现金分红总额不低于归母净利的 70%, 且不低于人民币 70 亿元 (含税), 即现价股息率不低于 6%, 高分红夯实股价安全边际。考虑年度经营目标及当前宏观需求环境, 我们下调 2024-26 年归母净利润至 102/107/118 亿元 (前值 104、115、126 亿元), 同比+2%/5%/10%, 当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 11/11/10X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 省内竞争加剧、省外开拓不及预期、食品安全问题。

市场数据

收盘价(元)	77.24
一年最低/最高价	75.39/141.90
市净率(倍)	2.20
流通 A 股市值(百万元)	116,069.07
总市值(百万元)	116,357.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	35.09
资产负债率(%,LF)	15.53
总股本(百万股)	1,506.45
流通 A 股(百万股)	1,502.71

相关研究

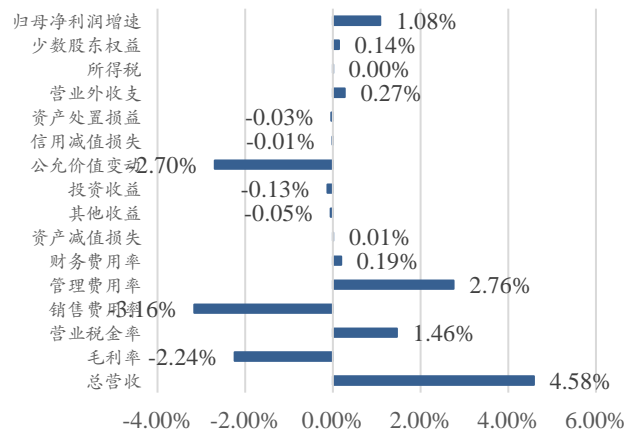
《洋河股份(002304): 2023 年及 2024 年一季报点评: 经营稳健增长, 分红力度提升》

2024-04-30

《洋河股份(002304): 2023 年前三季度业绩点评: Q3 符合预期, 稳健发展向前》

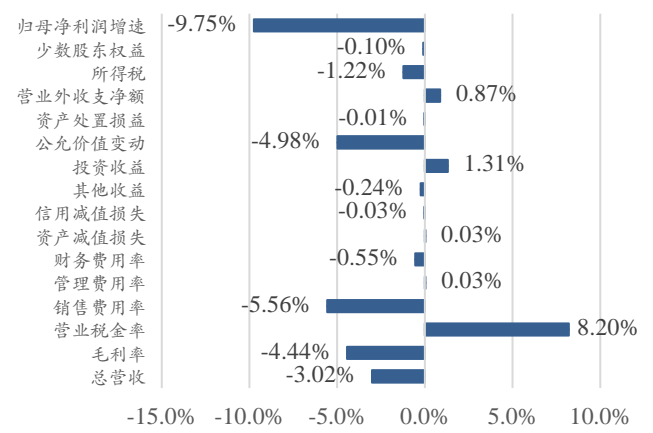
2023-10-30

图1: 24H1 归母净利润增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 24Q2 归母净利润增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

洋河股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	52,535	54,451	56,808	60,949	营业总收入	33,126	34,853	36,526	40,054
货币资金及交易性金融资产	31,664	30,846	32,215	34,148	营业成本(含金融类)	8,200	8,762	9,104	9,910
经营性应收款项	843	926	1,070	1,282	税金及附加	5,269	5,270	5,541	6,108
存货	18,954	21,606	22,447	24,437	销售费用	5,387	6,059	6,595	7,333
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,764	1,662	1,723	1,848
其他流动资产	1,074	1,073	1,076	1,082	研发费用	285	122	292	320
非流动资产	17,258	17,801	17,840	17,872	财务费用	(755)	(737)	(901)	(806)
长期股权投资	1,230	1,730	1,730	1,730	加:其他收益	56	70	73	80
固定资产及使用权资产	5,388	4,881	4,370	3,852	投资净收益	256	244	256	280
在建工程	1,457	1,957	2,457	2,957	公允价值变动	(37)	(404)	(251)	20
无形资产	1,773	1,823	1,873	1,923	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	276	276	276	276	资产处置收益	(5)	0	0	0
长期待摊费用	8	8	8	8	营业利润	13,243	13,625	14,250	15,720
其他非流动资产	7,125	7,125	7,125	7,125	营业外净收支	(25)	(25)	(25)	(25)
资产总计	69,792	72,251	74,647	78,821	利润总额	13,218	13,600	14,225	15,695
流动负债	17,176	16,935	16,662	18,064	减:所得税	3,197	3,400	3,556	3,924
短期借款及一年内到期的非流动负债	25	25	25	25	净利润	10,021	10,200	10,669	11,771
经营性应付款项	1,426	1,560	1,621	1,765	减:少数股东损益	5	5	5	6
合同负债	11,105	10,515	10,014	10,901	归属母公司净利润	10,016	10,195	10,664	11,765
其他流动负债	4,620	4,834	5,002	5,373	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.65	6.77	7.08	7.81
非流动负债	567	567	567	567	EBIT	12,275	12,978	13,271	14,533
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	13,005	13,665	13,962	15,231
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.25	74.86	75.08	75.26
租赁负债	49	49	49	49	归母净利率(%)	30.24	29.25	29.19	29.37
其他非流动负债	518	518	518	518	收入增长率(%)	10.04	5.21	4.80	9.66
负债合计	17,742	17,501	17,229	18,631	归母净利润增长率(%)	6.80	1.79	4.60	10.33
归属母公司股东权益	51,939	54,633	57,297	60,062					
少数股东权益	111	116	122	128					
所有者权益合计	52,050	54,750	57,419	60,190					
负债和股东权益	69,792	72,251	74,647	78,821					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,130	8,097	10,119	11,388	每股净资产(元)	34.48	36.27	38.03	39.87
投资活动现金流	661	(2,415)	(2,250)	(1,955)	最新发行在外股份(百万股)	1,506	1,506	1,506	1,506
筹资活动现金流	(5,608)	(7,500)	(8,000)	(9,000)	ROIC(%)	18.67	18.20	17.72	18.51
现金净增加额	1,182	(1,818)	(131)	434	ROE-摊薄(%)	19.28	18.66	18.61	19.59
折旧和摊销	730	687	691	698	资产负债率(%)	25.42	24.22	23.08	23.64
资本开支	(1,110)	(755)	(755)	(755)	P/E (现价&最新股本摊薄)	11.62	11.41	10.91	9.89
营运资本变动	(4,604)	(2,975)	(1,261)	(805)	P/B (现价)	2.24	2.13	2.03	1.94

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>