



洋河股份 (002304.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 业绩略承压，分红承诺支撑高股息

业绩简评

2024年8月29日，公司披露24年半年报，24H1实现营收228.8亿元，同比+4.6%；实现归母净利79.5亿元，同比+1.1%。24Q2实现营收66.2亿元，同比-3.0%；实现归母净利18.9亿元，同比-9.7%。此外，公司披露24-26年现金分红规划，24-26年现金分红比例不低于70%且不低于70亿元。

经营分析

从经营层面看，24H1白酒销量-0.3%至11.6万吨，吨价+5.1%至19.5万元/吨。其中：1) 24H1中高档酒/普通酒分别实现营收199.6/25.3亿元，同比+4.8%/+5.2%，毛利率分别-1.4pct/+2.8pct至79.4%/49.8%。2) 24H1省内/省外分别实现营收96.0/129.0亿元，同比分别+1.4%/+7.5%，毛利率分别-0.5pct/-1.3pct至75.0%/76.8%，期内经销商分别较23年末-18/+62家至2942/5891家。

24Q2归母净利率同比-2.1pct至28.6%，其中毛利率-1.4pct至73.7%、销售费用率+1.8pct(24H1销售费用率+1.1pct，细项中广告促销费同比+19.6%，职工薪酬+13.2%)、营业税金及附加占比-2.6pct。回款层面看，24Q2末合同负债余额39.4亿元，环比-18.8亿元，考虑△合同负债+营收的狭义回款-8%；24Q2销售收现49.1亿元，同比-12%。从合同负债结构来看，24Q2末预收货款余额10.0亿元，占合同负债比重约25.5%，略低于去年同期的30.3%，经销商尚未结算的折扣折让占比提升。

在市场担忧白酒行业eps兑现的氛围下公司率先承诺绝对分红金额，参考公司24-26年现金分红规划，不低于70亿元的现金分红对应当前股息率约6%、具备配置性价比，且70%现金分红比例也居于白酒行业前列，24Q2末表观货币资金余额达210亿元。

盈利预测、估值与评级

考虑白酒行业复苏节奏较弱，我们下调24-26年归母净利5%/8%/10%，预计24-26年收入分别+5.9%/+5.7%/+5.3%；归母净利分别+4.4%/+7.4%/+6.4%，对应归母净利分别105/112/119亿元；EPS为6.94/7.46/7.93元，公司股票现价对应PE估值分别为11.1/10.4/9.7倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行风险，区域市场竞争加剧，食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：77.24元

相关报告：

- 《洋河股份公司点评：分红比率持续提升，行稳致远》，2024.4.27
- 《洋河股份三季报点评：业绩符合预期，行稳致远》，2023.10.28
- 《洋河股份公司点评：扣非符合预期，毛利率明显改善》，2023.8.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,105	33,126	35,078	37,067	39,039
营业收入增长率	18.8%	10.0%	5.9%	5.7%	5.3%
归母净利润(百万元)	9,378	10,016	10,458	11,232	11,949
归母净利润增长率	24.9%	6.8%	4.4%	7.4%	6.4%
摊薄每股收益(元)	6.223	6.649	6.942	7.456	7.932
每股经营性现金流净额	2.42	4.07	7.25	7.68	8.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.75%	19.28%	18.99%	19.22%	19.26%
P/E	25.79	16.53	11.13	10.36	9.74
P/B	5.09	3.19	2.11	1.99	1.88

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	25,350	30,105	33,126	35,078	37,067	39,039
增长率	18.8%	10.0%	5.9%	5.7%	5.3%	
主营业务成本	-6,255	-7,646	-8,200	-8,784	-9,231	-9,674
%销售收入	24.7%	25.4%	24.8%	25.0%	24.9%	24.8%
毛利	19,095	22,459	24,926	26,294	27,836	29,364
%销售收入	75.3%	74.6%	75.2%	75.0%	75.1%	75.3%
营业税金及附加	-4,148	-4,388	-5,269	-5,472	-5,708	-5,973
%销售收入	16.4%	14.6%	15.9%	15.6%	15.4%	15.3%
销售费用	-3,544	-4,179	-5,387	-5,788	-6,079	-6,402
%销售收入	14.0%	13.9%	16.3%	16.5%	16.4%	16.4%
管理费用	-1,830	-1,936	-1,764	-1,789	-1,853	-1,952
%销售收入	7.2%	6.4%	5.3%	5.1%	5.0%	5.0%
研发费用	-258	-254	-285	-302	-319	-336
%销售收入	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
息税前利润 (EBIT)	9,314	11,703	12,221	12,943	13,877	14,702
%销售收入	36.7%	38.9%	36.9%	36.9%	37.4%	37.7%
财务费用	399	636	755	556	608	669
%销售收入	-1.6%	-2.1%	-2.3%	-1.6%	-1.6%	-1.7%
资产减值损失	5	-3	-2	0	0	0
公允价值变动收益	-721	-318	-37	0	0	0
投资收益	901	412	228	251	276	331
%税前利润	9.1%	3.3%	1.7%	1.8%	1.9%	2.1%
营业利润	9,989	12,509	13,243	13,801	14,822	15,769
营业利润率	39.4%	41.6%	40.0%	39.3%	40.0%	40.4%
营业外收支	-43	-6	-25	0	0	0
税前利润	9,946	12,503	13,218	13,801	14,822	15,769
利润率	39.2%	41.5%	39.9%	39.3%	40.0%	40.4%
所得税	-2,434	-3,114	-3,197	-3,338	-3,585	-3,814
所得税率	24.5%	24.9%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
净利润	7,513	9,389	10,021	10,463	11,237	11,955
少数股东损益	5	12	5	5	5	5
归属于母公司的净利润	7,508	9,378	10,016	10,458	11,232	11,949
净利率	29.6%	31.2%	30.2%	29.8%	30.3%	30.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	7,513	9,389	10,021	10,463	11,237	11,955
少数股东损益	5	12	5	5	5	5
非现金支出	754	756	732	693	790	900
非经营收益	-782	-294	-18	-461	-472	-585
营运资金变动	7,833	-6,204	-4,604	231	18	328
经营活动现金净流	15,318	3,648	6,130	10,926	11,573	12,598
资本开支	-417	-534	-1,110	-1,454	-1,289	-1,417
投资	1,356	4,129	1,513	0	0	0
其他	898	421	258	251	276	331
投资活动现金净流	1,837	4,017	661	-1,204	-1,014	-1,086
股权募资	5	43	57	0	0	0
债权募资	0	0	0	-25	0	0
其他	-3,553	-4,535	-5,665	-7,323	-7,865	-8,367
筹资活动现金净流	-3,548	-4,492	-5,608	-7,349	-7,865	-8,367
现金净流量	13,604	3,172	1,182	2,373	2,694	3,145

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	20,956	24,375	25,813	28,184	30,876	34,019
应收款项	899	1,269	849	943	996	1,049
存货	16,803	17,729	18,954	20,456	21,244	21,734
其他流动资产	11,106	8,139	6,918	6,911	6,914	6,916
流动资产	49,765	51,512	52,535	56,494	60,030	63,718
%总资产	73.4%	75.8%	75.3%	75.6%	75.9%	76.1%
长期投资	7,669	6,182	6,763	6,763	6,763	6,763
固定资产	6,802	6,552	6,763	7,106	7,451	7,786
%总资产	10.0%	9.6%	9.7%	9.5%	9.4%	9.3%
无形资产	1,972	2,002	2,057	2,076	2,094	2,113
非流动资产	18,034	16,452	17,258	18,279	19,090	19,982
%总资产	26.6%	24.2%	24.7%	24.4%	24.1%	23.9%
资产总计	67,799	67,964	69,792	74,773	79,120	83,700
短期借款	8	24	25	0	0	0
应付款项	3,283	3,231	3,451	3,610	3,739	3,872
其他流动负债	21,442	16,673	13,700	15,359	16,091	16,833
流动负债	24,733	19,928	17,176	18,969	19,831	20,704
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	584	511	567	612	722	839
负债	25,317	20,440	17,742	19,581	20,553	21,543
普通股股东权益	42,486	47,475	51,939	55,076	58,445	62,030
其中：股本	1,507	1,507	1,506	1,506	1,506	1,506
未分配利润	39,506	44,364	48,746	51,883	55,253	58,838
少数股东权益	-5	50	111	116	121	127
负债股东权益合计	67,799	67,964	69,792	74,773	79,120	83,700

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	4.982	6.223	6.649	6.942	7.456	7.932
每股净资产	28.193	31.503	34.478	36.560	38.797	41.177
每股经营现金净流	10.165	2.420	4.069	7.253	7.682	8.363
每股股利	3.000	3.740	4.660	4.859	5.219	5.552
回报率						
净资产收益率	17.67%	19.75%	19.28%	18.99%	19.22%	19.26%
总资产收益率	11.07%	13.80%	14.35%	13.99%	14.20%	14.28%
投入资本收益率	16.44%	18.40%	17.71%	17.69%	17.84%	17.79%
增长率						
主营业务收入增长率	20.14%	18.76%	10.04%	5.89%	5.67%	5.32%
EBIT增长率	28.64%	25.65%	4.43%	5.91%	7.21%	5.94%
净利润增长率	0.34%	24.91%	6.80%	4.41%	7.40%	6.39%
总资产增长率	25.86%	0.24%	2.69%	7.14%	5.81%	5.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	923.6	824.3	816.4	850.0	840.0	820.0
应付账款周转天数	75.7	67.3	62.4	60.0	58.0	56.0
固定资产周转天数	90.4	70.3	58.5	56.7	55.1	53.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-75.09%	-68.07%	-60.79%	-61.67%	-62.71%	-64.14%
EBIT利息保障倍数	-23.3	-18.4	-16.2	-23.3	-22.8	-22.0
资产负债率	37.34%	30.07%	25.42%	26.19%	25.98%	25.74%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	13	21	86
增持	0	0	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.13	1.16	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究