

短期业绩承压，稳定股东分红

2024 年 08 月 30 日

► **事件：**公司于 2024 年 8 月 29 日发布 2024 年半年报，24H1 实现营收 228.76 亿元，同比+4.58%；实现归母净利润 79.47 亿元，同比+1.08%；实现扣非归母净利润 79.41 亿元，同比+2.96%。单季度看，24Q2 实现营收 66.21 亿元，同比-3.02%；实现归母净利润 18.92 亿元，同比-9.75%；实现扣非归母净利润 18.91 亿元，同比-7.65%。

► **量缩价升，省外市场持续扩展。**量价拆分来看，24H1 公司白酒销售量为 11.56 万吨，同比-0.27%；吨价为 19.41 万元/吨，同比+5.17%。分产品看，24H1 中高档酒实现营收 199.61 亿元，同比+4.78%；普通酒营收 25.30 亿元，同比+5.16%，公司海之蓝、天之蓝等主导产品保持稳健增长，上半年发布绵柔年份老酒战略，完善各酒种的战略储备体系，梦之蓝手工班产品获得年份酒认证。分地区看，24H1 省内实现营收 95.95 亿元，同比+1.42%；省外营收 128.96 亿元，同比+7.50%，公司省内市场保持稳定，同时拓展省外高地市场和样板市场，持续深度推进全国化工程，省外市场增速相对表现较优。分渠道看，24H1 批发经销实现营收 222.54 亿元，同比+5.00%；线上直销营收 2.37 亿元，同比-9.33%。经销商层面，截至 24H1 末，省内 2942 家，24H1 减少 18 家；省外 5891 家，24H1 增加 62 家，合计 8833 家，较 23 年末净增加 44 家，省外市场招商进展顺利。

► **费用投放力度加大，净利率水平短期承压。**24H1 公司毛利率同比-0.77pcts 至 75.35%；加大费用投放力度，24H1 销售费用率为 11.42%，同比+1.09pcts，公司加大促销力度，广告促销费同比+19.61%；管理费用率为 4.12%，同比-0.50pcts；净利率同比-1.20pct 至 34.74%。单季度看，24Q2 毛利率 73.67%，同比-1.40pcts；销售费用率为 18.54%，同比+1.76pcts；管理费用率为 7.23%，同比+0.68pcts；净利率 28.58%，同比-2.13pcts，盈利能力小幅下降。截至 24H1 末，公司合同负债余额 39.38 亿元，同比-26.02%；销售收现 178.12 亿元，同比+12.09%；经营性现金流净额 20.43 亿元，同比+670.97%。

► **投资建议：**公司调整经营节奏，强化大本营市场运作，梳理海天梦主导产品价格体系，优化调整销售策略，持续扩展省外市场，深度推进全国化布局。此外，公司发布现金分红回报规划公告，24-26 年每年度的现金分红总额不低于当年归母净利润的 70%且不低于 70 亿元（含税），若按 70 亿元现金分红计算，对应 8 月 29 日收盘股息率为 6.01%，公司重视股东回报，着眼长期发展。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 96.37/101.93/110.50 亿元，EPS 分别为 6.40/6.77/7.34 元，当前股价对应 P/E 分别为 12/11/11X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**省内市场竞争加剧，费投策略失当与库存累积造成价格快速下探风险；全国化扩张不及预期；蓝色经典、双沟等增长不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	33,126	31,188	33,149	36,050
增长率 (%)	10.0	-5.9	6.3	8.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	10,016	9,637	10,193	11,050
增长率 (%)	6.8	-3.8	5.8	8.4
每股收益 (元)	6.65	6.40	6.77	7.34
PE	12	12	11	11
PB	2.2	2.1	2.0	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

77.24 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 胡慧铭

执业证书：S0100524060006

邮箱：huhuiming@mszq.com

相关研究

- 洋河股份 (002304.SZ) 2023 年年报&2024 年一季报点评：经营节奏稳健，分红比率提升-2024/04/28
- 洋河股份 (002304.SZ) 2023 年三季报点评：促销加大，营收稳增-2023/10/30
- 洋河股份 (002304.SZ) 2022 年年报&2023 年一季报点评：名酒复兴产品迭代，数字化转型红利释放-2023/04/26
- 洋河股份 (002304.SZ) 2022 年三季报点评：组织改革红利释放，复苏势能稳步构筑-2022/10/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	33,126	31,188	33,149	36,050
营业成本	8,200	8,225	8,543	8,991
营业税金及附加	5,269	4,647	5,039	5,516
销售费用	5,387	4,678	5,039	5,624
管理费用	1,764	1,653	1,790	2,019
研发费用	285	218	265	360
EBIT	12,275	11,843	12,507	13,576
财务费用	-755	-692	-820	-933
资产减值损失	-3	-159	-167	-174
投资收益	256	374	331	288
营业利润	13,243	12,750	13,492	14,624
营业外收支	-25	-14	-20	-20
利润总额	13,218	12,736	13,472	14,604
所得税	3,197	3,095	3,274	3,549
净利润	10,021	9,641	10,199	11,055
归属于母公司净利润	10,016	9,637	10,193	11,050
EBITDA	13,005	12,586	13,278	14,357

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	25,813	30,555	34,750	39,878
应收账款及票据	530	529	558	606
预付款项	51	39	49	61
存货	18,954	19,237	20,195	21,429
其他流动资产	7,187	5,760	4,826	3,934
流动资产合计	52,535	56,120	60,378	65,908
长期股权投资	1,230	1,230	1,230	1,230
固定资产	5,306	5,558	5,800	5,800
无形资产	1,773	1,827	1,899	1,899
非流动资产合计	17,258	16,861	17,173	17,175
资产合计	69,792	72,981	77,551	83,083
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,426	1,389	1,401	1,474
其他流动负债	15,750	16,401	17,514	19,063
流动负债合计	17,176	17,789	18,915	20,536
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	567	523	523	523
非流动负债合计	567	523	523	523
负债合计	17,742	18,312	19,438	21,059
股本	1,506	1,506	1,506	1,506
少数股东权益	111	116	121	127
股东权益合计	52,050	54,669	58,113	62,024
负债和股东权益合计	69,792	72,981	77,551	83,083

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.04	-5.85	6.29	8.75
EBIT 增长率	4.35	-3.52	5.61	8.55
净利润增长率	6.80	-3.79	5.78	8.40
盈利能力 (%)				
毛利率	75.25	73.63	74.23	75.06
净利润率	30.24	30.90	30.75	30.65
总资产收益率 ROA	14.35	13.20	13.14	13.30
净资产收益率 ROE	19.28	17.66	17.58	17.85
偿债能力				
流动比率	3.06	3.15	3.19	3.21
速动比率	1.88	2.03	2.08	2.12
现金比率	1.50	1.72	1.84	1.94
资产负债率 (%)	25.42	25.09	25.06	25.35
经营效率				
应收账款周转天数	0.26	0.08	0.08	0.05
存货周转天数	805.22	835.81	830.82	833.29
总资产周转率	0.48	0.44	0.44	0.45
每股指标 (元)				
每股收益	6.65	6.40	6.77	7.34
每股净资产	34.48	36.21	38.50	41.09
每股经营现金流	4.07	7.54	7.23	7.88
每股股利	4.66	4.48	4.74	5.14
估值分析				
PE	12	12	11	11
PB	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	7.34	7.58	7.19	6.65
股息收益率 (%)	6.03	5.80	6.14	6.66

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	10,021	9,641	10,199	11,055
折旧和摊销	730	744	771	781
营运资金变动	-4,604	975	63	119
经营活动现金流	6,130	11,359	10,892	11,865
资本开支	-1,110	-1,195	-1,242	-949
投资	1,513	800	1,000	1,100
投资活动现金流	661	440	90	440
股权募资	57	0	0	0
债务募资	0	-5	0	0
筹资活动现金流	-5,608	-7,056	-6,787	-7,177
现金净流量	1,182	4,742	4,195	5,128

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026