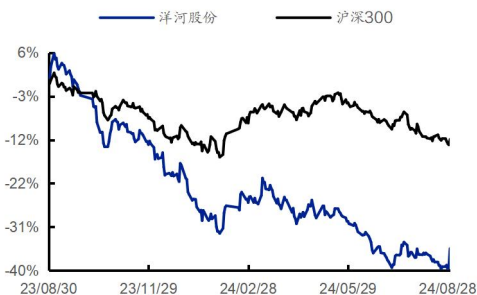


研究所:  
 证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 秦一方 S0350523120001  
 qinyf@ghzq.com.cn

## 调整在途重塑动能，高分红提升安全边际

### ——洋河股份（002304）2024 年中报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
洋河股份	2.9%	-7.4%	-35.2%
沪深 300	-1.4%	-7.6%	-12.3%

#### 市场数据

市场数据	2024/08/30
当前价格(元)	81.88
52 周价格区间(元)	75.39-141.90
总市值(百万)	123,347.72
流通市值(百万)	123,041.63
总股本(万股)	150,644.51
流通股本(万股)	150,270.68
日均成交额(百万)	1,609.16
近一月换手(%)	0.27

#### 相关报告

《洋河股份（002304）2023 年报及 2024 年一季报点评：业绩稳健增长，分红率显著提升（买入）  
 \*白酒 II\*刘浩铭，秦一方》——2024-05-04

#### 事件:

2024 年 8 月 29 日，洋河股份发布 2024 年中报。2024H1 公司实现营业收入 228.76 亿元，同比+4.58%；归母净利润 79.47 亿元，同比+1.08%；扣非归母净利润 79.41 亿元，同比+2.96%。2024Q2 公司实现营业收入 66.21 亿元，同比-3.02%；归母净利润 18.92 亿元，同比-9.75%；扣非归母净利润 18.91 亿元，同比-7.65%。

#### 投资要点:

- **产品结构整体稳定，省外占比同比提升。**1) **分产品:** 2024H1 中高档酒/普通酒分别实现营收 199.61/25.30 亿元，同比分别+4.78%/+5.16%。公司持续推进“双名酒、多品牌、多品类”协同发展战略，当前梦 6+ 在 600 元高线次高端价格带规模领先，天之蓝、海之蓝等产品价盘稳定，仍将受益低端产品向上升级的红利。2024 年 4 月，公司发布绵柔年份老酒战略，7 月梦之蓝手工班获得年份酒认证，有望加速产品结构升级进程，为未来穿越发展周期注入新动力。2) **分区域:** 2024H1 江苏省内/省外分别实现营收 95.95/128.96 亿元，同比分别+1.42%/+7.50%，省外营收占比同比+1.43pct 至 57.34%。上半年，围绕“深耕大本营、深度全国化”的战略目标，公司一方面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，深耕江苏省内主要市场；另一方面推进市场全国化，强化增点扩面、深化乡镇下沉、优化消费者培育，省外市场得以进一步延伸，为公司中长期发展奠定基础。公司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。截至 2024H1 期末，公司江苏省内/省外经销商数量分别为 2942/5891 个，环比 2023 年末分别-18/+62 个。
- **利润端略承压，营销投入加大。**2024Q2 公司毛利率同比-1.41pct 至 73.67%，净利率同比-2.10pct 至 28.62%，主要系销售费用率同比+1.76pct，其中 2024H1 广告促销费用同比+19.61%，预计由于公司加大宴席场景等投入力度所致。现金流方面，2024Q2 公司经营性现金流净额同比-146.74%至-28.07 亿元，主要系销售收现同比-11.96%，购买商品、接受劳务支付现金同比+51.17%，支付税费同比+16.37%所致。截至 2024Q2 末，公司合同负债为 39.38 亿元，环比/同比分别-18.78/-13.85 亿元，预计系淡季渠道回款意愿有所减

弱。

- **分红规划彰显龙头担当，高股息构筑安全边际。**8月29日，公司发布分红规划公告：2024-2026年，公司拟定每年度的现金分红总额不低于当年实现归属于上市公司股东净利润的70%且不低于人民币70亿元（含税），对应8月29日收盘价股息率已超6%。且公司账上现金充沛，货币资金+交易性金融资产整体保持稳定，截至2024H1末，公司货币资金为210.13亿元，交易性金融资产为51.55亿元。我们认为公司估值性价比凸显，在高分红高股息下具备安全边际。
- **盈利预测和投资评级：**我们认为公司的品牌和渠道已基本实现全国化，核心竞争力不变，业内领先的优质基酒产能及储酒能力也足够支撑其未来的高端及次高端布局。公司重视员工激励，推动职能下放，考核奖罚分明，经营活力充分释放，继续看好公司未来的成长性。结合外部宏观环境和公司经营情况，我们调整公司盈利预测，预计2024-2026年营业收入分别为349.25/367.06/384.86亿元，归母净利润分别为102.59/107.99/113.04亿元，EPS分别为6.81/7.17/7.50元，对应PE分别为12/11/11倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 消费复苏节奏受抑制；2) 市场竞争加剧导致费用提升；3) 经济大幅波动致白酒价格下滑；4) 产品升级节奏不及预期；5) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	33126	34925	36706	38486
增长率(%)	10	5	5	5
归母净利润（百万元）	10016	10259	10799	11304
增长率(%)	7	2	5	5
摊薄每股收益（元）	6.65	6.81	7.17	7.50
ROE(%)	19	19	19	18
P/E	16.53	12.02	11.42	10.91
P/B	3.19	2.24	2.12	2.01
P/S	5.00	3.53	3.36	3.20
EV/EBITDA	10.75	7.04	6.76	6.52

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：洋河股份盈利预测表

证券代码:	002304				股价:	81.88		投资评级:	买入		日期:	2024/08/30	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	19%	19%	19%	18%	EPS	6.65	6.81	7.17	7.50				
毛利率	75%	74%	73%	72%	BVPS	34.48	36.49	38.62	40.83				
期间费率	19%	21%	20%	19%	<b>估值</b>								
销售净利率	30%	29%	29%	29%	P/E	16.53	12.02	11.42	10.91				
<b>成长能力</b>					P/B	3.19	2.24	2.12	2.01				
收入增长率	10%	5%	5%	5%	P/S	5.00	3.53	3.36	3.20				
利润增长率	7%	2%	5%	5%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
总资产周转率	0.48	0.50	0.51	0.53	<b>营业收入</b>	<b>33126</b>	<b>34925</b>	<b>36706</b>	<b>38486</b>				
应收账款周转率	1361.21	3019.57	1817.93	1945.91	营业成本	8200	9020	9922	10716				
存货周转率	0.45	0.46	0.48	0.49	营业税金及附加	5269	5588	5653	5850				
<b>偿债能力</b>					销售费用	5387	5623	5726	5850				
资产负债率	25%	22%	19%	16%	管理费用	1764	2099	2148	2155				
流动比	3.06	3.51	4.10	4.89	财务费用	-755	-556	-581	-563				
速动比	1.89	2.10	2.35	2.65	其他费用 / (-收入)	285	308	318	335				
					<b>营业利润</b>	<b>13243</b>	<b>13615</b>	<b>14324</b>	<b>14987</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	-25	-21	-20	-21				
现金及现金等价物	31664	31183	29868	28523	<b>利润总额</b>	<b>13218</b>	<b>13594</b>	<b>14304</b>	<b>14965</b>				
应收款项	530	653	655	686	所得税费用	3197	3327	3497	3654				
存货净额	18954	20045	21223	22623	<b>净利润</b>	<b>10021</b>	<b>10267</b>	<b>10807</b>	<b>11312</b>				
其他流动资产	1386	1975	2518	3066	少数股东损益	5	8	8	8				
<b>流动资产合计</b>	<b>52535</b>	<b>53856</b>	<b>54264</b>	<b>54897</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10016</b>	<b>10259</b>	<b>10799</b>	<b>11304</b>				
固定资产	5306	5127	4955	4775									
在建工程	1457	1548	1647	1743	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
无形资产及其他	9265	8629	8705	8782	<b>经营活动现金流</b>	<b>6130</b>	<b>6924</b>	<b>7017</b>	<b>7400</b>				
长期股权投资	1230	1829	2527	3276	净利润	10016	10259	10799	11304				
<b>资产总计</b>	<b>69792</b>	<b>70990</b>	<b>72098</b>	<b>73473</b>	少数股东损益	5	8	8	8				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	730	750	776	805				
应付款项	1426	1511	1575	1642	公允价值变动	37	0	0	0				
合同负债	11105	9430	7341	5388	营运资金变动	-4604	-3614	-3854	-3972				
其他流动负债	4645	4419	4312	4206	<b>投资活动现金流</b>	<b>661</b>	<b>807</b>	<b>-265</b>	<b>-701</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>17176</b>	<b>15359</b>	<b>13228</b>	<b>11236</b>	资本支出	-1110	-754	-803	-825				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	1513	401	-199	-648				
其他长期负债	567	545	570	597	其他	258	1159	736	772				
<b>长期负债合计</b>	<b>567</b>	<b>545</b>	<b>570</b>	<b>597</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-5608</b>	<b>-7213</b>	<b>-7567</b>	<b>-7945</b>				
<b>负债合计</b>	<b>17742</b>	<b>15904</b>	<b>13798</b>	<b>11833</b>	债务融资	0	17	25	27				
股本	1506	1506	1506	1506	权益融资	57	0	0	0				
股东权益	52050	55085	58300	61640	其它	-5665	-7230	-7592	-7972				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>69792</b>	<b>70990</b>	<b>72098</b>	<b>73473</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>1182</b>	<b>519</b>	<b>-815</b>	<b>-1245</b>				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

## 【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。