

洋河股份 (002304.SZ)

第二季度业绩承压，现金分红回报指引积极

优于大市

核心观点

2024年第二季度公司收入、净利润下滑，发布3年现金分红回报规划。2024上半年公司实现营业总收入228.76亿元，同比+4.6%；实现归母净利润79.47亿元，同比+1.1%。其中，2024年第二季度实现营业总收入66.21亿元，同比-3.0%；实现归母净利润18.92亿元，同比-9.7%。公司发布现金分红回报公告，2024-2026年每年度现金分红率不低于70%且分红总额不低于70亿元（含税），积极回报投资者。

2024H1收入平稳增长，白酒业务收入同比+4.89%。分产品看，2024H1中高档酒/普通酒收入199.61/25.30亿元，同比+4.78%/+5.16%，毛利率同比-1.37/+2.76pcts，行业需求压力下结构升级趋势放缓，主品量增集中在Q1旺季、低价位产品需求韧性较好。分量价看，2024H1销量/吨价同比-0.27%/+5.17%，价增驱动收入增长系1)公司坚持聚焦大单品战略；2)春节旺季省内仍有结构改善；3)产品提价贡献。

省内坚持“聚焦+转型”，省外打造高地市场。分区域看，2024H1省内/省外收入95.95/128.96亿元，同比+1.42%/+7.50%；截至Q2末经销商8833家，省内/省外环比-18/+62家。省内看，今年公司回归大本营、进一步深耕，在苏中、苏北份额优势仍然巩固，苏南及南京市场相对受到挤压式竞争；公司坚定营销队伍重塑和市场整治，经销商结构有所优化。省外看，海之蓝、天之蓝仍有动销基本盘，公司设立6个大区加强协同，积极打造高地市场、样板市场，10亿元市场突破10个，今年对各个大区因地制宜制定考核清单，渠道基础工作扎实度提升。

单二季度动销承压，增投费用稳固份额。2024Q2收入、利润均下滑，终端及渠道压力逐步传导至报表端，公司主动调整，围绕去库和动销开展工作。2024Q2毛利率同比-1.4pcts，销售费用率同比+1.76pcts（广宣及职工薪酬增加较多），综合毛销差-3.2pcts，淡季公司加大宴席场景政策力度以促动销、品牌建设及消费者活动投入较多。24Q2经营性现金流量净额-28.07亿元，销售收现49.06亿元/同比-12.0%，截至Q2末合同负债39.38亿元/环比Q1末下降18.78亿元，淡季白酒消费需求下滑，经销商回款积极性受损。

盈利预测与投资建议：展望下半年，中秋消费需求或延续疲软，动销仍有压力；行业下行阶段公司主动调整，坚持绵柔年份老酒战略、渠道精细化建设、营销模式转型，为长期发展赢得空间。公司组织、渠道调整仍需时间，短期收入及业绩压力较大，下调此前盈利预测，预计2024-2025年收入322.47/338.99亿元，同比-2.7%/+5.1%（前值为+5.2%/+10.0%）；归母净利润95.21/98.68亿元，同比-4.9%/+3.6%（前值为+2.3%/+10.1%）。按照公司现金分红回报规划，预计今年现金分红率高于70%，当前股价对应2024年12.2倍PE，股息率在6%，估值安全边际很高，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,105	33,126	32,247	33,899	37,342
(+/-%)	18.8%	10.0%	-2.7%	5.1%	10.2%
净利润(百万元)	9378	10016	9521	9868	10997
(+/-%)	24.9%	6.8%	-4.9%	3.6%	11.4%
每股收益(元)	6.22	6.65	6.32	6.55	7.30
EBIT Margin	38.9%	36.9%	37.7%	38.1%	39.1%
净资产收益率(ROE)	19.8%	19.3%	17.0%	16.3%	16.9%
市盈率(PE)	12.4	11.6	12.2	11.8	10.6
EV/EBITDA	11.0	10.4	10.6	9.9	9.0
市净率(PB)	2.45	2.24	2.07	1.93	1.78

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

联系人：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	81.88元
总市值/流通市值	123348/123042百万元
52周最高价/最低价	141.90/75.39元
近3个月日均成交额	400.05百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《洋河股份(002304.SZ)-2023年分红率提升，2024年第一季度经营平稳》——2024-05-05
- 《洋河股份(002304.SZ)-经营稳健务实，全年收入目标增速双位数》——2024-03-28
- 《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

2024 年第二季度公司收入、净利润下滑，发布 3 年现金分红回报规划。2024 上半年公司实现营业总收入 228.76 亿元，同比+4.6%；实现归母净利润 79.47 亿元，同比+1.1%。其中，2024 年第二季度实现营业总收入 66.21 亿元，同比-3.0%；实现归母净利润 18.92 亿元，同比-9.7%。公司发布现金分红回报公告，2024-2026 年每年度现金分红率不低于 70%且分红总额不低于 70 亿元（含税），积极回报投资者。

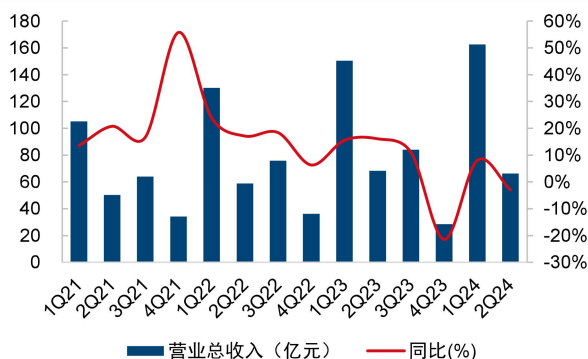
2024H1 收入平稳增长，白酒业务收入同比+4.89%。分产品看，2024H1 中高档酒/普通酒收入 199.61/25.30 亿元，同比+4.78%/+5.16%，毛利率同比-1.37/+2.76pcts，行业需求压力下结构升级趋势放缓，主品量增集中在 Q1 旺季、低价位产品需求韧性较好。分量价看，2024H1 销量/吨价同比-0.27%/+5.17%，价增驱动收入增长系 1) 公司坚持聚焦大单品战略；2) 春节旺季省内仍有结构改善；3) 产品提价贡献。

省内坚持“聚焦+转型”，省外打造高地市场。分区域看，2024H1 省内/省外收入 95.95/128.96 亿元，同比+1.42%/+7.50%；截至 Q2 末经销商 8833 家，省内/省外环比-18/+62 家。省内看，今年公司回归大本营、进一步深耕，在苏中、苏北份额优势仍然巩固，苏南及南京市场相对受到挤压式竞争；公司坚定营销队伍重塑和市场整治，经销商结构有所优化。省外看，海之蓝、天之蓝仍有动销基本盘，公司设立 6 个大区加强协同，积极打造高地市场、样板市场，10 亿元市场突破 10 个，今年对各个大区因地制宜制定考核清单，渠道基础工作扎实度提升。

单二季度动销承压，增投费用稳固份额。2024Q2 收入、利润均下滑，终端及渠道压力逐步传导至报表端，公司主动调整，围绕去库和动销开展工作。2024Q2 毛利率同比-1.4pcts，销售费用率同比+1.76pcts（广宣及职工薪酬增加较多），综合毛销差-3.2pcts，淡季公司加大宴席场景政策力度以促动销、品牌建设及消费者活动投入较多。24Q2 经营性现金流量净额-28.07 亿元，销售收现 49.06 亿元/同比-12.0%，截至 Q2 末合同负债 39.38 亿元/环比 Q1 末下降 18.78 亿元，淡季白酒消费需求下滑，经销商回款积极性受损。

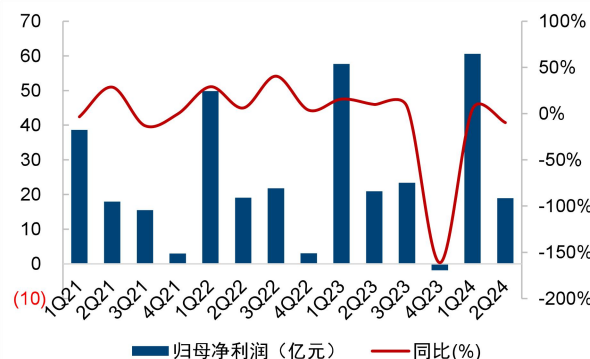
盈利预测与投资建议：展望下半年，中秋消费需求或延续疲软，动销仍有压力；行业下行阶段公司主动调整，坚持绵柔年份老酒战略、渠道精细化建设、营销模式转型，为长期发展赢得空间。公司组织、渠道调整仍需时间，短期收入及业绩压力较大，下调此前盈利预测，预计 2024-2025 年收入 322.47/338.99 亿元，同比-2.7%/+5.1%（前值为+5.2%/+10.0%）；归母净利润 95.21/98.68 亿元，同比-4.9%/+3.6%（前值为+2.3%/+10.1%）。按照公司现金分红回报规划，预计今年现金分红率高于 70%，当前股价对应 2024 年 12.2 倍 PE，股息率在 6%，估值安全边际很高，维持“优于大市”评级。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



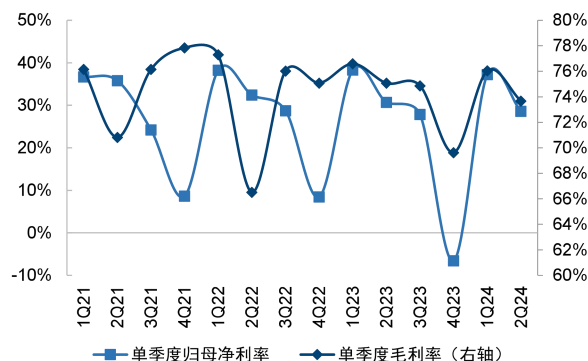
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



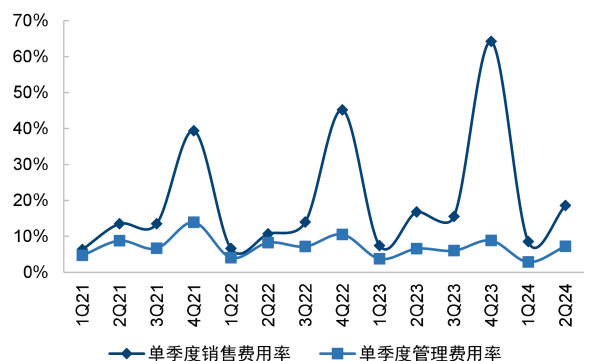
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 洋河股份盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	33,126	34,853	38,438	32,247	33,899	-7.5%	-11.8%
收入同比增速%	10.0%	5.2%	10.3%	-2.7%	5.1%	-7.87pcts	-5.16pcts
毛利率%	75.2%	77.4%	77.9%	76.5%	76.4%	-0.85pcts	-1.47pcts
销售费用率%	16.3%	17.1%	16.9%	17.5%	17.5%	0.44pcts	0.64pcts
管理费用率%	5.3%	6.0%	5.9%	6.0%	5.5%	0pcts	-0.4pcts
归母净利润 (百万元)	10,016	10,243	11,279	9,521	9,868	-7.0%	-12.5%
归母净利润同比增速%	6.8%	2.3%	10.1%	-4.9%	3.6%	-7.21pcts	-6.47pcts
净利率%	30.2%	29.4%	29.3%	29.5%	29.1%	0.14pcts	-0.23pcts
EPS (元)	6.65	6.80	7.49	6.32	6.55	-7.0%	-12.5%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 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 (亿元)		PE	
			2024/8/29	2024/8/29	2024E	2025E	2024E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,413	17,754	869.89	995.49	20.4	17.8		
000858.SZ	五粮液	优于大市	119	4,611	338.66	378.87	13.6	12.2		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	115	1,697	161.52	194.38	10.5	8.7		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	167	2,032	129.71	156.04	15.7	13.0		
002304.SZ	洋河股份	优于大市	77	1,164	95.21	98.68	12.2	11.8		
000799.SZ	酒鬼酒	中性	36	117	4.53	5.34	25.7	21.8		

600702.SH	舍得酒业	中性	44	145	14.78	16.43	9.8	8.8
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	167	881	59.05	73.80	14.9	11.9
603589.SH	口子窖	优于大市	35	212	19.64	22.18	10.8	9.5
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	49	389	29.00	35.67	13.4	10.9
603369.SH	今世缘	优于大市	38	477	37.99	45.97	12.6	10.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除洋河股份以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	24375	25813	34206	38004	44234	营业收入	30105	33126	32247	33899	37342
应收款项	646	588	632	633	714	营业成本	7646	8200	7563	7987	8647
存货净额	17729	18954	17712	18365	20205	营业税金及附加	4388	5269	4676	4915	5415
其他流动资产	764	1329	1056	1235	1291	销售费用	4179	5387	5643	5932	6348
流动资产合计	51512	52535	59457	64088	72296	管理费用	1995	1823	2006	1935	2125
固定资产	6552	6763	6027	5209	4264	研发费用	254	285	264	269	274
无形资产及其他	1714	1773	1702	1631	1560	财务费用	(636)	(755)	(770)	(616)	(616)
投资性房地产	8153	7492	7492	7492	7492	投资收益	426	256	200	100	0
长期股权投资	33	1230	1230	1230	1230	资产减值及公允价值变动	(316)	(34)	(420)	(462)	(532)
资产总计	67964	69792	75908	79649	86842	其他收入	(135)	(180)	(193)	(198)	(204)
短期借款及交易性金融负债	24	25	0	0	0	营业利润	12509	13243	12716	13184	14688
应付款项	1376	1426	1354	1393	1539	营业外净收支	(6)	(25)	(15)	(20)	(17)
其他流动负债	18528	15725	17770	17153	19386	利润总额	12503	13218	12701	13164	14670
流动负债合计	19928	17176	19124	18546	20925	所得税费用	3114	3197	3175	3291	3668
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	12	5	5	5	5
其他长期负债	511	567	567	567	567	归属于母公司净利润	9378	10016	9521	9868	10997
长期负债合计	511	567	567	567	567	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	20440	17742	19691	19113	21492	净利润	9378	10016	9521	9868	10997
少数股东权益	50	111	113	115	118	资产减值准备	9	(1)	0	(0)	(0)
股东权益	47475	51939	56104	60421	65232	折旧摊销	738	698	652	717	742
负债和股东权益总计	67964	69792	75908	79649	86842	公允价值变动损失	316	34	420	462	532
						财务费用	(636)	(755)	(770)	(616)	(616)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(4801)	(3771)	3445	(1411)	400
每股收益	6.22	6.65	6.32	6.55	7.30	其它	(3)	3	2	2	3
每股红利	3.00	3.74	3.56	3.68	4.11	经营活动现金流	5637	6980	14040	9639	12674
每股净资产	31.50	34.48	37.24	40.11	43.30	资本开支	0	(815)	(265)	(291)	(257)
ROIC	26.09%	23.28%	23%	24%	26%	其它投资现金流	2956	2147	0	0	0
ROE	19.75%	19.28%	17%	16%	17%	投资活动现金流	2956	135	(265)	(291)	(257)
毛利率	75%	75%	77%	76%	77%	权益性融资	(0)	57	0	0	0
EBIT Margin	39%	37%	38%	38%	39%	负债净变化	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	41%	39%	40%	40%	41%	支付股利、利息	(4519)	(5634)	(5356)	(5551)	(6186)
收入增长	19%	10%	-3%	5%	10%	其它融资现金流	3867	5534	(25)	0	0
净利润增长率	25%	7%	-5%	4%	11%	融资活动现金流	(5172)	(5678)	(5381)	(5551)	(6186)
资产负债率	30%	26%	26%	24%	25%	现金净变动	3420	1437	8394	3797	6230
股息率	3.9%	4.8%	4.6%	4.8%	5.3%	货币资金的期初余额	20956	24375	25813	34206	38004
P/E	12.4	11.6	12.2	11.8	10.6	货币资金的期末余额	24375	25813	34206	38004	44234
P/B	2.5	2.2	2.1	1.9	1.8	企业自由现金流	0	5377	12956	8714	11838
EV/EBITDA	11.0	10.4	10.6	9.9	9.0	权益自由现金流	0	10911	12931	8714	11838

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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