

静待改革见成效

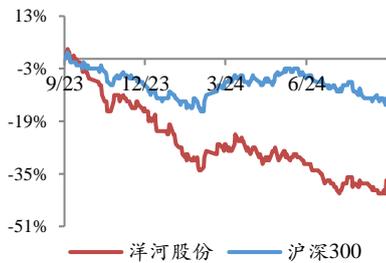
——洋河股份 2024Q2 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-09-01

收盘价(元)	81.88
近12个月最高/最低(元)	134.29/75.39
总股本(百万股)	1,506
流通股本(百万股)	1,503
流通股比例(%)	99.75
总市值(亿元)	1,233
流通市值(亿元)	1,230

公司价格与沪深300走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

公司发布 2024H1 业绩：

- **24Q2**：营业总收入 66.21 亿元(-3.02%)，归母 18.92 亿元(-9.75%)，扣非 18.91 亿元(-7.65%)。
- **24H1**：营业总收入 228.76 亿元(+4.58%)，归母 79.47 亿元(+1.08%)，扣非 79.41 亿元(+2.96%)。
- **现金分红回报规划**：公司拟 24-26 每年度现金分红总额不低于当年实现归母净利润的 70%且不低于人民币 70 亿元(含税)。
- **24Q2 基本符合预期。**

收入端：水晶梦引领，省外快于省内

- 24H1 公司酒类业务收入同比增长 4.82%，其中白酒/红酒营收分别同比+4.89%/-17.32%，白酒占比同比提升 0.29pct 至 98.08%。拆分量价看，白酒 24H1 销量/吨价分别同比-0.27%/+5.10%，量平价增。分价格带看，24H1 中高档酒/普通酒营收分别同比增长 4.78%/5.16%。我们预计 **24Q2** 中高档酒中水晶梦在公司资源倾斜下增速领先，占比提高；天之蓝增长稳健；海之蓝受竞争加剧影响，增速承压；梦 6+ 受商务宴席需求走弱影响，预计增速边际承压。
- 分区域看，24H1 公司省内/省外白酒营收分别同比增长 1.42%/7.50%，省外白酒营收占比公司整体白酒营收同比提升 1.43pct 至 57.34%。我们预计省内在竞争加剧下，仍保持经营韧性；省外在经销商扩容，叠加主力产品海之蓝、天之蓝定位大众消费，增速领先。24H1 公司省内/省外经销商数量分别变动-18/+62 家。
- 从报表质量看，公司 24Q2 收入+Δ合同负债同比-8.34%，24Q2 销售收现同比-11.96%，慢于营收增速，主因 Q2 需求淡季经销商回款意愿较为谨慎。

盈利端：产品结构拖累

- 24Q2 公司毛利率同比下降 1.41pct 至 73.67%，我们预计系中高档酒产品结构下移+货折力度提升所致。24H1 公司中高档酒/普通酒毛利率分别同比-1.37/+2.76pct。24Q2 公司销售/管理费率分别同比提升 1.76/0.68pct，其中销售费率上升主因广告费用投放力度加大所致。综上 24Q2 公司净利率同比下降 2.1pct 至 28.62%。

投资建议：维持“买入”

我们的观点：

公司改革稳步推进，战略重心阶段性下移到水晶梦，符合当前主流消费趋势；提出 3 年分红方案，彰显公司经营自信与对股东回报的重视力度。以今年分红 70 亿计算，当前股息率约 5.68%。

盈利预测：考虑到商务需求恢复缓慢，叠加公司竞争环境发生变化，我们更新前期盈利预测，预计公司 2024-2026 年分别实现营业总收入 342.57/357.89/379.26 亿元（前值 24/25 年营收分别为 390.22/441.33 亿元），分别同比增长 3.4%/4.5%/6.0%；实现归母净利润 101.09/106.26/113.82 亿元（前值 24/25 年营收分别为 120.43/138.31 亿元），分别同比增长 0.9%/5.1%/7.1%；当前股价对应 PE 分别为 12.20/11.61/10.84 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**

改革不及预期，渠道景气不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	33126	34257	35789	37926
收入同比 (%)	10.0%	3.4%	4.5%	6.0%
归属母公司净利润	10016	10109	10626	11382
净利润同比 (%)	6.8%	0.9%	5.1%	7.1%
毛利率 (%)	75.2%	74.9%	74.7%	74.9%
ROE (%)	19.3%	17.7%	17.1%	16.7%
每股收益 (元)	6.65	6.71	7.05	7.56
P/E	16.53	12.20	11.61	10.84
P/B	3.19	2.16	1.98	1.81
EV/EBITDA	10.75	6.45	5.73	5.13

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 8 月 30 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	52535	65373	71081	78010	营业收入	33126	34257	35789	37926
现金	25813	35327	41737	45457	营业成本	8200	8585	9038	9533
应收账款	4	54	6	57	营业税金及附加	5269	4967	5189	5499
其他应收款	58	37	62	43	销售费用	5387	5687	5905	6220
预付账款	51	13	14	14	管理费用	1764	1747	1789	1858
存货	18954	21584	21094	23924	财务费用	-755	-257	-353	-417
其他流动资产	7655	8358	8169	8515	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	17258	16770	16273	15770	公允价值变动收益	-37	0	0	0
长期投资	1230	1230	1230	1230	投资净收益	256	171	179	190
固定资产	5306	4818	4321	3818	营业利润	13243	13461	14149	15156
无形资产	1773	1773	1773	1773	营业外收入	39	0	0	0
其他非流动资产	8949	8949	8949	8949	营业外支出	64	0	0	0
资产总计	69792	82143	87354	93780	利润总额	13218	13461	14149	15156
流动负债	17176	24472	24370	25105	所得税	3197	3352	3523	3774
短期借款	0	0	0	0	净利润	10021	10109	10626	11382
应付账款	1426	1913	1602	2105	少数股东损益	5	0	0	0
其他流动负债	15750	22559	22768	23000	归属母公司净利润	10016	10109	10626	11382
非流动负债	567	567	567	567	EBITDA	13005	13655	14246	15186
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	6.65	6.71	7.05	7.56
其他非流动负债	567	567	567	567					
负债合计	17742	25039	24937	25672					
少数股东权益	111	111	111	111					
股本	1506	1506	1506	1506					
资本公积	931	931	931	931					
留存收益	49502	54556	59869	65560					
归属母公司股东权益	51939	56993	62306	67997					
负债和股东权益	69792	82143	87354	93780					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6130	14533	11676	9356
净利润	10021	10109	10626	11382
折旧摊销	730	623	629	636
财务费用	3	1	1	1
投资损失	-256	-171	-179	-190
营运资金变动	-4604	3972	600	-2474
其他经营现金流	14862	6137	10026	13856
投资活动现金流	661	36	47	56
资本支出	-1110	-135	-132	-133
长期投资	1513	0	0	0
其他投资现金流	258	171	179	190
筹资活动现金流	-5608	-5055	-5314	-5692
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	-1	0	0	0
资本公积增加	26	0	0	0
其他筹资现金流	-5634	-5055	-5314	-5692
现金净增加额	1182	9514	6410	3720

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	10.0%	3.4%	4.5%	6.0%
营业利润	5.9%	1.6%	5.1%	7.1%
归属于母公司净利	6.8%	0.9%	5.1%	7.1%
获利能力				
毛利率 (%)	75.2%	74.9%	74.7%	74.9%
净利率 (%)	30.2%	29.5%	29.7%	30.0%
ROE (%)	19.3%	17.7%	17.1%	16.7%
ROIC (%)	17.9%	17.1%	16.4%	16.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	25.4%	30.5%	28.5%	27.4%
净负债比率 (%)	34.1%	43.8%	40.0%	37.7%
流动比率	3.06	2.67	2.92	3.11
速动比率	1.89	1.75	2.01	2.11
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.45	0.42	0.42
应收账款周转率	1361.21	1200.00	1200.00	1200.00
应付账款周转率	5.85	5.14	5.14	5.14
每股指标 (元)				
每股收益	6.65	6.71	7.05	7.56
每股经营现金流 (摊)	4.07	9.65	7.75	6.21
每股净资产	34.48	37.83	41.36	45.14
估值比率				
P/E	16.53	12.20	11.61	10.84
P/B	3.19	2.16	1.98	1.81
EV/EBITDA	10.75	6.45	5.73	5.13

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。