

## 中高档暂有承压, 高分红彰显信心

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2024年度半年报, 2024H1实现营业总收入228.8亿元, 同比+4.6%, 实现归母净利润79.5亿元, 同比+1.1%; 2024单Q2实现营业总收入66.2亿元, 同比-3.0%, 实现归母净利润18.9亿元, 同比-9.8%。公司拟定2024年度-2026年度, 每年度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)。
- 中高档略承压, 省外增长稳健。2024H1:** 1、分产品结构看, 中高档酒、普通酒分别实现营收199.6亿元(+4.8%)、25.3亿元(+5.2%), 商务消费复苏疲软, 中高档酒增长有所承压。2、分区域看, 省内、省外分别实现营收96.0亿元(+1.4%)、129.0亿元(+7.5%), 省外市场开拓已成为营收主要增长源。3、量价拆分看, 销量下滑0.27%至11.6万吨, 吨价提升5.1%至19.6万元/吨, 公司聚焦产品结构升级, 持续推进海、天、梦等产品系列的结构优化, 预计梦系列增速稳健, 结构向好, 带动吨价稳步提升。
- 费用投放有增加, 盈利能力略承压。2024H1:** 1、毛利率下降0.77个百分点至75.4%, 主因为直接材料支出同比增加10.7%, 且直接材料占主营业务成本的74.9%, 受此影响毛利率略降。2、为强化省内品牌地位、深度推进全国化布局, 广告促销费同比增长19.6%至18.4亿元, 带动销售费用率同比增加1.1个百分点至11.4%; 管理费用稳中有降, 叠加规模效应管理费用率下降0.5个百分点至4.1%, 综合影响, 综合费用率微增0.08个百分点。3、受递延所得税影响, 综合所得税率在季度间有所波动, 报告期所得税率同比增加0.66个百分点, 综合影响下销售净利率下降1.3个百分点至34.7%。4、期末合同负债39.4亿元, 同比下滑26.0%, 渠道回款有所承压。
- 高举高打强化品牌, 不断拓展成长空间。** 1、品牌端, 突出品质表达, 放大年份老酒稀缺价值, 高举高打进行品牌建设, 强化梦之蓝手工班高端品牌塑造, 树立高端白酒品牌价值标杆。2、营销端, 坚持战略聚焦和资源聚焦, 着眼于省内市场、省外高地市场和样板市场, 深度拓展全国化。3、管理端, 加强市场基础工作清单化管理, 健全多项市场工作标准, 强化业务指导和责任落实, 推动渠道基础工作建设更加深入。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为6.92元、7.71元、8.58元, 对应PE分别为11倍、10倍、9倍。公司持续推进深度全国化和产品结构升级, 看好公司长期成长能力, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济大幅下滑风险, 消费复苏不及预期风险。

| 指标/年度        | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元)     | 331.26 | 349.40 | 378.89 | 410.94 |
| 增长率          | 10.04% | 5.48%  | 8.44%  | 8.46%  |
| 归属母公司净利润(亿元) | 100.16 | 104.23 | 116.09 | 129.25 |
| 增长率          | 6.80%  | 4.06%  | 11.38% | 11.34% |
| 每股收益EPS(元)   | 6.65   | 6.92   | 7.71   | 8.58   |
| 净资产收益率ROE    | 19.25% | 18.47% | 18.80% | 19.09% |
| PE           | 12     | 11     | 10     | 9      |
| PB           | 2.24   | 2.07   | 1.89   | 1.72   |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 笱文钊  
执业证号: S1250524060002  
电话: 023-63786049  
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

分析师: 王书龙  
执业证号: S1250523070003  
电话: 023-63786049  
邮箱: wsl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |              |
|-------------|--------------|
| 总股本(亿股)     | 15.06        |
| 流通A股(亿股)    | 15.03        |
| 52周内股价区间(元) | 76.09-141.35 |
| 总市值(亿元)     | 1,163.58     |
| 总资产(亿元)     | 627.18       |
| 每股净资产(元)    | 35.09        |

### 相关研究

- 洋河股份(002304): 分红率进一步提升, 省外增长较为稳健 (2024-05-03)
- 洋河股份(002304): 全国化势能延续, 蓄水池依然充足 (2023-10-29)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (亿元)      | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         | 现金流量表 (亿元)        | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入          | 331.26        | 349.40        | 378.89        | 410.94        | 净利润               | 100.21        | 104.28        | 116.15        | 129.32        |
| 营业成本          | 82.00         | 88.60         | 95.45         | 102.73        | 折旧与摊销             | 7.02          | 11.49         | 14.34         | 17.19         |
| 营业税金及附加       | 52.69         | 54.03         | 59.15         | 63.95         | 财务费用              | -7.55         | -10.88        | -13.93        | -16.51        |
| 销售费用          | 53.87         | 54.16         | 56.83         | 59.59         | 资产减值损失            | -0.03         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 管理费用          | 17.64         | 24.46         | 26.52         | 28.77         | 经营营运资本变动          | -45.37        | 51.08         | 0.37          | 2.28          |
| 财务费用          | -7.55         | -10.88        | -13.93        | -16.51        | 其他                | 7.01          | 0.07          | 0.06          | 0.06          |
| 资产减值损失        | -0.03         | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>61.30</b>  | <b>156.03</b> | <b>116.99</b> | <b>132.33</b> |
| 投资收益          | 2.56          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 资本支出              | -3.05         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 公允价值变动损益      | -0.37         | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 其他                | 9.66          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他经营损益        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>6.61</b>   | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>   | <b>0.00</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>132.43</b> | <b>139.04</b> | <b>154.86</b> | <b>172.42</b> | 短期借款              | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他非经营损益       | -0.25         | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 长期借款              | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>132.18</b> | <b>139.04</b> | <b>154.86</b> | <b>172.42</b> | 股权融资              | 0.25          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 31.97         | 34.76         | 38.72         | 43.11         | 支付股利              | -56.34        | -60.24        | -62.84        | -69.83        |
| 净利润           | 100.21        | 104.28        | 116.15        | 129.32        | 其他                | 0.00          | 10.61         | 13.93         | 16.51         |
| 少数股东损益        | 0.05          | 0.05          | 0.06          | 0.06          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-56.08</b> | <b>-49.63</b> | <b>-48.90</b> | <b>-53.32</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 100.16        | 104.23        | 116.09        | 129.25        | <b>现金流量净额</b>     | <b>11.82</b>  | <b>106.40</b> | <b>68.08</b>  | <b>79.01</b>  |
|               |               |               |               |               |                   |               |               |               |               |
| 资产负债表 (亿元)    | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         | 财务分析指标            | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
| 货币资金          | 258.13        | 364.53        | 432.61        | 511.62        | <b>成长能力</b>       |               |               |               |               |
| 应收和预付款项       | 6.39          | 7.03          | 7.56          | 8.22          | 销售收入增长率           | 10.04%        | 5.48%         | 8.44%         | 8.46%         |
| 存货            | 189.54        | 213.53        | 230.15        | 246.26        | 营业利润增长率           | 5.86%         | 4.99%         | 11.38%        | 11.34%        |
| 其他流动资产        | 71.29         | 69.23         | 70.13         | 71.12         | 净利润增长率            | 6.72%         | 4.06%         | 11.38%        | 11.34%        |
| 长期股权投资        | 12.30         | 12.30         | 12.30         | 12.30         | EBITDA 增长率        | 4.57%         | 5.87%         | 11.19%        | 11.49%        |
| 投资性房地产        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>获利能力</b>       |               |               |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 67.63         | 61.57         | 55.52         | 49.46         | 毛利率               | 75.25%        | 74.64%        | 74.81%        | 75.00%        |
| 无形资产和开发支出     | 20.49         | 15.07         | 6.80          | -4.33         | 三费率               | 19.31%        | 19.39%        | 18.32%        | 17.48%        |
| 其他非流动资产       | 72.16         | 72.15         | 72.14         | 72.13         | 净利率               | 30.25%        | 29.84%        | 30.65%        | 31.47%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>697.92</b> | <b>815.41</b> | <b>887.21</b> | <b>966.79</b> | ROE               | 19.25%        | 18.47%        | 18.80%        | 19.09%        |
| 短期借款          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | ROA               | 14.36%        | 12.79%        | 13.09%        | 13.38%        |
| 应付和预收款项       | 185.79        | 209.87        | 225.63        | 242.81        | ROIC              | 74.04%        | 78.49%        | 122.71%       | 162.24%       |
| 长期借款          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | EBITDA/销售收入       | 39.82%        | 39.97%        | 40.98%        | 42.12%        |
| 其他负债          | -8.36         | 41.02         | 43.76         | 46.66         | <b>营运能力</b>       |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>177.42</b> | <b>250.90</b> | <b>269.39</b> | <b>289.47</b> | 总资产周转率            | 0.48          | 0.46          | 0.45          | 0.44          |
| 股本            | 15.06         | 15.06         | 15.06         | 15.06         | 固定资产周转率           | 5.97          | 6.98          | 8.62          | 10.84         |
| 资本公积          | 9.31          | 9.31          | 9.31          | 9.31          | 应收账款周转率           | 1177.48       | 2412.24       | 1631.47       | 1609.80       |
| 留存收益          | 495.00        | 538.98        | 592.24        | 651.66        | 存货周转率             | 0.45          | 0.44          | 0.43          | 0.43          |
| 归属母公司股东权益     | 519.39        | 563.35        | 616.60        | 676.03        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 105.22%       | —             | —             | —             |
| 少数股东权益        | 1.11          | 1.16          | 1.22          | 1.28          | <b>资本结构</b>       |               |               |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>520.50</b> | <b>564.51</b> | <b>617.82</b> | <b>677.31</b> | 资产负债率             | 25.42%        | 30.77%        | 30.36%        | 29.94%        |
| 负债和股东权益合计     | 697.92        | 815.41        | 887.21        | 966.79        | 带息债务/总负债          | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         | 0.00%         |
|               |               |               |               |               | 流动比率              | 3.06          | 2.67          | 2.81          | 2.95          |
|               |               |               |               |               | 速动比率              | 1.96          | 1.80          | 1.94          | 2.08          |
|               |               |               |               |               | 股利支付率             | 56.25%        | 57.80%        | 54.13%        | 54.02%        |
| 业绩和估值指标       | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         | <b>每股指标</b>       |               |               |               |               |
| EBITDA        | 131.90        | 139.64        | 155.27        | 173.10        | 每股收益              | 6.65          | 6.92          | 7.71          | 8.58          |
| PE            | 11.62         | 11.16         | 10.02         | 9.00          | 每股净资产             | 34.48         | 37.40         | 40.93         | 44.88         |
| PB            | 2.24          | 2.07          | 1.89          | 1.72          | 每股经营现金            | 4.07          | 10.36         | 7.77          | 8.78          |
| PS            | 3.51          | 3.33          | 3.07          | 2.83          | 每股股利              | 3.74          | 4.00          | 4.17          | 4.64          |
| EV/EBITDA     | 5.88          | 4.79          | 3.87          | 3.01          |                   |               |               |               |               |
| 股息率           | 4.84%         | 5.18%         | 5.40%         | 6.00%         |                   |               |               |               |               |

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务         | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售副总监      | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 谭世泽 | 高级销售经理     | 13122900886  | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn      |
|    | 李煜  | 高级销售经理     | 18801732511  | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn   |
|    | 卞黎旸 | 高级销售经理     | 13262983309  | 13262983309 | bly@swsc.com.cn      |
|    | 田婧雯 | 高级销售经理     | 18817337408  | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn      |
|    | 张玉梅 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn     |
|    | 魏晓阳 | 销售经理       | 15026480118  | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn   |
|    | 欧若诗 | 销售经理       | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 李嘉隆 | 销售经理       | 15800507223  | 15800507223 | ljliong@swsc.com.cn  |
|    | 龚怡芸 | 销售经理       | 13524211935  | 13524211935 | gonggy@swsc.com.cn   |
|    | 孙启迪 | 销售经理       | 19946297109  | 19946297109 | sqdi@swsc.com.cn     |
|    | 蒋宇洁 | 销售经理       | 15905851569  | 15905851569 | jjj@swsc.com.c       |
| 北京 | 李杨  | 销售总监       | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监      | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 资深销售经理     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 姚航  | 高级销售经理     | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 张鑫  | 高级销售经理     | 15981953220  | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn    |

---

|    |     |           |             |             |                      |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
|    | 王一菲 | 高级销售经理    | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 高级销售经理    | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 路漫天 | 销售经理      | 18610741553 | 18610741553 | lmtf@swsc.com.cn     |
|    | 马冰竹 | 销售经理      | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 广深销售负责人   | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 龚之涵 | 高级销售经理    | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
| 广深 | 丁凡  | 销售经理      | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn  |
|    | 张文锋 | 销售经理      | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈紫琳 | 销售经理      | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn   |
|    | 陈韵然 | 销售经理      | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn    |
|    | 林哲睿 | 销售经理      | 15602268757 | 15602268757 | lzf@swsc.com.cn      |

---