

短期业绩承压，静待渠道修复

2024 年 10 月 31 日

► **事件:** 公司于 2024 年 10 月 30 日发布三季报, 24Q1-3 实现营收 275.2 亿元, 同比-9.1%; 实现归母净利润 85.8 亿元, 同比-15.9%; 实现扣非归母净利润 84.0 亿元, 同比-17.4%。单季度看, 24Q3 实现营收 46.4 亿元, 同比-44.8%; 实现归母净利润 6.3 亿元, 同比-73.0%; 实现扣非归母净利润 4.6 亿元, 同比-81.4%。

► **费投力度加大, 盈利能力短期承压。** 公司 24Q1-3 公司毛利率 73.8%, 同比减少 2.0pcts; 费率端销售费用率为 14.2%, 同比增加 2.4pcts; 管理费用率为 5.2%, 同比增加 0.2pcts; 研发费用率为 0.2%, 同比减少 0.4pcts; 归母净利率 31.2%, 同比减少 2.5pcts。单季度看, 24Q3 公司毛利率 66.2%, 同比减少 8.6pcts; 公司备战中秋、国庆消费旺季, 加大产品促销力度, 增加促销费用等投入, 影响净利率水平, 24Q3 销售费用率为 27.8%, 同比增加 12.3pcts; 管理费用率为 10.3%, 同比增加 4.3pcts; 归母净利率 13.6%, 同比减少 14.2pcts。 **现金流方面,** 公司销售商品收到的现金减少, 24Q1-3 实现销售收现 242.3 亿元, 同比-5.1%; 经营性现金流量净额 34.6 亿元, 同比减少 20.4%; 24Q3 销售收现 64.2 亿元, 同比减少 33.5%; 经营性现金流量净额 14.2 亿元, 同比减少 65.3%。截至 24Q3 末, 公司合同负债 49.7 亿元, 同比减少 10.0%; Δ 合同负债+营收 56.7 亿元, 同比减少 34.1%。

► **回款发货节奏放缓, 渠道风险逐步释放。** 三季度公司面对行业外部压力, 在动销疲软背景下调整回款节奏, 保证渠道费用投放刚性, 强化宴席等渠道投入, 导致短期公司盈利承压。现阶段公司选择优先去化渠道库存, 维护厂商关系, 释放渠道风险, 着眼于长期健康发展, 静待后续基本面反转。

► **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。公司前期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 10 月 31 日收盘股息率为 5.8%, 公司重视股东回报, 着眼长期发展。我们预计公司 24-26 年营收分别为 300.4/318.1/347.0 亿元, 归母净利润分别为 85.4/90.7/99.1 亿元, EPS 分别为 5.7/6.0/6.6 元, 当前股价对应 P/E 分别为 14/13/12X, 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; 产品动销不及预期等。

推荐

维持评级

当前价格:

80.39 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) 2024 年半年报点评: 短期业绩承压, 稳定股东分红-2024/08/30
- 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

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	30,041	31,805	34,703
增长率 (%)	10.0	-9.3	5.9	9.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	10,016	8,536	9,071	9,914
增长率 (%)	6.8	-14.8	6.3	9.3
每股收益 (元)	6.65	5.67	6.02	6.58
PE	12	14	13	12
PB	2.3	2.3	2.1	2.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 10 月 31 日收盘价)

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	30,041	31,805	34,703
营业成本	8,200	7,365	7,849	8,430
营业税金及附加	5,269	4,927	5,152	5,691
销售费用	5,387	4,957	5,248	5,726
管理费用	1,764	2,103	2,226	2,429
研发费用	285	300	318	347
EBIT	12,275	10,463	11,044	12,114
财务费用	-755	-692	-823	-915
资产减值损失	-3	-159	-167	-174
投资收益	256	300	318	278
营业利润	13,243	11,296	12,018	13,133
营业外收支	-25	-14	-30	-30
利润总额	13,218	11,282	11,988	13,103
所得税	3,197	2,742	2,913	3,184
净利润	10,021	8,541	9,075	9,919
归属于母公司净利润	10,016	8,536	9,071	9,914
EBITDA	13,005	11,206	11,815	12,895

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	25,813	30,656	34,081	38,577
应收账款及票据	530	510	535	583
预付款项	51	35	45	58
存货	18,954	17,226	18,553	20,092
其他流动资产	7,187	5,755	4,823	3,929
流动资产合计	52,535	54,182	58,038	63,239
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	17,120	17,432	17,434
资产合计	69,792	71,302	75,470	80,672
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,426	1,243	1,287	1,382
其他流动负债	15,750	15,920	16,952	18,498
流动负债合计	17,176	17,164	18,240	19,880
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	567	569	569	569
非流动负债合计	567	569	569	569
负债合计	17,742	17,733	18,809	20,449
股本	1,506	1,506	1,506	1,506
少数股东权益	111	116	120	125
股东权益合计	52,050	53,569	56,662	60,223
负债和股东权益合计	69,792	71,302	75,470	80,672

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	-9.31	5.87	9.11
EBIT 增长率	4.35	-14.77	5.56	9.69
净利润增长率	6.80	-14.77	6.26	9.30
盈利能力 (%)				
毛利率	75.25	75.48	75.32	75.71
净利润率	30.24	28.42	28.52	28.57
总资产收益率 ROA	14.35	11.97	12.02	12.29
净资产收益率 ROE	19.28	15.97	16.04	16.50
偿债能力				
流动比率	3.06	3.16	3.18	3.18
速动比率	1.88	2.11	2.12	2.12
现金比率	1.50	1.79	1.87	1.94
资产负债率 (%)	25.42	24.87	24.92	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	884.23	820.57	825.15
总资产周转率	0.48	0.43	0.43	0.44
每股指标 (元)				
每股收益	6.65	5.67	6.02	6.58
每股净资产	34.48	35.48	37.53	39.89
每股经营现金流	4.07	7.71	6.22	6.95
每股股利	4.66	3.97	4.22	4.61
估值分析				
PE	12	14	13	12
PB	2.3	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	7.67	8.90	8.44	7.74
股息收益率 (%)	5.80	4.94	5.25	5.74

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	10,021	8,541	9,075	9,919
折旧和摊销	730	744	771	781
营运资金变动	-4,604	2,385	-355	-165
经营活动现金流	6,130	11,612	9,374	10,466
资本开支	-1,110	-1,195	-1,252	-959
投资	1,513	800	1,000	1,100
投资活动现金流	661	285	66	419
股权募资	57	0	0	0
债务募资	0	-2	0	0
筹资活动现金流	-5,608	-7,053	-6,015	-6,390
现金净流量	1,182	4,843	3,425	4,495

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