

洋河股份 (002304.SZ)

第三季度加速调整，收入及净利润降幅环比扩大

中性

核心观点

2024年第三季度公司收入同比-45%，归母净利润同比-73%。2024年前三季度公司实现营业总收入275.2亿元，同比-9.1%；实现归母净利润85.8亿元，同比-15.9%；其中第三季度实现营业总收入46.4亿元，同比-44.8%；实现归母净利润6.31亿元，同比-73.0%。第三季度公司加速释放渠道风险，收入、净利润降幅环比2024Q2进一步扩大。

第三季度集中释放渠道风险，表内营收降幅较大。第三季度白酒行业需求进一步走弱，省内市场竞争加剧，公司顺势降低经销商回款要求，同步减少出货以缓解渠道库存压力，表内营收大幅下滑。单Q3看，中秋国庆动销期间公司加大M6+/水晶梦宴席政策、买赠力度，以价换量，稳固省内份额，实际动销或好于表现；省内市场天之蓝、海之蓝预计同比降幅更大，主因产品处于生命周期后段、同时大众价位竞争加剧导致动销偏慢。省外市场海之蓝消费基础较好，预计表现好于省内。

货折力度加大、费用支出刚性，单三季度净利率降幅较大。2024Q3毛利率同比-8.63pcts，降幅较大主因1)表内产品结构承压；2)公司加大买赠及货折力度，费用冲减收入。销售费用率同比+12.27pcts，收入下降但费用支出具有刚性，需求承压背景下公司同步加大品牌营销费用、广告投放、扫码红包、渠道费用支持等。2024Q3税金及附加率同比+1.57pcts，管理费用率同比+4.26pcts，整体净利率同比-14.23pcts至9.8%

销售收现延续承压态势，预收较好主因发货节奏放缓。2024Q3经营性现金流量净额14.15亿元，同比-65.3%；销售收现64.20亿元，同比-33.5%，现金流承压明显。截至Q3末合同负债49.66亿元，环比6月底增加10.28亿元，主因公司为缓解渠道库存压力，放缓或停止发货，回款表现好于收入端。

盈利预测与投资建议：需求弱复苏背景下，预计2024Q4-2025年公司仍需时间出清渠道风险，主动调降经销商任务目标为渠道纾压；下调此前收入预测，预计2024-2026年公司营业总收入300.06/284.12/298.02亿元，同比-9.4%/-5.3%/+4.9%（前值为-2.7%/+5.1%/+10.2%）。省内市场存量竞争加剧，本轮调整周期酒企以“保市场份额”为先，双节动销情况验证以价换量或行之有效，预计第四季度及明年春节公司仍将保持较高的买赠、费用投放力度，下调此前净利润预测，预计2024-2026年归母净利润85.22/79.70/85.15亿元，同比-14.9%/-6.5%/+5.9%（前值为-4.9%/+3.6%/+11.4%）。当前股价对应2024/2025年15.0/16.0倍PE，按照公司现金分红回报规划，今年现金分红不低于70亿元，根据盈利预测当前股息率在6%。考虑出清风险阶段业绩压力较大，下调至“中性”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。

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	中性(下调)
合理估值	
收盘价	80.39元
总市值/流通市值	121103/120803百万元
52周最高价/最低价	127.68/71.58元
近3个月日均成交额	687.42百万元

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)-第二季度业绩承压，现金分红回报指引积极》——2024-08-31
- 《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

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	30,006	28,412	29,802
(+/-%)	18.8%	10.0%	-9.4%	-5.3%	4.9%
净利润(百万元)	9378	10016	8522	7970	8515
(+/-%)	24.9%	6.8%	-14.9%	-6.5%	6.8%
每股收益(元)	6.22	6.65	5.66	5.29	5.65
EBIT Margin	38.9%	36.9%	36.1%	36.6%	37.9%
净资产收益率(ROE)	19.8%	19.3%	15.3%	13.5%	13.5%
市盈率(PE)	13.6	12.7	15.0	16.0	15.0
EV/EBITDA	11.9	11.2	12.7	12.9	12.0
市净率(PB)	2.69	2.45	2.29	2.16	2.03

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

2024年第三季度公司收入同比-45%，归母净利润同比-73%。2024年前三季度公司实现营业总收入 275.2 亿元，同比-9.1%；实现归母净利润 85.8 亿元，同比-15.9%；其中第三季度实现营业总收入 46.4 亿元，同比-44.8%；实现归母净利润 6.31 亿元，同比-73.0%。第三季度公司加速释放渠道风险，收入、净利润

第三季度集中释放渠道风险，表内营收降幅较大。第三季度白酒行业需求进一步走弱，省内市场竞争加剧，公司顺势减弱经销商回款要求，同步减少出货以缓解渠道库存压力，表内营收大幅下滑。单 Q3 看，中秋国庆动销期间公司加大 M6+/水晶梦宴席政策、买赠力度，以价换量，稳固省内份额，实际动销或好于表观；省内市场天之蓝、海之蓝预计同比降幅更大，主因产品处于生命周期后段、同时大众价位竞争加剧导致动销偏慢。省外市场海之蓝消费基础较好，预计表现好于省内。

货折力度加大、费用支出刚性，单三季度净利率降幅较大。2024Q3 毛利率同比-8.63pcts，降幅较大主因 1) 表内产品结构承压；2) 公司加大买赠及货折力度，费用冲减收入。销售费用率同比+12.27pcts，收入下降但费用支出具有刚性，需求承压背景下公司同步加大品牌营销费用、广告投放、扫码红包、渠道费用支持等。2024Q3 税金及附加率同比+1.57pcts，管理费用率同比+4.26pcts，整体净利率同比-14.23pcts 至 9.8%

销售收现延续承压态势，预收较好主因发货节奏放缓。2024Q3 经营性现金流量净额 14.15 亿元，同比-65.3%；销售收现 64.20 亿元，同比-33.5%，现金流承压明显。截至 Q3 末合同负债 49.66 亿元，环比 6 月底增加 10.28 亿元，主因公司为缓解渠道库存压力，放缓或停止发货，回款表现好于收入端。

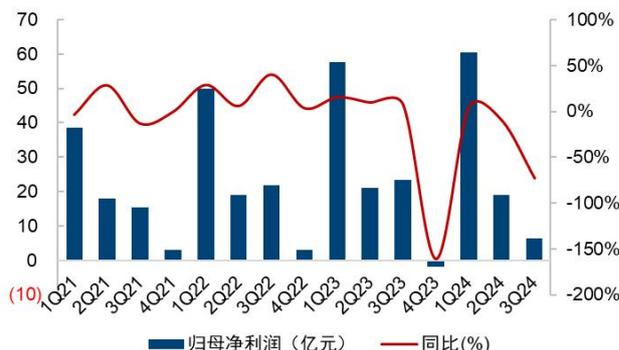
盈利预测与投资建议：需求弱复苏背景下，预计 2024Q4-2025 年公司仍需时间出清渠道风险，主动调降经销商任务目标为渠道纾压；下调此前收入预测，预计 2024-2026 年公司营业总收入 300.06/284.12/298.02 亿元，同比-9.4%/-5.3%/+4.9%（前值为-2.7%/+5.1%/+10.2%）。省内市场存量竞争加剧，本轮调整周期酒企以“保市场份额”为先，双节动销情况验证以价换量或行之有效，预计第四季度及明年春节公司仍将保持较高的买赠、费用投放力度，下调此前净利润预测，预计 2024-2026 年归母净利润 85.22/79.70/85.15 亿元，同比-14.9%/-6.5%/+5.9%（前值为-4.9%/+3.6%/+11.4%）。当前股价对应 2024/2025 年 15.0/16.0 倍 PE，按照公司现金分红回报规划，今年现金分红不低于 70 亿元，根据盈利预测当前股息率在 6%。考虑出清风险阶段业绩压力较大，下调至“中性”评级。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



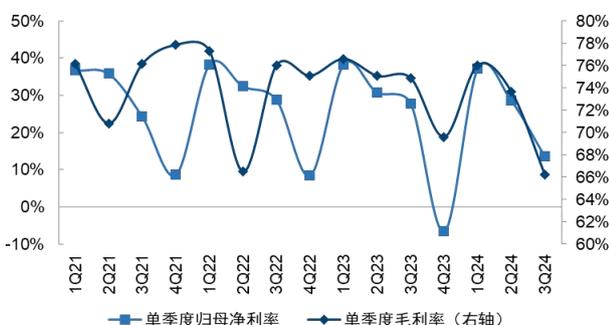
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



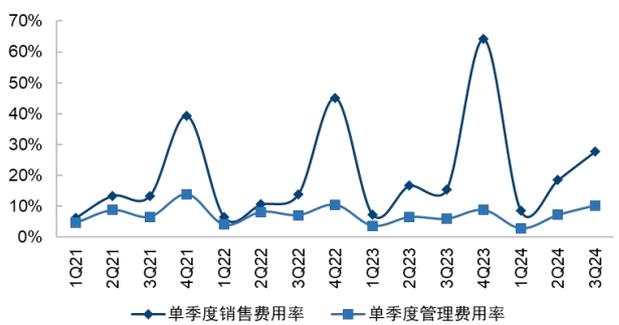
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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	32,247	33,899	30,006	28,412	-7.0%	-16.2%
收入同比增速%	10.0%	-2.7%	5.1%	-9.4%	-5.3%	-6.77pcts	-10.43pcts
毛利率%	75.2%	76.5%	76.4%	76.6%	76.5%	0.04pcts	0.11pcts
销售费用率%	16.3%	17.5%	17.5%	18.5%	18.2%	1pcts	0.7pcts
管理费用率%	5.3%	6.0%	5.5%	6.1%	5.8%	0.1pcts	0.3pcts
归母净利润 (百万元)	10,016	9,521	9,868	8,522	7,970	-10.5%	-19.2%
归母净利润同比增速%	6.8%	-4.9%	3.6%	-14.9%	-6.5%	-9.98pcts	-10.12pcts
净利率%	30.2%	29.5%	29.1%	28.4%	28.1%	-1.12pcts	-1.06pcts
EPS (元)	6.65	6.32	6.55	5.66	5.29	-10.5%	-19.2%

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	
			2024/10/30	2024/10/30	2024E	2025E	2024E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,532	19,245	862.41	970.34	22.3	19.8		
000858.SZ	五粮液	优于大市	149	5,776	337.77	376.88	17.1	15.3		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	137	2,014	151.86	174.08	13.3	11.6		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	197	2,405	128.64	153.48	18.7	15.7		
002304.SZ	洋河股份	中性	85	1,275	85.22	79.70	15.0	16.0		
000799.SZ	酒鬼酒	中性	52	168	3.70	4.31	45.4	38.9		

600702.SH	舍得酒业	中性	64	212	10.90	11.88	19.4	17.8
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	186	985	58.50	71.72	16.8	13.7
603589.SH	口子窖	优于大市	39	235	18.30	20.11	12.9	11.7
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	61	488	28.42	34.32	17.2	14.2
603369.SH	今世缘	优于大市	44	551	37.96	45.88	14.5	12.0

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	34046	37248	42260	营业收入	30105	33126	30006	28412	29802
应收款项	646	588	588	530	570	营业成本	7646	8200	7026	6664	6911
存货净额	17729	18954	16631	15403	16160	营业税金及附加	4388	5269	4501	4262	4470
其他流动资产	764	1329	982	1035	1031	销售费用	4179	5387	5551	5171	5215
流动资产合计	51512	52535	58098	60067	65872	管理费用	1995	1823	1901	1719	1710
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	74548	75629	80418	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	11383	10652	11376
应付款项	1376	1426	1272	1168	1231	营业外净收支	(6)	(25)	(15)	(20)	(17)
其他流动负债	18528	15725	16931	14626	15625	利润总额	12503	13218	11368	10632	11359
流动负债合计	19928	17176	18202	15794	16856	所得税费用	3114	3197	2842	2658	2840
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	12	5	4	4	4
其他长期负债	511	567	567	567	567	归属于母公司净利润	9378	10016	8522	7970	8515
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	18769	16361	17423	净利润	9378	10016	8522	7970	8515
少数股东权益	50	111	113	115	117	资产减值准备	9	(1)	0	(0)	(0)
股东权益	47475	51939	55667	59153	62879	折旧摊销	738	698	652	717	742
负债和股东权益总计	67964	69792	74548	75629	80418	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)	3721	(1175)	269
每股收益	6.22	6.65	5.66	5.29	5.65	其它	(3)	3	2	2	2
每股红利	3.00	3.74	3.18	2.98	3.18	经营活动现金流	5637	6980	13317	7976	10059
每股净资产	31.50	34.48	36.95	39.27	41.74	资本开支	0	(815)	(265)	(291)	(257)
ROIC	26.09%	23.28%	21%	22%	24%	其它投资现金流	2956	2147	0	0	0
ROE	19.75%	19.28%	15%	13%	14%	投资活动现金流	2956	135	(265)	(291)	(257)
毛利率	75%	75%	77%	77%	77%	权益性融资	(0)	57	0	0	0
EBIT Margin	39%	37%	36%	37%	38%	负债净变化	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	41%	39%	38%	39%	40%	支付股利、利息	(4519)	(5634)	(4794)	(4483)	(4790)
收入增长	19%	10%	-9%	-5%	5%	其它融资现金流	3867	5534	(25)	0	0
净利润增长率	25%	7%	-15%	-6%	7%	融资活动现金流	(5172)	(5678)	(4819)	(4483)	(4790)
资产负债率	30%	26%	25%	22%	22%	现金净变动	3420	1437	8233	3202	5012
股息率	3.5%	4.4%	3.8%	3.5%	3.8%	货币资金的期初余额	20956	24375	25813	34046	37248
P/E	13.6	12.7	15.0	16.0	15.0	货币资金的期末余额	24375	25813	34046	37248	42260
P/B	2.7	2.5	2.3	2.2	2.0	企业自由现金流	0	5377	12233	7050	9222
EV/EBITDA	11.9	11.2	12.7	12.9	12.0	权益自由现金流	0	10911	12208	7050	9222

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