

公司研究

Q3 加速调整，释放市场压力

——洋河股份（002304.SZ）2024 年三季报点评

要点

事件：洋河股份发布 2024 年三季报，公司 24 年前三季度实现营业总收入 275.17 亿元、同比下降 9.14%，实现归母净利润 85.79 亿元、同比下降 15.92%，扣非归母净利润 83.97 亿元、同比下降 17.39%。其中 Q3 单季总营收 46.41 亿元、同比下降 44.82%，归母净利润 6.31 亿元、同比下降 73.03%，Q3 收入及业绩表现低于此前市场预期。

24Q3 加速调整，收入端降幅扩大。三季度公司收入端同比下降约 45%、降幅环比 Q2 明显扩大，公司加速深度调整，Q3 收入端表现低于此前预期。今年以来行业需求整体承压，叠加江苏省内市场竞争较为激烈，公司动销面临一定压力，渠道反馈实际动销或有所下滑，同时考虑库存压力仍存，公司加速对于渠道的调整减压，主动降低打款发货的任务要求，更加侧重库存去化。从产品角度，M6+ 所在的 500-600 元次高端价位主要受外部需求环境影响较为明显、市场流通价格亦受到一定影响，估计 M6+、M3 水晶版收入同比承压、但好于公司整体表现，天之蓝、海之蓝在省内市场面临较大的竞争压力，叠加海之蓝基数较大、渠道利润相对透明，估计下滑幅度相对较高。从区域角度，省内市场由于竞争压力较大、相较省外市场承压或更加明显。后续省内或仍以库存去化/拉动动销为主，后续渠道压力有望缓解。

费用率抬升致盈利能力明显承压。1) 24Q3 销售毛利率 66.24%、同比-8.63pct，毛利率同比承压较为明显，估计与产品费用投入加大、冲减销售收入有关，税金及附加项占营收比重 17.83%、同比+1.57pct，销售费用率 27.75%、同比+12.27pct，三季度虽然收入明显承压，但存量竞争下公司费用投入绝对额保持平稳，带来费用率明显抬升。管理及研发费用率 10.48%、同比+3.86pct，综合看 24Q3 归母净利率 13.61%、同比-14.23pct，利润率明显受损，Q3 净利润下滑幅度高于收入。2) 24Q3 销售现金回款 64.2 亿元、同比减少 33.5%，公司主动降低渠道端任务压力，截至 Q3 末合同负债 49.66 亿元、较 Q2 末增加 10.3 亿元。24Q3 经营活动现金流净额 14.15 亿元、同比减少 65.3%。

盈利预测、估值与评级：考虑需求疲软以及竞争压力，预计公司报表端或继续调整，下调 2024-26 年归母净利润预测为 83.9/84.6/89.7 亿元（较前次预测下调 17.8%/22.2%/22.6%），折合 EPS 为 5.57/5.62/5.95 元，当前股价对应 P/E 为 14/14/14 倍。公司此前已明确现金分红回报规划，按照 24 年 70 亿元现金分红，当前市值对应股息率约 5.8%左右，仍有一定保障，维持“买入”评级。

风险提示：省内竞争加剧，商务需求恢复较慢，省外收入增速放缓。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	30,105	33,126	29,715	29,713	31,226
营业收入增长率	18.76%	10.04%	-10.30%	-0.01%	5.09%
净利润（百万元）	9,378	10,016	8,395	8,461	8,968
净利润增长率	24.91%	6.80%	-16.19%	0.79%	6.00%
EPS（元）	6.22	6.65	5.57	5.62	5.95
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.75%	19.28%	15.75%	15.14%	15.22%
P/E	13	12	14	14	14
P/B	2.6	2.3	2.3	2.2	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-11-01

买入（维持）

当前价：80.52 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebscn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	15.06
总市值(亿元):	1212.99
一年最低/最高(元):	71.58/115.92
近 3 月换手率:	32.09%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.29	-14.60	-38.49
绝对	-17.89	0.34	-29.04

资料来源：Wind

相关研报

Q2 业绩承压，股息率较为亮眼——洋河股份（002304.SZ）2024 年中报点评（2024-09-01）
23 年分红率提升，24 年平稳开局——洋河股份（002304.SZ）2023 年年报与 2024 年一季报点评（2024-05-04）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,105	33,126	29,715	29,713	31,226
营业成本	7,646	8,200	7,792	7,750	8,082
折旧和摊销	738	698	768	839	897
税金及附加	4,388	5,269	4,636	4,635	4,871
销售费用	4,179	5,387	4,844	4,814	5,027
管理费用	1,936	1,764	1,545	1,545	1,624
研发费用	254	285	238	238	219
财务费用	-636	-755	-102	-102	-102
投资收益	426	256	300	300	300
营业利润	12,509	13,243	11,108	11,195	11,867
利润总额	12,503	13,218	11,108	11,195	11,867
所得税	3,114	3,197	2,710	2,732	2,896
净利润	9,389	10,021	8,398	8,464	8,971
少数股东损益	12	5	3	3	3
归属母公司净利润	9,378	10,016	8,395	8,461	8,968
EPS(元)	6.22	6.65	5.57	5.62	5.95

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,648	6,130	8,586	9,505	9,597
净利润	9,378	10,016	8,395	8,461	8,968
折旧摊销	738	698	768	839	897
净营运资金增加	6,817	4,939	706	-609	95
其他	-13,285	-9,523	-1,282	814	-364
投资活动产生现金流	4,017	661	1,116	-245	-220
净资本支出	-534	-1,110	-520	-520	-520
长期投资变化	33	1,230	0	0	0
其他资产变化	4,517	541	1,636	275	300
融资活动现金流	-4,492	-5,608	-6,843	-5,776	-5,823
股本变化	0	-1	0	0	0
债务净变化	15	1	75	0	0
无息负债变化	-4,893	-2,699	-5,067	519	815
净现金流	3,172	1,182	2,859	3,484	3,554

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	74.6%	75.2%	73.8%	73.9%	74.1%
EBITDA 率	41.6%	39.2%	38.7%	39.1%	39.6%
EBIT 率	39.1%	37.1%	36.1%	36.3%	36.7%
税前净利润率	41.5%	39.9%	37.4%	37.7%	38.0%
归母净利润率	31.2%	30.2%	28.3%	28.5%	28.7%
ROA	13.8%	14.4%	12.7%	12.2%	12.3%
ROE (摊薄)	19.8%	19.3%	15.7%	15.1%	15.2%
经营性 ROIC	65.4%	50.0%	44.9%	47.5%	51.4%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	30%	25%	19%	19%	19%
流动比率	2.58	3.06	4.49	4.57	4.61
速动比率	1.70	1.96	3.24	3.38	3.44
归母权益/有息债务	2004.48	2070.84	533.13	558.95	589.39
有形资产/有息债务	2721.78	2647.78	640.82	671.98	710.73

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	67,964	69,792	66,178	69,282	73,144
货币资金	24,375	25,813	28,672	32,156	35,710
交易性金融资产	7,998	5,851	10,000	10,000	10,000
应收账款	45	4	10	4	4
应收票据	526	526	297	297	312
其他应收款 (合计)	74	58	59	59	62
存货	17,729	18,954	15,574	15,491	16,155
其他流动资产	753	1,278	1,278	1,278	1,278
流动资产合计	51,512	52,535	55,974	59,369	63,606
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	33	1,230	1,230	1,230	1,230
固定资产	5,795	5,306	5,398	5,288	4,972
在建工程	757	1,457	1,112	871	728
无形资产	1,714	1,773	1,757	1,742	1,727
商誉	276	276	276	276	276
其他非流动资产	184	266	265	265	265
非流动资产合计	16,452	17,258	10,204	9,913	9,538
总负债	20,440	17,742	12,750	13,269	14,085
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,376	1,426	1,558	1,589	1,657
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	5,052	5,348	5,777
其他流动负债	1,312	1,248	1,248	1,248	1,248
流动负债合计	19,928	17,176	12,465	12,984	13,799
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	92	88	88	88	88
非流动负债合计	511	567	286	286	286
股东权益	47,524	52,050	53,427	56,013	59,060
股本	1,507	1,506	1,506	1,506	1,506
公积金	1,658	1,684	1,684	1,684	1,684
未分配利润	44,364	48,746	50,121	52,703	55,747
归属母公司权益	47,475	51,939	53,313	55,895	58,939
少数股东权益	50	111	114	117	120

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	13.88%	16.26%	16.30%	16.20%	16.10%
管理费用率	6.43%	5.33%	5.20%	5.20%	5.20%
财务费用率	-2.11%	-2.28%	-0.34%	-0.34%	-0.33%
研发费用率	0.84%	0.86%	0.80%	0.80%	0.70%
所得税率	25%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	3.74	4.66	3.90	3.93	4.17
每股经营现金流	2.42	4.07	5.70	6.31	6.37
每股净资产	31.50	34.48	35.39	37.10	39.12
每股销售收入	19.98	21.99	19.73	19.72	20.73

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	13	12	14	14	14
PB	2.6	2.3	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	7.5	7.2	7.5	7.1	6.4
股息率	4.6%	5.8%	4.8%	4.9%	5.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP