

# 洋河股份 (002304)

## 24Q3 业绩点评: 降速纾压, 重整旗鼓

买入 (维持)

2024 年 11 月 05 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	30105	33126	29813	30363	33004
同比 (%)	18.76	10.04	(10.00)	1.84	8.70
归母净利润 (百万元)	9378	10016	8145	8182	8967
同比 (%)	24.91	6.80	(18.68)	0.45	9.60
EPS-最新摊薄 (元/股)	6.23	6.65	5.41	5.43	5.95
P/E (现价&最新摊薄)	12.93	12.11	14.89	14.83	13.53

### 股价走势



### 投资要点

■ **事件:** 公司发布 24Q3 财报, 前三季度实现收入 275.2 亿元, 同降 9.1%; 归母净利 85.8 亿元, 同降 15.9%。单三季度实现收入 46.4 亿元, 同降 44.8%; 归母净利 6.3 亿元, 同降 73.0%。Q3 收入同比大幅下降, 主因行业动销放缓, 渠道回款拿货进度同比放慢。

■ **Q3 省外回款进度显著放缓, 报表深度调整释放压力。** 2024 年公司营销策略及渠道管控仍处梳理整固阶段, 24Q3 公司营收单季同比、累计同比分别为-44.8%/ -9.1%, Q3 增速波动较大, 1 是回款压力环比加大; 2 是在 24H1 收入确认节奏同比靠前基础上, Q3 确认节奏相对恢复正常。分区域看, 预计 Q3 收入降幅扩大, 主因省外回款不力拖累。伴随白酒动销持续走弱, 渠道主动去库力度加大, 品牌选择更趋集中, 公司在省外非核心市场回款出货难度加大, Q3 省外回款进度同比差异显著走阔。分产品看, 24Q2 以来公司适度调控 M6+ 出货节奏以稳定价格, 海之蓝继续消化整固, 预计水晶梦、天之蓝等销售表现相对好于整体。

■ **负规模效应拖累净利, 公允价值变动收益大幅回升。** 1) **收现端:** Q3 季末合同负债余额为 49.7 亿元, 同比/环比分别-5.5 亿元、+10.3 亿元, 预收款自低位小幅改善。2) **利润端:** Q3 净利率同比-14.4pct 至 13.5%, 主因负规模效应致毛利率、费用率显著恶化。①Q3 毛利率同降 8.6pct 至 66.2%, 营业成本同降 25.9%, 毛利率显著恶化系负经营杠杆及货折影响。②Q3 销售费用、管理费用(含研发)分别同比-1.1%、-12.6%, 费率分别同比+12.3pct、+3.9pct。销售费用由于宴席支持、演唱会赞助等氛围造势活动持续推进, 支出同比保持稳定; 管理费用同比下降预计主因折旧费及研发材料费减少。③Q3 公允价值收益达 1.9 亿元, 同比增加 3.7 亿元, 对净利率正贡献约 6pct, 主因公司所持证券市价有所反弹。

■ **深化变革, 转型跨越。** 2024 年是洋河刀刃向内, 加强整顿的一年: ①产品端, 要求聚焦大单品, 做高手工班、做强 M6+、做实基本盘。②市场端, 要求聚焦大本营及高地市场, 省外通过完善基础工作, 增点扩面, 做好渠道下沉、宴席、陈列等过程动作, 实行项目化管理、责任制推进、清单式落实; 省内迭代完善营销组织架构, 完善经销商分类分级管理和经销商服务措施。期待公司通过制度优化及组织锻造, 重塑训练有素、作战有力的“筑梦”之师。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司 23Q4 以来主动降速调整, 明确 600 及以上价位价在量先, 期待 M6+ 经过控货调整打好百亿基础, 手工班真年份产品重振公司品质及品牌形象。考虑当前宏观需求环境, 我们下调 2024-26 年归母净利润至 81、82、90 亿元 (前值 102、107、118 亿元), 同比-19%、+0%、+10%, 当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 15、15、14X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 省内竞争加剧、省外开拓不及预期、食品安全问题。

### 市场数据

收盘价(元)	80.52
一年最低/最高价	71.58/122.22
市净率(倍)	2.27
流通 A 股市值(百万元)	120,997.95
总市值(百万元)	121,298.96

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	35.51
资产负债率(% ,LF)	16.45
总股本(百万股)	1,506.45
流通 A 股(百万股)	1,502.71

### 相关研究

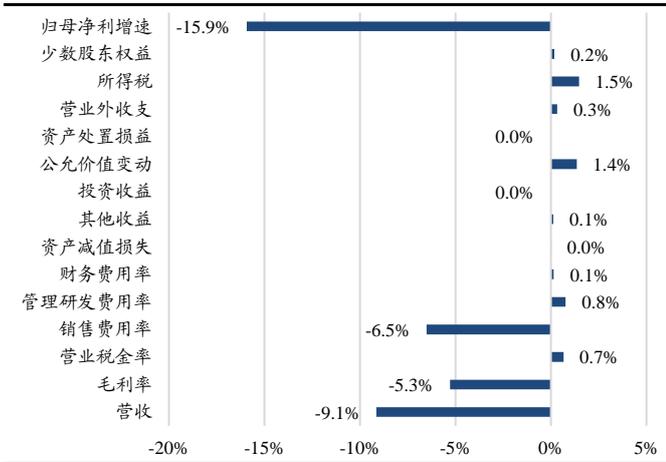
《洋河股份(002304): 2024 年中报业绩点评: 降速调整, 质量为先》

2024-08-30

《洋河股份(002304): 2023 年及 2024 年一季报点评: 经营稳健增长, 分红力度提升》

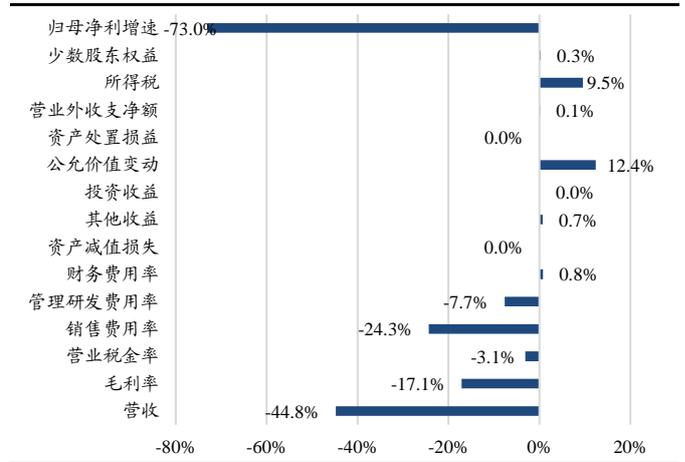
2024-04-30

图1: 24Q1~Q3 归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 24Q3 归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

## 洋河股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>52,535</b>	<b>51,076</b>	<b>50,358</b>	<b>51,233</b>	<b>营业总收入</b>	<b>33,126</b>	<b>29,813</b>	<b>30,363</b>	<b>33,004</b>
货币资金及交易性金融资产	31,664	29,341	28,197	27,125	营业成本(含金融类)	8,200	8,059	8,192	8,912
经营性应收款项	843	796	894	1,062	税金及附加	5,269	4,576	4,645	5,033
存货	18,954	19,873	20,201	21,975	销售费用	5,387	5,556	5,858	6,354
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,764	1,662	1,723	1,848
其他流动资产	1,074	1,065	1,066	1,070	研发费用	285	104	152	165
<b>非流动资产</b>	<b>17,258</b>	<b>17,801</b>	<b>18,140</b>	<b>18,472</b>	财务费用	(755)	(716)	(849)	(968)
长期股权投资	1,230	1,730	2,030	2,330	加:其他收益	56	60	61	66
固定资产及使用权资产	5,388	4,881	4,370	3,852	投资净收益	256	239	213	231
在建工程	1,457	1,957	2,457	2,957	公允价值变动	(37)	21	25	30
无形资产	1,773	1,823	1,873	1,923	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	276	276	276	276	资产处置收益	(5)	0	0	0
长期待摊费用	8	8	8	8	<b>营业利润</b>	<b>13,243</b>	<b>10,890</b>	<b>10,939</b>	<b>11,986</b>
其他非流动资产	7,125	7,125	7,125	7,125	营业外净收支	(25)	(25)	(25)	(25)
<b>资产总计</b>	<b>69,792</b>	<b>68,876</b>	<b>68,497</b>	<b>69,704</b>	<b>利润总额</b>	<b>13,218</b>	<b>10,865</b>	<b>10,914</b>	<b>11,962</b>
<b>流动负债</b>	<b>17,176</b>	<b>15,611</b>	<b>15,047</b>	<b>16,282</b>	减:所得税	3,197	2,716	2,729	2,990
短期借款及一年内到期的非流动负债	25	25	25	25	<b>净利润</b>	<b>10,021</b>	<b>8,149</b>	<b>8,186</b>	<b>8,971</b>
经营性应付款项	1,426	1,435	1,459	1,587	减:少数股东损益	5	4	4	4
合同负债	11,105	9,671	9,012	9,803	<b>归属母公司净利润</b>	<b>10,016</b>	<b>8,145</b>	<b>8,182</b>	<b>8,967</b>
其他流动负债	4,620	4,479	4,551	4,867	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.65	5.41	5.43	5.95
非流动负债	567	567	567	567	EBIT	12,275	9,855	9,791	10,692
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	13,005	10,542	10,482	11,390
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	75.25	72.97	73.02	73.00
租赁负债	49	49	49	49	归母净利率(%)	30.24	27.32	26.95	27.17
其他非流动负债	518	518	518	518	收入增长率(%)	10.04	(10.00)	1.84	8.70
<b>负债合计</b>	<b>17,742</b>	<b>16,178</b>	<b>15,613</b>	<b>16,849</b>	归母净利润增长率(%)	6.80	(18.68)	0.45	9.60
归属母公司股东权益	51,939	52,583	52,765	52,731					
少数股东权益	111	115	120	124					
<b>所有者权益合计</b>	<b>52,050</b>	<b>52,699</b>	<b>52,884</b>	<b>52,855</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>69,792</b>	<b>68,876</b>	<b>68,497</b>	<b>69,704</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,130	6,173	7,673	8,722	每股净资产(元)	34.48	34.91	35.03	35.00
投资活动现金流	661	(1,996)	(2,317)	(2,294)	最新发行在外股份(百万股)	1,506	1,506	1,506	1,506
筹资活动现金流	(5,608)	(7,500)	(8,000)	(9,000)	ROIC(%)	18.67	14.09	13.89	15.15
现金净增加额	1,182	(3,323)	(2,644)	(2,572)	ROE-摊薄(%)	19.28	15.49	15.51	17.00
折旧和摊销	730	687	691	698	资产负债率(%)	25.42	23.49	22.79	24.17
资本开支	(1,110)	(755)	(755)	(755)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.11	14.89	14.83	13.53
营运资本变动	(4,604)	(2,428)	(991)	(711)	P/B (现价)	2.34	2.31	2.30	2.30

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>