

洋河股份 (002304.SZ)

竞争加剧，深度调整

2024 年公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 288.8/66.7/68.4 亿，同比 -12.8%/-33.4%/-30.6%，24 年及 25Q1 业绩承压，竞争加剧企业进入深度调整期。省内省外均进入调整，中高档酒销售承压。费用投放加大，盈利能力承压。深度调整阶段，静待调整出清，我们下调 25-27 年 EPS 为 2.97、2.92、2.81 元，下调至“增持”评级。

□ 24 年及 25Q1 业绩承压，竞争加剧企业进入深度调整期。2024 年公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 288.8/66.7/68.4 亿，同比 -12.8%/-33.4%/-30.6%，其中 Q4 实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 13.6/-19.1/-15.6 亿，同比 -52.2%/-916.0%/-384.9%，下滑主要系行业竞争白热化，公司主力产品集中的中端和次高端价位段承压较大，公司主动调整策略。2024 年经营性净现金流 46.3 亿元，同比 -24.5%，主要系销货现金流减少 40 亿。2024 年公司拟现金分红 34.90 亿元，全年分红 70 亿，对应分红率 105%，股息率 6.5%。25Q1 公司实现收入/归母净利润 110.7/36.4 亿，同比 -31.9%/-39.9%。经营性净现金流 25.4 亿元，同比 -47.7%。

□ 省内省外均进入调整，中高档酒销售承压。2024 年公司白酒收入 281.8 亿元，同比 -13.0%，销量同比 -16.3%。24 年中高档酒/普通酒分别实现收入 243.2/39.3 亿元，同比 -14.8%/-0.5%。分区域看，24 年省内/省外实现收入 127.5/155.0 亿元，分别同比 -11.4%/-14.4%，全年省内经销商数量增加 39 个，省外增加 38 个。

□ 费用投放加大，盈利能力承压。2024 年公司实现毛利率 73.2%，同比降低 2.1pct，面对省内外激烈的竞争态势，公司加大费用投放，24 年广告促销费 36.49 亿元，同比增长 5.44%，24 年销售费用率 19.1%，同比上升 2.8pct，24 年管理费用率 6.7%，同比上升 1.3pct。25Q1 公司毛利率 75.6%，同比下降 0.4pct，销售费用率/管理费用率分别同比 +3.9%/+1.1pcts，春节旺季继续加大宴席等政策投入。2024 年及 25Q1 公司分别实现归母净利率 23.1%/32.8%，分别同比 -7.2pct/-4.4pcts，盈利能力承压。

□ 投资建议：深度调整阶段，静待调整出清，下调至“增持”评级。2025 年公司将立足长远，聚焦主导产品和重点市场，夯实市场基础，预计企业仍将处于深度调整阶段，静待调整结束。公司此前公告未来三年现金分红规划，每年分红比例不低于 70%且不低于人民币 70 亿元（含税），按照 70 亿元分红金额测算，当前股息率超过 6.5%，具备一定安全边际，但更应关注收入及利润的企稳。我们下调 25-27 年 EPS 为 2.97、2.92、2.81 元，下调至“增持”评级。

□ 风险提示：需求下行、批价大幅回落、产品升级放缓、行业竞争加剧

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	33126	28876	22669	22395	22124
同比增长	10%	-13%	-21%	-1%	-1%
营业利润(百万元)	13243	9161	6118	6014	5772
同比增长	6%	-31%	-33%	-2%	-4%
归母净利润(百万元)	10016	6673	4470	4399	4228

增持(下调)

消费品/食品饮料

目标估值:

当前股价: 71.7 元

基础数据

总股本(百万股)	1506
已上市流通股(百万股)	1506
总市值(十亿元)	108.0
流通市值(十亿元)	108.0
每股净资产(MRQ)	34.3
ROE(TTM)	8.2
资产负债率	19.2%
主要股东	江苏洋河集团有限公司
主要股东持股比例	34.18%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-13	-20
相对表现	-2	-9	-27



相关报告

- 1、《洋河股份(002304)——主动调整，清理包袱》2024-10-31
- 2、《洋河股份(002304)——Q2 增长承压，加大股东回报》2024-08-30
- 3、《洋河股份(002304)——一分红比例提升，关注现金流改善》2024-04-29

刘成

S1090523070012

liucheng5@cmschina.com.cn

同比增长	7%	-33%	-33%	-2%	-4%
每股收益(元)	6.65	4.43	2.97	2.92	2.81
PE	10.8	16.2	24.2	24.6	25.5
PB	2.1	2.1	2.1	1.9	1.8

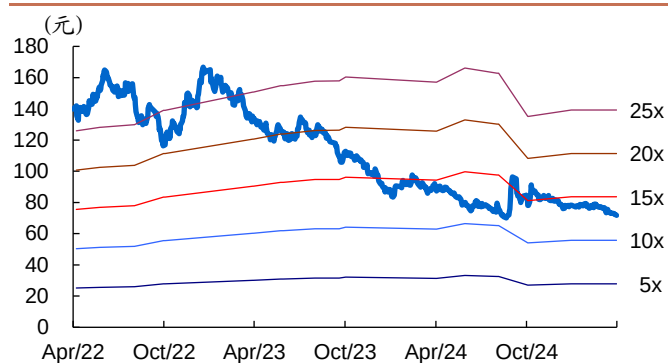
资料来源：公司数据、招商证券

洋河股份单季度利润表

单位：百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	2023A	2024A
一、营业总收入	6827	8410	2843	16255	6621	4641	1360	11066	33126	28876
二、营业总成本	4156	5152	3356	8179	4081	4045	3218	6247	20153	19523
其中：营业成本	1702	2114	864	3895	1743	1567	546	2701	8200	7751
营业税金及附加	1015	1368	526	2602	813	828	583	1733	5269	4826
营业费用	1146	1302	1825	1385	1228	1288	1616	1370	5387	5516
管理费用	447	505	250	463	478	476	507	440	1764	1925
研发费用	76	52	90	19	28	10	48	64	285	105
财务费用	-229	-188	-202	-186	-210	-122	-93	-61	-755	-611
资产减值损失	0	0	2	0	1	-2	12	0	2	11
三、其他经营收益	72	-110	177	-4	-13	248	-424	18	269	-193
公允价值变动收益	8	8	24	19	3	22	17	29	56	60
投资收益	-73	-173	153	-54	-175	195	-362	-32	-37	-396
其他收益	137	55	6	33	160	32	-78	23	256	146
四、营业利润	2742	3149	-336	8072	2528	844	-2282	4837	13243	9161
加：营业外收入	11	9	11	7	22	14	9	6	39	52
减：营业外支出	10	32	17	0	3	23	44	3	64	70
五、利润总额	2743	3126	-342	8079	2547	834	-2316	4841	13218	9143
减：所得税	646	779	-142	2026	652	207	-407	1208	3197	2477
六、净利润	2097	2347	-200	6053	1895	628	-1909	3633	10021	6666
减：少数股东损益	1	6	-12	-2	3	-4	-4	-4	5	-7
七、归属母公司净利润	2096	2341	-188	6055	1892	631	-1905	3637	10016	6673
EPS	1.39	1.55	-0.12	4.02	1.26	0.42	-1.26	2.41	6.65	4.43
主要比率										
毛利率	75.1%	74.9%	69.6%	76.0%	73.7%	66.2%	59.9%	75.6%	75.2%	73.2%
主营税金率	14.9%	16.3%	18.5%	16.0%	12.3%	17.8%	42.9%	15.7%	15.9%	16.7%
营业费率	16.8%	15.5%	64.2%	8.5%	18.5%	27.8%	118.8%	12.4%	16.3%	19.1%
管理费率	6.5%	6.0%	8.8%	2.8%	7.2%	10.3%	37.3%	4.0%	5.3%	6.7%
营业利润率	40.2%	37.4%	-11.8%	49.7%	38.2%	18.2%	-167.8%	43.7%	40.0%	31.7%
实际税率	23.5%	24.9%	41.6%	25.1%	25.6%	24.8%	17.6%	25.0%	24.2%	27.1%
净利率	30.7%	27.8%	-6.6%	37.3%	28.6%	13.6%	-140.1%	32.9%	30.2%	23.1%
YoY										
收入增长率	16.1%	11.0%	-21.5%	8.0%	-3.0%	-44.8%	-52.2%	-31.9%	10%	-12.8%
营业利润增长率	7.7%	2.8%	-215.6%	5.0%	-7.8%	-73.2%	579.9%	-40.1%	6%	-30.8%
净利润增长率	9.9%	7.5%	-161.3%	5.0%	-9.7%	-73.0%	916.0%	-39.9%	7%	-33.4%

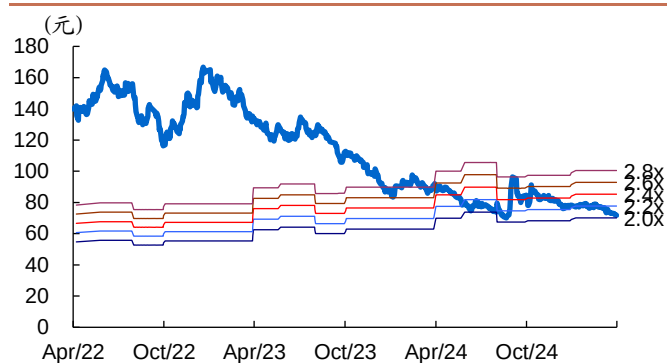
资料来源：公司报表

图 1: 洋河股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 洋河股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《洋河股份（002304）—主动调整，清理包袱》2024-10-31
- 2、《洋河股份（002304）—Q2 增长承压，加大股东回报》2024-08-30
- 3、《洋河股份（002304）—分红比例提升，关注现金流改善》2024-04-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	52535	50325	50074	54849	58129
现金	25813	21748	23933	28092	31619
交易性投资	5851	6380	6380	6380	6380
应收票据	526	413	325	321	317
应收款项	4	9	2	2	2
其它应收款	58	17	13	13	13
存货	18954	19733	17830	18467	18244
其他	1329	2024	1592	1574	1555
非流动资产	17258	17020	17040	17058	17075
长期股权投资	1230	1235	1235	1235	1235
固定资产	5306	5572	5823	6047	6246
无形资产商誉	2049	2080	1872	1685	1516
其他	8673	8133	8110	8091	8076
资产总计	69792	67345	67114	71907	75204
流动负债	17176	15259	14053	14450	14311
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1426	1265	1143	1184	1170
预收账款	11105	10344	9350	9684	9567
其他	4645	3650	3560	3582	3574
长期负债	567	394	394	394	394
长期借款	0	0	0	0	0
其他	567	394	394	394	394
负债合计	17742	15652	14446	14844	14705
股本	1506	1506	1506	1506	1506
资本公积金	931	930	930	930	930
留存收益	49502	49152	50131	54530	57971
少数股东权益	111	105	100	96	91
归属于母公司所有者权益	51939	51588	52568	56967	60408
负债及权益合计	69792	67345	67114	71907	75204

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6130	4629	6061	4446	4778
净利润	10021	6666	4465	4395	4224
折旧摊销	702	665	832	834	836
财务费用	3	(1)	(660)	(713)	(511)
投资收益	(256)	(146)	169	147	122
营运资金变动	(4527)	(2515)	1269	(218)	107
其它	187	(40)	(15)	1	0
投资活动现金流	661	(1302)	(1022)	(999)	(974)
资本支出	(1112)	(1454)	(853)	(853)	(853)
其他投资	1773	152	(169)	(147)	(122)
筹资活动现金流	(5608)	(7050)	(2854)	713	(277)
借款变动	(848)	(591)	(24)	0	0
普通股增加	(1)	0	0	0	0
资本公积增加	82	(0)	0	0	0
股利分配	(5636)	(7020)	(7005)	(7005)	(7005)
其他	794	562	660	713	511
现金净增加额	1183	(3723)	2185	4159	3527

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	33126	28876	22669	22395	22124
营业成本	8200	7751	7006	7257	7169
营业税金及附加	5269	4826	3287	3247	3208
营业费用	5387	5516	4965	5017	4957
管理费用	1764	1925	1700	1344	1327
研发费用	285	105	82	81	80
财务费用	(755)	(611)	(660)	(713)	(511)
资产减值损失	(7)	(13)	0	0	0
公允价值变动收益	(37)	(396)	(396)	(396)	(396)
其他收益	56	60	66	72	79
投资收益	256	146	161	177	195
营业利润	13243	9161	6118	6014	5772
营业外收入	39	52	52	52	52
营业外支出	64	70	70	70	70
利润总额	13218	9143	6100	5997	5755
所得税	3197	2477	1635	1602	1530
少数股东损益	5	(7)	(5)	(5)	(4)
归属于母公司净利润	10016	6673	4470	4399	4228

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	10%	-13%	-21%	-1%	-1%
营业利润	6%	-31%	-33%	-2%	-4%
归母净利润	7%	-33%	-33%	-2%	-4%
获利能力					
毛利率	75.2%	73.2%	69.1%	67.6%	67.6%
净利率	30.2%	23.1%	19.7%	19.6%	19.1%
ROE	20.2%	12.9%	8.6%	8.0%	7.2%
ROIC	18.9%	11.9%	7.6%	7.0%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	25.4%	23.2%	21.5%	20.6%	19.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.1	3.3	3.6	3.8	4.1
速动比率	2.0	2.0	2.3	2.5	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	60.2	60.6	60.5	69.0	69.0
应付账款周转率	5.9	5.8	5.8	6.2	6.1
每股资料(元)					
EPS	6.65	4.43	2.97	2.92	2.81
每股经营净现金	4.07	3.07	4.02	2.95	3.17
每股净资产	34.48	34.25	34.90	37.82	40.10
每股股利	4.66	4.65	4.65	4.65	4.65
估值比率					
PE	10.8	16.2	24.2	24.6	25.5
PB	2.1	2.1	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	7.9	11.4	16.6	17.0	17.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。