

坚定调整以待来日，股息率超6%居行业前列

洋河股份(002304)

评级:	增持	股票代码:	002304
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	109.0/67.02
目标价格:		总市值(亿)	1,042.01
最新收盘价:	69.17	自由流通市值(亿)	1,041.98
		自由流通股数(百万)	1,506.41

事件概述

2025年4月28日，公司发布2024年年报及2025年一季报。2024年，公司实现营业收入288.76亿元，同比-12.83%，实现归母净利润66.73亿元，同比-33.37%，收入利润符合市场预期。2025Q1，公司实现营业收入110.66亿元，同比-31.92%，实现归母净利润36.37亿元，同比-39.93%，收入利润低于市场预期。

分析判断:

► 行业承压+主动调整致业绩下滑，Q1主动控制发货节奏慢于回款。

2024年，公司主力产品蓝色经典系列所处的中端及次高端价位段承压较大，为追求可持续发展，公司调整了经营策略，由攻转守，围绕长期主义，将2024年定为调整之年，由此我们认为，行业承压+公司主动调整，共同造成了24年收入业绩的下滑。

2025Q1，公司通过销售商品、提供劳务收到的现金同比-24.03%，期末合同负债同比+20.78%，据此我们推测实际回款好于报表端收入确认，回款下滑幅度小于发货，公司为进一步降低渠道库存、平衡量价关系，主动控制了发货节奏。

► 次高端产品受影响大，成本摊多导致盈利能力下降。

2024年，公司中高档酒/普通酒收入分别同比-14.79%/-0.49%，以蓝色经典系列为主的中高档酒是导致公司营收下滑的主要原因，百元以上低端产品经营平稳，我们预计蓝色经典系列中，天之蓝、水晶版梦之蓝下滑幅度更大，海之蓝、M6+相对更稳定。

盈利能力方面，2024年公司中高档酒/普通酒毛利率分别同比-1.55pcts/-0.88pct，不同档次毛利率均出现下降。从量价拆分来看，公司白酒主业2024年销量同比-16.30%，吨价同比+4.20%，据此我们推测，毛利率的下降与产品结构变化、费用投入变化关系不大，主因收入下降但固定生产成本短期内无法同步减少，导致吨成本增加，拉低毛利率。

2024年及2025Q1，公司毛利率分别同比-2.09pcts/-0.44pct，期间费用率分别同比+3.85pcts/+6.04pcts，收入下滑导致销售/管理费用率摊多推高，综合影响下，公司净利率分别同比-7.16pcts/-4.41pcts，盈利能力受经营困境影响恶化。

► 持续完善渠道机制，坚持省内外深耕战略不动摇。

2024年，公司省内/省外收入分别同比-11.43%/-14.35%，省外下滑较省内更严重。经销体系来看，2024年公司省内/省外分别净增经销商39/38家，进一步完善了经销商评级及准入、退出机制，搭建了经销商议事平台，完善了市场基础管理。尽管2024年是调整年，公司对于渠道深耕的战略坚持并未松懈，坚持“深耕大本营、深度全国化”的策略，以“省内精耕+省外突破”双轮驱动为抓手，继续扎实建设渠道体系，省内聚焦江苏和长三角，从组织体系、经销商体系和终端强化“内核”，省外加速河北、山东等潜力区域突破，强化增点扩面、深化乡镇下沉、优化消费者培育，深化“全渠道、全网络、全价位”布局，切实落实核心网点数量和质量建设，由于公司的努力和坚持，2024年经销体系得以保持稳定。

投资建议

在主品方面，2025年，公司将通过配额管控等措施，维护主导产品控量稳价，优化供需关系，今年3月份开始对M6+加强了配额管控，优化了M6+的费用投向，同时，于春糖期间升级发布了第七代海之蓝，计划上半年优先在江苏省内投放，第七代海之蓝在包装年轻化、口味优化的基础上，重塑了海之蓝产品价格体系，有助于

增强海之蓝在省内市场的渠道推力。

2024 年，公司正式发布“绵柔年份老酒战略”，推出中国高端年份白酒——梦之蓝手工班，作为公司基于现状的战略升级，梦之蓝手工班以过硬的品质和认证，瞄准本土高端市场，此举有助于公司打开未来经营的天花板，尽管转型调整预计仍将继续持续一段时间，我们认为公司在休养生息的同时，也在积极谋划布局新的时代。

从股息率的角度，2024 年公司年度分红总额达 70 亿元，分红率达 104.90%，按照 5 月 8 日收盘市值 1042 亿元计算，股息率达 6.72%，在白酒板块中股息率排前列，且根据公司此前公告，2024-2026 年度，公司每年现金分红总额不低于当年净利润的 70%且不低于 70 亿元，结合公司经营状况，我们预计 25-26 年公司仍将维持高分红率、高股息率的状态。

基于公司 2025 年规划及 Q1 业绩，我们下调 25-26 年盈利预测，新增 27 年盈利预测，25-26 年营业收入由 266.65/279.73 亿元下调至 247.78/248.17 亿元，归母净利润由 71.56/76.35 亿元下调至 59.67/60.60 亿元，EPS 由 4.75/5.07 元下调至 3.96/4.02 元，新增 27 年预测营业收入 251.65 亿元，归母净利润 63.77 亿元，EPS 4.23 元，2025 年 5 月 8 日收盘价 69.17 元，对应 25-27 年 17x/17x/16x 估值，下调至“增持”评级。

风险提示

省内外竞争加剧，需求恢复不及预期，市场治理成果不及预期

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,126	28,876	24,778	24,817	25,165
YoY (%)	10.0%	-12.8%	-14.2%	0.2%	1.4%
归母净利润(百万元)	10,016	6,673	5,967	6,060	6,377
YoY (%)	6.8%	-33.4%	-10.6%	1.6%	5.2%
毛利率 (%)	75.2%	73.2%	71.2%	71.6%	71.9%
每股收益 (元)	6.65	4.43	3.96	4.02	4.23
ROE	19.3%	12.9%	11.6%	11.9%	12.6%
市盈率	10.40	15.61	17.46	17.19	16.34

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：郭辉

邮箱：guohui1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120002

联系电话：

分析师：沈嘉雯

邮箱：shenjw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524070001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28,876	24,778	24,817	25,165	净利润	6,666	5,968	6,060	6,375
YoY (%)	-12.8%	-14.2%	0.2%	1.4%	折旧和摊销	697	774	775	761
营业成本	7,751	7,131	7,055	7,082	营运资金变动	-2,995	1,551	-1,408	-731
营业税金及附加	4,826	3,898	4,000	4,074	经营活动现金流	4,629	8,197	5,269	6,246
销售费用	5,516	4,708	4,715	4,656	资本开支	-1,452	-480	-270	-34
管理费用	1,925	1,710	1,663	1,585	投资	-4	2,532	1,895	1,605
财务费用	-611	-544	-648	-665	投资活动现金流	-1,302	2,230	1,749	1,675
研发费用	105	171	158	142	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-11	0	0	0	债务募资	0	9	0	0
投资收益	146	222	180	179	筹资活动现金流	-7,050	-6,250	-6,357	-6,690
营业利润	9,161	7,974	8,099	8,518	现金净流量	-3,720	4,176	661	1,232
营业外收支	-18	-16	-20	-18					
利润总额	9,143	7,958	8,080	8,500	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	2,477	1,989	2,020	2,125	成长能力				
净利润	6,666	5,968	6,060	6,375	营业收入增长率	-12.8%	-14.2%	0.2%	1.4%
归属于母公司净利润	6,673	5,967	6,060	6,377	净利润增长率	-33.4%	-10.6%	1.6%	5.2%
YoY (%)	-33.4%	-10.6%	1.6%	5.2%	盈利能力				
每股收益	4.43	3.96	4.02	4.23	毛利率	73.2%	71.2%	71.6%	71.9%
					净利率	23.1%	24.1%	24.4%	25.3%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	9.7%	9.0%	9.3%	10.0%
货币资金	21,748	25,924	26,585	27,816	净资产收益率 ROE	12.9%	11.6%	11.9%	12.6%
预付款项	23	25	30	26	偿债能力				
存货	19,733	17,059	17,047	17,360	流动比率	3.30	3.61	3.91	4.04
其他流动资产	8,820	7,019	6,302	5,917	速动比率	1.94	2.29	2.45	2.53
流动资产合计	50,325	50,027	49,964	51,119	现金比率	1.43	1.87	2.08	2.20
长期股权投资	1,235	1,235	1,235	1,235	资产负债率	23.2%	21.7%	20.5%	20.4%
固定资产	5,572	5,029	4,480	3,914	经营效率				
无形资产	1,804	1,740	1,676	1,612	总资产周转率	0.42	0.37	0.38	0.39
非流动资产合计	17,020	15,611	14,292	12,696	每股指标 (元)				
资产合计	67,345	65,637	64,257	63,815	每股收益	4.43	3.96	4.02	4.23
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	34.25	34.05	33.85	33.65
应付账款及票据	1,265	1,229	1,198	1,193	每股经营现金流	3.07	5.44	3.50	4.15
其他流动负债	13,994	12,640	11,589	11,467	每股股利	4.65	4.16	4.22	4.44
流动负债合计	15,259	13,869	12,787	12,659	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	15.61	17.46	17.19	16.34
其他长期负债	394	365	365	365	PB	2.44	2.03	2.04	2.06
非流动负债合计	394	365	365	365					
负债合计	15,652	14,235	13,152	13,025					
股本	1,506	1,506	1,506	1,506					
少数股东权益	105	106	105	104					
股东权益合计	51,693	51,403	51,105	50,791					
负债和股东权益合计	67,345	65,637	64,257	63,815					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。