



阶段性降速调整，静待企稳改善

2025 年 04 月 30 日

► **事件：**公司于 2025 年 4 月 28 日发布 2024 年年报及 2025 年一季报，24 全年实现营收 288.76 亿元，同比-12.83%；实现归母净利润 66.73 亿元，同比-33.37%；其中 24Q4 实现营收 13.60 亿元，同比-52.17%；实现归母净利润-19.05 亿元，同比亏损扩大。25Q1 实现营收 1110.66 亿元，同比-31.92%；实现归母净利润 36.37 亿元，同比-39.93%。

► **量缩价升，停货去库调整节奏。**产品方面，量价拆分来看，24 年公司白酒销售量 13.91 万吨，同比-16.30%，吨酒价同比+3.87%；其中，中高档酒实现营收 243.17 亿元，同比-14.79%；普通酒实现营收 39.31 亿元，同比-0.49%。**分地区看**，24 年公司省内、省外收入分别实现 127.48、155.00 亿元，同比-11.43%、-14.35%。**分渠道看**，批发经销实现收入 278.54 亿元，同比-13.10%；线上直销收入 3.94 亿元，同比-9.77%。**经销商层面**，截至 24 年末，省内、省外经销商数量分别为 2999、5867 家，净增加 39、38 家，合计 8866 家。公司面对行业外部压力，在动销疲软背景下调整回款节奏，保证渠道费用投放刚性，强化宴席等渠道投入，导致短期公司盈利承压。现阶段公司选择优先去化渠道库存，维护厂商关系，释放渠道风险，加速出清。公司在产品端推出新品梦之蓝商务版，弥补 500 元价格带空缺，同时在春糖期间升级第七代海之蓝，梳理产品价格体系，着眼于长期健康发展，静待后续公司基本面反转。

► **费用投放力度加大，短期盈利承压。**2024 年公司毛利率同比-2.09pcts 至 73.16%；销售费用率为 19.10%，同比+2.84pcts；24 年公司加大促销费用投放力度，广告促销费同比+5.44%；管理费用率为 6.67%，同比+1.34pcts，净利率同比-7.13pcts 至 23.11%。25Q1 毛利率 75.59%，同比-0.44pcts；销售费用率为 12.38%，同比+3.86pcts；管理费用率为 3.97%，同比+1.13pct，净利率 32.87%，同比-4.39pcts。25Q1 合同负债余额 70.24 亿元，同比+20.78%；销售收现 98.05 亿元，同比-24.03%。

► **投资建议：**公司短期内降速抒压，消化渠道库存，报表加速出清；中长期来看，公司调整经营节奏，强化大本营市场运作，梳理海天梦主导产品价格体系，同时持续扩展省外市场，静待需求修复重拾增长。24 年公司现金分红总额 70 亿元，对应 25 年 4 月 30 日收盘股息率为 6.8%，公司重视股东回报，着眼长期发展。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 58.64、62.45、67.69 亿元，EPS 分别为 3.89、4.15、4.49 元，当前股价对应 P/E 分别为 18、17、15X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**省内市场竞争加剧、省外扩张不及预期、次高端修复不达预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	28,876	25,295	26,693	28,846
增长率 (%)	-12.8	-12.4	5.5	8.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,673	5,864	6,245	6,769
增长率 (%)	-33.4	-12.1	6.5	8.4
每股收益 (元)	4.43	3.89	4.15	4.49
PE	15	18	17	15
PB	2.0	2.0	2.0	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

68.60 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 胡慧铭

执业证书：S0100524060006

邮箱：huhuiming@mszq.com

相关研究

- 1.洋河股份 (002304.SZ) 2024 年三季报点评：短期业绩承压，静待渠道修复-2024/10/31
- 2.洋河股份 (002304.SZ) 2024 年半年报点评：短期业绩承压，稳定股东分红-2024/08/30
- 3.洋河股份 (002304.SZ) 2023 年年报&2024 年一季报点评：经营节奏稳健，分红比率提升-2024/04/28
- 4.洋河股份 (002304.SZ) 2023 年三季报点评：促销加大，营收稳增-2023/10/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28,876	25,295	26,693	28,846
营业成本	7,751	7,272	7,620	8,177
营业税金及附加	4,826	4,224	4,404	4,760
销售费用	5,516	4,806	5,072	5,481
管理费用	1,925	1,771	1,869	2,019
研发费用	105	253	267	288
EBIT	8,802	6,995	7,489	8,149
财务费用	-611	-583	-581	-596
资产减值损失	-11	0	0	0
投资收益	146	202	214	231
营业利润	9,161	7,780	8,283	8,976
营业外收支	-18	-30	-30	-30
利润总额	9,143	7,750	8,253	8,946
所得税	2,477	1,883	2,006	2,174
净利润	6,666	5,867	6,248	6,772
归属于母公司净利润	6,673	5,864	6,245	6,769
EBITDA	9,500	7,693	8,189	8,851

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	21,748	21,665	22,216	22,788
应收账款及票据	422	429	452	489
预付款项	23	23	24	26
存货	19,733	18,563	18,690	19,512
其他流动资产	8,398	7,891	7,841	7,894
流动资产合计	50,325	48,571	49,223	50,709
长期股权投资	1,235	1,235	1,235	1,235
固定资产	5,572	5,572	5,572	5,572
无形资产	1,804	1,847	1,895	1,945
非流动资产合计	17,020	16,857	16,904	16,952
资产合计	67,345	65,429	66,127	67,661
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,265	1,233	1,291	1,431
其他流动负债	13,994	13,269	13,813	14,985
流动负债合计	15,259	14,502	15,104	16,416
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	394	365	365	365
非流动负债合计	394	365	365	365
负债合计	15,652	14,867	15,469	16,782
股本	1,506	1,506	1,506	1,506
少数股东权益	105	108	111	114
股东权益合计	51,693	50,562	50,658	50,879
负债和股东权益合计	67,345	65,429	66,127	67,661

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-12.83	-12.40	5.53	8.06
EBIT 增长率	-28.29	-20.53	7.06	8.82
净利润增长率	-33.37	-12.13	6.49	8.39
盈利能力 (%)				
毛利率	73.16	71.25	71.45	71.65
净利率	23.11	23.18	23.39	23.47
总资产收益率 ROA	9.91	8.96	9.44	10.00
净资产收益率 ROE	12.94	11.62	12.35	13.33
偿债能力				
流动比率	3.30	3.35	3.26	3.09
速动比率	1.87	1.93	1.88	1.76
现金比率	1.43	1.49	1.47	1.39
资产负债率 (%)	23.24	22.72	23.39	24.80
经营效率				
应收账款周转天数	0.08	0.11	0.10	0.10
存货周转天数	898.40	947.96	880.00	840.90
总资产周转率	0.42	0.38	0.41	0.43
每股指标 (元)				
每股收益	4.43	3.89	4.15	4.49
每股净资产	34.25	33.49	33.55	33.70
每股经营现金流	3.07	4.59	4.69	5.03
每股股利	4.65	4.08	4.35	4.71
估值分析				
PE	15	18	17	15
PB	2.0	2.0	2.0	2.0
EV/EBITDA	8.93	11.03	10.36	9.59
股息收益率 (%)	6.77	5.95	6.34	6.87

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	6,666	5,867	6,248	6,772
折旧和摊销	697	698	700	702
营运资金变动	-2,995	414	301	299
经营活动现金流	4,629	6,919	7,069	7,576
资本开支	-1,452	-738	-743	-747
投资	-4	500	200	100
投资活动现金流	-1,302	35	-330	-416
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-7,050	-7,037	-6,188	-6,587
现金净流量	-3,720	-83	551	573

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048