



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 30 日

基础数据

04 月 29 日收盘价（元）	68.83
总市值（亿元）	1,036.89
总股本（亿股）	15.06

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食品饮料】洋河股份三季报点评：深度调整，静待改善-2024.11.02

【兴证食品饮料】洋河股份中报点评：Q2 阶段性承压，三年分红规划强化安全边际-2024.08.31

分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

S0190521080003

jinhao@xyzq.com.cn

研究助理：王嘉琦

wangjiaqi23@xyzq.com.cn

洋河股份(002304.SZ)

调整纾压，分红保障安全边际

投资要点：

- **事件：**公司公告 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 288.76/66.73/68.35 亿元，同比-12.83%/-33.37%/-30.56%；24Q4 总收入 13.60 亿元，同比-52.17%，归母净利润-19.05 亿元，去年同期-1.88 亿元，扣非归母净利润-15.62 亿元，去年同期-3.22 亿元。25Q1 总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 110.66/36.37/36.17 亿元，同比-31.92%/-39.93%/-40.21%。
- **2024 年调整去库为主，盈利能力受扰动。**2024 年春节后行业需求转弱，中秋国庆动销承压，公司 24Q2 起降速调整，下半年降低回款要求，渠道去库为主，报表调整。分品牌来看，2024 年中高档酒、普通酒收入分别为 243.17 亿元、39.31 亿元，同比-14.79%、-0.49%，海天梦收入均承压，低档的洋河大曲、双沟大曲表现相对稳健。分区域来看，2024 年省内、省外收入分别同比-11.43%/-14.35%，年末经销商总数达到 8866 家，省内省外均有增加。利润端，2024 年归母净利率 23.11%、同比-7.13pct，下滑主要系：1)毛利率 73.16%、同比-2.09pct，产品结构下移，货折力度加大；2)销售费用率 19.10%、同比+2.84pct，费投刚性，需求环境偏弱公司市场投入有所增加。
- **2025Q1 重心仍在改善渠道质量，报表端依旧承压。**25Q1 公司放缓回款和发货节奏，库存持续去化，从春节动销表现看，整体仍有压力，预计海之蓝省内收入下滑双位数、降幅高于省外，天之蓝、水晶梦 3 收入下滑个位数，梦 6+动销相对较好。利润端，25Q1 归母净利率 32.87%、同比-4.39pct，毛利率同比小幅波动，收入下滑、费用刚性致销售费用率、管理费用率同比分别+3.86pct、+1.13pct。25Q1 末合同负债余额 70.24 亿元，销售确认致环比减少 33.20 亿元，同比增长 12.09 亿元；25Q1 销售收现同比-24.03%，略好于收入。
- **渠道释压，蓄力长期。**行业调整期公司努力调整经营节奏，降低回款要求，强化宴席渠道，加大梦 6+、水晶梦 3 等费用支持力度，重视开瓶开箱，帮助渠道去库释压。公司坚持深耕大本营、深度全国化，迭代完善营销组织架构，发挥大区统筹作用，梳理产品价格体系，完善经销商分类分级管理和经销商服务措施，省外进一步强化渠道深耕。预计随着经济复苏，行业需求回暖，公司保持战略定力，有望重返良性增长轨道。此外，2024 年公司分红 70 亿元（分红率 105%），规划 2025-2026 年分红率不低于 70%且不低于 70 亿元，股息率 6.5%，对股价有一定支撑。
- **盈利预测与投资建议：**根据最新公告调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 253.15/255.90/267.56 亿元，同比 -12.3%/+1.1%/+4.6%，归母净利润分别为 58.91/60.71/68.49 亿元，同比-11.7%/+3.1%/+12.8%，对应 2025 年 4 月 29 日收盘价，PE 为 17.6/17.1/15.1 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**省内竞争加剧；结构升级不及预期；宏观经济波动风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	28876	25315	25590	26756
同比增长	-12.8%	-12.3%	1.1%	4.6%
归母净利润（百万元）	6673	5891	6071	6849
同比增长	-33.4%	-11.7%	3.1%	12.8%
毛利率	73.2%	72.1%	72.2%	73.2%
ROE	12.9%	10.8%	10.6%	11.3%
每股收益（元）	4.43	3.91	4.03	4.55
市盈率	15.5	17.6	17.1	15.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	50325	50691	53645	57422
货币资金	21748	25694	29441	32860
交易性金融资产	6380	6105	6147	6120
应收票据及应收账款	422	417	422	444
预付款项	23	36	35	36
存货	19733	17368	16526	16853
其他	2018	1072	1073	1110
非流动资产	17020	15275	14521	14285
长期股权投资	1235	1237	1239	1239
固定资产	5572	5663	5642	5572
在建工程	1913	1581	1412	1263
无形资产	1804	1804	1804	1803
商誉	276	276	276	276
其他	6221	4715	4148	4132
资产总计	67345	65966	68165	71708
流动负债	15259	11087	10388	10677
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1265	1099	1237	1245
其他	13994	9987	9151	9432
非流动负债	394	388	401	401
长期借款	0	0	0	0
其他	394	388	401	401
负债合计	15652	11474	10789	11078
股本	1506	1506	1506	1506
未分配利润	48399	50307	52275	54494
少数股东权益	105	110	116	123
股东权益合计	51693	54492	57376	60629
负债及权益合计	67345	65966	68165	71708

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	6673	5891	6071	6849
折旧和摊销	697	961	995	1094
营运资金的变动	-2995	-880	134	-68
经营活动产生现金流量	4629	5889	7013	7620
资本支出	-1452	-688	-847	-880
长期投资	-4	1567	507	27
投资活动产生现金流量	-1302	1124	-87	-598
债权融资	0	31	14	0
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-7050	-3067	-3180	-3603
现金净变动	-3720	3946	3747	3419

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28876	25315	25590	26756
营业成本	7751	7067	7114	7162
税金及附加	4826	4050	4094	4281
销售费用	5516	5316	5348	5351
管理费用	1925	1645	1663	1712
研发费用	105	109	110	115
财务费用	-611	-429	-539	-627
投资收益	146	253	258	256
公允价值变动收益	-396	-37	-37	0
信用减值损失	1	1	-1	32
资产减值损失	-11	-3	-3	-3
营业利润	9161	7833	8076	9107
营业外收支	-18	-18	-22	-22
利润总额	9143	7814	8053	9085
所得税	2477	1917	1976	2229
净利润	6666	5897	6077	6856
少数股东损益	-7	6	6	7
归属母公司净利润	6673	5891	6071	6849
EPS(元)	4.43	3.91	4.03	4.55

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-12.8%	-12.3%	1.1%	4.6%
营业利润增长率	-30.8%	-14.5%	3.1%	12.8%
归母净利润增长率	-33.4%	-11.7%	3.1%	12.8%
盈利能力				
毛利率	73.2%	72.1%	72.2%	73.2%
归母净利率	23.1%	23.3%	23.7%	25.6%
ROE	12.9%	10.8%	10.6%	11.3%
偿债能力				
资产负债率	23.2%	17.4%	15.8%	15.4%
流动比率	3.30	4.57	5.16	5.38
速动比率	1.94	2.92	3.48	3.71
营运能力				
资产周转率	42.1%	38.0%	38.2%	38.3%
每股资料(元)				
每股收益	4.43	3.91	4.03	4.55
每股经营现金	3.07	3.91	4.66	5.06
估值比率(倍)				
PE	15.5	17.6	17.1	15.1
PB	2.0	1.9	1.8	1.7

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn