



洋河股份 (002304.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩仍在出清，稳价去库静候改善

业绩简评

2025 年 8 月 18 日，公司披露 25 年中报。25H1 公司实现营收 148.0 亿元，同比-35.3%；实现归母净利 43.4 亿元，同比-45.3%。25Q2 实现营收 37.3 亿元，同比-43.7%；实现归母净利 7.1 亿元，同比-62.7%。

经营分析

拆分量价情况：25H1 白酒销量同比-32.4%至 7.8 万吨，吨价同比-4.6%至 18.6 万元/吨。其中，25H1 中高档酒/普通酒分别实现营收 126.7/18.4 亿元，同比-36.5%/-27.2%，毛利率分别+0.9pct/-3.7pct 至 80.3%/46.2%。期内公司对梦 6+、海之蓝等主导产品采取控量稳价去库，预计中高档酒内部结构相对平稳，货折等促销费用投放收窄稳定毛利率表现。

分区域来看：省内表现优于省外，25H1 省内/省外分别实现营收 71.2/73.9 亿元，同比分别-25.8%/-42.7%，毛利率分别+1.1pct/-1.1pct 至 76.2%/75.7%；25H1 末省内/省外经销商数量分别较 24 年末+11/-268 家至 3010/5599 家。

拆分利润端：25Q2 归母净利率同比-9.6pct 至 18.9%，其中毛利率同比-0.4pct 至 73.3%、相对平稳，销售费用率同比+2.3pct (25H1 销售费用率同比+3.1pct，细项中广告费同比-5.8%、促销费同比-31.6%、职工薪酬-10.9%)、管理费用率+4.2pct、财务费用率+0.9pct、营业税金及附加占比+6.0pct，所得税负提升对利润端表现亦有所影响，期内公允价值变动收益约 0.95 亿元、较去年同期-1.75 亿元明显提升。

25H1 末合同负债余额 58.8 亿元，环比-11.5 亿元，考虑△合同负债+营收后 25Q2 狭义回款同比-46%，与 25Q2 销售收现 25.7 亿元、同比-48%相匹配。从合同负债内部结构来看，25H1 末预收货款余额 22.5 亿元、较 24H1 末 10.0 亿元明显提升；其占合同负债比重约 38%、同比提升约 13pct，与前述费投收窄控价相匹配。

盈利预测、估值与评级

我们预计 25-27 年收入分别-30.0%/+7.6%/+7.0%；归母净利分别-43.8%/+10.2%/+9.9%，对应归母净利分别 37.5/41.4/45.4 亿元；EPS 为 2.49/2.74/3.02 元，公司股票现价对应 PE 估值分别为 28.0/25.4/23.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济恢复不及预期，区域市场竞争加剧，行业政策风险，食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：69.84 元

相关报告：

- 《洋河股份公司点评：业绩低于预期，厂商基本盘仍待优化》，2025.4.29
- 《洋河股份公司点评：Q3 业绩不及预期，静候景气改善》，2024.10.31
- 《洋河股份公司点评：Q2 业绩略承压，分红承诺支撑高股息》，2024.8.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,126	28,876	20,206	21,737	23,251
营业收入增长率	10.0%	-12.8%	-30.0%	7.6%	7.0%
归母净利润(百万元)	10,016	6,673	3,753	4,135	4,544
归母净利润增长率	6.8%	-33.4%	-43.8%	10.2%	9.9%
摊薄每股收益(元)	6.65	4.43	2.49	2.74	3.02
每股经营性现金流净额	4.07	3.07	0.01	2.91	3.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.3%	12.9%	7.8%	9.1%	10.6%
P/E	16.5	18.9	28.0	25.4	23.2
P/B	3.2	2.4	2.2	2.3	2.4

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	30,105	33,126	28,876	20,206	21,737	23,251
增长率		10.0%	-12.8%	-30.0%	7.6%	7.0%
主营业务成本	-7,646	-8,200	-7,751	-5,632	-6,060	-6,440
%销售收入	25.4%	24.8%	26.8%	27.9%	27.9%	27.7%
毛利	22,459	24,926	21,125	14,575	15,677	16,810
%销售收入	74.6%	75.2%	73.2%	72.1%	72.1%	72.3%
营业税金及附加	-4,388	-5,269	-4,826	-3,539	-3,742	-3,979
%销售收入	14.6%	15.9%	16.7%	17.5%	17.2%	17.1%
销售费用	-4,179	-5,387	-5,516	-4,546	-4,746	-4,946
%销售收入	13.9%	16.3%	19.1%	22.5%	21.8%	21.3%
管理费用	-1,936	-1,764	-1,925	-1,718	-1,768	-1,868
%销售收入	6.4%	5.3%	6.7%	8.5%	8.1%	8.0%
研发费用	-254	-285	-105	-101	-109	-116
%销售收入	0.8%	0.9%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	11,703	12,221	8,753	4,671	5,313	5,901
%销售收入	38.9%	36.9%	30.3%	23.1%	24.4%	25.4%
财务费用	636	755	611	267	184	138
%销售收入	-2.1%	-2.3%	-2.1%	-1.3%	-0.8%	-0.6%
资产减值损失	-3	-2	-11	0	0	0
公允价值变动收益	-318	-37	-396	50	0	0
投资收益	412	228	132	100	100	100
%税前利润	3.3%	1.7%	1.4%	1.9%	1.8%	1.6%
营业利润	12,509	13,243	9,161	5,136	5,644	6,187
营业利润率	41.6%	40.0%	31.7%	25.4%	26.0%	26.6%
营业外收支	-6	-25	-18	0	0	0
税前利润	12,503	13,218	9,143	5,136	5,644	6,187
利润率	41.5%	39.9%	31.7%	25.4%	26.0%	26.6%
所得税	-3,114	-3,197	-2,477	-1,391	-1,518	-1,651
所得税率	24.9%	24.2%	27.1%	27.1%	26.9%	26.7%
净利润	9,389	10,021	6,666	3,745	4,127	4,536
少数股东损益	12	5	-7	-8	-8	-8
归属于母公司的净利润	9,378	10,016	6,673	3,753	4,135	4,544
净利率	31.2%	30.2%	23.1%	18.6%	19.0%	19.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	9,389	10,021	6,666	3,745	4,127	4,536
少数股东损益	12	5	-7	-8	-8	-8
非现金支出	756	732	708	687	764	849
非经营收益	-294	-18	249	-143	-144	-145
营运资金变动	-6,204	-4,604	-2,995	-4,278	-358	-80
经营活动现金净流	3,648	6,130	4,629	11	4,389	5,160
资本开支	-534	-1,110	-1,452	-819	-868	-968
投资	4,129	1,513	-4	50	0	0
其他	421	258	154	100	100	100
投资活动现金净流	4,017	661	-1,302	-669	-768	-868
股权募资	43	57	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-24	0	0
其他	-4,535	-5,665	-7,050	-7,002	-7,002	-7,002
筹资活动现金净流	-4,492	-5,608	-7,050	-7,026	-7,002	-7,002
现金净流量	3,172	1,182	-3,720	-7,684	-3,380	-2,710

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	24,375	25,813	21,748	14,062	10,680	7,968
应收款项	1,269	849	1,530	1,445	1,554	1,430
存货	17,729	18,954	19,733	20,058	21,086	22,056
其他流动资产	8,139	6,918	7,313	7,317	7,319	7,321
流动资产	51,512	52,535	50,325	42,882	40,639	38,775
%总资产	75.8%	75.3%	74.7%	71.4%	70.1%	68.9%
长期投资	6,182	6,763	5,850	5,850	5,850	5,850
固定资产	6,552	6,763	7,484	7,596	7,679	7,775
%总资产	9.6%	9.7%	11.1%	12.7%	13.3%	13.8%
无形资产	2,002	2,057	2,197	2,212	2,228	2,245
非流动资产	16,452	17,258	17,020	17,152	17,306	17,477
%总资产	24.2%	24.7%	25.3%	28.6%	29.9%	31.1%
资产总计	67,964	69,792	67,345	60,035	57,945	56,252
短期借款	24	25	24	0	0	0
应付款项	3,231	3,451	3,331	3,788	4,031	4,262
其他流动负债	16,673	13,700	11,904	7,415	7,954	8,490
流动负债	19,928	17,176	15,259	11,203	11,984	12,753
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	511	567	394	395	397	400
负债	20,440	17,742	15,652	11,598	12,382	13,153
普通股股东权益	47,475	51,939	51,588	48,341	45,475	43,019
其中：股本	1,507	1,506	1,506	1,506	1,506	1,506
未分配利润	44,364	48,746	48,399	45,152	42,286	39,830
少数股东权益	50	111	105	97	88	80
负债股东权益合计	67,964	69,792	67,345	60,035	57,945	56,252

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	6.223	6.649	4.430	2.491	2.745	3.017
每股净资产	31.503	34.478	34.245	32.089	30.187	28.557
每股经营现金净流	2.420	4.069	3.073	0.007	2.914	3.425
每股股利	3.740	4.660	4.647	4.647	4.647	4.647
回报率						
净资产收益率	19.75%	19.28%	12.94%	7.76%	9.09%	10.56%
总资产收益率	13.80%	14.35%	9.91%	6.25%	7.14%	8.08%
投入资本收益率	18.40%	17.71%	12.31%	7.01%	8.50%	10.01%
增长率						
主营业务收入增长率	18.76%	10.04%	-12.83%	-30.02%	7.57%	6.96%
EBIT 增长率	25.65%	4.43%	-28.37%	-46.64%	13.73%	11.08%
净利润增长率	24.91%	6.80%	-33.37%	-43.76%	10.18%	9.90%
总资产增长率	0.24%	2.69%	-3.51%	-10.86%	-3.48%	-2.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	824.3	816.4	910.9	1,300.0	1,270.0	1,250.0
应付账款周转天数	67.3	62.4	63.3	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	70.3	58.5	70.4	101.8	95.1	89.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-68.07%	-60.79%	-54.37%	-42.20%	-37.44%	-33.29%
EBIT 利息保障倍数	-18.4	-16.2	-14.3	-17.5	-28.9	-42.6
资产负债率	30.07%	25.42%	23.24%	19.32%	21.37%	23.38%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	4	10	41
增持	0	2	3	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.40	1.43	1.41	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究