

# 洋河股份 (002304. SZ)

## 2025H1 报表持续释放压力，公司聚焦主导产品控量挺价

**中性**

### 核心观点

**2025Q2 公司收入及净利润降幅环比扩大，持续释放压力。**2025H1 公司实现营业收入 148.0 亿元/同比-35.3%，归母净利润 43.4 亿元/同比-45.3%；其中 2025Q2 营业总收入 37.3 亿元/同比-43.7%，归母净利润 7.1 亿元/同比-62.7%；第二季度行业需求下降较多，收入及净利润降幅环比 25Q1 扩大。

**公司重视主品控量挺价，产品结构略有下移。**分产品看，2025H1 中高档酒/普通酒收入分别 126.7/18.4 亿元，同比-36.5%/-27.2%，毛利率同比+0.87/-3.65pcts，预计主品蓝色经典渠道促销政策减少，海之蓝升级换代后略有提价，洋河大曲等低价位产品投放力度加大。分量价看，2025H1 白酒销售量同比-32.4%/吨价同比-4.5%。我们预计第一季度水晶梦、M6+ 等受益于春节宴席销售表现较好，第二季度在政策影响下，海之蓝及以下价位产品抗风险能力较好，结构或有沉降。

**省内市场收入降幅小于平均，省外经销商持续优化。**分市场看，2025H1 省内/省外收入分别 71.2/73.9 亿元，同比-25.8%/-42.7%。公司聚焦江苏省市场、推进大商培育、强化终端提质和渠道深耕；5-6 月江苏白酒市场动销下滑较多，商务宴请降频降档明显，预计公司基本盘市场宿迁、盐城、徐州等苏北地区销售具有一定韧性。省外市场以稳固重点市场为主，报告期内经销商数量减少 268 家，渠道结构持续优化；未来仍有产品和渠道加密的空间。

**费用投入以消费者为中心，积极开拓线上渠道。**2025H1/2025Q2 销售费用率分别同比+3.10/+2.33pcts，公司加大消费者端投入力度，积极举办市场活动增强品牌粘性；渠道端费用管控趋严，对 M6+、海之蓝等主导产品控量稳价，以提振开瓶、去化库存为主；其中 2025H1 电商费用同比+39.8% 至 3254 万元，主因公司开拓线上渠道补充增量，如洋河大曲高线光瓶酒在京东销售表现亮眼，上半年线上直销收入 2.2 亿元/同比-6.9%，降幅小于整体。2025Q2 税金及附加/管理费用率同比+6.02/+4.17pcts，系收入规模下滑所致。

**盈利预测与投资建议：**2025Q2 公司销售收现 25.7 亿元/同比-47.5%，与收入端降幅接近；截至第二季度末合同负债 57.8 亿元/环比减少 11.5 亿元/同比+49.3%。公司经营节奏稳健，减缓发货节奏为渠道纾压；收现及预收表现与前述控量挺价举措匹配。展望下半年，需求复苏仍具不确定性，预计公司仍以促进开瓶、去化库存为主，报表端在低基数下降幅有望收窄。下调此前收入及净利润预测并引入 2027 年预测，预计 2025-2027 年营业总收入 203.4/213.0/224.8 亿元，同比-29.6%/+4.8%/+5.5%（前值 25/26 年同比-5.3%/+4.9%）；预计 2025-2027 年归母净利润 45.5/48.2/52.1 亿元，同比-31.8%/+5.8%/+8.2%（前值 25/26 年同比-6.5%/+6.8%）。当前股价对应 25/26 年 23.1/21.8xP/E；根据 70 亿元现金分红指引计算今年分红率 154%，对应 6.7% 股息率，对估值起支撑作用，维持“中性”评级。

**风险提示：**产业政策导致消费场景下降，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,126	28,876	20,336	21,304	22,476
(+/-%)	10.0%	-12.8%	-29.6%	4.8%	5.5%
净利润(百万元)	10016	6673	4554	4818	5210
(+/-%)	6.8%	-33.4%	-31.8%	5.8%	8.2%
每股收益(元)	6.65	4.43	3.02	3.20	3.46
EBIT Margin	36.9%	30.3%	28.1%	29.5%	31.0%
净资产收益率(ROE)	19.3%	12.9%	8.9%	9.4%	10.3%
市盈率(PE)	10.5	15.8	23.1	21.8	20.2
EV/EBITDA	9.5	12.9	19.2	17.4	15.8
市净率(PB)	2.03	2.04	2.05	2.06	2.07

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

#### 基础数据

投资评级

中性(维持)

合理估值

收盘价

69.84 元

总市值/流通市值

105210/105208 百万元

52 周最高价/最低价

109.00/63.17 元

近 3 个月日均成交额

382.48 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

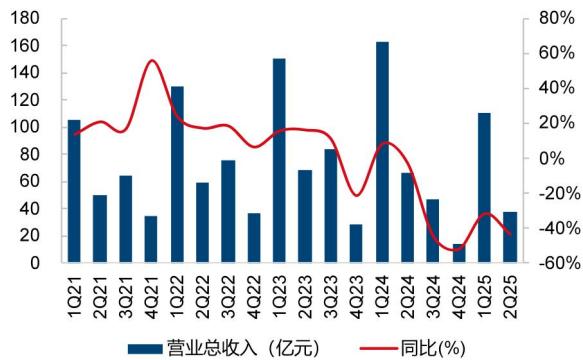
《洋河股份 (002304.SZ) - 第三季度加速调整，收入及净利润降幅环比扩大》 —— 2024-11-01

《洋河股份 (002304.SZ) - 第二季度业绩承压，现金分红回报指引积极》 —— 2024-08-31

《洋河股份 (002304.SZ) - 2023 年分红率提升，2024 年第一季度经营平稳》 —— 2024-05-05

《洋河股份 (002304.SZ) - 经营稳健务实，全年收入目标增速双位数》 —— 2024-03-28

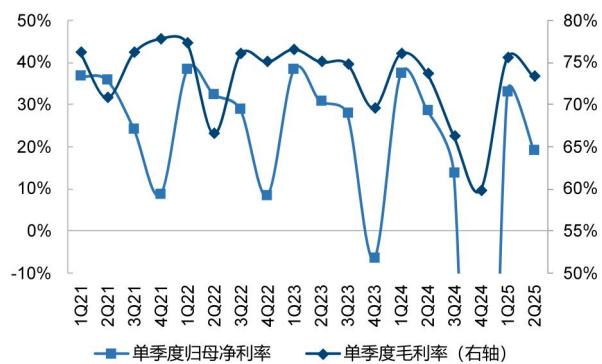
《洋河股份 (002304.SZ) - 三季度稳健增长，水晶梦表现突出》 —— 2023-10-30

**图1：2021Q1 至今公司单季度营业收入及同比增速**


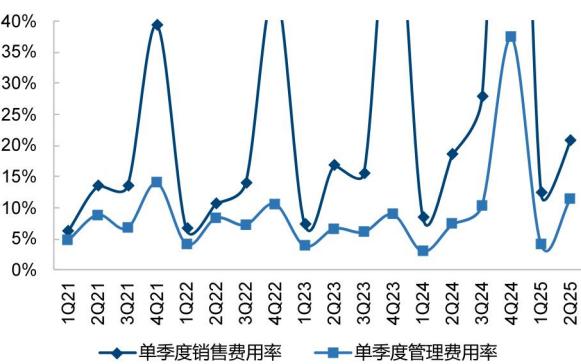
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**图2：2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**图3：2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**图4：2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**表1：洋河股份盈利预测调整表**

项目	调整前		调整后		调整幅度		
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	28,876	28,412	29,802	20,336	21,304	-28.4%	-28.5%
收入同比增速%	-12.8%	-5.3%	4.9%	-29.6%	4.8%	-24.26pcts	-0.13pcts
毛利率%	73.2%	76.5%	76.8%	71.1%	71.1%	-5.4pcts	-5.72pcts
销售费用率%	19.1%	18.2%	17.5%	19.7%	19.0%	1.5pcts	1.5pcts
管理费用率%	6.7%	5.8%	5.5%	6.7%	6.5%	0.9pcts	1pcts
归母净利润（百万元）	6,673	7,970	8,515	4,554	4,818	-42.9%	-43.4%
归母净利润同比增速%	-33.4%	-6.5%	6.8%	-31.8%	5.8%	-25.29pcts	-1.05pcts
净利率%	23.1%	28.1%	28.6%	22.4%	22.6%	-5.66pcts	-5.96pcts
EPS（元）	4.43	5.29	5.65	3.02	3.20	-42.9%	-43.4%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**表2：可比公司估值表**

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）		总市值（亿元）		归母净利润（亿元）		PE	
			2025/8/18	2025/8/18	2025/8/18	2025/8/18	2024A	2025E	2024A	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,429	17,945			862.3	938.4	20.8	19.1
000858.SZ	五粮液	优于大市	124	4,803			318.5	334.5	15.1	14.4
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	125	1,837			134.7	137.6	13.6	13.4
600809.SH	山西汾酒	优于大市	190	2,315			122.4	133.9	18.9	17.3
<b>002304.SZ</b>	<b>洋河股份</b>	<b>中性</b>	<b>70</b>	<b>1,052</b>			<b>66.73</b>	<b>45.54</b>	<b>15.8</b>	<b>23.1</b>
000799.SZ	酒鬼酒	中性	52	170			0.1	1.1	1364.1	160.9

600702.SH	舍得酒业	中性	54	181	3.5	6.7	52.4	27.0
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	148	785	55.2	61.5	14.2	12.7
603589.SH	口子窖	优于大市	34	206	16.6	16.8	12.4	12.3
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	42	337	25.9	26.5	13.0	12.7
603369.SH	今世缘	优于大市	40	502	34.1	36.7	14.7	13.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除洋河股份以外其他公司采用 Wind 一致预期

## 风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

## 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	25813	21748	20022	20538	22673	营业收入	33126	28876	20336	21304	22476
应收款项	588	439	335	338	363	营业成本	8200	7751	5867	6160	6341
存货净额	18954	19733	19126	18739	17497	营业税金及附加	5269	4826	3264	3309	3490
其他流动资产	1329	2024	1121	1334	1323	销售费用	5387	5516	4006	4048	4136
<b>流动资产合计</b>	<b>52535</b>	<b>50325</b>	<b>46984</b>	<b>47328</b>	<b>48237</b>	管理费用	1823	1986	1435	1457	1488
固定资产	6763	7484	7028	6532	5933	研发费用	285	105	115	118	120
无形资产及其他	1773	1804	1732	1660	1588	财务费用	(755)	(611)	(623)	(498)	(498)
投资性房地产	7492	6497	6497	6497	6497	投资收益	256	146	146	100	0
长期股权投资	1230	1235	1235	1235	1235	资产减值及公允价值变动	(34)	(385)	(407)	(446)	(512)
<b>资产总计</b>	<b>69792</b>	<b>67345</b>	<b>63476</b>	<b>63252</b>	<b>63490</b>	其他收入	(180)	(8)	(43)	(45)	(48)
短期借款及交易性金融负债	25	24	0	0	0	营业利润	13243	9161	6083	6438	6960
应付款项	1426	1265	954	971	1014	营业外净收支	(25)	(18)	(18)	(21)	(19)
其他流动负债	15725	13970	10672	10681	11146	<b>利润总额</b>	<b>13218</b>	<b>9143</b>	<b>6066</b>	<b>6417</b>	<b>6940</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>17176</b>	<b>15259</b>	<b>11625</b>	<b>11651</b>	<b>12160</b>	所得税费用	3197	2477	1516	1604	1735
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	5	(7)	(5)	(5)	(5)
其他长期负债	567	394	394	394	394	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10016</b>	<b>6673</b>	<b>4554</b>	<b>4818</b>	<b>5210</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>567</b>	<b>394</b>	<b>394</b>	<b>394</b>	<b>394</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>17742</b>	<b>15652</b>	<b>12019</b>	<b>12045</b>	<b>12553</b>	<b>净利润</b>	<b>10016</b>	<b>6673</b>	<b>4554</b>	<b>4818</b>	<b>5210</b>
少数股东权益	111	105	105	105	106	资产减值准备	(1)	9	2	(1)	(1)
股东权益	51939	51588	51352	51101	50831	折旧摊销	698	648	399	460	483
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>69792</b>	<b>67345</b>	<b>63476</b>	<b>63252</b>	<b>63490</b>	公允价值变动损失	34	385	407	446	512
						财务费用	(755)	(611)	(623)	(498)	(498)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(3771)	(2411)	(1993)	197	1734
每股收益	6.65	4.43	3.02	3.20	3.46	其它	3	(8)	(2)	1	1
每股红利	3.74	4.66	3.18	3.36	3.64	<b>经营活动现金流</b>	<b>6980</b>	<b>5296</b>	<b>3367</b>	<b>5921</b>	<b>7940</b>
每股净资产	34.48	34.25	34.09	33.92	33.74	资本开支	0	(931)	(279)	(338)	(323)
ROIC	23.28%	15.33%	12%	13%	15%	其它投资现金流	2147	(529)	0	0	0
ROE	19.28%	12.94%	9%	9%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>950</b>	<b>(1466)</b>	<b>(279)</b>	<b>(338)</b>	<b>(323)</b>
毛利率	75%	73%	71%	71%	72%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	37%	30%	28%	30%	31%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	39%	33%	30%	32%	33%	支付股利、利息	(5634)	(7020)	(4790)	(5068)	(5481)
收入增长	10%	-13%	-30%	5%	5%	其它融资现金流	4777	6146	(24)	0	0
净利润增长率	7%	-33%	-32%	6%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(6493)</b>	<b>(7894)</b>	<b>(4814)</b>	<b>(5068)</b>	<b>(5481)</b>
资产负债率	26%	23%	19%	19%	20%	<b>现金净变动</b>	<b>1437</b>	<b>(4064)</b>	<b>(1726)</b>	<b>516</b>	<b>2136</b>
股息率	5.4%	6.7%	4.6%	4.8%	5.2%	货币资金的期初余额	24375	25813	21748	20022	20538
P/E	10.5	15.8	23.1	21.8	20.2	货币资金的期末余额	25813	21748	20022	20538	22673
P/B	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	企业自由现金流	0	3688	2418	5034	7124
EV/EBITDA	9.5	12.9	19.2	17.4	15.8	权益自由现金流	0	9834	2394	5034	7124

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032