

洋河股份（002304）

2025 年中报点评：报表持续出清，关注营销变革

买入（维持）

2025 年 08 月 19 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书：S0600525040001

guoxd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	33,126	28,876	20,161	20,947	22,033
同比（%）	10.04	(12.83)	(30.18)	3.90	5.19
归母净利润（百万元）	10,016	6,673	3,996	4,343	4,749
同比（%）	6.80	(33.37)	(40.12)	8.68	9.34
EPS-最新摊薄（元/股）	6.65	4.43	2.65	2.88	3.15
P/E（现价&最新摊薄）	10.50	15.77	26.33	24.22	22.16

投资要点

■ **事件：**公司公告 2025 年中报，25H1 营收 147.96 亿元，同比-35.32%，归母净利润 43.44 亿元，同比-45.34%，扣非后归母净利润 42.32 亿元，同比-46.71%；其中 25Q2 营收 37.29 亿元，同比-43.67%，归母净利润 7.07 亿元，同比-62.66%，扣非后归母净利润 6.14 亿元，同比-67.52%。

■ **短期加大去库存、促动销，销售延续深度调整。**上半年白酒行业景气度持续承压，存量竞争的格局加速演进，行业集中、分化趋势进一步凸显，公司结合当前环境把握经营节奏，对主导产品、重点市场以开瓶为政策导向，加大去库存、促动销，短期延续深度调整，轻装上阵关注后续营销变革。分产品来看，25H1 中高档酒、普通酒营收分别同比-36.52%、-27.24%，梦 6+、海之蓝等主导产品控量稳价，顺势推出第七代海之蓝（3 年以上主体基酒+5 年以上调味酒）+高线光瓶酒（主体基酒 100%三年陈），以期稳住大众价位基本盘。分地区来看，25H1 省内、省外营收分别同比-25.79%、-42.68%，省内经销商净增 11 家至 3010 家、省外净减 268 家至 5599 家，省外在过去几年持续增长的高基数下出清更为明显。当下坚持全国一盘棋，聚焦江苏市场和高地市场，推进大商培育，强化终端提质、家宴深耕和乡镇下沉，不断夯实渠道基础。

■ **费用投放刚性致盈利承压，合同负债逐步平稳。**综合来看，25Q2 销售净利率同比-9.78pct 至 18.84%，生产节奏、费用投放偏刚性，但收入规模大幅下滑被动抬升费率水平，致盈利持续承压。其中 25Q2 毛利率同比-0.35pct 至 73.32%，税金及附加率同比+6.02pct 至 18.29%，销售费用率同比+2.33pct 至 20.88%，管理费用率同比+4.17pct 至 11.40%。此外 25Q2 公允价值变动净收益 0.95 亿元（24Q2 为净亏损 1.75 亿元）。25Q2 销售回款 25.73 亿元，同比-47.55%，25Q2 末合同负债 58.78 亿元，环减 11.46 亿元/同增 19.40 亿元，合同负债表现逐步平稳。

■ **主动变革应对经营压力，三年分红强化安全边际。**短期来看，当前白酒产业仍处于调整阶段，洋河顺势推出第七代海之蓝、高线光瓶酒来稳住大众价位基本盘，主动变革应对经营压力。中长期来看，洋河规划 2024-2026 每年度的现金分红总额不低于当年实现归属于上市公司股东净利润的 70%且不低于人民币 70 亿元（含税），对应当前动态股息率达到 6.5%以上，进一步强化安全边际。

■ **盈利预测与投资评级：**参考 25Q2 报表节奏，我们更新 2025-2027 年归母净利润预测为 39.96、43.43、47.49 亿元（前值为 54.6、56.6、59.0 亿元），对应当前 PE 分别为 26.3、24.2、22.2X。基于三点判断，一是报表快速出清、在白酒产业中属轻装上阵，二是推出第七代海之蓝/高线光瓶酒、主动进行经营变革，三动态股息率达到 6.7%、当前位置攻守兼备，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济不及预期；食品安全风险；次高端升级不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	69.84
一年最低/最高价	63.17/109.00
市净率(倍)	2.15
流通 A 股市值(百万元)	105,207.64
总市值(百万元)	105,210.12

基础数据

每股净资产(元,LF)	32.48
资产负债率(%，LF)	19.97
总股本(百万股)	1,506.45
流通 A 股(百万股)	1,506.41

相关研究

《洋河股份(002304)：2024 年报及 2025 年一季报点评：延续主动调整，静待经营改善》

2025-05-06

《洋河股份(002304)：24Q3 业绩点评：降速纾压，重整旗鼓》

2024-11-05

洋河股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	50,325	42,809	38,726	34,815	营业总收入	28,876	20,161	20,947	22,033
货币资金及交易性金融资产	28,128	25,916	21,034	16,124	营业成本(含金融类)	7,751	6,248	6,539	6,906
经营性应收款项	1,537	545	624	717	税金及附加	4,826	3,327	3,435	3,591
存货	19,733	15,406	16,124	17,029	销售费用	5,516	4,516	4,608	4,627
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,925	1,512	1,466	1,542
其他流动资产	927	943	944	946	研发费用	105	81	84	88
非流动资产	17,020	17,522	17,819	18,110	财务费用	(611)	(647)	(782)	(845)
长期股权投资	1,235	1,735	2,035	2,335	加:其他收益	60	40	42	44
固定资产及使用权资产	5,638	5,090	4,537	3,978	投资净收益	146	161	147	154
在建工程	1,913	2,413	2,913	3,413	公允价值变动	(396)	22	27	31
无形资产	1,804	1,854	1,904	1,954	减值损失	(11)	0	0	0
商誉	276	276	276	276	资产处置收益	(3)	0	0	0
长期待摊费用	116	116	116	116	营业利润	9,161	5,349	5,811	6,352
其他非流动资产	6,037	6,037	6,037	6,037	营业外净收支	(18)	(18)	(18)	(18)
资产总计	67,345	60,331	56,545	52,926	利润总额	9,143	5,331	5,794	6,335
流动负债	15,259	11,746	11,615	12,244	减:所得税	2,477	1,333	1,448	1,584
短期借款及一年内到期的非流动负债	24	24	24	24	净利润	6,666	3,998	4,345	4,751
经营性应付款项	1,265	1,113	1,165	1,230	减:少数股东损益	(7)	2	2	2
合同负债	10,344	7,497	7,193	7,597	归属母公司净利润	6,673	3,996	4,343	4,749
其他流动负债	3,627	3,112	3,234	3,394	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.43	2.65	2.88	3.15
非流动负债	394	394	394	394	EBIT	8,802	4,478	4,814	5,278
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	9,500	5,206	5,547	6,017
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	73.16	69.01	68.78	68.66
租赁负债	40	40	40	40	归母净利率(%)	23.11	19.82	20.73	21.55
其他非流动负债	354	354	354	354	收入增长率(%)	(12.83)	(30.18)	3.90	5.19
负债合计	15,652	12,140	12,008	12,638	归母净利润增长率(%)	(33.37)	(40.12)	8.68	9.34
归属母公司股东权益	51,588	48,085	44,428	40,176					
少数股东权益	105	107	109	111					
所有者权益合计	51,693	48,191	44,537	40,288					
负债和股东权益	67,345	60,331	56,545	52,926					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,629	6,351	3,992	4,953	每股净资产(元)	34.25	31.92	29.49	26.67
投资活动现金流	(1,302)	(2,064)	(2,374)	(2,362)	最新发行在外股份(百万股)	1,506	1,506	1,506	1,506
筹资活动现金流	(7,050)	(7,500)	(8,000)	(9,000)	ROIC(%)	12.36	6.72	7.78	9.32
现金净增加额	(3,720)	(3,213)	(6,382)	(6,410)	ROE-摊薄(%)	12.94	8.31	9.78	11.82
折旧和摊销	697	729	733	739	资产负债率(%)	23.24	20.12	21.24	23.88
资本开支	(1,452)	(748)	(748)	(748)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.77	26.33	24.22	22.16
营运资本变动	(2,995)	1,790	(930)	(370)	P/B(现价)	2.04	2.19	2.37	2.62

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>