

002304.SZ

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 72.16

板块评级：强于大市

本报告要点

- 洋河股份 2025 年半年报业绩点评：1H25 公司报表持续出清，公司仍处于深度调整期，维持买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11.2)	3.8	6.5	(5.5)
相对深圳成指	(31.8)	(5.8)	(12.5)	(54.6)

发行股数 (百万)	1,506.45
流通股 (百万)	1,506.41
总市值 (人民币 百万)	108,705.08
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	431.24
主要股东	
江苏洋河集团有限公司	34.18%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 8 月 22 日收市价为标准

相关研究报告

《洋河股份》20241105
《洋河股份》20240430
《洋河股份》20231102

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料：白酒 II

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

洋河股份

公司持续深度调整，静待改革成效显现

洋河股份发布 2025 年半年报。1H25 公司实现营收 148 亿元，同比降 35.3%，归母净利 43.4 亿元，同比降 45.3%。2Q25 公司营收、归母净利分别为 37.3 亿元、7.1 亿元，同比分别降 43.7%、62.7%。公司持续深度调整，报表出清释放压力，静待改革成效显现。考虑到当前的行业环境及上半年公司业绩表现，我们维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司持续深度调整，2Q25 营收降幅环比扩大，其中省外受经销商数量减少影响，降幅高于省内。1H25 公司营收 148.0 亿元，同比降 35.3%，其中 2Q25 公司营收 37.3 亿元，同比降 43.7%，降幅环比扩大。拆分量价来看，1H25 公司销量、吨价同比增速分别为-32.4%、-4.6%，销量降幅远高于吨价降幅。(1) 分产品来看，1H25 公司百元以上、百元以下产品营收同比增速分别为-36.5%、-27.2%。根据公司投资者交流记录显示，公司自 2025 年 2 月起对 M6+ 进行控量稳价，省内海之蓝控货降库，为 2025 年 6 月第七代海之蓝上新留足空间。公司自 2024 年下半年以来持续调整，聚焦核心单品，通过强化供需调整、配额管控等多种方式去库存、促动销，缓解渠道压力，我们判断当前渠道库存较此前相比有所改善。(2) 分渠道来看，省内营收增速降幅低于省外，省外降幅扩大主要系经销商数量减少，经销商清退有关。1H25 公司省内营收 71.2 亿元，同比降 25.8%，收入占比 49.1%，同比+6.4pct。省外营收 73.9 亿元，同比降 42.7%。从经销商数量来看，1H25 省内合计 3010 家，环比 2024 年末增加 11 家，省外合计 5599 家，环比 2024 年末减少 268 家，省外调整幅度大于省内。
- 公司盈利能力短期承压，合同负债表现趋稳。(1) 截至 1H25，公司合同负债 58.8 亿元，环比降 11.5 亿元，去年同期环比降 18.8 亿元，合同负债表现趋稳。2Q25 公司销售收现 25.7 亿元，同比降 47.5%，降幅与收入降幅基本匹配。(2) 费用率方面，2Q25 公司税金及附加比率同比+6.0pct，税率增幅较大或与 2 季度公司生产及销售节奏调整有关，短期季度间波动较大。2Q25 公司四项费用率同比+7.2pct，其中销售费用率、管理费用率同比分别+2.3pct、+4.2pct，我们判断主要与销售收入减少，竞争加剧，刚性费用支出有关。2Q25 公司毛利率为 73.3%，同比降 0.4pct。毛利率下降，费用率提升下，公司归母净利率同比降 9.6pct 至 18.9%，盈利能力短期承压。

估值

- 2025 年下半年公司将持续调整，公司顺应行业趋势推出第七代海之蓝及高线光瓶酒稳固大众消费基础。公司经营节奏务实稳健，随着渠道健康度回升，我们判断公司有望逐渐走出底部调整期。根据公司公告，公司规划 2024 至 2026 年年度现金分红总额不低于归母净利的 70%且不低于人民币 70 亿元(含税)，公司 2025 年动态股息率 6.4%具备吸引力。根据公司半年报业绩及去年下半年同期基数降低，我们调整此前盈利预测，预计 25 至 27 年公司归母净利分别为 43.2 亿元、46.0 亿元、49.7 亿元，同比增速分别为-35.3%、+6.5%、+8.2%，当前市值对应 PE 分别为 25.2X、23.7X、21.9X，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 经济恢复不及预期，渠道库存超预期。省内市场受竞品挤压。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	33,126	28,876	19,796	20,031	20,694
增长率(%)	10.0	(12.8)	(31.4)	1.2	3.3
EBITDA(人民币 百万)	12,949	9,440	5,744	6,038	6,433
归母净利润(人民币 百万)	10,016	6,673	4,315	4,595	4,973
增长率(%)	6.8	(33.4)	(35.3)	6.5	8.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	6.65	4.43	2.86	3.05	3.30
原先股本摊薄每股收益(人民币)			5.48	5.88	
变动幅度(%)			(47.8)	(48.1)	
市盈率(倍)	10.9	16.3	25.2	23.7	21.9
市净率(倍)	2.1	2.1	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA(倍)	9.8	9.7	12.3	11.7	10.1
每股股息(人民币)	4.7	4.6	4.6	2.1	2.3
股息率(%)	4.2	5.6	6.4	3.0	3.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2025 年半年报业绩概览

(人民币, 百万元)	2Q24	2Q25	同比 (%)	1H24	1H25	同比 (%)
营业收入	6,621	3,729	(43.7)	22,876	14,796	(35.3)
营业成本	1,743	995	(42.9)	5,639	3,696	(34.5)
毛利率(%)	73.7	73.3	(0.4)	75.4	75.0	(0.3)
毛利	4,878	2,734	(43.9)	17,237	11,100	(35.6)
税金及附加	813	682	(16.1)	3,415	2,415	(29.3)
销售费用	1,228	779	(36.6)	2,612	2,149	(17.7)
管理费用	478	425	(11.2)	942	865	(8.2)
研发费用	28	9	(67.4)	46	73	58.6
财务费用	(210)	(87)	(58.8)	(396)	(148)	(62.6)
资产减值损失	1	4	235.4	1	4	235.4
公允价值变动收益	(175.2)	95.1	(154.3)	(229)	63	(127.7)
投资收益	160	62	(61.1)	193	85	(56.0)
营业利润	2,528	1,085	(57.1)	10,599	5,922	(44.1)
营业利润率(%)	38.2	29.1	(9.1)	46.3	40.0	(6.3)
营业外收入	22	5	(76.3)	29	11	(60.9)
营业外支出	3	3	1.6	3	5	70.1
利润总额	2,547	1,087	(57.3)	10,625	5,928	(44.2)
所得税	652	385	(41.0)	2,677	1,593	(40.5)
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	28	38	10.1	26	27	1.6
少数股东权益	3	(4)	(231.4)	1	(8)	(1,317.7)
归属于母公司净利润	1,892	707	(62.7)	7,947	4,344	(45.3)
归母净利率(%)	28.6	18.9	(9.6)	34.7	29.4	(5.4)
EPS (元/股)	1.26	0.47	(62.7)	5.28	2.88	(45.3)

资料来源：同花顺，中银证券

注：图表中毛利率、归母净利率、营业利润率、所得税率等同比变化单位为 pct

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	33,126	28,876	19,796	20,031	20,694
营业收入	33,126	28,876	19,796	20,031	20,694
营业成本	8,200	7,751	6,137	6,049	6,105
营业税金及附加	5,269	4,826	3,308	3,345	3,456
销售费用	5,387	5,516	3,920	3,906	3,932
管理费用	1,764	1,925	1,319	1,332	1,376
研发费用	285	105	72	72	74
财务费用	(755)	(611)	(735)	(851)	(979)
其他收益	56	60	50	50	40
资产减值损失	(3)	(11)	0	0	0
信用减值损失	1	1	0	0	0
资产处置收益	(5)	(3)	(2)	(2)	(2)
公允价值变动收益	(37)	(396)	0	0	0
投资收益	256	146	120	120	100
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	13,243	9,161	5,943	6,345	6,868
营业外收入	39	52	25	25	21
营业外支出	64	70	50	50	50
利润总额	13,218	9,143	5,918	6,320	6,839
所得税	3,197	2,477	1,598	1,719	1,860
净利润	10,021	6,666	4,320	4,601	4,979
少数股东损益	5	(7)	5	6	6
归母净利润	10,016	6,673	4,315	4,595	4,973
EBITDA	12,949	9,440	5,744	6,038	6,433
EPS(最新股本摊薄, 元)	6.65	4.43	2.86	3.05	3.30

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	52,535	50,325	40,982	50,244	45,379
货币资金	25,813	21,748	27,903	29,418	36,427
应收账款	4	9	4	4	5
应收票据	526	413	213	410	223
存货	18,954	19,733	7,201	16,324	6,060
预付账款	51	23	35	22	36
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	7,187	8,398	5,625	4,065	2,629
非流动资产	17,258	17,020	16,612	16,069	15,569
长期投资	6,763	5,850	5,850	5,850	5,850
固定资产	5,306	5,572	4,985	4,398	3,812
无形资产	1,773	1,804	1,743	1,682	1,620
其他长期资产	3,416	3,795	4,035	4,139	4,287
资产合计	69,792	67,345	57,594	66,313	60,948
流动负债	17,176	15,259	8,114	15,500	8,627
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,426	1,265	865	1,234	885
其他流动负债	15,750	13,994	7,248	14,266	7,742
非流动负债	567	394	466	415	425
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	567	394	466	415	425
负债合计	17,742	15,652	8,580	15,915	9,052
股本	1,506	1,506	1,506	1,506	1,506
少数股东权益	111	105	110	116	121
归属母公司股东权益	51,939	51,588	48,904	50,283	51,775
负债和股东权益合计	69,792	67,345	57,594	66,313	60,948

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	10,021	6,666	4,320	4,601	4,979
折旧摊销	730	697	704	712	682
营运资金变动	(4,486)	(3,241)	6,353	(1,861)	3,500
其他	(134)	506	(855)	(967)	(1,078)
经营活动现金流	6,130	4,629	10,521	2,485	8,084
资本支出	(1,112)	(1,454)	(211)	(211)	(161)
投资变动	1,529	(12)	2,000	1,500	1,500
其他	244	164	118	118	98
投资活动现金流	661	(1,302)	1,907	1,407	1,437
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(6,409)	(7,651)	(6,999)	(3,217)	(3,481)
其他	801	601	725	840	969
筹资活动现金流	(5,608)	(7,050)	(6,274)	(2,377)	(2,512)
净现金流	1,183	(3,723)	6,155	1,515	7,009

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	10.0	(12.8)	(31.4)	1.2	3.3
营业利润增长率(%)	5.9	(30.8)	(35.1)	6.8	8.2
归属于母公司净利润增长率(%)	6.8	(33.4)	(35.3)	6.5	8.2
息税前利润增长率(%)	4.4	(28.4)	(42.4)	5.7	8.0
息税折旧前利润增长率(%)	4.0	(27.1)	(39.2)	5.1	6.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	6.8	(33.4)	(35.3)	6.5	8.2
获利能力					
息税前利润率(%)	36.9	30.3	25.5	26.6	27.8
营业利润率(%)	40.0	31.7	30.0	31.7	33.2
毛利率(%)	75.2	73.2	69.0	69.8	70.5
归母净利润率(%)	30.2	23.1	21.8	22.9	24.0
ROE(%)	19.3	12.9	8.8	9.1	9.6
ROIC(%)	68.6	36.2	34.2	32.0	51.8
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1
净负债权益比	(0.5)	(0.4)	(0.6)	(0.6)	(0.7)
流动比率	3.1	3.3	5.1	3.2	5.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	1,361.2	4,611.5	2,979.6	4,611.5	4,611.5
应付账款周转率	23.6	21.5	18.6	19.1	19.5
费用率					
销售费用率(%)	16.3	19.1	19.8	19.5	19.0
管理费用率(%)	5.3	6.7	6.7	6.7	6.7
研发费用率(%)	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4
财务费用率(%)	(2.3)	(2.1)	(3.7)	(4.2)	(4.7)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.6	4.4	2.9	3.1	3.3
每股经营现金流(最新摊薄)	4.1	3.1	7.0	1.6	5.4
每股净资产(最新摊薄)	34.5	34.2	32.5	33.4	34.4
每股股息	4.7	4.6	4.6	2.1	2.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	10.9	16.3	25.2	23.7	21.9
P/B(最新摊薄)	2.1	2.1	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	9.8	9.7	12.3	11.7	10.1
价格/现金流(倍)	17.7	23.5	10.3	43.7	13.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371