

洋河股份(002304)

报告日期: 2025年09月08日

深度调整, 静待改善

——洋河股份 25H1 业绩点评

投资要点

- **事件:** 25H1 营业收入 147.96 亿 (同比-35.32%); 归母净利润 43.44 亿 (同比-45.34%); 扣非归母净利润 42.32 亿 (同比-46.71%)。25Q2 营业收入 37.29 亿 (同比-43.67%); 归母净利润 7.07 亿元 (同比-62.66%); 扣非归母净利润 6.14 亿元 (同比-67.52%)。
- **我们认为:** 公司 24 年依托 60 余万吨老酒储量全面发起真年份战略, 今年进一步推出了第七代海之蓝和三年陈洋河大曲, 并伴随新董事长顾宇上任, 静待行业改善及改革成效显现, 关注高分红下的高股息。
- **25H1 中高档酒及普通酒均承压, 省内表现优于省外**
 - 1) 分产品: 25H1 公司中高档酒/普通酒收入 126.72 亿元/18.41 亿元, 分别同比-36.52%/-27.24%。25H1 白酒业务销量同比变动-32.35%。
 - 2) 分渠道: 25H1 公司批发经销/线上直销分别实现收入 142.92 亿元/2.21 亿元, 分别同比-35.78%/-6.91%, 其中线上直销渠道占比提升 0.47pct 至 1.52%, 单经销商规模下降 34.11%至 166.01 万元/家。
 - 3) 分市场: 25H1 公司省内/省外分别实现收入 71.21/73.92 亿元, 同比-25.79%/-42.68%, 其中省内占比同比提升 6.40pct 至 49.07%。省内/外经销商数量分别较 24 年末变动+11/-268 家, 省内/外单经销商规模分别同比下降 27.46%/39.69%至 236.57/132.02 万元/家。
- **净利率下滑明显, 现金流阶段性承压**
 - 1) 25H1 毛/净利率同比-0.33/-5.44pct 至 75.02%/29.30%, 25Q2 毛/净利率同比-0.35/-9.78pct 至 73.32%/18.84%。
 - 2) 25H1 销售/管理 (含研发) 费用率同比+3.10/+2.02pct 至 14.52%/6.34%, 25Q2 销售/管理 (含研发) 费用率同比+2.33/+3.99pct 至 20.88%/11.64%, 销售费用率提升主因 25H1 公司广告促销费、职工薪酬等费用缩减幅度小于收入下滑幅度, 25H1 广告促销费同比下降 21.03%, 其中全国性/地区性广告费用分别同比+9.14%/-23.44%至 4.44/2.65 亿。
 - 3) 25H1 末合同负债同比变动+19.40 亿元至 58.78 亿元。
 - 4) 25H1 经营性净现金流 6.16 亿元, 同比-69.85%。25Q2 经营性净现金流-19.20 亿元, 去年同期为-28.07 亿元。
 - 5) 股权投资: 25H1 公司持有中银证券带来的公允价值变动损益为-0.37 亿元。
- **盈利预测与估值**

考虑到当前核心产品销售依旧承压, 渠道库存消化下报表端表现弱于动销, 我们调整盈利预测, 预计 2025-2027 年公司收入增速分别为-30.54%/1.89%/5.58%; 归母净利润增速为-29.62%/1.60%/5.58%; EPS 为 3.12/3.17/3.34 元/股; PE 为 23.63/23.25/22.03 倍。考虑到政策催化下, 白酒需求有望恢复, 叠加公司治理或有望改善, 公司具备高弹性, 且公司股息率较高, 维持买入评级。
- **风险提示**

梦 6+动销情况不及预期; 省外扩张不及预期。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

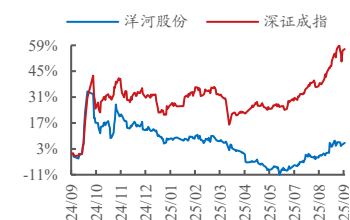
分析师: 张家楨
执业证书号: S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅
执业证书号: S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 73.66
总市值(百万元)	110,964.74
总股本(百万股)	1,506.45

股票走势图



相关报告

- 1 《深度调整, 蓄力长远》 2025.05.23
- 2 《主动控速调整, 蓄力穿越周期》 2024.11.04
- 3 《盈利阶段性承压, 分红承诺高股息》 2024.09.01

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28876	20056	20436	21577
(+/-) (%)	-12.83%	-30.54%	1.89%	5.58%
归母净利润	6673	4697	4772	5038
(+/-) (%)	-33.37%	-29.62%	1.60%	5.58%
每股收益(元)	4.43	3.12	3.17	3.34
P/E	16.63	23.63	23.25	22.03

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	50325	45737	45558	45786
现金	21748	24145	23847	23191
交易性金融资产	6380	6116	6248	6248
应收账款	422	335	329	351
其它应收款	17	32	27	25
预付账款	23	19	24	21
存货	19733	13089	13324	14029
其他	2001	2001	1760	1920
非流动资产	17020	17572	16897	16332
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	1235	1233	1233	1234
固定资产	5572	5594	5519	5368
无形资产	1804	1786	1770	1748
在建工程	1913	1530	1224	979
其他	6497	7429	7151	7003
资产总计	67345	63309	62456	62118
流动负债	15259	14131	16954	20801
短期借款	0	0	2212	5093
应付款项	1265	943	946	988
预收账款	0	0	0	0
其他	13994	13188	13796	14720
非流动负债	394	491	484	456
长期借款	0	0	0	0
其他	394	491	484	456
负债合计	15652	14622	17438	21257
少数股东权益	105	100	95	90
归属母公司股东权益	51588	48587	44923	40771
负债和股东权益	67345	63309	62456	62118

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4629	9387	5662	5390
净利润	6666	4692	4767	5033
折旧摊销	665	428	450	469
财务费用	(611)	(343)	(303)	(169)
投资损失	(146)	(146)	(146)	(146)
营运资金变动	(2503)	(1020)	857	788
其它	558	5776	37	(585)
投资活动现金流	(1302)	364	(39)	95
资本支出	(721)	0	0	0
长期投资	(6)	3	0	(1)
其他	(575)	361	(39)	96
筹资活动现金流	(7050)	(7355)	(5921)	(6140)
短期借款	0	0	2212	2881
长期借款	0	0	0	0
其他	(7050)	(7355)	(8133)	(9021)
现金净增加额	(3723)	2396	(298)	(655)

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	28876	20056	20436	21577
营业成本	7751	5472	5570	5865
营业税金及附加	4826	3249	3326	3538
营业费用	5516	3811	3883	3992
管理费用	1925	1404	1390	1402
研发费用	105	211	215	227
财务费用	(611)	(343)	(303)	(169)
资产减值损失	(11)	(4)	(4)	(6)
公允价值变动损益	(396)	0	0	0
投资净收益	146	146	146	146
其他经营收益	57	57	57	57
营业利润	9161	6453	6556	6920
营业外收支	(18)	(18)	(18)	(18)
利润总额	9143	6435	6538	6902
所得税	2477	1743	1771	1870
净利润	6666	4692	4767	5033
少数股东损益	(7)	(5)	(5)	(5)
归属母公司净利润	6673	4697	4772	5038
EBITDA	9482	6520	6685	7203
EPS (最新摊薄)	4.43	3.12	3.17	3.34

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-12.83%	-30.54%	1.89%	5.58%
营业利润	-30.82%	-29.56%	1.60%	5.56%
归属母公司净利润	-33.37%	-29.62%	1.60%	5.58%
获利能力				
毛利率	73.16%	72.72%	72.74%	72.82%
净利率	23.09%	23.39%	23.33%	23.32%
ROE	12.87%	9.36%	10.18%	11.73%
ROIC	12.40%	9.10%	9.59%	10.65%
偿债能力				
资产负债率	23.24%	23.10%	27.92%	34.22%
净负债比率	0.15%	0.16%	12.82%	24.07%
流动比率	3.30	3.24	2.69	2.20
速动比率	2.00	2.31	1.90	1.53
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.31	0.32	0.35
应收账款周转率	4611.47	1838.80	2041.44	2603.72
应付账款周转率	5.76	4.96	5.90	6.07
每股指标(元)				
每股收益	4.43	3.12	3.17	3.34
每股经营现金	3.07	6.23	3.76	3.58
每股净资产	34.25	32.25	29.82	27.06
估值比率				
P/E	16.63	23.63	23.25	22.03
P/B	2.15	2.28	2.47	2.72
EV/EBITDA	10.34	12.43	12.48	12.07

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>