

延续深度调整，静待改善拐点

2025 年 11 月 02 日

► **事件：**公司于 2025 年 10 月 31 日发布 2025 年三季报，25Q1-3 实现营收 180.9 亿元，同比-34.3%；实现归母净利润 39.8 亿元，同比-53.7%；实现扣非归母净利润 37.6 亿元，同比-55.3%。单季度看，25Q3 实现营收 33.0 亿元，同比-29.0%；实现归母净利润-3.7 亿元，扣非归母净利润-4.8 亿元，同比由盈转亏。

► **禁酒令影响下持续调整，盈利能力承压。利润方面：**2025Q1-3 公司毛利率同比-2.7pcts 至 71.1%；归母净利率同比-9.2pcts 至 22.0%。单季度看，25Q3 毛利率 53.5%，同比-12.7pcts；归母净利率-11.2%，同比-24.8pcts，梦 6+ 等次高端价格带产品场景受损影响公司产品结构，盈利能力下降明显。**费用方面：**公司维持费用投放力度，25Q1-3 销售费用率为 18.8%，同比+4.6pcts；管理费用率为 7.2%，同比+2.0pcts；单季度看，25Q3 销售费用率为 38.0%，同比+10.2pcts；管理费用率为 13.0%，同比+2.8pcts。**回款质量方面：**公司调整回款及发货节奏，出清渠道库存，25Q3 销售收现 46.6 亿元，同比-27.4%；经营性现金流净额 3.5 亿元，同比-75.3%。截至 25Q3 末，公司合同负债余额 64.2 亿元，同比+29.4%。

► **行业深度调整阶段降速换挡，重视大众消费布局及渠道去库释压。**公司市场动作思路清晰，不再单纯追求短期的规模增长，主动“减速换挡”，蓄势长远发展。**产品端：**秋糖会期间推陈出新：发布洋河国宾、金梦九（M9）、超级足球、微分子等四款场景化新品，覆盖宴席、成功人士、体育文创、年轻群体等细分市场。**渠道端：**面对行业内卷导致经销商加价空间被压缩的问题，公司采用“固定返利+过程奖+综合评价奖励”利润模式，重构经销商利润体系。同时深化京东等电商平台合作，扩宽中低端产品销售渠道，推出“100%三年陈”洋河大曲高线光瓶酒，定价 59 元布局大众消费赛道。

► **投资建议：**公司短期内降速抒压，消化渠道库存，报表加速调整；中长期来看，公司调整经营节奏，强化大本营市场运作，梳理海天梦主导产品价格体系，同时持续扩展省外市场，静待需求修复重拾增长。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 37.9、44.3、54.4 亿元，EPS 分别为 2.51、2.94、3.61 元，当前股价对应 P/E 分别为 28、24、20X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**省内市场竞争加剧、省外扩张不及预期、次高端修复不达预期。

推荐

维持评级

当前价格：

70.80 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@glms.com.cn

分析师 胡慧铭

执业证书：S0100524060006

邮箱：huhuiming@glms.com.cn

相关研究

- 1.洋河股份 (002304.SZ) 2025 年半年报点评：报表加速调整，延续去库释压-2025/08/20
- 2.洋河股份 (002304.SZ) 2024 年年报&2025 年一季报点评：阶段性降速调整，静待企稳改善-2025/04/30
- 3.洋河股份 (002304.SZ) 2024 年三季报点评：短期业绩承压，静待渠道修复-2024/10/31
- 4.洋河股份 (002304.SZ) 2024 年半年报点评：短期业绩承压，稳定股东分红-2024/08/30
- 5.洋河股份 (002304.SZ) 2023 年年报&2024 年一季报点评：经营节奏稳健，分红比率提升-2024/04/28

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	28,876	20,071	21,804	24,447
增长率 (%)	-12.8	-30.5	8.6	12.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,673	3,785	4,426	5,435
增长率 (%)	-33.4	-43.3	16.9	22.8
每股收益 (元)	4.43	2.51	2.94	3.61
PE	16	28	24	20
PB	2.1	2.2	2.2	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28,876	20,071	21,804	24,447
营业成本	7,751	6,514	6,646	6,849
营业税金及附加	4,826	3,352	3,598	4,034
销售费用	5,516	4,115	4,404	4,889
管理费用	1,925	1,485	1,614	1,809
研发费用	105	201	218	244
EBIT	8,802	4,425	5,346	6,646
财务费用	-611	-583	-517	-566
资产减值损失	-11	0	0	0
投资收益	146	161	174	196
营业利润	9,161	5,168	6,038	7,408
营业外收支	-18	-30	-30	-30
利润总额	9,143	5,138	6,008	7,378
所得税	2,477	1,351	1,580	1,940
净利润	6,666	3,787	4,428	5,438
归属于母公司净利润	6,673	3,785	4,426	5,435
EBITDA	9,500	5,123	6,046	7,348

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	21,748	19,314	21,131	23,684
应收账款及票据	422	340	369	414
预付款项	23	21	21	22
存货	19,733	16,629	16,302	16,342
其他流动资产	8,398	7,693	7,656	7,727
流动资产合计	50,325	43,996	45,479	48,189
长期股权投资	1,235	1,235	1,235	1,235
固定资产	5,572	5,572	5,572	5,572
无形资产	1,804	1,847	1,895	1,945
非流动资产合计	17,020	17,063	17,109	17,157
资产合计	67,345	61,059	62,587	65,346
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,265	1,104	1,126	1,199
其他流动负债	13,994	11,144	11,818	13,138
流动负债合计	15,259	12,248	12,945	14,337
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	394	331	331	331
非流动负债合计	394	331	331	331
负债合计	15,652	12,579	13,275	14,668
股本	1,506	1,506	1,506	1,506
少数股东权益	105	107	109	112
股东权益合计	51,693	48,480	49,312	50,678
负债和股东权益合计	67,345	61,059	62,587	65,346

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-12.83	-30.49	8.63	12.12
EBIT 增长率	-28.29	-49.73	20.82	24.31
净利润增长率	-33.37	-43.28	16.92	22.80
盈利能力 (%)				
毛利率	73.16	67.54	69.52	71.98
净利率	23.11	18.86	20.30	22.23
总资产收益率 ROA	9.91	6.20	7.07	8.32
净资产收益率 ROE	12.94	7.82	8.99	10.75
偿债能力				
流动比率	3.30	3.59	3.51	3.36
速动比率	1.87	2.09	2.10	2.07
现金比率	1.43	1.58	1.63	1.65
资产负债率 (%)	23.24	20.60	21.21	22.45
经营效率				
应收账款周转天数	0.08	0.13	0.10	0.09
存货周转天数	898.40	1004.76	891.87	857.93
总资产周转率	0.42	0.31	0.35	0.38
每股指标 (元)				
每股收益	4.43	2.51	2.94	3.61
每股净资产	34.25	32.11	32.66	33.57
每股经营现金流	3.07	3.05	3.86	4.72
每股股利	4.65	2.39	2.70	3.25
估值分析				
PE	16	28	24	20
PB	2.1	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	9.62	17.85	15.12	12.44
股息收益率 (%)	6.56	3.37	3.82	4.59

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	6,666	3,787	4,428	5,438
折旧和摊销	697	698	700	702
营运资金变动	-2,995	383	831	1,135
经营活动现金流	4,629	4,602	5,819	7,113
资本开支	-1,452	-738	-744	-747
投资	-4	500	200	100
投资活动现金流	-1,302	8	-369	-452
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-7,050	-7,044	-3,633	-4,108
现金净流量	-3,720	-2,435	1,817	2,553

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048