

洋河股份（002304.SZ）

2025Q3 转亏，经营延续深度调整

中性

核心观点

2025Q3 转亏，报表端持续释放需求压力。2025Q1-3 公司实现营业总收入 180.90 亿元/同比-34.26%，归母净利润 39.75 亿元/同比-53.66%；其中 2025Q3 营业总收入 32.95 亿元/同比-29.01%，归母净利润-3.69 亿元/同比-158.38%，单三季度转亏，调整幅度扩大。

2025Q3 收入降幅环比有所收窄，预计公司聚焦省内大众价位产品开瓶。分产品看，我们预计第三季度受政商务需求较大下滑影响，M6+及以上产品通过停货等举措去化库存、稳定价盘，收入下滑幅度扩大；水晶梦、天之蓝等产品聚焦省内宴席场景，增加消费者端费用投入促进开瓶；海之蓝换代升级后基本完成省内流通渠道导入，产品口碑升级、预计收入降幅收窄；双沟大曲、头牌苏酒等其他产品受益于渠道推力、预计销售表现较好。分区域看，我们预计公司聚焦省内市场份额抢夺，下滑幅度或小于省外。

第三季度增加费投、利润端承压，销售收现同比降幅小于收入端。2025Q3 公司整体毛利率 53.52%/同比-12.72pcts，预计在产品结构下降以外，公司加大宴席场景买赠、货折等力度；25Q3 税金及附加/销售费用率/管理费用率分别为 19.78%/37.99%/13.02%，同比+1.94/+10.23/+2.76pcts，毛销差承压幅度扩大拖累净利率表现。2025Q3 销售收现 46.60 亿元/同比-27.41%，经营性现金流净额 3.50 亿元/同比-75.25%。截至 2025Q3 末合同负债 64.24 亿元/环比+5.46 亿元/同比-4.82 亿元，需求压力下公司纾困渠道、增加投入，打款信心已有所回升，但整体收款和发货节奏仍较去年偏慢。

盈利预测与投资建议：后续看，消费场景及需求复苏仍具有不确定性，公司策略聚焦省内份额抢夺，预计经营节奏延续前三季度，具体为次高端及以上产品降低回款要求，水晶梦及以下产品继续加强宴席场景和消费者培育。公司调整时点早于行业，我们预计春节在大众需求支撑下表现同比降幅有望逐步收窄。略微下调此前收入及净利润预测，预计 2025-2027 年营业总收入 195.6/200.1/211.5 亿元，同比 -32.3%/+2.3%/+5.7%（前值同比 -29.6%/+4.8%/+5.5%）；预计归母净利润 39.8/40.5/43.9 亿元，同比 -40.3%/+1.6%/+8.5%（前值同比-31.8%/+5.8%/+8.2%）。当前股价对应 25/26 年 26.8/26.4xP/E；根据 70 亿元现金分红指引计算今年分红率 172%，对应 6.6%股息率安全边际，截至 9/30 货币资金 154 亿元、预计能兑现分红规划，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	19,556	20,006	21,151
(+/-%)	10.0%	-12.8%	-32.3%	2.3%	5.7%
净利润(百万元)	10016	6673	3984	4049	4391
(+/-%)	6.8%	-33.4%	-40.3%	1.6%	8.5%
每股收益(元)	6.65	4.43	2.64	2.69	2.92
EBIT Margin	36.9%	30.3%	25.4%	26.3%	27.8%
净资产收益率(ROE)	19.3%	12.9%	7.8%	7.9%	8.6%
市盈率(PE)	10.7	16.0	26.8	26.4	24.3
EV/EBITDA	9.6	13.0	22.2	20.7	18.7
市净率(PB)	2.06	2.07	2.08	2.09	2.10

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

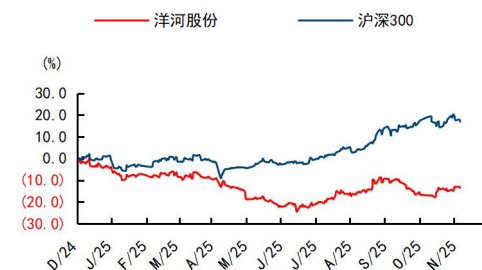
食品饮料·白酒 II

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 70.56 元
总市值/流通市值 106295/106292 百万元
52 周最高价/最低价 95.00/63.17 元
近 3 个月日均成交额 437.96 百万元

市场走势

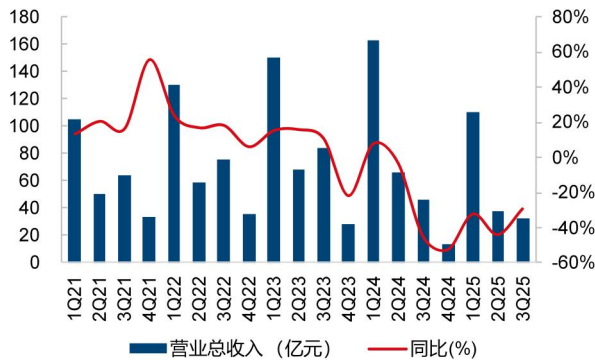


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

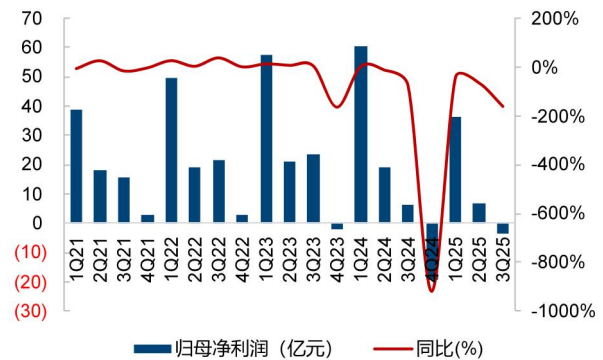
《洋河股份（002304.SZ）-2025H1 报表持续释放压力，公司聚焦主导产品控量挺价》——2025-08-19
《洋河股份（002304.SZ）-第三季度加速调整，收入及净利润降幅环比扩大》——2024-11-01
《洋河股份（002304.SZ）-第二季度业绩承压，现金分红回报指引积极》——2024-08-31
《洋河股份（002304.SZ）-2023 年分红率提升，2024 年第一季度经营平稳》——2024-05-05
《洋河股份（002304.SZ）-经营稳健务实，全年收入目标增速双位数》——2024-03-28

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



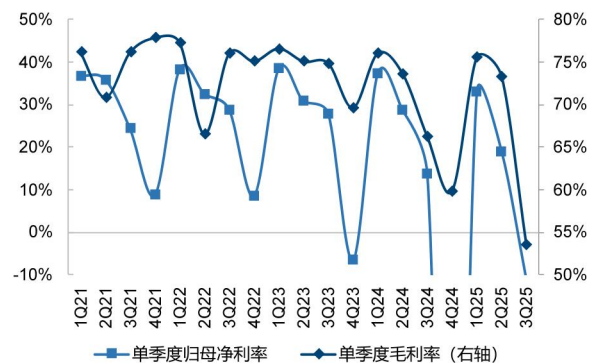
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



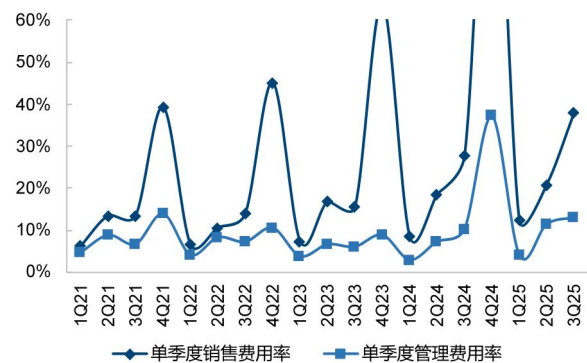
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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	20,336	21,304	19,556	20,006	-3.8%	-6.1%
收入同比增速%	-12.8%	-29.6%	4.8%	-32.3%	2.3%	-2.7pcts	-2.46pcts
毛利率%	73.2%	71.1%	71.1%	69.8%	68.4%	-1.39pcts	-2.7pcts
销售费用率%	19.1%	19.7%	19.0%	21.0%	20.0%	1.3pcts	1pcts
管理费用率%	6.7%	6.7%	6.5%	6.8%	6.5%	0.1pcts	0pcts
归母净利润(百万元)	6,673	4,554	4,818	3,984	4,049	-12.5%	-16.0%
归母净利润同比增速%	-33.4%	-31.8%	5.8%	-40.3%	1.6%	-8.54pcts	-4.16pcts
净利率%	23.1%	22.4%	22.6%	20.4%	20.2%	-2.02pcts	-2.37pcts
EPS(元)	4.43	3.02	3.20	2.64	2.69	-12.5%	-16.0%

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	
			2025/11/3	2025/11/3	2024A	2025E	2024A	2025E	2024A	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,435	17,970	862.3	921.2	20.8	19.5		
000858.SZ	五粮液	优于大市	119	4,618	318.5	283.7	14.5	16.3		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	135	1,988	134.7	122.1	14.8	16.3		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	193	2,356	122.4	122.5	19.2	19.2		
002304.SZ	洋河股份	中性	71	1,068	66.73	39.84	16.0	26.8		
000799.SZ	酒鬼酒	中性	63	206	0.1	0.5	1650.5	421.8		

600702.SH	舍得酒业	中性	62	207	3.5	5.6	59.8	37.0
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	159	842	55.2	49.9	15.3	16.9
603589.SH	口子窖	优于大市	32	194	16.6	10.8	11.7	18.0
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	43	344	25.9	21.3	13.3	16.1
603369.SH	今世缘	优于大市	39	484	34.1	29.0	14.2	16.7

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	20275	20788	22918	营业收入	33126	28876	19556	20006	21151
应收款项	588	439	322	317	342	营业成本	8200	7751	5914	6324	6541
存货净额	18954	19733	18934	18443	17278	营业税金及附加	5269	4826	3129	3001	3173
其他流动资产	1329	2024	1078	1252	1245	销售费用	5387	5516	4107	4001	4082
流动资产合计	52535	50325	46989	47180	48162	管理费用	1823	1986	1402	1373	1426
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)
资产总计	69792	67345	63480	63104	63415	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	5324	5414	5869
应付款项	1426	1265	944	955	1001	营业外净收支	(25)	(18)	(18)	(21)	(19)
其他流动负债	15725	13970	10657	10479	10972	利润总额	13218	9143	5307	5393	5849
流动负债合计	17176	15259	11600	11434	11973	所得税费用	3197	2477	1327	1348	1462
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	5	(7)	(4)	(4)	(4)
其他长期负债	567	394	394	394	394	归属于母公司净利润	10016	6673	3984	4049	4391
长期负债合计	567	394	394	394	394	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	17742	15652	11994	11828	12367	净利润	10016	6673	3984	4049	4391
少数股东权益	111	105	105	105	105	资产减值准备	(1)	9	2	(1)	(1)
股东权益	51939	51588	51381	51171	50943	折旧摊销	698	648	399	460	483
负债和股东权益总计	69792	67345	63480	63104	63415	公允价值变动损失	34	385	407	446	512
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(755)	(611)	(623)	(498)	(498)
每股收益	6.65	4.43	2.64	2.69	2.92	营运资本变动	(3771)	(2411)	(1770)	155	1686
每股红利	3.74	4.66	2.78	2.83	3.07	其它	3	(8)	(2)	1	1
每股净资产	34.48	34.25	34.11	33.97	33.82	经营活动现金流	6980	5296	3020	5110	7072
ROIC	23.28%	15.33%	10%	11%	13%	资本开支	0	(931)	(279)	(338)	(323)
ROE	19.28%	12.94%	8%	8%	9%	其它投资现金流	2147	(529)	0	0	0
毛利率	75%	73%	70%	68%	69%	投资活动现金流	950	(1466)	(279)	(338)	(323)
EBIT Margin	37%	30%	25%	26%	28%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	39%	33%	27%	29%	30%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	10%	-13%	-32%	2%	6%	支付股利、利息	(5634)	(7020)	(4191)	(4259)	(4620)
净利润增长率	7%	-33%	-40%	2%	8%	其它融资现金流	4777	6146	(24)	0	0
资产负债率	26%	23%	19%	19%	20%	融资活动现金流	(6493)	(7894)	(4215)	(4259)	(4620)
股息率	5.3%	6.6%	3.9%	4.0%	4.3%	现金净变动	1437	(4064)	(1474)	513	2130
P/E	10.7	16.0	26.8	26.4	24.3	货币资金的期初余额	24375	25813	21748	20275	20788
P/B	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	货币资金的期末余额	25813	21748	20275	20788	22918
EV/EBITDA	9.6	13.0	22.2	20.7	18.7	企业自由现金流	0	3688	2071	4224	6257
						权益自由现金流	0	9834	2047	4224	6257

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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所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