

泉阳泉（600189）

2026 年中报点评：区域成长持续兑现，盈利进入修复通道

买入（维持）

2026 年 08 月 25 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	1,198	1,258	1,550	1,894	2,261
同比（%）	6.77	5.01	23.23	22.16	19.42
归母净利润（百万元）	6.14	15.08	67.82	186.31	295.79
同比（%）	101.34	145.53	349.78	174.71	58.77
EPS-最新摊薄（元/股）	0.01	0.02	0.09	0.26	0.41
P/E（现价&最新摊薄）	853.64	347.67	77.30	28.14	17.72

投资要点

■ **事件：**公司发布 2026 年中期业绩公告。公司 2026H1 实现营收 7.8 亿元、同比+13.5%，实现归母净利润 0.4 亿元、同比+65.0%，其中 2026Q2 实现营收 4.4 亿元、同比+16.4%，实现归母净利润 0.3 亿元、同比+56.3%。

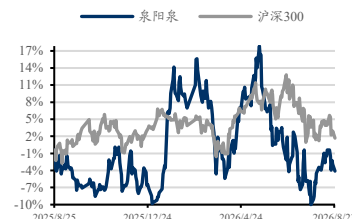
■ **矿泉水主业更聚焦，辽京市场加速放量。**2026H1 公司实现营收 7.8 亿元、同比+13.5%，全年 15 亿元营收目标已完成过半，其中矿泉水、门业分别实现营收 7.2、0.4 亿元，分别同比+34.4、-51.5%，矿泉水主业延续高增态势、门业受地产及宏观因素掣肘经营承压，此外 26H1 园林业务剥离深入推进，经营重心更向主业倾斜。1）矿泉水主业收入增长强劲：26H1 核心子公司泉阳泉饮品实现收入 7.1 亿元、同比+32.2%，其中累计销量达 103.6 万吨、同比+33.0%，全年 200 万吨矿泉水销量目标亦已半数完成。在“一个中心、两翼齐飞、挺进京津、全国布局”战略引领下，吉林大本营市场夯实龙头地位，辽宁/北京市场是当前区域扩张核心抓手，黑龙江市场正不断渗透，其中辽宁市场自 2025 年开始进入加速放量阶段，2024、2025、26H1 销量分别同比增长 26%、56%、74%；北京、黑龙江市场尚处品牌发展初期，市场基数相对较低，26H1 销量分别同比增长 156%、79%。2）特色饮料第二曲线培育久久为功：26H1 食品公司实现营收 0.2 亿元、同比增长 29.8%，其中白桦树汁销量同比增长 191%、野生蓝莓汁在电商平台稳定获得好评，特色饮料业务尚处于培育初期，基地市场认知教育仍需时间，公司将持续加大培育力度。

■ **表观盈利逐步修复，内在盈利行稳致远。**26H1 公司实现销售净利率 8.0%、同比+1.7pct，其中 Q2 实现销售净利率 10.0%、同比+1.1pct，表观盈利水平逐步向水业盈利中枢靠拢，内在盈利能力表现则相对稳健。1）规模效应释放缓解大包装对毛利侵蚀：26H1 毛利率为 36.2%、同比-0.9pct，其中 Q2 毛利率 35.4%、同比-4.4pct，毛利率疲弱主要受产品结构拖累，公司尚处于全国化发展初期，低毛利大包装产品占比偏高、侵蚀盈利中枢，但伴随辽宁、北京市场加速放量，规模效应释放带来吨成本优化，26H1 单位生产成本同比减少 2.3 元/吨。2）区域扩张与品牌培育阶段费投边际加大，26H1 销售费用率为 12.0%、同比+0.5pct，但资产结构优化推动组织效率提升，26H1 管理费用率同比下降 1.3pct 至 6.4%。3）大力优化资产结构，陈年历史包袱稳步出清：2025 年开始公司有序推进园林业务剥离、同时积极清理非核心资产，在矿泉水主业盈利稳健背景下，26H1 归母净利润同比+65.0%，主要系 2025 年同期因东旭蓝天退市后债权信用风险增加而计提相关减值准备 0.31 亿元本期并未发生。

■ **盈利预测与投资评级：**泉阳泉是吉林省天然矿泉水龙头，矿泉水资产禀赋优秀，兼具区域扩张成长性和盈利弹性。我们微调 2026~2028 年归母净利润为 0.7、1.9、3.0 亿元（原预期为 0.7、1.9、3.1 亿元），同比+350%、+175%、+59%，对应 PE 为 77、28、18x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**资产剥离/扩产项目落地不及预期，运输设施建设不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.33
一年最低/最高价	6.83/9.19
市净率(倍)	4.24
流通 A 股市值(百万元)	5,242.40
总市值(百万元)	5,242.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	1.73
资产负债率(%，LF)	65.20
总股本(百万股)	715.20
流通 A 股(百万股)	715.20

相关研究

《泉阳泉(600189)：2026 年中报业绩预告点评：水业延续高增，盈利加速修复》

2026-07-12

《泉阳泉(600189)：白山松水有活泉》

2026-06-25

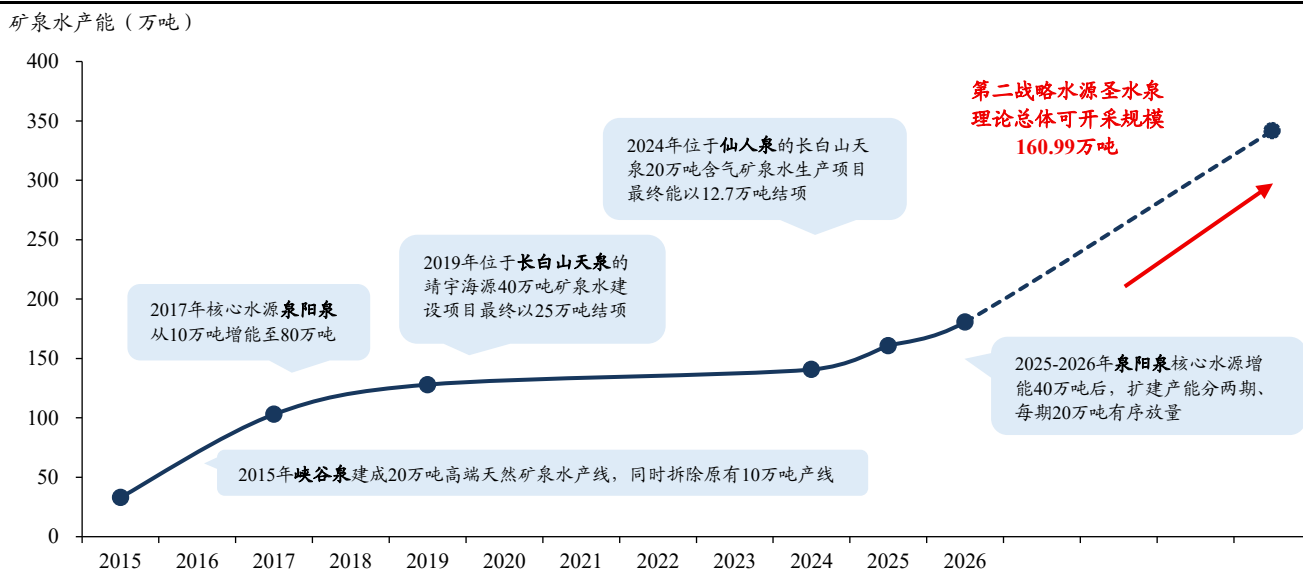
增能扩产梯次推进，增厚区域放量安全垫

泉阳泉产能扩张路径清晰，核心天然矿泉水源最早自 2002 年取得采矿许可证，初期生产规模为 10 万吨/年、2017 年首次扩容至 80 万吨/年，此后长白山天泉、仙人泉等产能建设项目陆续竣工投产，2024 年天然矿泉水整体产能大致 140 万吨。伴随 2021 年以来核心市场需求扩张及渠道精耕，产能利用率迅速拉升，2024 年开始公司从战略布局上陆续启动多个增能扩产项目，有效保障公司从吉林向东北全区域辐射、再到以京津为切入点顺势南下的战略蓝图。

1) 泉阳泉核心水源增能 40 万吨并分批次扩产落地：2024 年在吉林省政府和市县支持下，公司完成泉阳泉水源采矿权增能 40 万吨至 120 万吨的手续办理。水源增能后通过扩建工厂实现产能落地、并分两期有节奏释放，2025 年第一期 20 万吨项目已顺利投产，项目产能主要集中在 600ml 和 2L 拳头产品。26H1 二期生产线主体已经完工、并于 7 月全面投产。

2) 前瞻储备第二战略水源“圣水泉”：圣水泉水源感官指标良好，泉水从口感上与核心水源泉阳泉极其相似，同时是目前具备符合直接开发条件的距离最近的水源。2024 年公司与吉林省白山市自然资源局签署《探矿权出让合同》，已取得圣水泉天然矿泉水探矿权。26H1 圣水泉一期 80 万吨矿泉水开发项目完成地勘/设计/取水评价等前期工作，理论总体可开采规模达 160.99 万吨，储备中长期产能扩张核心水源。

图1：泉阳泉产能扩张路径梳理



数据来源：公司公告，吉林省自然资源厅，东吴证券研究所

注：2026 年数据统计时间截至 2026 年 8 月

泉阳泉三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,619	3,046	3,723	4,644	营业总收入	1,258	1,550	1,894	2,261
货币资金及交易性金融资产	958	1,012	1,318	1,853	营业成本(含金融类)	800	984	1,110	1,252
经营性应收款项	344	374	451	538	税金及附加	30	34	42	51
存货	187	178	213	259	销售费用	148	163	177	189
合同资产	888	1,085	1,326	1,583	管理费用	122	144	167	187
其他流动资产	241	398	416	412	研发费用	13	21	23	27
非流动资产	1,563	1,640	1,686	1,676	财务费用	35	38	38	21
长期股权投资	47	47	47	47	加:其他收益	18	13	17	24
固定资产及使用权资产	714	705	699	675	投资净收益	14	12	13	14
在建工程	41	37	33	30	公允价值变动	(3)	(8)	(5)	(2)
无形资产	83	79	74	69	减值损失	(57)	(52)	2	10
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	18	18	19	18	营业利润	82	133	365	580
其他非流动资产	659	754	813	837	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	4,182	4,686	5,409	6,320	利润总额	82	133	365	580
流动负债	2,433	2,717	3,020	3,328	减:所得税	28	20	55	87
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,361	1,462	1,562	1,662	净利润	53	113	311	493
经营性应付款项	501	603	681	768	减:少数股东损益	38	45	124	197
合同负债	302	337	431	516	归属母公司净利润	15	68	186	296
其他流动负债	269	315	346	381	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.02	0.09	0.26	0.41
非流动负债	291	399	509	619	EBIT	176	171	404	601
长期借款	112	212	312	412	EBITDA	260	264	505	708
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.43	36.54	41.38	44.63
租赁负债	3	13	23	33	归母净利率(%)	1.20	4.38	9.84	13.08
其他非流动负债	175	173	173	173	收入增长率(%)	5.01	23.23	22.16	19.42
负债合计	2,724	3,116	3,528	3,947	归母净利润增长率(%)	145.53	349.78	174.71	58.77
归属母公司股东权益	1,226	1,294	1,480	1,776					
少数股东权益	231	276	400	598					
所有者权益合计	1,457	1,570	1,881	2,374					
负债和股东权益	4,182	4,686	5,409	6,320					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	280	142	253	432	每股净资产(元)	1.71	1.81	2.07	2.48
投资活动现金流	(520)	(357)	(260)	(307)	最新发行在外股份(百万股)	715	715	715	715
筹资活动现金流	(138)	195	192	188	ROIC(%)	3.90	4.69	9.75	12.36
现金净增加额	(378)	(20)	185	313	ROE-摊薄(%)	1.23	5.24	12.58	16.65
折旧和摊销	85	94	102	107	资产负债率(%)	65.15	66.49	65.23	62.44
资本开支	(148)	(78)	(90)	(78)	P/E (现价&最新股本摊薄)	347.67	77.30	28.14	17.72
营运资本变动	95	(117)	(167)	(168)	P/B (现价)	4.27	4.05	3.54	2.95

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(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>