

洋河股份 (002304.SZ)

秩序逐步恢复，期待积极变革

公司 25Q3 实现收入/归母净利润 32.9/-3.7 亿元，分别同比-29.0%/-158.4%，收入降幅收窄，利润降幅超此前预期，公司严格控货清理市场库存，渠道反馈，省内库存有明显下降，控货清库存取得一定成效。调整周期收入下降费用刚性支出，净利率阶段性转负。

□ 25Q3 收入/归母净利润同比-29%/-158%，控货清库存取得一定成效。公司披露 2025 年三季报，前三季度实现收入/归母净利润 180.9/39.8 亿元，同比-34.3%/-53.7%，单 Q3 实现收入/归母净利润 32.9/-3.7 亿元，分别同比-29.0%/-158.4%，收入降幅收窄，利润降幅超此前预期，公司严格控货清理市场库存，渠道反馈，省内库存有明显下降。单 Q3 现金回款 46.6 亿元，同比-27.4%，经营现金流净额 3.5 亿，同比-75.3%，期末合同负债 64.2 亿元，环比增加 5.5 亿元，同比+29.4%，预收款上升，印证了企业克制发货，主动维护批价水平，市场秩序逐步好转。

□ 调整周期收入下降费用刚性支出，净利率阶段性转负。公司 25Q3 实现毛利率 53.5%，同比下降 12.7pcts。Q3 销售费用率 38.0%，同比大幅提升 10.2pcts，销售费用绝对金额同比略降，主要系收入大幅下滑被动抬升，维持渠道投入持续去库存。Q3 主营税金率/管理费用率为 19.8%/13.0%，分别同比+2.0/+2.8pcts，公司实现净利率-11.3%，同比下降 24.8pcts。

□ 投资建议：秩序恢复，期待积极变革，维持“增持”评级。新董事长上任后，提出“先求稳，再求变”，公司加快去包袱进程，近期工作围绕稳定价盘、整顿秩序、恢复信心展开，在市场秩序恢复后，明年重点推进“三个聚焦”：聚焦品牌、产品、区域，期待公司在消费者侧有更多动作，带动收入企稳回升。公司三年分红方案保障 25-26 年 70 亿分红下限，对应当前股息率 6.6%，股息有支撑。我们下调 25-27 年 EPS 为 2.21、2.73、3.00 元，对应 25 年 32 倍 PE，维持“增持”评级。

□ 风险提示：经销商退出、需求下行、行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	33126	28876	18692	19557	20640
同比增长	10%	-13%	-35%	5%	6%
营业利润(百万元)	13243	9161	4556	5639	6199
同比增长	6%	-31%	-50%	24%	10%
归母净利润(百万元)	10016	6673	3333	4116	4527
同比增长	7%	-33%	-50%	24%	10%
每股收益(元)	6.65	4.43	2.21	2.73	3.00
PE	10.6	16.0	32.0	25.9	23.6
PB	2.1	2.1	2.2	2.4	2.3

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

消费品/食品饮料

目标估值：NA

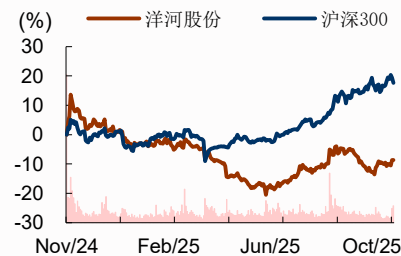
当前股价：70.8 元

基础数据

总股本（百万股）	1506
已上市流通股（百万股）	1506
总市值（十亿元）	106.7
流通市值（十亿元）	106.7
每股净资产（MRQ）	32.2
ROE（TTM）	4.3
资产负债率	18.2%
主要股东	江苏洋河集团有限公司
主要股东持股比例	34.18%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	7	-11
相对表现	3	-17	-30



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《洋河股份 (002304) — 业绩承压，加速出清》2025-08-19
- 2、《洋河股份 (002304) — 竞争加剧，深度调整》2025-04-29
- 3、《洋河股份 (002304) — 主动调整，清理包袱》2024-10-31

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

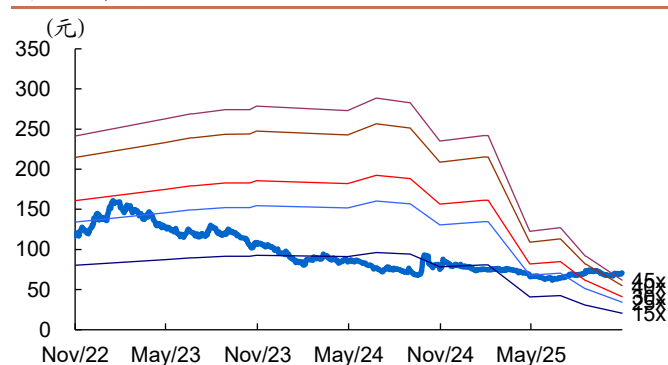
✉ liucheng5@cmschina.com.cn

洋河股份单季度利润表

单位: 百万元	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	2023	2024
一、营业总收入	2843	16255	6621	4641	1360	11066	3729	3295	33126	28876
二、营业总成本	3356	8179	4081	4045	3218	6247	2807	3840	20153	19523
其中: 营业成本	864	3895	1743	1567	546	2701	995	1531	8200	7751
营业税金及附加	526	2602	813	828	583	1733	682	652	5269	4826
营业费用	1825	1385	1228	1288	1616	1370	779	1251	5387	5516
管理费用	250	463	478	476	507	440	425	429	1764	1925
研发费用	90	19	28	10	48	64	9	27	285	105
财务费用	-202	-186	-210	-122	-93	-61	-87	-47	-755	-611
资产减值损失	2	0	1	-2	12	0	3	-3	2	11
三、其他经营收益	177	-4	-13	248	-424	18	162	132	269	-193
公允价值变动收益	24	19	3	22	17	29	4	14	56	60
投资收益	153	-54	-175	195	-362	-32	95	-45	-37	-396
其他收益	6	33	160	32	-78	23	62	162	256	146
四、营业利润	-336	8072	2528	844	-2282	4837	1085	-414	13243	9161
加: 营业外收入	11	7	22	14	9	6	5	2	39	52
减: 营业外支出	17	0	3	23	44	3	3	16	64	70
五、利润总额	-342	8079	2547	834	-2316	4841	1087	-429	13218	9143
减: 所得税	-142	2026	652	207	-407	1208	385	-56	3197	2477
六、净利润	-200	6053	1895	628	-1909	3633	703	-373	10021	6666
减: 少数股东损益	-12	-2	3	-4	-4	-4	-4	-4	5	-7
七、归属母公司净利润	-188	6055	1892	631	-1905	3637	707	-369	10016	6673
EPS	-0.12	4.02	1.26	0.42	-1.26	2.41	0.47	-0.24	6.65	4.43
主要比率										
毛利率	69.6%	76.0%	73.7%	66.2%	59.9%	75.6%	73.3%	53.5%	75.2%	73.2%
主营税金率	18.5%	16.0%	12.3%	17.8%	42.9%	15.7%	18.3%	19.8%	15.9%	16.7%
营业费率	64.2%	8.5%	18.5%	27.8%	118.8%	12.4%	20.9%	38.0%	16.3%	19.1%
管理费率	8.8%	2.8%	7.2%	10.3%	37.3%	4.0%	11.4%	13.0%	5.3%	6.7%
营业利润率	-11.8%	49.7%	38.2%	18.2%	-168%	43.7%	29.1%	-12.6%	40.0%	31.7%
实际税率	41.6%	25.1%	25.6%	24.8%	17.6%	25.0%	35.4%	13.0%	24.2%	27.1%
净利率	-6.6%	37.3%	28.6%	13.6%	-140%	32.9%	18.9%	-11.2%	30.2%	23.1%
YoY										
收入增长率	-21.5%	8.0%	-3.0%	-44.8%	-52.2%	-31.9%	-43.7%	-29.0%	10%	-12.8%
营业利润增长率	-216%	5.0%	-7.8%	-73.2%	579.9%	-40.1%	-57.1%	-149%	6%	-30.8%
净利润增长率	-161%	5.0%	-9.7%	-73.0%	916.0%	-39.9%	-62.7%	-158%	7%	-33.4%

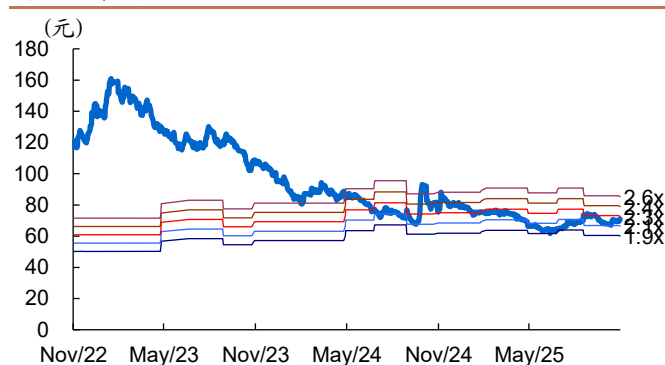
资料来源: 公司报表

图 1: 洋河股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 洋河股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《洋河股份（002304）—业绩承压，加速出清》2025-08-19
- 2、《洋河股份（002304）—竞争加剧，深度调整》2025-04-29
- 3、《洋河股份（002304）—主动调整，清理包袱》2024-10-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	52535	50325	43878	40836	43301
现金	25813	21748	20553	17648	19182
交易性投资	5851	6380	6380	6380	6380
应收票据	526	413	268	280	295
应收款项	4	9	2	2	2
其它应收款	58	17	11	12	12
存货	18954	19733	15351	15141	15980
其他	1329	2024	1313	1373	1449
非流动资产	17258	17020	17040	17058	17075
长期股权投资	1230	1235	1235	1235	1235
固定资产	5306	5572	5823	6047	6246
无形资产商誉	2049	2080	1872	1685	1516
其他	8673	8133	8110	8091	8076
资产总计	69792	67345	60918	57894	60376
流动负债	17176	15259	12507	12376	12899
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1426	1265	984	971	1025
预收账款	11105	10344	8050	7940	8380
其他	4645	3650	3472	3465	3494
长期负债	567	394	394	394	394
长期借款	0	0	0	0	0
其他	567	394	394	394	394
负债合计	17742	15652	12900	12770	13293
股本	1506	1506	1506	1506	1506
资本公积金	931	930	930	930	930
留存收益	49502	49152	45480	42591	44554
少数股东权益	111	105	101	97	92
归属于母公司所有者权益	51939	51588	47916	45028	46991
负债及权益合计	69792	67345	60918	57894	60376

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6130	4629	6010	4225	4203
净利润	10021	6666	3329	4112	4522
折旧摊销	702	665	832	834	836
财务费用	3	(1)	(660)	(713)	(511)
投资收益	(256)	(146)	(16)	(15)	(236)
营运资金变动	(4527)	(2515)	2541	6	(408)
其它	187	(40)	(17)	1	1
投资活动现金流	661	(1302)	(837)	(837)	(616)
资本支出	(1112)	(1454)	(853)	(853)	(853)
其他投资	1773	152	16	15	236
筹资活动现金流	(5608)	(7050)	(6369)	(6292)	(2052)
借款变动	(848)	(591)	(24)	0	0
普通股增加	(1)	0	0	0	0
资本公积增加	82	(0)	0	0	0
股利分配	(5636)	(7020)	(7005)	(7005)	(2564)
其他	794	562	660	713	511
现金净增加额	1183	(3723)	(1195)	(2905)	1534

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	33126	28876	18692	19557	20640
营业成本	8200	7751	6033	5950	6280
营业税金及附加	5269	4826	3215	3266	3344
营业费用	5387	5516	4094	4048	4169
管理费用	1764	1925	1402	1310	1321
研发费用	285	105	68	71	75
财务费用	(755)	(611)	(660)	(713)	(511)
资产减值损失	(7)	(13)	0	0	0
公允价值变动收益	(37)	(396)	(196)	(196)	4
其他收益	56	60	66	72	79
投资收益	256	146	146	139	153
营业利润	13243	9161	4556	5639	6199
营业外收入	39	52	52	52	52
营业外支出	64	70	70	70	70
利润总额	13218	9143	4538	5621	6181
所得税	3197	2477	1209	1509	1660
少数股东损益	5	(7)	(3)	(4)	(5)
归属于母公司净利润	10016	6673	3333	4116	4527

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	10%	-13%	-35%	5%	6%
营业利润	6%	-31%	-50%	24%	10%
归母净利润	7%	-33%	-50%	24%	10%
获利能力					
毛利率	75.2%	73.2%	67.7%	69.6%	69.6%
净利率	30.2%	23.1%	17.8%	21.0%	21.9%
ROE	20.2%	12.9%	6.7%	8.9%	9.8%
ROIC	18.9%	11.9%	5.7%	7.7%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	25.4%	23.2%	21.2%	22.1%	22.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.1	3.3	3.5	3.3	3.4
速动比率	2.0	2.0	2.3	2.1	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	60.2	60.6	54.0	71.0	71.2
应付账款周转率	5.9	5.8	5.4	6.1	6.3
每股资料(元)					
EPS	6.65	4.43	2.21	2.73	3.00
每股经营净现金	4.07	3.07	3.99	2.80	2.79
每股净资产	34.48	34.25	31.81	29.89	31.19
每股股利	4.66	4.65	4.65	4.65	4.65
估值比率					
PE	10.6	16.0	32.0	25.9	23.6
PB	2.1	2.1	2.2	2.4	2.3
EV/EBITDA	7.8	11.3	21.7	17.8	15.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。