



# 洋河股份 (002304.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 表观延续出清，关注渠道改革成效

### 业绩简评

2026年4月27日，公司披露2025年年报及2026年一季报，具体而言：1) 25年实现营收192.1亿元，同比-33.5%；归母净利22.1亿元，同比-66.9%。2) 26Q1实现营收81.9亿元，同比-26.0%；归母净利24.5亿元，同比-32.7%。3) 25Q4+26Q1合计实现营收93.1亿元，同比-25.1%；归母净利6.78亿元，同比-60.9%。

### 经营分析

公司2025年至今营销工作以“稳价盘、促动销、提势能”为主导，期内针对梦6+、海之蓝等核心产品进行控量稳价。同期，公司亦对销售架构推进改革，例如将原有26个营销中心精简整合至14个战区、战区以推进市场运营为核心；单设7大事业部并下设相应业务单元、推进专业化运营等。

**拆分量价情况：**25年公司白酒销量同比-26%至10.3万吨，吨价同比-10%至18.2万元/吨。具体而言：

1) 分档次来看：25年中高档/低档白酒分别实现营收165.4/22.3亿元，同比-32%/-43%，其中毛利率-1.1pct/-8.7pct至77.6%/36.6%；考虑到期内推进控量稳价，预计海之蓝/梦6+下滑幅度相对高于天之蓝/梦3等。

2) 分区域来看：25年省内/省外销售分别实现营收86.2/101.6亿元，同比-32.4%/-34.5%。25年末省内/省外经销商数量分别较24年末-66/-429家至2933/5438家。

**从报表结构来看：**1) 25年归母净利率同比-11.6pct至11.5%，其中毛利率同比-1.6pct至71.6%，销售费用率同比+8.0pct、管理费用率+2.7pct、税金及附加占比+1.1pct。26Q1归母净利率同比-3.0pct至29.9%，毛利率已相对平稳，主要系管理费用率+1.4pct、税金及附加占比+1.7pct。2) 26Q1末合同负债余额54.1亿元，△合同负债+26Q1营收同比-22%；26Q1销售收现62.6亿元、同比-36%。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计26-28年收入分别-10.0%/+6.9%/+10.8%；归母净利分别-16.4%/+21.7%/+32.6%，对应归母净利分别18.5/22.5/29.8亿元；EPS为1.22/1.49/1.98元，公司股票现价对应PE估值分别为40.4/33.2/25.0倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济恢复不及预期，区域市场竞争加剧，行业政策风险，食品安全风险。

### 食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：49.43 元

### 相关报告：

- 《洋河股份公司点评：底部仍有调整，关注渠道面貌修复》，2025.10.31
- 《洋河股份公司点评：业绩仍在出清，稳价去库静候改善》，2025.8.18
- 《洋河股份公司点评：业绩低于预期，厂商基本盘仍待优化》，2025.4.29



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,876	19,211	17,281	18,467	20,463
营业收入增长率	-12.8%	-33.5%	-10.0%	6.9%	10.8%
归母净利润(百万元)	6,673	2,206	1,845	2,245	2,976
归母净利润增长率	-33.4%	-66.9%	-16.4%	21.7%	32.6%
摊薄每股收益(元)	4.43	1.46	1.22	1.49	1.98
每股经营性现金流净额	3.07	-0.51	0.78	1.44	2.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.9%	4.7%	3.9%	4.8%	6.4%
P/E	18.9	41.5	40.4	33.2	25.0
P/B	2.4	2.0	1.6	1.6	1.6

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	33,126	28,876	19,211	17,281	18,467	20,463
增长率		-12.8%	-33.5%	-10.0%	6.9%	10.8%
主营业务成本	-8,200	-7,751	-5,456	-5,100	-5,363	-5,779
%销售收入	24.8%	26.8%	28.4%	29.5%	29.0%	28.2%
毛利	24,926	21,125	13,756	12,181	13,104	14,684
%销售收入	75.2%	73.2%	71.6%	70.5%	71.0%	71.8%
营业税金及附加	-5,269	-4,826	-3,418	-3,074	-3,230	-3,518
%销售收入	15.9%	16.7%	17.8%	17.8%	17.5%	17.2%
销售费用	-5,387	-5,516	-5,206	-5,000	-5,200	-5,400
%销售收入	16.3%	19.1%	27.1%	28.9%	28.2%	26.4%
管理费用	-1,764	-1,925	-1,790	-1,750	-1,800	-1,900
%销售收入	5.3%	6.7%	9.3%	10.1%	9.7%	9.3%
研发费用	-285	-105	-145	-130	-139	-154
%销售收入	0.9%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	12,221	8,753	3,198	2,226	2,735	3,712
%销售收入	36.9%	30.3%	16.6%	12.9%	14.8%	18.1%
财务费用	755	611	284	246	224	210
%销售收入	-2.3%	-2.1%	-1.5%	-1.4%	-1.2%	-1.0%
资产减值损失	-2	-11	-128	0	0	0
公允价值变动收益	-37	-396	-288	0	0	0
投资收益	228	132	341	100	100	100
%税前利润	1.7%	1.4%	9.8%	3.8%	3.2%	2.5%
营业利润	13,243	9,161	3,477	2,614	3,101	4,064
营业利润率	40.0%	31.7%	18.1%	15.1%	16.8%	19.9%
营业外收支	-25	-18	-13	0	0	0
税前利润	13,218	9,143	3,464	2,614	3,101	4,064
利润率	39.9%	31.7%	18.0%	15.1%	16.8%	19.9%
所得税	-3,197	-2,477	-1,273	-784	-868	-1,097
所得税率	24.2%	27.1%	36.7%	30.0%	28.0%	27.0%
净利润	10,021	6,666	2,191	1,830	2,233	2,966
少数股东损益	5	-7	-15	-15	-12	-10
归属于母公司的净利润	10,016	6,673	2,206	1,845	2,245	2,976
净利率	30.2%	23.1%	11.5%	10.7%	12.2%	14.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	10,021	6,666	2,191	1,830	2,233	2,966
少数股东损益	5	-7	-15	-15	-12	-10
非现金支出	732	708	882	743	823	912
非经营收益	-18	249	-180	-94	-147	-150
营运资金变动	-4,604	-2,995	-3,656	-1,298	-739	-451
经营活动现金净流	6,130	4,629	-763	1,182	2,170	3,276
资本开支	-1,110	-1,452	-678	-819	-898	-988
投资	1,513	-4	-301	0	0	0
其他	258	154	350	100	100	100
投资活动现金净流	661	-1,302	-629	-719	-798	-888
股权募资	57	0	7	0	0	0
债权募资	0	0	98	-48	-81	0
其他	-5,665	-7,050	-7,036	-1,850	-2,248	-2,978
筹资活动现金净流	-5,608	-7,050	-6,931	-1,898	-2,329	-2,978
现金净流量	1,182	-3,720	-8,326	-1,435	-957	-589

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	25,813	21,748	13,263	11,825	10,866	10,275
应收款项	849	1,530	202	539	576	1,048
存货	18,954	19,733	20,375	20,959	22,332	23,434
其他流动资产	6,918	7,313	8,745	8,748	8,749	8,750
流动资产	52,535	50,325	42,586	42,072	42,524	43,506
%总资产	75.3%	74.7%	72.7%	72.3%	72.4%	72.7%
长期投资	6,763	5,850	4,956	4,956	4,956	4,956
固定资产	6,763	7,484	7,503	7,557	7,610	7,663
%总资产	9.7%	11.1%	12.8%	13.0%	13.0%	12.8%
无形资产	2,057	2,197	2,005	2,023	2,041	2,060
非流动资产	17,258	17,020	16,010	16,085	16,212	16,341
%总资产	24.7%	25.3%	27.3%	27.7%	27.6%	27.3%
资产总计	69,792	67,345	58,596	58,157	58,735	59,847
短期借款	25	24	48	0	0	0
应付款项	3,451	3,331	3,162	3,374	3,529	3,755
其他流动负债	13,700	11,904	8,101	7,516	8,034	8,931
流动负债	17,176	15,259	11,311	10,890	11,563	12,686
长期贷款	0	0	81	81	0	0
长期负债	567	394	311	307	306	305
负债	17,742	15,652	11,703	11,279	11,869	12,991
普通股股东权益	51,939	51,588	46,797	46,797	46,797	46,797
其中：股本	1,506	1,506	1,506	1,506	1,506	1,506
未分配利润	48,746	48,399	43,605	43,605	43,605	43,605
少数股东权益	111	105	96	81	69	59
负债股东权益合计	69,792	67,345	58,596	58,157	58,735	59,847

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	6.649	4.430	1.464	1.225	1.490	1.976
每股净资产	34.478	34.245	31.065	31.065	31.065	31.065
每股经营现金净流	4.069	3.073	-0.507	0.784	1.440	2.175
每股股利	4.660	6.977	1.470	1.225	1.490	1.976
回报率						
净资产收益率	19.28%	12.94%	4.71%	3.94%	4.80%	6.36%
总资产收益率	14.35%	9.91%	3.76%	3.17%	3.82%	4.97%
投入资本收益率	17.71%	12.31%	4.30%	3.32%	4.20%	5.78%
增长率						
主营业务收入增长率	10.04%	-12.83%	-33.47%	-10.05%	6.86%	10.81%
EBIT 增长率	4.43%	-28.37%	-63.47%	-30.38%	22.86%	35.71%
净利润增长率	6.80%	-33.37%	-66.94%	-16.36%	21.66%	32.57%
总资产增长率	2.69%	-3.51%	-12.99%	-0.75%	0.99%	1.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	816.4	910.9	1,341.7	1,500.0	1,520.0	1,480.0
应付账款周转天数	62.4	63.3	69.7	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	58.5	70.4	114.9	127.8	119.7	108.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-60.79%	-54.37%	-43.56%	-40.61%	-38.75%	-37.49%
EBIT 利息保障倍数	-16.2	-14.3	-11.3	-9.0	-12.2	-17.7
资产负债率	25.42%	23.24%	19.97%	19.39%	20.21%	21.71%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	3	9	25
增持	0	0	1	3	4
中性	0	0	0	0	4
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.25</b>	<b>1.25</b>	<b>1.36</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究