

洋河股份 (002304.SZ)

出清持续，静待拐点

公司 2025 年公司实现营收 192.11 亿元，同比-33.47%；归母净利润 22.06 亿元，同比-66.94%。Q4+Q1 出清持续，现金流承压。全线产品去库承压下滑，省内调整进展快于省外。刚性支出致使费用率上升，盈利能力仍在探底。26 年继续整顿市场，静待拐点。

□ **Q4+Q1 出清持续，现金流承压。**2025 年公司实现营收 192.11 亿元，同比-33.47%；归母净利润 22.06 亿元，同比-66.94%；扣非净利润 21.35 亿元，同比-68.77%。单 Q4 实现营收/归母净利润 11.21 亿元/-17.69 亿元，同比-17.57%/减亏，收入降幅收窄。公司拟每 10 股派发现金红利 14.70 元(含税)，分红总额约 22.14 亿元，分红率约 100%。2025 年全年销售收现 194.12 亿元，同比-37.00%；经营性现金流净额-7.63 亿元(24 年同期为 46.29 亿元)，现金流承压。2026 年 Q1 公司实现营收/归母净利润 81.86 亿元/24.47 亿元，同比-26.03%/-32.73%，延续出清。Q1 末合同负债 54.1 亿，同比-22.9%。

□ **全线产品去库承压下滑，省内调整进展快于省外。**分产品看，2025 年中高档酒/普通酒营收 165.42/22.34 亿元，同比-31.97%/-43.17%，营收占比分别 86.1%/11.6%。中高档酒中，梦之蓝 M6+、天之蓝、海之蓝等主导产品控量稳价，渠道库存去化明显。普通酒降幅更大，系公司主动收缩洋河大曲、双沟大曲等低端产品线。分区域看，省内/省外营收 86.19/101.57 亿元，同比-32.39%/-34.47%，省外降幅略大于省内，省外仍处于收缩状态，省内出清进展较快。

□ **刚性支出致使费用率上升，盈利能力仍在探底。**公司 2025 年毛利率 71.6%，同比-1.6pct；销售/管理费用率 27.1%/9.3%，同比+8.0pct/+2.7pct，净利率 11.4%，同比-11.7pct。费用率上升主要因营收下滑幅度较大，绝对额层面销售费用同比-5.6%，管理费用同比-7.0%，公司已压缩费用开支。2026 年 Q1 毛利率 75.4%，同比-0.2pct；销售费用率 12.51%，同比+0.13pct；管理费用率 5.4%，同比+1.4pct；净利率 29.9%，同比-3.0pct。26Q1 盈利能力相对稳定。

□ **投资建议：26 年继续整顿市场，静待拐点，维持“增持”评级。**2025 年公司完成管理层换届，推动市场库存去化。26 年公司深入推进“整顿秩序、稳定价盘、恢复信心、强化协同、促进动销”工作，当前仍在出清过程中，静待拐点。我们下调 26-28 年 EPS 为 1.33、1.50、1.69 元，对应 26 年 37 倍 PE，维持“增持”评级。

□ **风险提示：调整不及预期、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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	28876	19211	16748	16686	16699
同比增长	-13%	-33%	-13%	-0%	0%
营业利润(百万元)	9161	3477	3051	3291	3547
同比增长	-31%	-62%	-12%	8%	8%
归母净利润(百万元)	6673	2206	2000	2254	2541
同比增长	-33%	-67%	-9%	13%	13%
每股收益(元)	4.43	1.46	1.33	1.50	1.69
PE	11.2	33.8	37.2	33.0	29.3
PB	1.4	1.6	1.6	1.6	1.5

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：49.43 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)	74.5
流通市值(十亿元)	74.5
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	-1	-29	-29
相对表现	-7	-30	-55



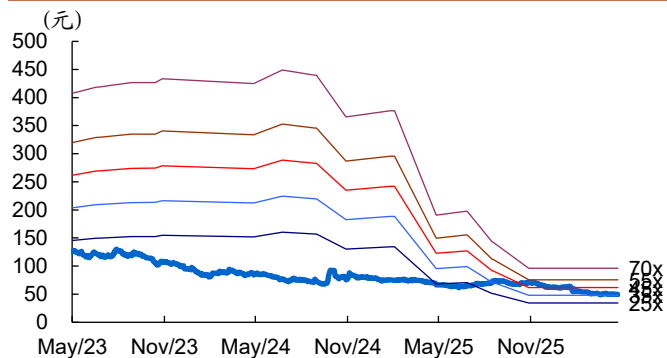
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《洋河股份(002304)一秩序逐步恢复，期待积极变革》2025-11-02
- 《洋河股份(002304)一业绩承压，加速出清》2025-08-19
- 《洋河股份(002304)一竞争加剧，深度调整》2025-04-29

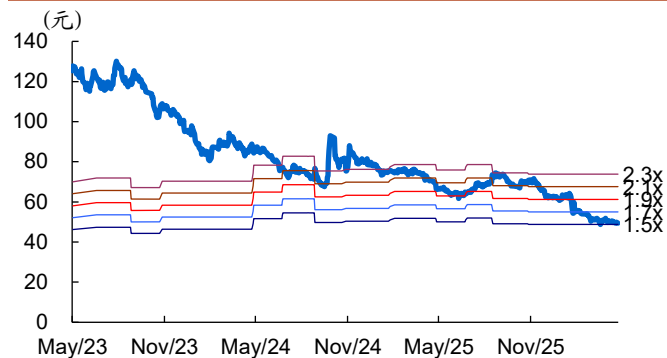
陈书慧 S1090523010003
chen shuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
liucheng5@cmschina.com.cn

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）—秩序逐步恢复，期待积极变革》2025-11-02
- 2、《洋河股份（002304）—业绩承压，加速出清》2025-08-19
- 3、《洋河股份（002304）—竞争加剧，深度调整》2025-04-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	50325	42586	41269	41678	42619
现金	21748	13263	14301	14784	15709
交易性投资	6380	7294	7294	7294	7294
应收票据	413	28	25	24	24
应收款项	9	9	2	2	2
其它应收款	17	12	10	10	10
存货	19733	20375	18237	18169	18183
其他	2024	1605	1400	1394	1396
非流动资产	17020	16010	16249	16462	16652
长期股权投资	1235	1247	1247	1247	1247
固定资产	5572	6047	6496	6896	7253
无形资产商誉	2080	1917	1725	1553	1398
其他	8133	6798	6781	6767	6755
资产总计	67345	58596	57518	58141	59271
流动负债	15259	11311	10381	10352	10358
短期借款	0	10	0	0	0
应付账款	1265	818	732	730	730
预收账款	10344	7529	6742	6716	6722
其他	3650	2954	2907	2906	2906
长期负债	394	392	473	554	635
长期借款	0	81	162	243	324
其他	394	311	311	311	311
负债合计	15652	11703	10853	10906	10993
股本	1506	1506	1506	1506	1506
资本公积金	930	930	930	930	930
留存收益	49152	44361	44146	44731	45792
少数股东权益	105	96	83	67	50
归属于母公司所有者权益	51588	46797	46582	47167	48229
负债及权益合计	67345	58596	57518	58141	59271

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4629	(763)	3986	2753	2921
净利润	6666	2191	1986	2238	2524
折旧摊销	665	726	868	894	917
财务费用	(1)	7	(232)	(244)	(254)
投资收益	(146)	(358)	(110)	(181)	(257)
营运资金变动	(2515)	(3211)	1488	45	(9)
其它	(40)	(118)	(14)	1	1
投资活动现金流	(1302)	(629)	(999)	(927)	(851)
资本支出	(1454)	(678)	(1108)	(1108)	(1108)
其他投资	152	50	110	181	257
筹资活动现金流	(7050)	(6931)	(1950)	(1344)	(1145)
借款变动	(591)	(209)	33	81	81
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(0)	0	0	0	0
股利分配	(7020)	(7005)	(2214)	(1668)	(1480)
其他	562	283	232	244	254
现金净增加额	(3723)	(8323)	1038	483	925

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	28876	19211	16748	16686	16699
营业成本	7751	5456	4885	4867	4870
营业税金及附加	4826	3418	2980	2935	2904
营业费用	5516	5206	4371	4271	4191
管理费用	1925	1790	1678	1621	1572
研发费用	105	145	126	126	126
财务费用	(611)	(284)	(232)	(244)	(254)
资产减值损失	(13)	(127)	0	0	0
公允价值变动收益	(396)	(288)	(288)	(188)	(88)
其他收益	60	53	58	64	70
投资收益	146	358	340	306	275
营业利润	9161	3477	3051	3291	3547
营业外收入	52	17	17	17	17
营业外支出	70	30	30	30	30
利润总额	9143	3464	3037	3278	3533
所得税	2477	1273	1052	1040	1009
少数股东损益	(7)	(15)	(14)	(15)	(17)
归属于母公司净利润	6673	2206	2000	2254	2541

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-13%	-33%	-13%	-0%	0%
营业利润	-31%	-62%	-12%	8%	8%
归母净利润	-33%	-67%	-9%	13%	13%
获利能力					
毛利率	73.2%	71.6%	70.8%	70.8%	70.8%
净利率	23.1%	11.5%	11.9%	13.5%	15.2%
ROE	12.9%	4.5%	4.3%	4.8%	5.3%
ROIC	11.9%	3.8%	3.7%	4.2%	4.7%
偿债能力					
资产负债率	23.2%	20.0%	18.9%	18.8%	18.5%
净负债比率	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
流动比率	3.3	3.8	4.0	4.0	4.1
速动比率	2.0	2.0	2.2	2.3	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	60.6	83.7	527.0	624.0	625.0
应付账款周转率	5.8	5.2	6.3	6.7	6.7
每股资料(元)					
EPS	4.43	1.46	1.33	1.50	1.69
每股经营净现金	3.07	-0.51	2.65	1.83	1.94
每股净资产	34.25	31.06	30.92	31.31	32.01
每股股利	4.65	1.47	1.47	1.47	1.69
估值比率					
PE	11.2	33.8	37.2	33.0	29.3
PB	1.4	1.6	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.7	18.5	19.2	17.9	16.8

资料来源：公司数据、招商证券

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。