

公司研究

25年调整出清，期待后续拐点

——洋河股份（002304.SZ）2025年年报与2026年一季报点评

要点

事件：洋河股份发布2025年年报与2026年一季报，公司25年实现总营收192.11亿元，同比下滑33.47%，归母净利润22.06亿元，同比下滑66.94%，其中25Q4单季总营收11.21亿元，同比下滑17.57%，归母净利润-17.69亿元（25Q4同期-19.05亿元）。公司拟每10股派发现金红利14.70元（含税），合计派发现金红利22.14亿元（含税），对应25年度分红比例100.38%。26Q1公司总营收81.86亿元，同比下滑26.03%，归母净利润24.47亿元，同比下滑32.73%。

25年释放压力，推动渠道风险出清。1) 25年白酒行业仍处调整期，公司基于长远和理性发展考量，以“解决问题、出清风险”为主要任务，大幅释放报表压力。分产品，25年中高档酒/普通酒收入分别为165.42/22.34亿元，同比-31.97%/-43.17%。分市场，25年省内/省外市场收入分别为86.19/101.57亿元，同比-32.39%/-34.47%。截至25年末公司省内/省外经销商2933/5438家，较24年末净减66/净减429家，经销商数量仍在优化。拆分量价看，25年白酒业务销量/均价分别同比-26%/-10%。26Q1收入端同比下滑26%，仍在调整阶段。2) 公司25年营销工作以稳价盘、促动销、提势能为主导，围绕开瓶调整配套政策，调控发货节奏。产品端对M6+、海之蓝等主导产品控量稳价，焕新推出第七代海之蓝，上线洋河高线光瓶酒。市场端坚持稳固省内市场，聚力全国高地市场，有望为后续发展奠定基础。

毛利率下移、费用率抬升，致盈利能力明显承压。1) 25年/26Q1毛利率71.60%/75.42%，同比-1.56/-0.17pct，其中25年中高档酒/普通酒毛利率77.59%/36.59%，同比-1.12/-8.68pct，产品结构调整下毛利率承压。25年/26Q1税金率17.79%/17.38%，同比+1.1/+1.7pct，销售费用率27.10%/12.51%，同比+8.0/+0.1pct，管理费用率9.32%/5.38%，同比+2.7/+1.4pct。25年收入承压，但广告促销等支出相对刚性，导致销售费用率大幅抬升。综合看25年/26Q1净利率11.40%/29.85%，同比-11.7/-3.0pct。2) 25年/26Q1销售回款194.12/62.58亿元，同比-37%/-36%，截至26Q1末合同负债54.15亿元，同比/环比有所承压。

盈利预测、估值与评级：考虑行业需求恢复存在不确定性、产品结构下移，我们下调2026-27年归母净利润预测为19.79/22.71亿元（较前次预测下调60%/57%），新增28年归母净利润预测为25.7亿元，当前股价对应2026-28年P/E为38/33/29倍。公司较早开启报表端出清，渠道包袱逐步减轻，26年有望确立营收底部，维持“买入”评级。

风险提示：省内竞争加剧，需求恢复较慢，省外收入增速放缓。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	28,876	19,211	16,548	17,419	18,661
营业收入增长率	-12.83%	-33.47%	-13.86%	5.27%	7.13%
归母净利润（百万元）	6,673	2,206	1,979	2,271	2,570
归母净利润增长率	-33.37%	-66.94%	-10.31%	14.80%	13.14%
EPS（元）	4.43	1.46	1.31	1.51	1.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.94%	4.71%	4.25%	4.85%	5.45%
P/E	11	34	38	33	29
P/B	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-04-28

买入（维持）

当前价：49.50元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

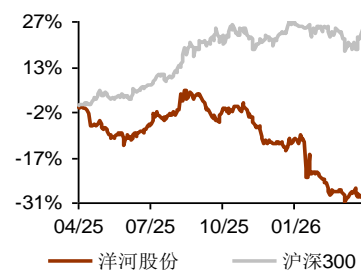
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	15.06
总市值(亿元)	745.69
一年最低/最高(元)	48.60/75.50
近3月换手率	27.71%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.04	-9.83	-54.32
绝对	-3.11	-8.97	-28.49

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	28,876	19,211	16,548	17,419	18,661
营业成本	7,751	5,456	4,854	5,098	5,446
折旧和摊销	648	696	729	765	793
税金及附加	4,826	3,418	2,813	2,961	3,172
销售费用	5,516	5,206	4,220	4,181	4,292
管理费用	1,925	1,790	1,489	1,568	1,679
研发费用	105	145	116	122	131
财务费用	-611	-284	-210	-230	-239
投资收益	146	358	140	140	140
营业利润	9,161	3,477	3,163	3,626	4,088
利润总额	9,143	3,464	3,133	3,596	4,068
所得税	2,477	1,273	1,151	1,321	1,495
净利润	6,666	2,191	1,982	2,274	2,573
少数股东损益	-7	-15	3	3	3
归属母公司净利润	6,673	2,206	1,979	2,271	2,570
EPS(元)	4.43	1.46	1.31	1.51	1.71

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4,629	-763	4,741	2,679	3,100
净利润	6,673	2,206	1,979	2,271	2,570
折旧摊销	648	696	729	765	793
净营运资金增加	266	-2,961	-3,884	880	1,036
其他	-2,959	-704	5,917	-1,237	-1,299
投资活动产生现金流	-1,302	-629	-664	-380	-380
净资本支出	-1,452	-678	-520	-520	-520
长期投资变化	1,235	1,247	0	0	0
其他资产变化	-1,085	-1,198	-144	140	140
融资活动现金流	-7,050	-6,931	-2,017	-1,752	-2,035
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1	105	-13	0	0
无息负债变化	-2,089	-4,055	-6	649	1,147
净现金流	-3,720	-8,326	2,060	547	684

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	73.2%	71.6%	70.7%	70.7%	70.8%
EBITDA 率	32.9%	21.4%	23.2%	24.7%	25.6%
EBIT 率	30.6%	17.6%	18.8%	20.3%	21.4%
税前净利润率	31.7%	18.0%	18.9%	20.6%	21.8%
归母净利润率	23.1%	11.5%	12.0%	13.0%	13.8%
ROA	9.9%	3.7%	3.4%	3.8%	4.2%
ROE (摊薄)	12.9%	4.7%	4.2%	4.8%	5.5%
经营性 ROIC	17.0%	6.1%	6.4%	7.1%	7.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	23%	20%	20%	21%	22%
流动比率	3.30	3.77	3.79	3.69	3.49
速动比率	2.00	1.96	2.18	2.08	1.93
归母权益/有息债务	2187.05	362.88	401.39	403.89	406.44
有形资产/有息债务	2709.25	428.90	474.79	483.04	495.63

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	67,345	58,596	58,344	59,287	60,732
货币资金	21,748	13,263	15,324	15,871	16,555
交易性金融资产	6,380	7,294	7,294	7,014	6,734
应收账款	9	9	6	3	3
应收票据	413	28	165	174	187
其他应收款 (合计)	17	12	33	35	37
存货	19,733	20,375	18,119	19,031	20,329
其他流动资产	2,001	1,589	1,589	1,589	1,589
流动资产合计	50,325	42,586	42,544	43,731	45,450
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	1,235	1,247	1,247	1,247	1,247
固定资产	5,572	6,047	6,178	6,143	5,931
在建工程	1,913	1,456	1,110	870	728
无形资产	1,804	1,766	1,751	1,735	1,720
商誉	276	151	151	151	151
其他非流动资产	181	182	182	182	182
非流动资产合计	17,020	16,010	15,800	15,555	15,282
总负债	15,652	11,703	11,684	12,333	13,480
短期借款	0	10	0	0	0
应付账款	1,265	818	971	1,045	1,116
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	694	88	88	88	88
流动负债合计	15,259	11,311	11,215	11,865	13,011
长期借款	0	81	81	81	81
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	48	42	42	42	42
非流动负债合计	394	392	469	469	469
股东权益	51,693	46,893	46,661	46,953	47,252
股本	1,506	1,506	1,506	1,506	1,506
公积金	1,684	1,684	1,684	1,684	1,684
未分配利润	48,399	43,605	43,369	43,659	43,954
归属母公司权益	51,588	46,797	46,561	46,851	47,147
少数股东权益	105	96	99	102	105

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	19.10%	27.10%	25.50%	24.00%	23.00%
管理费用率	6.67%	9.32%	9.00%	9.00%	9.00%
财务费用率	-2.12%	-1.48%	-1.27%	-1.32%	-1.28%
研发费用率	0.36%	0.75%	0.70%	0.70%	0.70%
所得税率	27%	37%	37%	37%	37%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	4.65	1.47	1.32	1.51	1.71
每股经营现金流	3.07	-0.51	3.15	1.78	2.06
每股净资产	34.25	31.06	30.91	31.10	31.30
每股销售收入	19.17	12.75	10.98	11.56	12.39

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	11	34	38	33	29
PB	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	6.9	16.3	16.3	14.6	13.3
股息率	9.4%	3.0%	2.7%	3.1%	3.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼