

洋河股份 (002304.SZ)

2025年深度调整, 2026Q1 进一步去化经营包袱

中性

核心观点

2025年深度调整、去化包袱, 2026Q1 进一步释放经营压力。2025年公司实现营业总收入192.1亿元/同比-33.5%, 归母净利润22.1亿元/同比-66.9%; 2025Q4 营业总收入11.2亿元/同比-17.6%, 亏损17.7亿元/减亏1.36亿元, 利润落入此前预告中下区间, 2025年度现金分红率100%。2026Q1 营业总收入81.9亿元/同比-26.0%, 归母净利润24.5亿元/同比-32.7%, 两季度看公司进一步去化渠道包袱, 下半年有望轻装上阵。

2025年调整产品、渠道、组织, 25Q4 净利率阶段性下滑较大。分产品看, 2025年中高档酒/普通酒收入165.4/22.3亿元, 同比-32.0%/-43.2%, 其中25H2 分别同比-11.2%/-71.9%, 我们预计梦之蓝主动控货、去化库存, 第七代海之蓝铺货后逐步贡献收入, 低端产品亦开始去库梳理渠道; 蓝色经典结构沉降叠加低端货折加大, 25年高档/普通酒毛利率分别同比-1.12/-8.86pcts。分地区看, 2025年省内/省外收入86.2/101.6亿元, 同比-32.4%/-34.5%, 省内外均受到场景和需求减少影响; 年末省内/外经销商较年初净-66/-429家, 行业下行周期公司聚焦省内基地市场, 省外渠道结构调整和优化力度更大。利润端看, 2025年毛利率-1.55pcts至71.6%, 税金及附加/销售费用/管理费用率17.8%/27.1%/9.3%, 同比+1.08/+8.00/+2.65pcts, 其中25Q4 毛销差同比-22.48pcts, 预计主因第四季度公司进行组织架构调整, 整合优化战区/事业部/分办; 叠加年末集中给渠道兑付费用, 销售费用率波动较大, 也影响25Q4 经营性现金流量净额亏17.3亿元/同比-248%。

26Q1 进一步去化库存、纾压渠道。收入端看, 我们预计第一季度海之蓝、天之蓝动销表现相对较好, 其中七代海之蓝消费者自点率提升、渠道价值链平稳、经销商信心环比修复, 水晶梦及M6+以上产品受需求影响延续较大下滑幅度。利润端看, 公司在回款要求和费用投入上趋于理性, 26Q1 毛利率同比-0.18pcts/销售费用率同比+0.13pcts, 毛销差已有企稳趋势; 税金率+1.71pcts 主因生产销售节奏错期影响; 管理费用率+1.41pcts 判断系规模负效应。现金及回款看, Q1 销售收现62.6亿元/同比-36.2%, 旺季公司给予渠道资金政策、应收票据环比+2.6亿元; 经营性现金流量净额19.4亿元/同比-23.5%, 支出项同比比削减较多; 截至Q1 末合同负债54.15亿元/环比-21.14亿元, 判断系公司不再压回款指标、纾困渠道。

盈利预测与投资建议:伴随省内白酒消费需求缓慢复苏、公司进入报表低基数期, 后三季度收入端有望逐步改善; 公司重视渠道健康度, 费用投入理性, 预计产品结构和利润率也有望逐步改善。但考虑到26Q1 仍以释放压力为主、需求恢复也具有不确定性, 下调26/27 全年收入及净利润预测并引入2028年预测, 预计2026-28年营业总收入180.4/191.7/203.1亿元, 同比-6.1%/+6.3%/+6.0% (前值26/27年200.1/211.5亿元); 预计归母净利润30.9/34.9/37.7亿元, 同比+40.2%/+12.8%/+8.1% (前值26/27年40.5/43.9亿元)。当前股价对应26/27年24.1/21.3xP/E, 维持“中性”评级。

风险提示:产业政策导致消费场景下降, 行业需求恢复不及预期, 增投费用下利润率承压, 食品安全问题等。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,876	19,211	18,040	19,171	20,314
(+/-%)	-12.8%	-33.5%	-6.1%	6.3%	6.0%
净利润(百万元)	6673	2206	3094	3490	3771
(+/-%)	-33.4%	-66.9%	40.2%	12.8%	8.1%
每股收益(元)	4.43	1.46	2.05	2.32	2.50
EBIT Margin	30.3%	16.6%	23.6%	25.3%	26.0%
净资产收益率 (ROE)	12.9%	4.7%	6.6%	7.5%	8.1%
市盈率 (PE)	11.2	33.8	24.1	21.3	19.7
EV/EBITDA	9.6	22.1	19.5	17.4	16.0
市净率 (PB)	1.44	1.59	1.59	1.59	1.59

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

食品饮料 · 白酒 II

证券分析师: 张向伟

证券分析师: 张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级	中性(维持)
合理估值	
收盘价	49.50元
总市值/流通市值	74569/74567百万元
52周最高价/最低价	75.50/48.60元
近3个月日均成交额	387.65百万元

市场走势

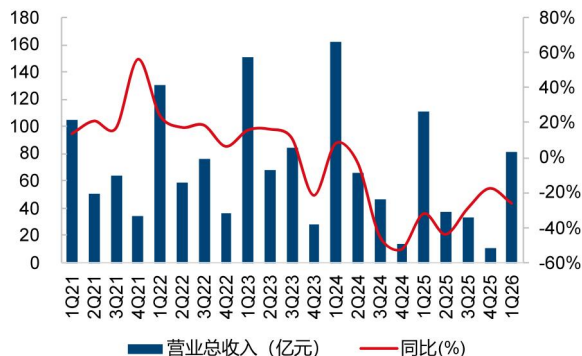


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

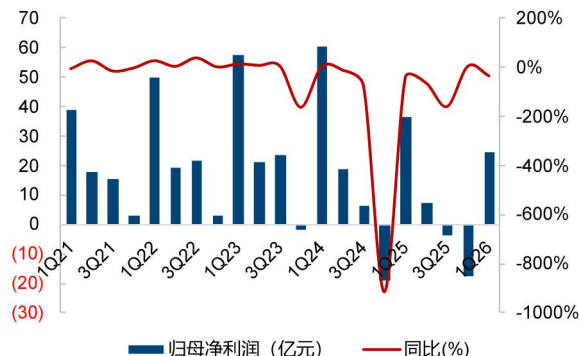
- 《洋河股份(002304.SZ)-2025Q3 转亏, 经营延续深度调整》——2025-11-05
- 《洋河股份(002304.SZ)-2025H1 报表持续释放压力, 公司聚焦主导产品控量挺价》——2025-08-19
- 《洋河股份(002304.SZ)-第三季度加速调整, 收入及净利润降幅环比扩大》——2024-11-01
- 《洋河股份(002304.SZ)-第二季度业绩承压, 现金分红回报指引积极》——2024-08-31
- 《洋河股份(002304.SZ)-2023 年分红率提升, 2024 年第一季度经营平稳》——2024-05-05

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



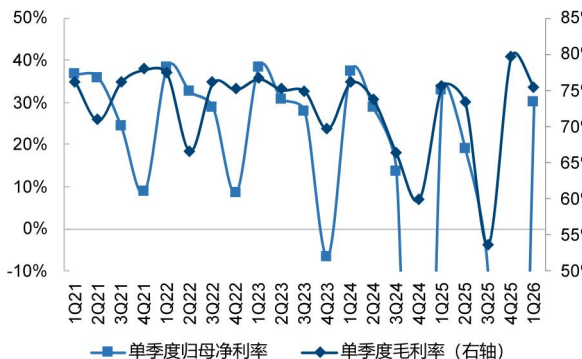
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



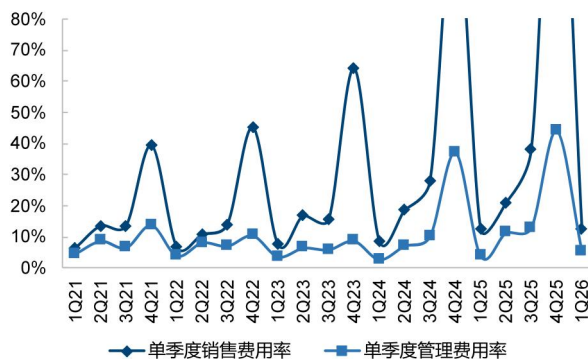
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 洋河股份盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2025A	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	19,211	20,006	21,151	18,040	19,171	-9.8%	-9.4%
收入同比增速%	-33.5%	4.1%	5.7%	-6.1%	6.3%	-10.23pcts	0.55pcts
毛利率%	71.6%	68.4%	69.1%	69.9%	69.8%	1.5pcts	0.75pcts
销售费用率%	27.1%	20.0%	19.3%	22.0%	20.0%	2pcts	0.7pcts
管理费用率%	9.3%	6.5%	6.4%	6.5%	6.5%	0pcts	0.1pcts
归母净利润 (百万元)	2,206	4,049	4,391	3,094	3,490	-23.6%	-20.5%
归母净利润同比增速%	-66.9%	83.5%	8.5%	40.2%	12.8%	-43.3pcts	4.35pcts
净利率%	11.5%	20.2%	20.8%	17.1%	18.2%	-3.09pcts	-2.56pcts
EPS (元)	1.46	2.69	2.92	2.05	2.32	-23.6%	-20.5%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
			2026/4/27	2026/4/27		2025A/E	2026E	2025A/E	2026E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,403	17,572	823.2	889.0	21.3	19.8	
000858.SZ	五粮液	优于大市	100	3,889	256.4	262.2	15.2	14.8	
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	100	1,477	117.8	121.2	12.5	12.2	
600809.SH	山西汾酒	优于大市	138	1,687	122.5	122.6	13.8	13.8	
002304.SZ	洋河股份	中性	49	745	22.06	30.94	33.8	24.1	
000799.SZ	酒鬼酒	中性	42	137	0.1	0.8	948.2	170.1	

600702.SH	舍得酒业	中性	45	149	2.2	3.8	66.9	39.5
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	106	561	44.2	47.0	12.7	12.0
603589.SH	口子窖	优于大市	24	145	6.7	6.7	21.6	21.8
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	38	307	19.9	20.8	15.5	14.8
603369.SH	今世缘	优于大市	26	325	27.5	29.0	11.8	11.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除洋河股份以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	21748	13263	12989	14379	15845	营业收入	28876	19211	18040	19171	20314
应收款项	439	49	160	109	148	营业成本	7751	5456	5433	5785	6201
存货净额	19733	20375	26606	26806	25768	营业税金及附加	4826	3418	3067	3259	3453
其他流动资产	2024	1605	1386	1537	1595	销售费用	5516	5206	3969	3834	3860
流动资产合计	50325	42586	48435	50125	50650	管理费用	1986	1853	1243	1317	1391
固定资产	7484	7503	7041	6581	6044	研发费用	105	145	136	192	203
无形资产及其他	1804	1766	1695	1625	1554	财务费用	(611)	(284)	(290)	(232)	(232)
投资性房地产	6497	5494	5494	5494	5494	投资收益	146	358	0	0	0
长期股权投资	1235	1247	1247	1247	1247	资产减值及公允价值变动	(385)	(160)	(407)	(416)	(460)
资产总计	67345	58596	63912	65071	64988	其他收入	(8)	(284)	(66)	(121)	(132)
短期借款及交易性金融负债	24	48	6418	7307	6572	营业利润	9161	3477	4146	4671	5048
应付款项	1265	818	834	871	938	营业外净收支	(18)	(13)	(18)	(13)	(15)
其他流动负债	13970	10445	9335	9524	10062	利润总额	9143	3464	4129	4657	5033
流动负债合计	15259	11311	16588	17703	17573	所得税费用	2477	1273	1053	1188	1283
长期借款及应付债券	0	81	81	81	81	少数股东损益	(7)	(15)	(18)	(20)	(22)
其他长期负债	394	311	311	311	311	归属于母公司净利润	6673	2206	3094	3490	3771
长期负债合计	394	392	392	392	392	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	15652	11703	16980	18095	17964	净利润	6673	2206	3094	3490	3771
少数股东权益	105	96	135	179	227	资产减值准备	9	117	16	(7)	(10)
股东权益	51588	46797	46797	46797	46797	折旧摊销	648	696	418	469	491
负债和股东权益总计	67345	58596	63912	65071	64988	公允价值变动损失	385	160	407	416	460
						财务费用	(611)	(284)	(290)	(232)	(232)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(2411)	(2767)	(7200)	(81)	1536
每股收益	4.43	1.46	2.05	2.32	2.50	其它	(8)	(85)	23	51	58
每股红利	4.66	4.65	2.05	2.32	2.50	经营活动现金流	5296	328	(3242)	4339	6305
每股净资产	34.25	31.06	31.06	31.06	31.06	资本开支	0	(609)	(309)	(348)	(333)
ROIC	15.33%	5.33%	8%	8%	9%	其它投资现金流	(529)	(914)	0	0	0
ROE	12.94%	4.71%	7%	7%	8%	投资活动现金流	(534)	(1534)	(309)	(348)	(333)
毛利率	73%	72%	70%	70%	69%	权益性融资	4	6	0	0	0
EBIT Margin	30%	17%	24%	25%	26%	负债净变化	0	81	0	0	0
EBITDA Margin	33%	20%	26%	28%	28%	支付股利、利息	(7020)	(7002)	(3094)	(3490)	(3771)
收入增长	-13%	-33%	-6%	6%	6%	其它融资现金流	5211	6557	6370	889	(735)
净利润增长率	-33%	-67%	40%	13%	8%	融资活动现金流	(8826)	(7279)	3277	(2601)	(4506)
资产负债率	23%	20%	27%	28%	28%	现金净变动	(4064)	(8485)	(274)	1390	1466
股息率	9.4%	9.4%	4.2%	4.7%	5.1%	货币资金的期初余额	25813	21748	13263	12989	14379
P/E	11.2	33.8	24.1	21.3	19.7	货币资金的期末余额	21748	13263	12989	14379	15845
P/B	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6	企业自由现金流	0	(657)	(3914)	3657	5625
EV/EBITDA	9.6	22.1	19.5	17.4	16.0	权益自由现金流	0	5980	2344	4313	4654

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032