

2026年04月29日

证券研究报告·25年年报及26年一季报点评

洋河股份 (002304) 食品饮料

当前价: 49.78元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

25年调整出清，静待需求修复

投资要点

- **事件:** 公司发布2025年年报及2026年一季报。2025年实现营业总收入192.1亿元，同比-33.5%，实现归母净利润22.1亿元，同比-66.9%；26Q1实现营业总收入81.9亿元，同比-26%，实现归母净利润24.5亿元，同比-32.7%。此外，公司拟向全体股东每10股派发现金红利14.70元（含税）。
- **25年报表深度出清，26Q1仍在筑底调整阶段。** 1、分产品结构看，2025年中高档酒、普通酒分别实现营收165.4亿元(-32%)、22.3亿元(-43.2%)，在行业整体外部需求薄弱的大环境下，各档次产品均有所承压。2、分区域看，2025年省内、省外分别实现营收86.2亿元(-32.4%)、101.6亿元(-34%)。3、量价拆分看，25年白酒销量下滑26%至10.3万吨，吨价同比-10.1%至18.2万元/吨。25年全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，对梦之蓝M6+、海之蓝等主导产品进行控量稳价，逐步夯实市场基础。4、26Q1公司收入端同比下滑26.1%，目前仍在底部调整阶段。
- **25年盈利能力承压严重，26Q1毛利率小幅下降。** 2025年：1、受产品结构调整影响，毛利率同比-1.6pp至71.6%。2、由于广宣等费用支出相对刚性，虽费用绝对值下降，但受分母端收入下滑影响，销售费用率同比+8pp至27.1%；管理费用率同比+2.7pp至9.3%，综合费用率同比+11.7pp至18.1%，综合来看销售净利率下降11.7pp至11.4%。26Q1：产品结构调整持续，毛利率下降0.2个百分点至75.4%；销售费用率增加0.1个百分点；管理费用率同比增加1.4个百分点，综合费用率增加1.8个百分点，销售净利率下降2.9个百分点，盈利能力略有承压。
- **产品渠道齐发力，期待后续经营拐点。** 1、产品方面，聚焦核心品牌、主导产品，持续构建（次）高端引领+全价格带协同的产品体系，驱动市场发展。强化梦之蓝M6+核心优势，聚焦“控量稳价”与“势能重塑”，强化核心消费场景竞争优势；有序推进第七代海之蓝全国化上市，持续开展消费者培育活动；推动洋河高光瓶酒突破，深化省内提质增效，加速省外增量拓展。2、渠道方面，一是加大成熟市场深耕力度，巩固传统优势区域，提高高潜市场拓展精度；二是推进区域市场品牌协同与整合，实现各品牌优势渠道互补、投入优化和资源共享，提升整体市场营销效率。3、展望未来，公司渠道持续理顺且经营态势逐步向好，在现有全国化品牌影响力及坚实的渠道基础上，后续业绩有望逐步恢复。
- **盈利预测:** 预计2026-2028年EPS分别为1.39元、1.47元、1.55元，对应PE分别为36倍、34倍、32倍。
- **风险提示:** 经济大幅下滑风险，消费复苏不及预期风险、行业竞争加剧风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	192.11	166.48	174.46	181.11
增长率	-33.47%	-13.34%	4.79%	3.81%
归属母公司净利润(亿元)	22.06	20.97	22.12	23.41
增长率	-66.94%	-4.96%	5.48%	5.84%
每股收益EPS(元)	1.46	1.39	1.47	1.55
净资产收益率ROE	4.67%	4.38%	4.53%	4.70%
PE	34	36	34	32
PB	1.60	1.58	1.55	1.52

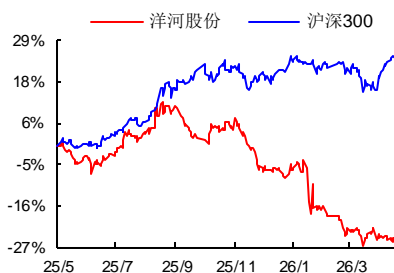
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 舒尚立
执业证号: S1250523070009
电话: 023-63786049
邮箱: ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	15.06
流通A股(亿股)	15.06
52周内股价区间(元)	48.29-74.42
总市值(亿元)	727.46
总资产(亿元)	602.88
每股净资产(元)	32.69

相关研究

1. 洋河股份 (002304): 经营延续承压, 静待需求复苏 (2025-08-28)

盈利预测

关键假设：

1) 考虑到目前白酒行业整体仍呈量缩利减态势，且各大酒企加大市场争夺力度，存量竞争加剧；且头部企业依托品牌、渠道与成本优势持续扩大市场份额，中小酒企加速出清。我们预计白酒类业务 2026-2028 年销量增速为-9.0%、3.0%、3.0%，吨价增速为-5%、2%、1%。

2) 公司坚持以精益为目标，持续推进管理升级；一方面推动组织优化与效能提升，营销端以“协同优先、收缩聚焦”为导向，推动组织由扩张型向聚焦型转型；另一方面推进流程再造与效率提升，提升跨部门协作效率；我们预计 2026-2028 年白酒业务毛利率为 71.1%、71.3%、71.5%。

表 1：分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	收入(亿元)	192.1	166.5	174.5	181.1
	yoy	-13.34%	-13.34%	4.79%	3.81%
	毛利率	71.60%	69.82%	70.21%	70.44%
白酒	收入(亿元)	187.5	162.1	170.3	177.1
	yoy	-33.46%	-13.55%	5.06%	4.03%
	毛利率	72.77%	71.05%	71.33%	71.48%
红酒	收入(亿元)	0.3	0.3	0.3	0.2
	yoy	-61.22%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	34.71%	34.71%	34.71%	34.71%
其他业务	收入(亿元)	4.3	4.1	3.9	3.7
	yoy	-30.78%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	23.66%	23.66%	23.66%	23.66%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	192.11	166.48	174.46	181.11	净利润	21.91	20.82	21.97	23.25
营业成本	54.56	50.25	51.97	53.53	折旧与摊销	7.26	12.53	15.38	18.23
营业税金及附加	34.18	28.50	30.14	31.35	财务费用	-2.84	-7.06	-9.97	-10.83
销售费用	52.06	48.28	52.34	54.33	资产减值损失	-1.28	-0.50	0.00	0.00
管理费用	17.90	16.65	17.45	18.11	经营营运资本变动	-38.20	123.85	-1.18	-1.76
财务费用	-2.84	-7.06	-9.97	-10.83	其他	5.53	0.48	0.00	0.03
资产减值损失	-1.28	-0.50	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-7.63	150.11	26.20	28.92
投资收益	3.58	0.00	0.00	0.00	资本支出	0.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-2.88	0.00	0.00	0.00	其他	-6.51	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6.29	0.00	0.00	0.00
营业利润	34.77	30.37	32.53	34.62	短期借款	0.10	-0.10	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.13	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	34.64	30.37	32.53	34.62	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	12.73	9.55	10.57	11.37	支付股利	-22.14	-13.83	-13.24	-13.44
净利润	21.91	20.82	21.97	23.25	其他	-48.08	6.66	9.97	10.83
少数股东损益	-0.15	-0.14	-0.15	-0.16	筹资活动现金流净额	-69.31	-7.26	-3.27	-2.61
归属母公司股东净利润	22.06	20.97	22.12	23.41	现金流量净额	-83.26	142.85	22.93	26.32
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	132.63	275.48	298.41	324.73	成长能力				
应收和预付款项	0.65	1.28	1.09	1.21	销售收入增长率	-33.47%	-13.34%	4.79%	3.81%
存货	203.75	144.36	152.03	159.60	营业利润增长率	-62.04%	-12.66%	7.12%	6.41%
其他流动资产	88.82	85.38	85.97	86.47	净利润增长率	-67.13%	-4.96%	5.48%	5.84%
长期股权投资	12.47	12.47	12.47	12.47	EBITDA 增长率	-57.47%	-8.56%	5.89%	10.74%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	75.03	68.12	61.20	54.29	毛利率	71.60%	69.82%	70.21%	70.44%
无形资产和开发支出	19.17	13.64	5.27	-5.96	三费率	34.93%	34.76%	34.29%	34.02%
其他非流动资产	53.43	53.34	53.25	53.16	净利率	11.40%	12.51%	12.59%	12.84%
资产总计	585.96	654.06	669.69	685.96	ROE	4.67%	4.38%	4.53%	4.70%
短期借款	0.10	0.00	0.00	0.00	ROA	3.74%	3.18%	3.28%	3.39%
应付和预收款项	171.05	151.82	157.95	163.71	ROIC	9.85%	10.69%	20.77%	27.15%
长期借款	0.81	0.81	0.81	0.81	EBITDA/销售收入	20.40%	21.53%	21.75%	23.20%
其他负债	-54.93	25.52	26.29	26.99	营运能力				
负债合计	117.03	178.15	185.05	191.51	总资产周转率	0.31	0.27	0.26	0.27
股本	15.06	15.06	15.06	15.06	固定资产周转率	3.31	2.92	3.48	4.19
资本公积	9.30	9.30	9.30	9.30	应收账款周转率	1567.43	1514.53	1728.86	1787.36
留存收益	443.58	450.72	459.60	469.58	存货周转率	0.27	0.29	0.35	0.34
归属母公司股东权益	467.97	475.09	483.97	493.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.04%	—	—	—
少数股东权益	0.96	0.82	0.67	0.51	资本结构				
股东权益合计	468.93	475.91	484.64	494.45	资产负债率	19.97%	27.24%	27.63%	27.92%
负债和股东权益合计	585.96	654.06	669.69	685.96	带息债务/总负债	0.78%	0.45%	0.44%	0.42%
					流动比率	3.77	2.91	2.97	3.05
					速动比率	1.96	2.08	2.13	2.20
					股利支付率	100.38%	65.95%	59.85%	57.40%
业绩和估值指标					每股指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	39.19	35.84	37.95	42.02	每股收益	1.46	1.39	1.47	1.55
PE	33.99	35.77	33.91	32.04	每股净资产	31.06	31.54	32.13	32.79
PB	1.60	1.58	1.55	1.52	每股经营现金	-0.51	9.96	1.74	1.92
PS	3.90	4.50	4.30	4.14	每股股利	1.47	0.92	0.88	0.89
EV/EBITDA	12.58	9.76	8.61	7.15					
股息率	2.95%	1.84%	1.77%	1.79%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
