消费升级与娱乐研究中心

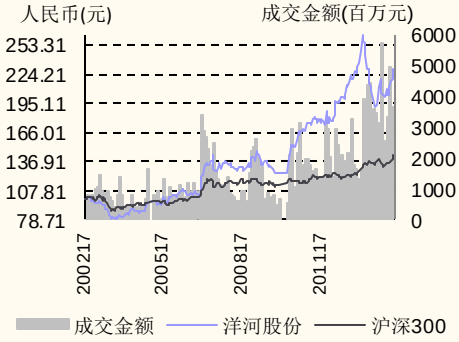
# 洋河股份 (002304.SZ) 买入（维持评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）： 228.81 元
目标价格（人民币）：307.00-307.00 元

**市场数据(人民币)**

| | |
|---|---|
| 总股本(亿股) | 15.07 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 12.48 |
| 总市值(亿元) | 3,448.14 |
| 年内股价最高最低(元) | 263.70/78.71 |
| 沪深 300 指数 | 5808 |
| 中小板综 | 13554 |




**相关报告**

1.《苏酒龙头改革加速，有望迎来戴维斯双击-洋河股份三季报点评》，2020.10.22

2.《苏酒龙头行稳致远，改革效果加速可期-洋河股份中报点评》，2020.8.29

3.《苏酒龙头砥砺前行，改革效果逐步显现-苏酒龙头砥砺前行，改革效...》，2020.4.30

4.《20 年轻装上阵，苏酒龙头改革持续深化-洋河股份公司点评》，2020.3.1

5.《改革持续深化，洋河迈入新征程-洋河股份公司深度研究》，2020.2.20

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

## 洋河成长空间及增长引擎之深度解析

**公司基本情况(人民币)**

| 项目 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 摊薄每股收益(元) | 5.39 | 4.90 | 5.02 | 5.71 | 6.83 |
| 每股净资产(元) | 22.33 | 24.23 | 26.45 | 29.15 | 32.78 |
| 每股经营性现金流(元) | 6.01 | 4.50 | 3.25 | 5.54 | 6.90 |
| 市盈率(倍) | 17.59 | 22.56 | 45.59 | 40.08 | 33.51 |
| 净利润增长率(%) | 22.45% | -9.02% | 2.44% | 13.74% | 19.61% |
| 净资产收益率(%) | 24.12% | 20.22% | 18.98% | 19.58% | 20.83% |
| 总股本(百万股) | 1,506.99 | 1,506.99 | 1,506.99 | 1,506.99 | 1,506.99 |

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **成长空间：次高端扩容主基调不变，省内外产品结构升级空间广阔。**受益于大众消费升级，次高端行业迎来发展机遇。2020 年梦系列占营收比重已超 1/3，占蓝色经典的比重近 45%，我们预计梦系列占比将加速提升。洋河省内成长空间在于次高端行业集中度的提升，及重点市场白酒主流价格带的上移；省外的空间在于区域深耕、梦系列的全国化，及安徽、山东、河南等新江苏市场的消费升级。
- **改革成效：渠道、产品改革已见成效，静待梦系列新品全国化。1）渠道：**经销商模式变为“一商为主，多商配送”，减少经销商无序竞争引发的价格不稳。考核方面，取消“一刀切”的销量硬性考核，核心考核聚焦价格。梦系列新品经销商、终端利润率显著提升，渠道推力充足。**2）产品及品牌：**M6+及水晶梦在原有产品基础上增加了更多老酒，产品品质进一步改善。优质基酒的产能将支撑公司在高端产品的布局。此外，洋河名酒基因显赫，已有多个 20-30 亿的核心市场基础，全面品牌营销进一步升级。
- **收入测算：十四五蓄力双百亿大单品，收入弹性有望加速显现。1）**我们认为，洋河水晶梦、梦 6+销售收入有望于十四五分别突破百亿目标，对应 19-25 年 CAGR 分别为 19%、24%，未来 3-5 年梦系列占比将提升至 50%+。考虑公司现阶段仍以价格为核心考量，梦系列收入弹性有望在未来 3 年加速释放。**2）**公司中长期规划省外收入占比达 70%，梦系列省外占比有望加速向海、天靠拢。同时，20 年双沟名酒战略打响，21 年下半年有望稳步推进海、天的换代升级，多维度改革升级值得期待。
- **利润测算：结构升级+费用效率优化+内部激励，经营效率改善。1）**受益于“货折减少+产品换代+结构升级”，洋河的毛利率显著提升可期。**2）**组织架构调整完成，海、天和梦分事业部精细化管理，对渠道、经销商的货折补贴转为对终端、消费者的直接补贴，费效比明显优化。未来新品培育成熟，费用支持力度有望逐步减弱。**3）**中长期，公司提高销售人员待遇以重振军心，人事调整落地，股票已回购 10 亿元，股权等多种激励方式正稳步深化，内部激励红利或将进一步释放。

### 投资建议

- **盈利预测：**鉴于当前需求稳步恢复，改革持续推进，叠加公司机制理顺、内部激励有望推行，未来 3 年业绩有望逐步加速向好，我们调整盈利预测：预计 20-22 年营业收入分别同比-7.2%/+7.8%/+14.2%；归母净利润分别同比+2.4%/+13.7%/+19.6%；对应 EPS 分别为 5.02、5.71、6.83（较上次预测分别调整-0.5%、-4.1%、-4.4%）；对应 PE 分别为 46、40、34 倍。给予 22 年 45 倍 PE，目标价 307 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 梦系列产品推广不及预期；疫情反复风险；区域市场竞争风险；食品安全风险。

# 内容目录

引言 ....4
一、成长空间广阔，打造梦系列双百亿单品 ....4
1.1 空间测算：次高端扩容主基调不变，产品结构加速升级 ....4
1.1.1 大众消费崛起+高端白酒价差空间，梦系列占比提升 ....4
1.1.2 省内：次高端集中度有望提升，消费升级加速 ....5
1.1.3 省外：区域深耕+消费升级，梦系列潜力十足 ....6
1.2 改革成效：产品及品牌力提升，渠道信心恢复 ....7
1.2.1 渠道信心恢复，新品渠道推力充足 ....7
1.2.2 名酒基因显赫，梦系列新品具备全国化基础 ....8
1.2.3 梦 6+省内成功换代，长期观察梦 6+省外、水晶梦省内的动销 ....8
二、收入迈入新台阶，盈利能力加速改善 ....9
2.1 收入预测：十四五蓄力双百亿大单品，成长弹性有望加速显现 ....9
2.1.1 按产品分：十四五规划实现梦系列大单品双百亿目标 ....9
2.1.2 按区域分：中长期规划省外收入占比达到 70% ....10
2.2 利润测算：结构升级+费用效率优化，经营效率改善 ....11
2.2.1 产品结构提升驶入快车道，毛利率将长期受益 ....11
2.2.2 组织架构改革落地，费效比提升具备确定性 ....12
2.2.3 稳步推进内部激励，中长期红利逐步释放可期 ....12
三、投资建议 ....13
四、风险提示 ....14

# 图表目录

图表 1：2011（左）-2019（右）白酒消费群体结构发生变化 ....4
图表 2：2015 年后，茅台（53 度）、五粮液（52 度）的价格逐渐回升 ....4
图表 3：洋河历年营业收入产品结构（2016-2020Q1-3） ....5
图表 4：洋河历年蓝色经典系列收入产品结构（2016-2020Q1-3） ....5
图表 5：洋河海、天、梦历年收入增速（2016-2020Q1-3） ....5
图表 6：洋河海、天、梦历年收入（亿元，2016-2020Q1-3） ....5
图表 7：江苏高端、江苏次高端、安徽 200-300 元白酒竞争格局估算（2019 年） ....6
图表 8：今世缘、洋河(省内)、洋河（南京）2019 年营业收入产品结构对比 ....6
图表 9：江苏、安徽、河南白酒竞争格局估算（2019 年） ....7
图表 10：对比江苏市场，省外次高端占比有望提升 ....7
图表 11：2019 年洋河省内外海、天、梦收入结构 ....7
图表 12：洋河（省内）/今世缘大单品成交价及终端利润率 ....8
图表 13：洋河（省内）/今世缘大单品批价及经销商利润率 ....8
图表 14：2019 年海、天、梦省内外收入占比 ....8

图表 15：洋河历年省内外白酒收入及增速(2006-2020H1)....8
图表 16：洋河股份收入预测（按产品拆分，亿元）....9
图表 17：洋河股份蓝色经典收入预测（按区域拆分，亿元）....10
图表 18：洋河股份毛利率预测（按产品拆分）....11
图表 19：公司蓝色经典系列毛利率敏感性测算（假设梦系列毛利率提升3pcts）....12
图表 20：公司蓝色经典系列毛利率敏感性测算（假设梦系列毛利率不变）....12
图表 21：2018 年以来洋河白酒毛利率、广告促销费率....12
图表 22：苏南部分区域蓝色经典大单品终端、消费者的扫码返利政策....12
图表 23：2018H2 以来洋河各项销售费用项目占营收比重....13
图表 24：2018H2 以来洋河销售费用拆分....13
图表 25：可比公司盈利预测及估值....14

## 引言

**21 世纪初，洋河推出蓝色经典系列，凭借独具体色的棉柔香型、优秀的产品品质、出色的品牌营销能力及渠道运作模式逐步实现全国化，收入及利润体量位居行业前列。2018 年下半年开始，洋河的经营面临较大挑战，主要原因系：1）次高端行业竞争激烈，正面临高端白酒的压制和地产酒的冲击；2）洋河长期积累了产品老化、渠道利润薄、终端乱价、刚性考核等历史问题；3）海、天提价效果不佳的催化。**

**2019 年 7 月，随着刘化霜总回归洋河，公司的变革大幕就此拉开。我们在 2020 年的深度报告《改革持续深化，洋河迈入新征程》中，从产业角度详细剖析了洋河面临的困境和短中长期改革的具体举措，并从产品、区域、渠道模式等角度探索公司的改革成效。当前，洋河短中期改革已初见成效，经营拐点逐步显现。**

**本篇报告从全新的视角看洋河的变革之路，将深度剖析洋河的阶段性改革成效，探讨收入及利润增长空间，重新挖掘苏酒龙头的新价值。**

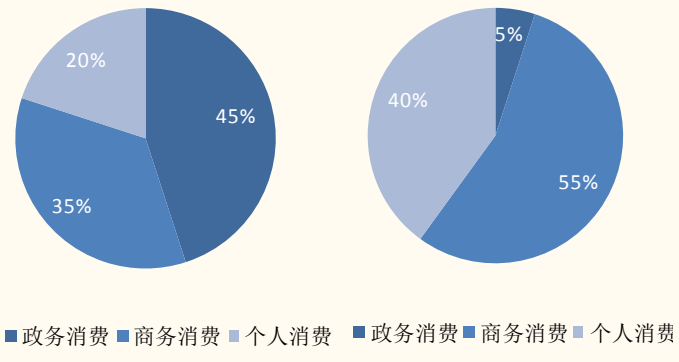
## 一、成长空间广阔，打造梦系列双百亿单品

### 1.1 空间测算：次高端扩容主基调不变，产品结构加速升级

#### 1.1.1 大众消费崛起+高端白酒价差空间，梦系列占比提升

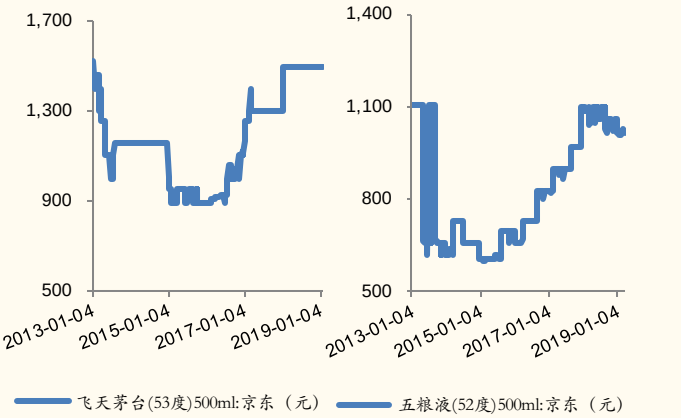
- **个人消费占比提升，次高端发展迎机遇。**由于居民消费能力提升及政务消费减少，2011-2019 年，白酒的政务消费比例由 40%降至 5%，商务消费上升至 55%，个人消费从 18%上升至 40%。白酒的主要购买群体变为居民，需求波动稳定，受周期性影响减弱。自饮、宴席、商务宴请等属性较强的次高端酒迎来发展机遇。
- **高端白酒价格上涨为次高端打开空间。**2015-2020 年，茅台、五粮液等高端白酒的批价及零售价稳步上行，泸州老窖各系列产品也频繁提价。高端白酒提价拉高了白酒行业的价格天花板，为定位紧随其后的汾酒、梦之蓝、水井坊等次高端白酒提供了广阔空间。

*图表 1：2011（左）-2019（右）白酒消费群体结构发生变化*




来源：渠道调研估算，国金证券研究所

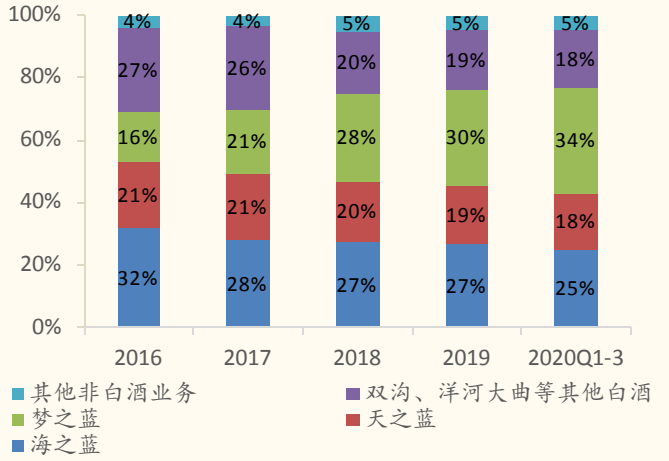
*图表 2：2015 年后，茅台（53 度）、五粮液（52 度）的价格逐渐回升*




来源：京东，国金证券研究所

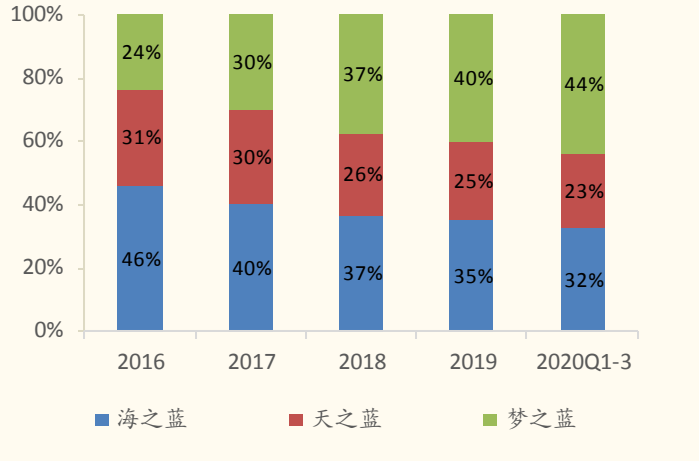
- **受益于次高端的高景气度，2016 年以来洋河梦系列占比持续提升。**根据调研估算，梦系列占白酒收入比重从 2016 年的 16%提升至 2020 年前三季度的 34%；占蓝色经典收入比重从 2016 年的 24%提升至 2020 年前三季度的 44%。2016-2019 年洋河海、天、梦系列收入复合增速分别为 4%/7%/36%，2017、2018 年梦系列收入增速均在 50%以上。

图表 3：洋河历年营业收入产品结构（2016-2020Q1-3）




来源：调研估算，国金证券研究所

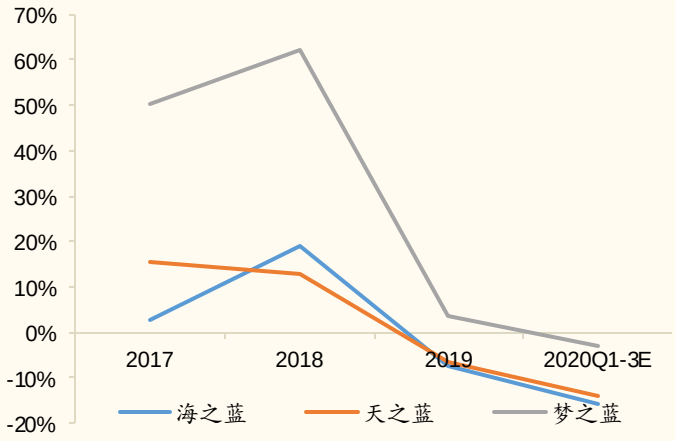
图表 4：洋河历年蓝色经典系列收入产品结构（2016-2020Q1-3）




来源：调研估算，国金证券研究所

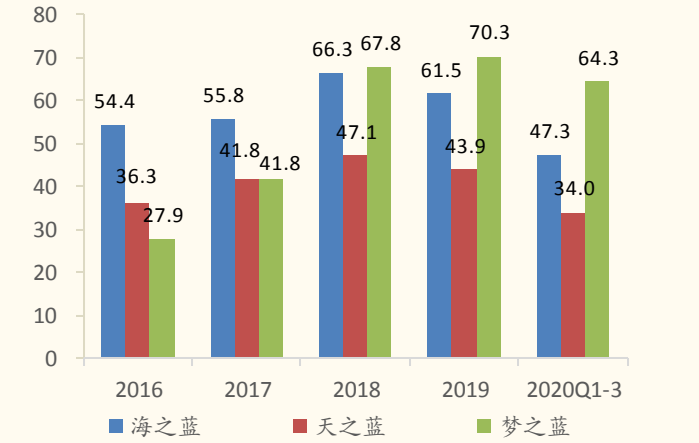
■ **疫情制约中档酒消费，梦系列受损程度弱于海、天。**疫情背景下，中档酒春节聚餐、宴席等消费场景受阻。次高端部分销售已在节前完成，且宴席、商务宴请、团购需求虽短期受损，但在中秋国庆双节已大量回补，整体受影响的程度小于中档酒。调研反馈，2020 年前三季度，海、天双位数下滑，梦系列小个位数下滑，蓝色经典系列合计下滑大个位数。

图表 5：洋河海、天、梦历年收入增速（2016-2020Q1-3）




来源：调研估算，国金证券研究所

图表 6：洋河海、天、梦历年收入（亿元，2016-2020Q1-3）

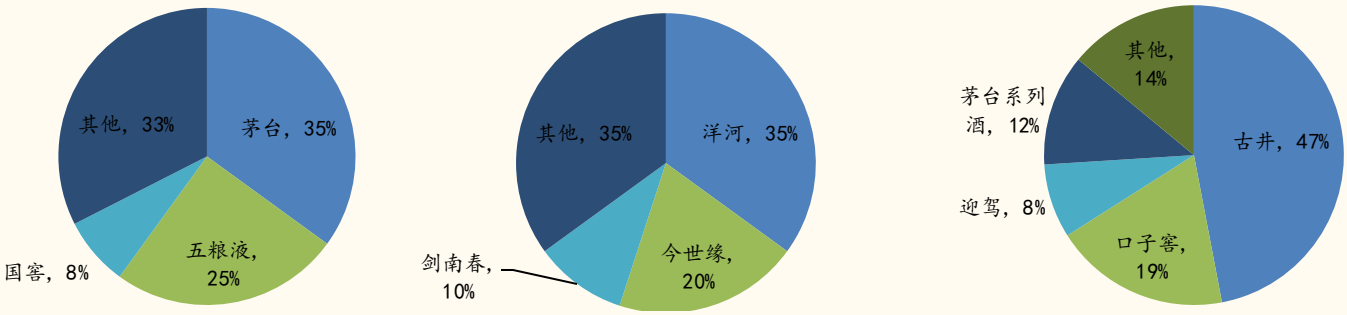



来源：调研估算，国金证券研究所

### 1.1.2 省内：次高端集中度有望提升，消费升级加速

■ **地方小酒厂和省外弱势地产酒出清，次高端份额有望继续向龙头集中。**2019 年江苏省内次高端的 CR2 约为 55%，对比省内高端酒 CR2（60%），安徽 200-300 元价格带 CR2（66%），省内次高端酒集中度仍有提升空间。省外地产酒前期虽可通过投入大量费用在江苏扩张，但后期仍需较强的品牌及渠道力才能保证其长远发展。中长期看，次高端增速放缓且竞争加剧，小酒厂出清是大势所趋，部分省外地产酒也将退出江苏市场。

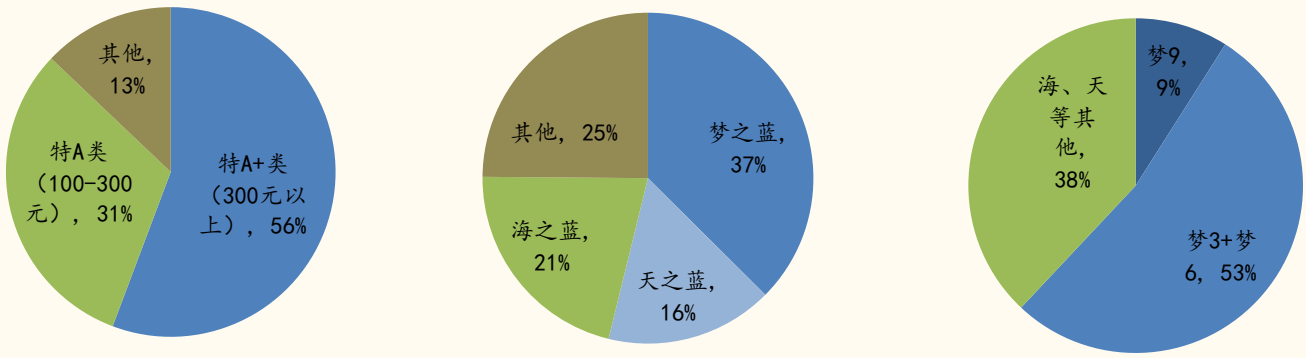
*图表 7：江苏高端、江苏次高端、安徽 200-300 元白酒竞争格局估算（2019 年）*




来源：各公司公告，渠道调研估算，国金证券研究所

- **对标苏南市场，苏北、苏中洋河的产品结构仍有优化空间。**2019 年今世缘指导价 300 元以上的特 A+类产品（国缘对开、四开等）占比达 56%，洋河梦之蓝+天之蓝占比 53%。渠道调研反馈，2019 年洋河南京市场销售额超 20 亿元，梦系列占比超 60%，其中梦 3+梦 6 占比达 50%+，梦 9+手工班占比近 10%。省内宴席消费场景中，苏北梦 3 占比 3 成以上，其余是天之蓝；苏中的扬州、镇江等以梦 3 为主，天之蓝为辅；南京城区梦 6 占比 4-5 成，梦 3 占比 3 成；南通梦 6 占比 6-7 成；苏南偏爱国窖、五粮液等省外名酒。未来随着苏北、苏中等地经济发展，白酒主流价格带将逐步向当前苏南的水平靠拢，洋河梦 3、梦 6 占比有望提升。

*图表 8：今世缘、洋河(省内)、洋河（南京）2019 年营业收入产品结构对比*

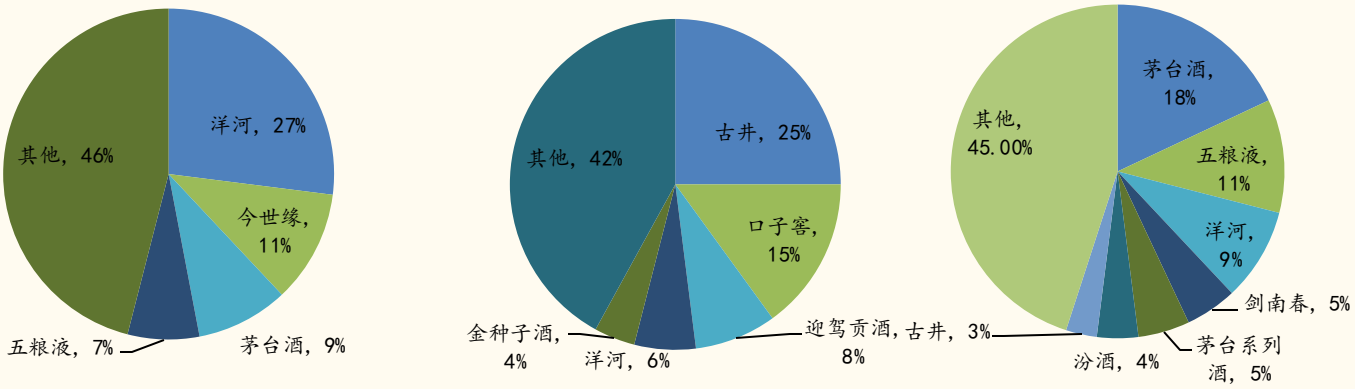



来源：各公司公告，渠道调研估算，国金证券研究所，今世缘价格为指导价非实际成交价

### 1.1.3 省外：区域深耕+消费升级，梦系列潜力十足

- **对标江苏，洋河省外市场有待深耕。**洋河自 2012 年启动全国化，目前已开拓上海、河南、安徽、浙江、山东、河北、湖北等新江苏市场，成长为全国性的白酒品牌。2019 年河南、安徽、山东洋河的市场规模分别约 35/18/25 亿元，市占率约 9%、6%、4.5%。对比省内 25%+的市占率，洋河在省外市场仍有深耕的可能。2019 年洋河白酒收入省外占比约 54%，公司规划目标 70%，预计未来 3-5 年仍是省外市场扩张、深化的关键期。

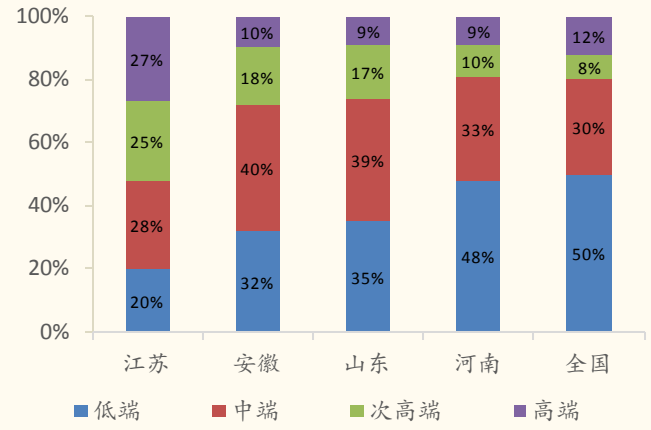
**图表 9：江苏、安徽、河南白酒竞争格局估算（2019 年）**




来源：各公司公告，酒说，酒业家，渠道调研估算，国金证券研究所

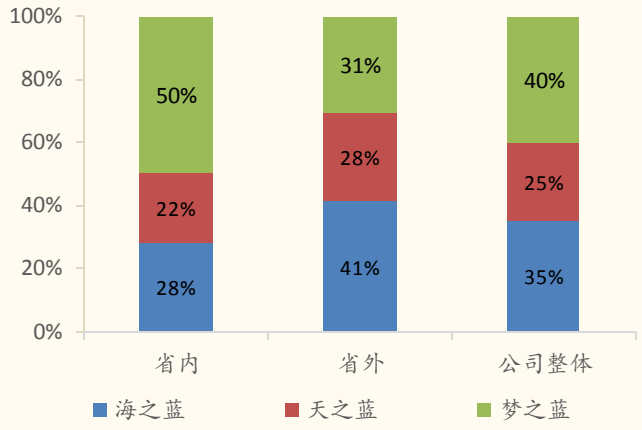
■ **对标江苏，省外市场梦系列空间依旧广阔。**当前江苏次高端白酒占比约 25%，安徽、山东、河南等普遍集中在 10-20%，省外白酒主流价格带上移仍有空间。调研反馈，2019 年海、天、梦收入比例省内为 3:2:5，省外为 4:3:3。未来在消费升级和梦系列新品全国化的驱动下，省外产品结构有望持续上行。

**图表 10：对比江苏市场，省外次高端占比有望提升**




来源：渠道调研估算，国金证券研究所

**图表 11：2019 年洋河省内外海、天、梦收入结构**




来源：调研估算，国金证券研究所

## 1.2 改革成效：产品及品牌力提升，渠道信心恢复

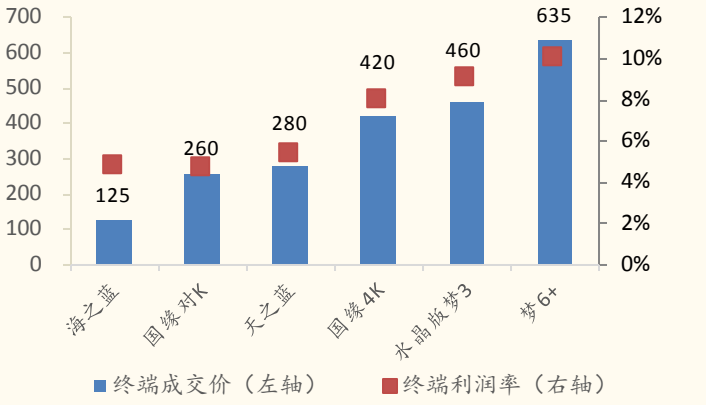
### 1.2.1 渠道信心恢复，新品渠道推力充足

■ **渠道调整持续深化，柔性考核缓和厂商关系。**针对洋河过去存在的渠道库存、厂商关系、市场秩序等方面的问题，公司自 19 年 7 月开始在刘化霜总的带领下主动进行调整。厂商一改强势作风，实施厂、商分工，资源、能力强的经销商主导+厂商配合的新模式。经销商从过去的“多商并存，职责重叠”转变为“一商为主，多商配送”，减少经销商无序竞争引发的价格不稳。考核方面，取消了“一刀切”的销量硬性考核，春节不设置回款目标，核心考核聚焦价格。

■ **梦系列新品的经销商、终端利润率显著提升。**当前，梦 6+省内已基本完成导入，批价 570-580，终端价 630-640，叠加红包返利，终端利润率约 10%（60-70 元），经销商利润率约 8%（40-50 元）；省外尚在导入，上海批价 680，河南终端价 700+，渠道利润可观。水晶梦省内处于导入期，批价

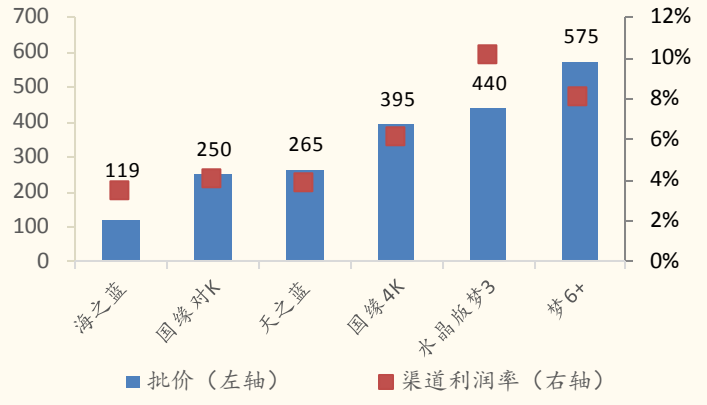
460，终端价 440，叠加红包返利，终端利润率约 9%（40-50 元），经销商利润率约 10%（40-50 元）。

**图表 12：洋河（省内）/今世缘大单品成交价及终端利润率**




来源：渠道调研估算，国金证券研究所，注：终端利润率=终端利润/终端成交价，均考虑返利

**图表 13：洋河（省内）/今世缘大单品批价及经销商利润率**

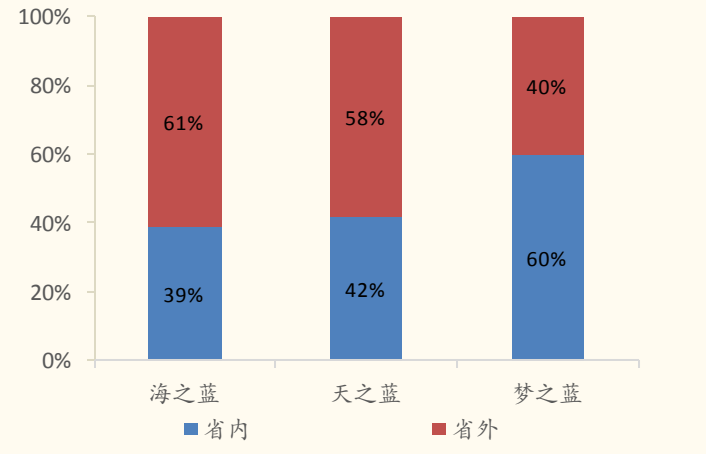



来源：渠道调研估算，国金证券研究所，注：经销商利润率=经销商利润/批价，均考虑返利

### 1.2.2 名酒基因显赫，梦系列新品具备全国化基础

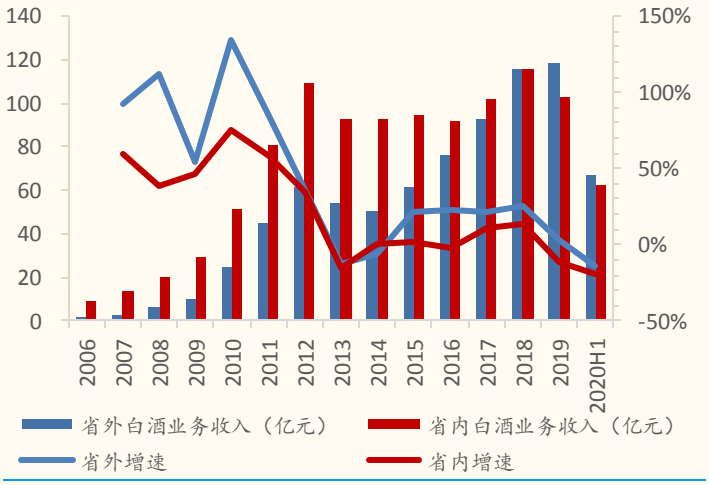
- **品牌誉满全国，产品品质优化。**洋河曾被列为八大名酒之一，公司拥有“洋河”、“双沟”两大“中国名酒”和“中华老字号”品牌，确定了双品牌运营的战略。其中“洋河蓝色经典”多次与央视等优质媒体深度合作，并通过高密度的广告投放、参与大型赛事、国际峰会（G20、一带一路峰会、上合组织峰会）等方式积极营销。同时广告语强调男人情怀，更切合白酒市场从政务消费转向商务消费的时代文化背景，打造差异化品牌形象。M6+在原有产品基础上增加了更多老酒，这些老酒在洋河百年地下酒窖存储了十五年、数十年之久，酒体形态已臻于完美。
- **核心市场基本盘稳固，为梦系列放量积蓄势能。**洋河省外收入增速常年快于省内，白酒收入省内占比从 2015 年的 40%提升至 2019 年的 54%。省外共 23 个大区、380 余个办事处，经销商占比超 70%，安徽、河南、山东等核心市场体量约 20-30 亿。此外，海、天 2019 年省外收入占比约 60%+、55%+，为梦系列的推广积累一定品牌、渠道势能。

**图表 14：2019 年海、天、梦省内外收入占比**




来源：调研估算，国金证券研究所

**图表 15：洋河历年省内外白酒收入及增速(2006-2020H1)**




来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.2.3 梦 6+省内成功换代，长期观察梦 6+省外、水晶梦省内的动销

- **梦 6+省内已基本替代老梦 6，省外春节阶段性上量可期。**在品牌培育及强渠道力的助推下，消费者对 M6+认可度较高，南京等多地 M6+销量已替代老 M6 八成以上，终端成交价站稳 600 元以上价位带。此外，2 月 6 号 M6+打款价提 30 元/瓶，经销商打款意愿增强。渠道调研反馈，厂商主动控制发货节奏，南京多个渠道及终端货源紧张，预计 M6+春节同增近 200%；苏南 M6+渠道库存不足一月，旺季销量翻倍可期。20 年二季度起，M6+开始在省外导入，6 月底省内招商结束，中秋表现向好，春节旺季有望加速放量。
- **水晶梦省内铺货基本完成，价盘保持稳定。**20 年中秋国庆双节期间，公司对老梦 3 实行配额开票；11 月底，水晶梦开始导入，延续梦 6+的推广模式。渠道调研反馈，当前省内水晶梦已基本完成铺货，价盘稳定仍为核心，渠道推力及终端认可度逐步提升。

## 二、收入迈入新台阶，盈利能力加速改善

### 2.1 收入预测：十四五蓄力双百亿大单品，成长弹性有望加速显现

#### 2.1.1 按产品分：十四五规划实现梦系列大单品双百亿目标

- **当前市场担心洋河的海、天产品收入占比较高，阶段性拖累业绩增长。调研反馈，20 年前三季度蓝色经典占公司 75%-80%收入比重，其中梦占比超 1/3，海占比 20%+，天不到 20%。我们认为：**
- **1）梦系列：**不考虑返利，梦 6+打款价对比梦 6 省内提升约 100 元，省外提升约 150 元，预计对比梦 6 整体提升 20-24%；水晶梦打款价提升约 50-60 元，对比梦 3 提升 14-17%。两大单品稳步培育，21H1 预计仍以价格考核为核心，21H2 有望成为放量的关键期。公司十四五规划到 2025 年梦 6+、水晶梦均实现报表端收入百亿，对应 19-25 年 CAGR 分别为 24%、19%，梦系列占比有望提升至 50%以上。由于海天改革尚需时间，未来 2-3 年洋河收入增长的驱动因素仍以梦系列为主。假设 19-23 年水晶梦、梦 6+、梦 9 和手工班收入复合增速为 20%、20%、7%。
- **2）海、天：**复盘历史，海之蓝曾在 100 多价格带成为最大单品，天之蓝在 300 元价格带也排到前 5。在一年多的调整期中，海、天销量上出现下滑。中长期，公司期望通过改革升级使海之蓝重新成长为 150 元价格带最大单品，天之蓝在 300 元价格带排到前三。预计改革在 2021 年下半年启动，对应放量时点或将延后至 2023 年，预计 19-23 年海、天收入复合增速为-1%、-2%。
- **3）双沟、洋河大曲等其他白酒：**20 年双沟名酒战略打响，双沟成立单独事业部、销售公司运作，有望提升运作效率，改善渠道推力。假设 19-23 年双沟等其他白酒收入复合增速为 8%。
- **4）收入预测：**预计 20-23 年营业收入增速分别为-7%、8%、14%、18%，对应 2023 年营业收入 311 亿元，20-23 年 CAGR 为 13%。

*图表 16：洋河股份收入预测（按产品拆分，亿元）*

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2019Q1-3 | 2020Q1-3 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入（亿元）** | **171.83** | **199.18** | **241.60** | **231.26** | **210.97** | **189.14** | **214.53** | **231.17** | **264.10** | **311.43** |
| **yoy** | | **15.9%** | **21.3%** | **-4.3%** | | **-10.4%** | **-7.2%** | **8%** | **14%** | **18%** |
| **白酒收入** | **164.99** | **191.83** | **229.13** | **219.67** | **199.64** | **179.68** | **204.10** | **221.26** | **254.19** | **301.51** |
| yoy | | 16.3% | 19.4% | -4.1% | | -10% | -7.1% | 8.4% | 14.9% | 18.6% |
| 其他业务收入 | 6.84 | 7.35 | 12.47 | 11.59 | 11.33 | 9.46 | 10.43 | 9.91 | 9.91 | 9.91 |
| yoy | | 7.5% | 69.6% | -7.0% | | -17% | -10% | -5% | 0% | 0% |
| **蓝色经典收入** | **118.56** | **139.43** | **181.20** | **175.76** | **162.17** | **145.63** | **163.70** | **175.61** | **201.70** | **241.14** |
| yoy | | 17.6% | 30.0% | -3.0% | | -10% | 12.4% | 7.3% | 14.9% | 19.6% |
| 占总收入比重 | 69% | 70% | 75% | 76% | 77% | 77% | 76% | 76% | 76% | 77% |
| **海之蓝** | **54.42** | **55.77** | **66.32** | **61.52** | **56.29** | **47.28** | **52.90** | **52.38** | **53.42** | **58.23** |
| yoy | | 2.5% | 18.9% | -7.2% | | -16.0% | -14% | -1% | 2% | 9% |

| | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 占总收入比重 | 32% | 28% | 27% | 27% | 27% | 25% | 25% | 23% | 20% | 19% |
| 占蓝色经典比重 | 46% | 40% | 37% | 35% | 35% | 32% | 32% | 30% | 26% | 24% |
| **天之蓝** | **36.28** | **41.83** | **47.11** | **43.94** | **39.59** | **34.04** | **38.23** | **37.46** | **37.84** | **40.87** |
| yoy | | 15.3% | 12.6% | -6.7% | | -14.0% | -13% | -2% | 1% | 8% |
| 占总收入比重 | 21% | 21% | 20% | 19% | 19% | 18% | 18% | 16% | 14% | 13% |
| 占蓝色经典比重 | 31% | 30% | 26% | 25% | 24% | 23% | 23% | 21% | 19% | 17% |
| **梦之蓝** | **27.86** | **41.83** | **67.77** | **70.30** | **66.30** | **64.31** | **72.57** | **85.77** | **110.43** | **142.05** |
| yoy | | 50.1% | 62.0% | 3.7% | | -3.0% | 3% | 18% | 29% | 29% |
| 占总收入比重 | 16% | 21% | 28% | 30% | 31% | 34% | 34% | 37% | 42% | 46% |
| 占蓝色经典比重 | 24% | 30% | 37% | 40% | 41% | 44% | 44% | 49% | 55% | 59% |
| **梦 3（含水晶梦）** | | | **34.56** | **35.29** | **33.02** | **36.65** | **38.82** | **44.26** | **56.65** | **73.64** |
| yoy | | | | 2.1% | | 11.0% | 10% | 14% | 28% | 30% |
| 占梦系列比重 | | | 51% | 50.2% | 49.8% | 57% | 53.5% | 51.6% | 51.3% | 51.8% |
| **梦 6（含梦 6+）** | | | **26.43** | **28.05** | **26.53** | **21.22** | **26.65** | **33.84** | **45.35** | **58.96** |
| yoy | | | | 6.1% | | -20.0% | -5% | 27% | 34% | 30% |
| 占梦系列比重 | | | 39% | 39.9% | 40.0% | 33% | 36.7% | 39.5% | 41.1% | 41.5% |
| **梦 9+手工班** | | | **6.78** | **7.17** | 6.75 | **6.43** | 7.10 | 7.67 | 8.43 | 9.45 |
| yoy | | | | 5.8% | | **-4.7%** | -1% | 8% | 10% | 12.0% |
| 占梦系列比重 | | | 10% | 10.2% | 10.2% | 10% | 10% | 9% | 8% | 7% |
| **双沟、洋河大曲等其他白酒** | **46.43** | **52.41** | **47.93** | **43.91** | **37.47** | **34.04** | **40.40** | **45.65** | **52.50** | **60.37** |
| yoy | | 12.9% | -8.5% | -8.4% | | -9.1% | -8% | 13% | 15% | 15% |
| 占总收入比重 | 27% | 26% | 20% | 19% | 18% | 18% | 19% | 20% | 20% | 19% |

来源：公司公告，调研估算，国金证券研究所（注：标蓝部分为预测值）

### 2.1.2 按区域分：中长期规划省外收入占比达到 70%

- **1）省内：**江苏省内次高端扩容速度较快（参考人均 GPD 复合增速 8%），龙头集中度有望提升。苏酒两强在重点地区、价格带、优势渠道等层面存在差异，未来 3-5 年的关系仍是良性竞合而非恶性竞争。当前，梦 6+省内导入已取得成功，春节动销旺盛，价格、渠道利润仍为核心考量；水晶梦铺货完成，实际动销尚待观察。海、天短期内仍维持下滑趋势，预计 21H2 改革升级后逐步改善。预计 19-23 年海、天、梦省内收入复合增速为-7%、-8%、16%。
- **2）省外：**2019 年省外收入占比约 54%，海、天、梦省外收入占比约 60%+、55%+、40%，公司中长期规划省外占比达到 70%。梦 6+于 20 年 6 月完成省外招商，渠道推力充足；水晶梦省外积极铺货，全国化进程持续深化；22 年海、天改革效果有望显现。预计省外收入增速仍快于省内，19-23 年海、天、梦收入复合增速为 2%、2%、24%。
- **收入预测：**预计 20-23 年营业收入增速分别为-7%、8%、14%、18%，对应 2023 年营业收入 311 亿元，蓝色经典省外收入占比超 56%。

*图表 17：洋河股份蓝色经典收入预测（按区域拆分，亿元）*

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **海之蓝** | **66.32** | **61.52** | **52.90** | **52.38** | **53.42** | **58.23** |
| yoy | | -7% | -14% | -1% | 2% | 9% |
| 省内 | 26.5 | 24.0 | 19.7 | 18.3 | 17.4 | 17.9 |
| yoy | | -10% | -18% | -7% | -5% | 3% |
| **省内占比** | **40%** | **39%** | **37%** | **35%** | **33%** | **31%** |
| 省外 | 39.79 | 37.5 | 33.2 | 34.1 | 36.0 | 40.3 |
| yoy | | -6% | -11% | 3% | 6% | 12% |
| 省外占比 | 60% | 61% | 63% | 65% | 67% | 69% |
| **天之蓝** | **47.1** | **43.9** | **38.2** | **37.5** | **37.8** | **40.9** |
| yoy | | -7% | -13% | -2% | 1% | 8% |
| 省内 | 23.6 | 18.5 | 14.9 | 13.6 | 12.8 | 13.0 |
| yoy | | -22% | -19% | -9% | -6% | 2% |
| **省内占比** | **50%** | **42%** | **39%** | **36%** | **34%** | **32%** |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 省外 | 23.56 | 25.5 | 23.3 | 23.9 | 25.1 | 27.8 |
| yoy | | 8% | -9% | 2% | 5% | 11% |
| 省外占比 | | 58% | 61% | 64% | 66% | 68% |
| **梦之蓝** | **67.77** | **70.3** | **72.6** | **85.8** | **110.4** | **142.0** |
| yoy | | 4% | 3% | 18% | 29% | 29% |
| 省内 | 44.0 | 42.2 | 43.0 | 49.5 | 61.4 | 75.5 |
| yoy | | -4% | 2% | 15% | 24% | 23% |
| **省内占比** | **65%** | **60%** | **59%** | **58%** | **56%** | **53%** |
| 省外 | 23.72 | 28.1 | 29.5 | 36.3 | 49.1 | 66.6 |
| yoy | | 19% | 5% | 23% | 35% | 36% |
| 省外占比 | 35% | 40% | 41% | 42% | 44% | 47% |
| **蓝色经典系列** | **181.20** | **175.76** | **163.70** | **175.61** | **201.70** | **241.14** |
| yoy | | -3% | -7% | 7% | 15% | 20% |
| **省内** | **94.13** | **84.63** | **77.65** | **81.38** | **91.52** | **106.41** |
| yoy | | -10% | -8% | 5% | 12% | 16% |
| **省内占比** | **52%** | **48%** | **47%** | **46%** | **45%** | **44%** |
| 省外 | 87.07 | **91.13** | **86.05** | **94.23** | **110.17** | **134.73** |
| yoy | | 5% | -6% | 9% | 17% | 22% |

来源：公司公告，调研估算，国金证券研究所（注：标蓝部分为预测值）

## 2.2 利润测算：结构升级+费用效率优化，经营效率改善

### 2.2.1 产品结构提升驶入快车道，毛利率将长期受益

- **货折减少+产品换代+结构升级，毛利率有望稳步上行。**2019 年毛利率水平有所下滑，预计系梳理渠道遗留问题过程中，大量确认货折返利所致。梦系列的毛利率高于其他系列白酒，预计产品结构优化将贡献毛利率，梦 3、梦 6 的换代升级也将助推毛利率增长。假设海、天、双沟等其他白酒的毛利率维稳（2020 年毛利率改善系减少货折确认），梦系列的毛利率受益于梦 3、梦 6 换代升级而略有提升，预计 19-23 年综合毛利率将累计改善 5.5pcts。

*图表 18：洋河股份毛利率预测（按产品拆分）*

| 毛利率 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
| **海之蓝** | 69.0% | 66.2% | 67.5% | 67.5% | 67.5% | 67.5% |
| **天之蓝** | 82.5% | 80.0% | 82.0% | 82.0% | 82.2% | 82.5% |
| **梦之蓝** | 86.5% | 83.5% | 86.5% | 87.0% | 87.5% | 88.0% |
| **双沟等其他白酒** | 74.5% | 71.1% | 69.0% | 69.0% | 69.0% | 69.0% |
| **其他业务** | 6.9% | -6.0% | -5.0% | -5.0% | -5.0% | -5.0% |
| **综合毛利率** | 73.70% | 71.35% | 73.27% | 74.27% | 75.55% | 76.80% |
| **收入占比** | | | | | | |
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
| 海之蓝 | 31.7% | 28.0% | 24.7% | 22.7% | 20.2% | 18.7% |
| 天之蓝 | 21.1% | 21.0% | 17.8% | 16.2% | 14.3% | 13.1% |
| 梦之蓝 | 16% | 21.0% | 33.8% | 37.1% | 41.8% | 45.6% |
| 双沟等其他白酒 | 27% | 26% | 19% | 20% | 20% | 19% |
| 其他业务 | 4% | 4% | 5% | 4% | 4% | 3% |

来源：渠道调研估算，公司公告，国金证券研究所，注：标蓝部分为估计值，收入占比预测见前文

- **敏感性测算：**假设除梦外，海、天毛利率维持 2020 年的预测值不变，以 2020 年的预测值为基数，当梦、海占比分别达 75%、15%时，公司蓝色经典系列的毛利率将累计提升 4pcts。假设梦系列毛利率提升 3pcts，同等条件下，蓝色经典的毛利率将累计提升 6pcts。

图表 19：公司蓝色经典系列毛利率敏感性测算（假设梦系列毛利率提升 3pcts）

| 蓝色经典系列毛利率变化 | | 梦系列收入占比 | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 35% | 45% | 55% | 65% | 75% |
| 海系列收入占比 | 25% | 1% | 2% | 3% | 4% | 4% |
| | 20% | 2% | 3% | 4% | 5% | 5% |
| | 15% | 3% | 4% | 5% | 5% | 6% |
| | 10% | 5% | 5% | 6% | 6% | 7% |

来源：调研估算，国金证券研究所

图表 20：公司蓝色经典系列毛利率敏感性测算（假设梦系列毛利率不变）

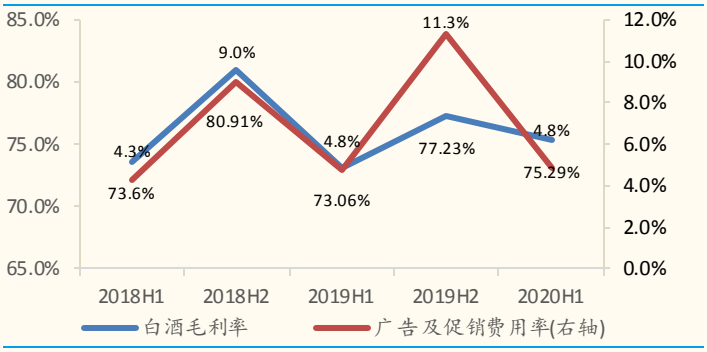
| 蓝色经典系列毛利率变化 | | 梦系列收入占比 | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 35% | 45% | 55% | 65% | 75% |
| 海系列收入占比 | 25% | 0% | 1% | 2% | 2% | 2% |
| | 20% | 1% | 2% | 2% | 3% | 3% |
| | 15% | 2% | 2% | 3% | 3% | 4% |
| | 10% | 3% | 3% | 4% | 4% | 5% |

来源：调研估算，国金证券研究所

### 2.2.2 组织架构改革落地，费效比提升具备确定性

- **分事业部运作，费用管理精细化。**19 年刘化霜总上台后，公司开始调整组织架构，将蓝色经典系列事业部分开，设立高端品牌事业部（梦 9、手工班等）、海天事业部、梦之蓝事业部。2020 年，双沟品牌事业部升级为双沟销售公司，正式开始独立运作，深化“洋河+双沟”双品牌战略。海、天与梦的价位带不同导致渠道侧重点存在差异，海、天与梦分事业部管理对应内部分开考核、投放费用，将有助于培育团购等特定渠道，提升费用投放效率。
- **减少货折，费用投放以终端、消费者为核心。**洋河前期多通过货折补贴渠道、经销商，对毛利率有一定负面影响。2019 下半年改革后，洋河费用投放政策更明确、清晰，减少了货折等隐性投入，增加了市场推广费等对终端、消费者的补贴。终端店、消费者可直接通过扫码获得返利红包，不同产品对应不同费率水平。反映在报表端，洋河 2019H2 广告及促销费用率较 2018H2 同增 2.3pcts（2019H2 白酒毛利率同降 3.7pcts，主要系渠道改革对前期货折大量确认所致）；2020H1 广告及促销费率在疫情背景下仍维稳，白酒毛利率同增 2.2pcts，。

图表 21：2018 年以来洋河白酒毛利率、广告促销费率




来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：苏南部分区域蓝色经典大单品终端、消费者的扫码返利政策

| | 海之蓝 | 天之蓝 | 水晶梦 | 梦 6+ |
|---|---|---|---|---|
| 终端店扫码入库返利 | 1.5 元/瓶 | 6 元/瓶 | 15 元/瓶 | 100 元/瓶 |
| 消费者扫码红包 | 1.2 元/瓶 | 3 元/瓶 | 随机 8/10/15 元/瓶 | 随机 28/38/58/1288 元/瓶 |
| 秩序奖 | -- | -- | 随机 15/30 元/瓶 | 几十元/瓶 |

来源：草根调研估算，国金证券研究所

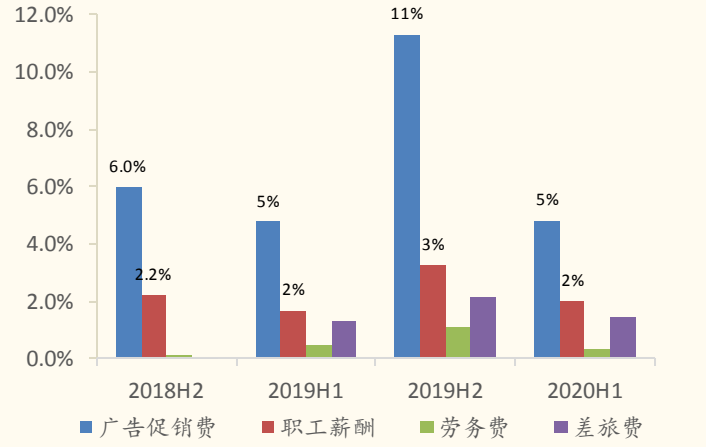
- **费效比增强，年底多地费用仍有盈余。**截止 20 年 12 月底，洋河省内多地销售分公司费用依旧有盈余，该现象多发生在发展的黄金期。预计受益于分事业部运作的精细化管理，叠加投放倾斜向消费者，洋河费用投放效率有所改善。中长期看，梦系列新品逐步培育成熟，发展步入良性阶段，费用支持力度有望进一步减弱。

### 2.2.3 稳步推进内部激励，中长期红利逐步释放可期

- **提高销售员工待遇，重振军心。**公司在调整期内，规定到 2020 年二季度末对销售不做强行考核，不做末位淘汰，减轻压力。此外，城市经理级、主管级的工资有所增加，晋升通道畅通，促进薪酬激励一体化。反应在报表端，洋河销售费用中的职工薪酬占比 19H2 同增 1.0pcts，20H1 同增 0.3pcts。
- **人事调整落地，股票回购进展顺利，静待内部激励增强活力。**2 月初，洋河召开董事会，管理层换届基本落地，预计多方面激励有望稳步推进。公

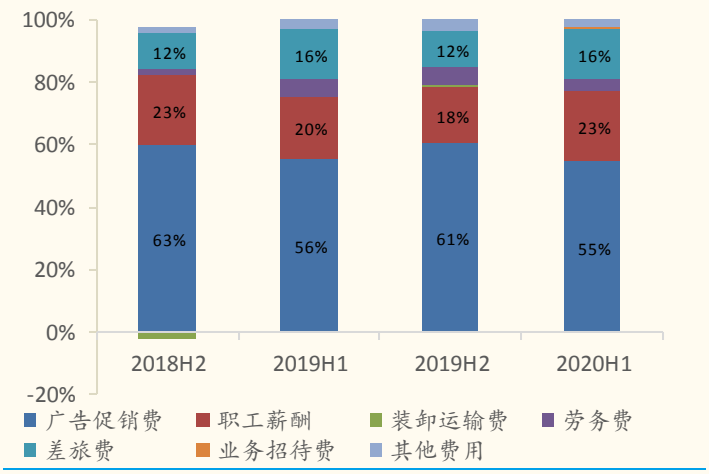
司前期已回购股票 10 亿元（含交易费用），后续有望激励中高层员工，内部积极性进一步提升。

**图表 23：2018H2 以来洋河各项销售费用项目占营收比重**




来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 24：2018H2 以来洋河销售费用拆分**




来源：公司公告，国金证券研究所

## 三、投资建议

- **当前，洋河短中期改革已初见成效，经营拐点逐步显现。考虑历史产品结构、改善进度等多方面因素，市场对公司业绩弹性存在预期差。我们通过详细的产品、区域分拆及剖析，得出以下结论：**
- **成长空间：次高端扩容主基调不变，省内外产品结构升级空间广阔。**受益于大众消费升级，次高端行业迎来发展机遇。2020 年梦系列占营收比重已超 1/3，占蓝色经典的比重近 45%，我们预计梦系列占比将加速提升。洋河省内成长空间在于次高端行业集中度的提升，及重点市场白酒主流价格带的上移；省外的空间在于区域深耕、梦系列的全国化，及安徽、山东、河南等新江苏市场的消费升级。
- **改革成效：渠道、产品改革已见成效，静待梦系列新品全国化。1）渠道：**经销商模式转变成“一商为主，多商配送”，减少经销商无序竞争引发的价格不稳。考核方面，取消了“一刀切”的销量硬性考核，核心考核聚焦价格。梦系列新品的经销商、终端利润率显著提升，渠道推力充足。**2）产品及品牌：**M6+及水晶梦在原有产品基础上增加了更多老酒，产品品质进一步改善。优质基酒的产能将支撑公司在高端产品的布局。此外，洋河名酒基因显赫，已有多个 20-30 亿的核心市场基础，全面品牌营销进一步升级。
- **收入测算：十四五蓄力双百亿大单品，收入弹性有望加速显现。1）**我们认为，洋河水晶梦、梦 6+销售收入有望于十四五分别突破百亿目标，对应 19-25 年 CAGR 分别为 19%、24%，未来 3-5 年梦系列占比将提升至 50%+。考虑公司现阶段仍以价格为核心考量，梦系列收入弹性有望在未来 3 年加速释放。**2）**公司中长期规划省外收入占比达 70%，梦系列省外占比有望加速向海、天靠拢。同时，20 年双沟名酒战略打响，21 年下半年有望稳步推进海、天的换代升级，多维度改革升级值得期待。
- **利润测算：结构升级+费用效率优化+内部激励，经营效率改善。1）**受益于货折减少+产品换代+结构升级，洋河的毛利率显著提升可期。**2）**组织架构调整完成，海、天和梦分事业部精细化管理，对渠道、经销商的货折补贴转为对终端、消费者的直接补贴，费效比明显优化。未来新品培育成熟，费用支持力度有望逐步减弱。**3）**中长期，公司提高销售人员待遇以重振军心，人事调整落地，股票已回购 10 亿元，股权等多种激励方式正稳步深化，内部激励红利或将进一步释放。
- **盈利预测：**鉴于当前需求稳步恢复，改革持续推进，叠加公司机制理顺、内部激励有望推行，未来 3 年业绩有望逐步加速向好，我们调整盈利预测：

预计 20-22 年营业收入分别同比-7.2%/+7.8%/+14.2%；归母净利润分别同比+2.4%/+13.7%/+19.6%；对应 EPS 分别为 5.02、5.71、6.83（较上次预测分别调整-0.5%、-4.1%、-4.4%）；对应 PE 分别为 46、40、34 倍。给予 22 年 45 倍 PE，目标价 307 元，维持买入评级。

*图表 25：可比公司盈利预测及估值*

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价（元） | 总市值(亿元) | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | PB（倍） | EPS19-22年CAGR(%) | PEG（倍） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | | |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 2,601.00 | 32,673.70 | 32.80 | 36.59 | 43.29 | 50.69 | 71 | 60 | 51 | 20 | 16% | 3 |
| 000858.SZ | 五粮液 | 342.65 | 13,300.33 | 4.48 | 5.19 | 6.27 | 7.39 | 66 | 55 | 46 | 15 | 18% | 3 |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 313.99 | 4,599.18 | 3.17 | 3.98 | 4.85 | 5.80 | 79 | 65 | 54 | 20 | 22% | 2 |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 443.54 | 3,865.58 | 2.23 | 3.25 | 4.20 | 5.32 | 137 | 106 | 83 | 39 | 34% | 2 |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 252.53 | 1,271.74 | 4.17 | 4.20 | 5.32 | 6.42 | 60 | 47 | 39 | 12 | 15% | 3 |
| 603369.SH | 今世缘 | 61.50 | 771.52 | 1.16 | 1.24 | 1.55 | 1.91 | 50 | 40 | 32 | 9 | 18% | 2 |
| **平均** | | | | | | | | **77** | **62** | **51** | **19** | | **3** |
| **中值** | | | | | | | | **69** | **57** | **49** | **18** | | **3** |
| **002304.SZ** | **洋河股份** | **228.81** | **3,448.14** | **4.90** | **5.03** | **5.71** | **6.83** | **46** | **40** | **34** | **14** | **12%** | **3** |

来源：Wind，国金证券研究所（洋河股份为国金证券研究所预测，其余均为 wind 一致预期，截止至 2021 年 2 月 10 日）

## 四、风险提示

- **新品推广不及预期**——本文盈利预测基于的假设是梦 6+省外推广顺利进行，水晶梦、海、天改革进展顺利。若新品推广不及预期，将影响公司收入、业绩增速；
- **疫情反复风险**——若国内疫情不可控，将影响餐饮、宴席、商务宴请等场景的需求恢复，进而挫伤白酒消费；
- **区域市场竞争风险**——若江苏省内和安徽、山东、河南等省外重点市场区域市场竞争态势恶化，将影响厂商政策，进而制约公司盈利能力提升。
- **食品安全风险**——若同行或公司自身在生产过程中出现质量管理疏漏，进而出现食品安全问题，酒类全行业的需求将会受到负面影响。

## 附录：三张报表预测摘要

**损益表（人民币百万元）**

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **主营业务收入** | **19,918** | **24,160** | **23,126** | **21,453** | **23,117** | **26,410** |
| 增长率 | | 21.3% | -4.3% | -7.2% | 7.8% | 14.2% |
| 主营业务成本 | -6,681 | -6,353 | -6,626 | -5,734 | -5,948 | -6,457 |
| %销售收入 | 33.5% | 26.3% | 28.7% | 26.7% | 25.7% | 24.5% |
| 毛利 | 13,237 | 17,807 | 16,500 | 15,719 | 17,169 | 19,953 |
| %销售收入 | 66.5% | 73.7% | 71.3% | 73.3% | 74.3% | 75.6% |
| 营业税金及附加 | -1,152 | -3,770 | -3,201 | -3,282 | -3,005 | -3,433 |
| %销售收入 | 5.8% | 15.6% | 13.8% | 15.3% | 13.0% | 13.0% |
| 销售费用 | -2,387 | -2,561 | -2,692 | -2,521 | -2,658 | -2,773 |
| %销售收入 | 12.0% | 10.6% | 11.6% | 11.8% | 11.5% | 10.5% |
| 管理费用 | -1,532 | -1,704 | -1,856 | -1,877 | -1,549 | -1,769 |
| %销售收入 | 7.7% | 7.1% | 8.0% | 8.8% | 6.7% | 6.7% |
| 研发费用 | 0 | -28 | -160 | -154 | -127 | -145 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.1% | 0.7% | 0.7% | 0.6% | 0.6% |
| 息税前利润（EBIT） | 8,165 | 9,743 | 8,590 | 7,884 | 9,829 | 11,832 |
| %销售收入 | 41.0% | 40.3% | 37.1% | 36.8% | 42.5% | 44.8% |
| 财务费用 | 34 | 65 | 78 | 114 | 163 | 217 |
| %销售收入 | -0.2% | -0.3% | -0.3% | -0.5% | -0.7% | -0.8% |
| 资产减值损失 | -23 | -1 | -2 | 4 | 2 | 1 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 159 | 980 | 200 | 300 |
| 投资收益 | 624 | 918 | 851 | 1,050 | 1,150 | 1,200 |
| %税前利润 | 7.1% | 8.5% | 8.7% | 10.5% | 10.1% | 8.8% |
| 营业利润 | 8,836 | 10,814 | 9,762 | 10,077 | 11,387 | 13,621 |
| 营业利润率 | 44.4% | 44.8% | 42.2% | 47.0% | 49.3% | 51.6% |
| 营业外收支 | 11 | 26 | 9 | -30 | 10 | 10 |
| 税前利润 | 8,848 | 10,839 | 9,771 | 10,047 | 11,397 | 13,631 |
| 利润率 | 44.4% | 44.9% | 42.2% | 46.8% | 49.3% | 51.6% |
| 所得税 | -2,229 | -2,724 | -2,385 | -2,482 | -2,792 | -3,340 |
| 所得税率 | 25.2% | 25.1% | 24.4% | 24.7% | 24.5% | 24.5% |
| 净利润 | 6,619 | 8,115 | 7,386 | 7,565 | 8,605 | 10,292 |
| 少数股东损益 | -8 | 0 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| **归属于母公司的净利润** | **6,627** | **8,115** | **7,383** | **7,563** | **8,603** | **10,290** |
| 净利率 | 33.3% | 33.6% | 31.9% | 35.3% | 37.2% | 39.0% |

**现金流量表（人民币百万元）**

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 6,619 | 8,115 | 7,386 | 7,565 | 8,605 | 10,292 |
| 少数股东损益 | -8 | 0 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 非现金支出 | 714 | 759 | 778 | 706 | 762 | 803 |
| 非经营收益 | -686 | -1,008 | -1,115 | -1,969 | -1,453 | -1,602 |
| 营运资金变动 | 236 | 1,191 | -271 | -1,409 | 441 | 901 |
| **经营活动现金净流** | **6,883** | **9,057** | **6,779** | **4,893** | **8,354** | **10,393** |
| 资本开支 | -325 | -426 | -293 | -791 | -822 | -818 |
| 投资 | -4,406 | -3,783 | -1,828 | 2,497 | -2,003 | -2,003 |
| 其他 | 569 | 859 | 828 | 1,050 | 1,150 | 1,200 |
| **投资活动现金净流** | **-4,161** | **-3,349** | **-1,293** | **2,756** | **-1,675** | **-1,621** |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -3,429 | -3,842 | -4,820 | -4,220 | -4,521 | -4,822 |
| **筹资活动现金净流** | **-3,429** | **-3,842** | **-4,820** | **-4,220** | **-4,521** | **-4,822** |
| **现金净流量** | **-707** | **1,865** | **666** | **3,430** | **2,158** | **3,950** |

**资产负债表（人民币百万元）**

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 1,751 | 3,615 | 4,300 | 7,730 | 9,888 | 13,838 |
| 应收款项 | 278 | 296 | 713 | 730 | 763 | 872 |
| 存货 | 12,862 | 13,892 | 14,433 | 13,982 | 14,177 | 15,037 |
| 其他流动资产 | 13,635 | 18,071 | 18,360 | 15,575 | 16,895 | 18,315 |
| 流动资产 | 28,527 | 35,875 | 37,806 | 38,017 | 41,724 | 48,063 |
| %总资产 | 65.9% | 72.4% | 70.7% | 68.6% | 69.2% | 70.9% |
| 长期投资 | 3,462 | 2,723 | 5,076 | 6,583 | 7,588 | 8,592 |
| 固定资产 | 8,485 | 7,988 | 7,520 | 7,564 | 7,652 | 7,700 |
| %总资产 | 19.6% | 16.1% | 14.1% | 13.7% | 12.7% | 11.4% |
| 无形资产 | 1,931 | 2,059 | 2,023 | 2,010 | 1,983 | 1,951 |
| 非流动资产 | 14,732 | 13,689 | 15,649 | 17,387 | 18,563 | 19,693 |
| %总资产 | 34.1% | 27.6% | 29.3% | 31.4% | 30.8% | 29.1% |
| **资产总计** | **43,258** | **49,564** | **53,455** | **55,403** | **60,286** | **67,756** |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 6,740 | 7,719 | 7,852 | 6,960 | 7,023 | 7,632 |
| 其他流动负债 | 6,699 | 7,910 | 8,685 | 7,968 | 8,695 | 10,076 |
| 流动负债 | 13,439 | 15,628 | 16,537 | 14,929 | 15,718 | 17,708 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 324 | 311 | 427 | 637 | 647 | 657 |
| **负债** | **13,763** | **15,939** | **16,963** | **15,566** | **16,365** | **18,365** |
| **普通股股东权益** | **29,515** | **33,645** | **36,509** | **39,853** | **43,934** | **49,401** |
| 其中：股本 | 1,507 | 1,507 | 1,507 | 1,507 | 1,507 | 1,507 |
| 未分配利润 | 26,512 | 30,784 | 33,510 | 36,854 | 40,936 | 46,403 |
| 少数股东权益 | -20 | -20 | -17 | -15 | -13 | -11 |
| **负债股东权益合计** | **43,258** | **49,564** | **53,455** | **55,403** | **60,286** | **67,756** |

**比率分析**

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **每股指标** | | | | | | |
| 每股收益 | 4.40 | 5.39 | 4.90 | 5.02 | 5.71 | 6.83 |
| 每股净资产 | 19.59 | 22.33 | 24.23 | 26.45 | 29.15 | 32.78 |
| 每股经营现金净流 | 4.57 | 6.01 | 4.50 | 3.25 | 5.54 | 6.90 |
| 每股股利 | 2.55 | 3.20 | 3.00 | 2.80 | 3.00 | 3.20 |
| **回报率** | | | | | | |
| 净资产收益率 | 22.45% | 24.12% | 20.22% | 18.98% | 19.58% | 20.83% |
| 总资产收益率 | 15.32% | 16.37% | 13.81% | 13.65% | 14.27% | 15.19% |
| 投入资本收益率 | 20.70% | 21.69% | 17.73% | 14.77% | 16.76% | 17.95% |
| **增长率** | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 15.92% | 21.30% | -4.28% | -7.24% | 7.76% | 14.24% |
| EBIT增长率 | 13.11% | 19.33% | -11.83% | -8.22% | 24.67% | 20.37% |
| 净利润增长率 | 13.73% | 22.45% | -9.02% | 2.44% | 13.74% | 19.61% |
| 总资产增长率 | 11.48% | 14.58% | 7.85% | 3.64% | 8.81% | 12.39% |
| **资产管理能力** | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 存货周转天数 | 685.2 | 768.5 | 780.1 | 890.0 | 870.0 | 850.0 |
| 应付账款周转天数 | 51.8 | 68.2 | 71.4 | 80.0 | 81.0 | 82.0 |
| 固定资产周转天数 | 151.2 | 118.3 | 114.5 | 119.1 | 107.2 | 89.0 |
| **偿债能力** | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -5.94% | -10.75% | -61.05% | -56.95% | -59.30% | -63.36% |
| EBIT利息保障倍数 | -240.8 | -149.6 | -109.5 | -69.0 | -60.5 | -54.6 |
| 资产负债率 | 31.82% | 32.16% | 31.73% | 28.10% | 27.15% | 27.11% |

***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 | 3 | 21 | 29 | 45 | 124 |
| 增持 | 0 | 7 | 9 | 15 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **评分** | **1.00** | **1.25** | **1.24** | **1.25** | **1.00** |

来源：朝阳永续

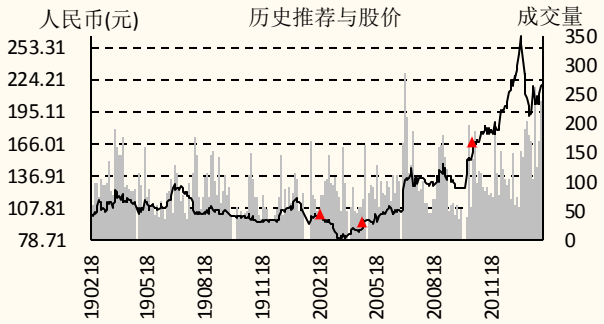
市场中相关报告评级比率分析说明：

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

***历史推荐和目标定价(人民币)***




**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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402