



食品饮料

洋河股份（002304）

中性(首次)

市场数据（2019-11-13）

| | |
|-------------|--------------|
| 收盘价（元） | 96.91 |
| 52周最高/最低（元） | 138.50/87.60 |

基础数据

| | |
|------------|-------|
| 总股本（百万股） | 1507 |
| 流通A股（百万股） | 1249 |
| 流通A股市值（亿元） | 1210 |
| 每股净资产（元） | 24.07 |

股价走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

研究员

黄超
执业证书编号：S0070518020001
电话：010-83991714
邮箱：huangchao@grzq.com

联系人
孙永泰
电话：010-83991486
邮箱：sunyt-yjfz@grzq.com

相关报告

公司电话会议纪要

——2019年11月12日电话会议

盈利预测

单位：百万元；每股单位：元

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 19917.94 | 24159.80 | 22975.97 | 24561.31 | 27164.81 |
| 增长率（%） | 15.92% | 21.30% | -4.90% | 6.90% | 10.60% |
| 归母净利润 | 6609.24 | 8071.46 | 7752.48 | 8387.11 | 9392.00 |
| 增长率（%） | 13.42% | 22.12% | -3.95% | 8.19% | 11.98% |
| 每股收益 | 4.386 | 5.356 | 5.144 | 5.565 | 6.232 |
| 市盈率（倍） | 22.10 | 18.09 | 18.84 | 17.41 | 15.55 |

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

调研纪要

■ 出席专家介绍：洋河苏南大商，年销售额超2亿元，数十年洋河经营经验，深刻了解苏南市场竞争态势及公司最新变化。

■ 交流核心要点：

（1）**库存、批价及渠道利润**：库存1.5-2个月，各系列开票价与批价情况为海之蓝119/125，天之蓝270/295，梦3 380/430，梦6 480/550。

（2）**销售情况**：18年2.1亿，19年预计1.8亿，20年乐观预计2.3-2.4亿。

（3）**调整的核心原因**：一方面，公司为了业绩增长不断对渠道进行强制压货，不同地区消费需求不一致，价格表现差异大，导致不同地区不同渠道间窜货明显，价格混乱。另一方面，竞品的市场压力加大。

（4）**厂家措施及效果**：清理违规团购及经销商；以价格稳定为考核目标，不强制压货；销售人员考核目标转变。核心看公司的执行力是否能持续。

（5）**改善时间**：春节明显改善难度大，2020年端午节可能修复。

问答环节：**Q：对苏南地区竞争态势、洋河调整后的渠道变化，以及对洋河的展望？**

洋河体系处在价位调整最痛苦的时间段。从中秋档开始调整，经销商层面对于价格已经有一定的把控了，但是终端价格仍有一定压力。现在通过做高客勤，单店单投等方式促进终端价格提升。我认为洋河现在调整的策略是对的，但是核心在于执行力。如果可以不间断地执行到位，经销商层面对于洋河是有信心的。这次换了领导班子，我相信也会有大的改变。

Q：您的库存水平是多少？

库存量我现在比较低，1.5-2个月的库存。

Q：省外经销商的库存大概什么水平？

省外经销商库存不高的，省外讲一个整个的增长率。考虑到空白市场，整体的增长率能够完成的，不需要压这么多库存的，

Q：今年到11月份为止，您的销售额是？2020年的销售目标？

同比去年是下降的。我们跟厂方签的销量整个年度销量是2.3个亿，现在可能只完成了1.4-1.5个亿，预计全年能完成1.8个亿，18年同期2.1亿。明年要看厂方的调整力度是不是延续下去。如果执行力不错，各个层面都比较合拍，2020年完成2.3或2.4个亿都没什么大问题。

Q：您刚才说经销商这边已经调整得差不多了，终端还有一些问题，您主要说的是哪些问题，能具体一点吗？

终端的问题是价格，关键点是利润多少。蓝色经典的问题在于终端利润空间太低，我们也在慢慢引导终端门店提高终端售价，增加自身的利润点。

Q：洋河渠道价格混乱的核心原因是？

价格混乱一句话就是销量在作怪。压销量，不问不看市场的情况，盲目的扩张。分公司每个地区的领导因为自己的业绩，甚至于超投费用。而且每个地区各产品的销量不一样，比如有些地区梦比较好卖，海天不好卖，导致整个投入比是不均匀。这样就形成了价格混乱和窜货情况。

Q：从报表和调研反馈，厂家的费用投入增量并增加，渠道利润如何能实现回升的？

之前主要是价格混乱压缩了我们的利率。如我们按照厂方要求以125元价格出售，而团购价只有120左右，市场价格可能低于指定价格。厂方一些销售人员也会鼓励降价来做这个销量，看似销量很大但利率很低。现在不能低于指定价来发售，而销量不要求。经销商也在拆包，从定价到出货价都由厂方来调控价格，包括零售商价格都是厂方指导价格。这里面利润是够的，只要按照要求去执行就可以了。

Q：经销商的供货价大概是多少？未来目标方面，终端门店售价要提升到多少？

经销商目前的供货价是：海不能低于125，天是在295，梦3是430，梦6是550。终端销售价格的目标，海是在135，天是在305-310，梦3是450，梦6是580。我们还有给他们一些辅助陈列费用、客勤资助，让他们保价也是要保到这个价格，方方面面也是围绕这个做工作。

Q: 目前的终端售价情况是?

海之蓝也还没有达到 135 元, 目前大概 130 元, 最低有 128 元。梦 3 现在体现价是 430, 甚至是 420 元, 是因为某些烟酒点老板通过费用投放把价格又打下来了。对于这些客户我们未来会取消我们之间的一些合作。

Q: 想提终端零售价, 需要什么具体的措施?

第一步, 经销商对终端给到一些额外的补助, 这些补助是非折现的, 比如品鉴会, 家用电器等; 第二步再跟客户沟通, 引导客户在价位上做好, 这样各方都有利润。

Q: 关于梦 6+ 的情况, 你们打款、价格设置怎么样?

梦 6+ 的打款价位还没有最终出来, 但是价格可能会上调。我认为比现在价格再高 20~30 块钱, 将近 600 元。总的来讲, 梦 6+ 只提供给渠道商做, 团购商不可以签这个产品。对于梦 6+ 的未来发展, 我们还是相对有信心的, 消费升级的拉动下, 梦 6+ 有一定的市场空间。现在梦 6 在省内成交价格已经从 500 到 550 元, 从度数和容量看, 未来梦 6+ 在省内和其他竞品的重叠度也比较小。

Q: 现在经销商渠道利润有所上升了吗? 上升幅度是?

渠道利润有提升。海之蓝原来价位在 119, 天之蓝是 270, 梦 3 是 380, 梦 6 是 480。现在调整上来后, 海之蓝是 125, 天之蓝是 295, 梦 3 是 430, 梦 6 是 550 元。

Q: 梦 9 今年情况怎么样?

梦 9 销售情况比较一般, 销售占比 5% 不到。

Q: 经销商每个产品利润大概能有多少呢?

用百分点来说吧, 海天是在 8-9 个点, 梦要高一点在 15 点左右, 一瓶梦利润能 50 多元。在白酒行业里这个是比较正常的利润点。

Q: 您怎么看 2020 年洋河的终端销售表现?

我认为春节档的销售不一定要有多大的修复, 可能过了春节档以后, 在明年的端午节可能会有所提升。2020 年二季度才能看到调整后是否能形成良性循环。

Q: 竞品的终端和经销商利润如何?

竞品利润点也不高。例如, 国缘、今世缘也在学洋河的老路, 做一些大规模的陈列, 这次中秋节终端价格就有下滑。

很多终端不去推洋河主要是价格问题。例如, 朋友之间, 你跟我买酒我更加不知道怎么卖给你。按照渠道的价格卖给你, 明天可能你能拿到低价货。朋友的关系会很复杂, 所以情愿不去卖洋河, 因为实在没办法知道价格的底在哪里。

Q: 终端消费者对洋河的消费氛围是怎么看? 是不慢慢转向竞品了?

品牌力来讲, 我认为洋河在苏南的品牌力还是第一的。老百姓是被动消费, 说酒质量不好其实都是终端老板宣传的, 他没有利润所以情愿不去卖洋河的产品。对于老百姓来说, 在这价位上, 什么酒都可以, 国缘也可以, 剑南春也可以, 都是老板去推广的。

Q: 明年可能会在端午节有一个修复, 是量会涨一些, 还是价格会稳住?

价格的稳定。

Q: 洋河的子品类哪个销售降幅更大一点？主要原因是什么呢？

海和天。同样价位带上竞品比较多，竞争比较大，海天利润点下降，大家不愿意去卖他，梦之蓝来讲还可以。

Q: 洋河产品的商超销售占比是多少？

近几年商超消费下降很多，原来大概占比 30%，现在 10%都达不到。限制公款消费以后，老百姓超市购物卡就不多了，价位上超市的标价肯定要比经销渠道高，因为有各类陈列费用。

Q: 洋河报表中，保证金从 20 多个亿降到 5 个亿的原因是？保证金是什么概念？

保证金是经销商签合同就会有的，保证你不会低价销售，不会向其他市场销售，如何过查到了会罚款。最近整合了经销商，保证金退给他们了。

Q: 对洋河影响较大的竞品有哪些？苏南地区省外名酒的增长趋势如何？

我认为竞品里国缘影响肯定比较大，对于无锡地区来讲，二、三季度国缘销量大于洋河。现在还感受不到其他竞品的压力，大家都会分一杯羹，但还没有很大的亮点出来。苏南地区洋河是第一块牌子，近年来也在被其他品牌分流，但是还没有看到一个强劲的品牌。洋河在苏南地区基数太大了，如果增长 1 个百分点，需要消化很多东西。但是汾酒、古井这些公司的基数低，增长速度较快。

Q: 洋河的价格体系不稳定的原因是？厂商采取什么措施改善？

洋河的渠道问题不是价差不够，而是终端价不一致导致价差不能兑现。例如，洋河在省外市场费用投放比较多，价位就会低，就会串货就到省内市场。整个江苏省除了苏州格比较稳定，其他都很混乱。苏州经销商不是做酒水出身的是做香烟出身的，他对其他地区的打款倒挂体系不清楚，就按照市场价格卖，苏州地区价格就比较稳定。公司厂商这段时间一直在调终端价，处理违规经销商。

Q: 洋河的问题是不是在 2018 年就已经出现了？

是的，2018 年已经体现渠道的问题。但是厂里一味的要拼销量，把问题都掩盖掉了。当时价格混乱都是老生常谈的问题，但是解决不了。18 年的做法是价格达到一定，就补贴，后面很多东西都兑现不了。

Q: 您的打款节奏是？

分三次打，每年三次大活动，端午一次、中秋一次、春节一次，这三次销量要完成 90%，剩下可能在其他月份慢慢弥补。

Q: 2020 年节点差不多到了，这方面有没有什么计划呢，量是厂方提的还是你们和厂方一起？

原来是厂方提的，一拍脑袋就给你往上加了。今年最大的变化就是量，因为我们年终返利达不到销量，返利减少。今年厂方领导承诺我们能做多少，返利也给我们。这是一种挺价的决心，如果厂商压货，经销商会有资金压力，渠道库存和价格容易乱。现在经销商没有资金压力，可以让产品慢慢卖。

Q: 2020 年春节的量大概什么时候能够定下来？

按惯例来讲的话，因为今年是在 1 月 20 号左右过年，那么应该在 12 月初应该是能够将这个春节档的量定下来。过完春节档以后就要开始重新签一年的合同。春节档的销量预测不了。

Q: 公司有调整措施, 包括控货保价、厂商关系等。您觉得执行的效果怎样、是否达到预期的效果?

厂方确实是痛下决心的, 无论是谁扰乱价格体系, 真的会取消经销权。现在还没有动到经销商层面, 很大是动在团购商。因为团购商乱货比较严重, 基本上要只留三分之一。渠道方面也是这样, 公司在查历史串货记录、派一些调查组来摸底存货, 最终可能是在十一月下旬会公布一些信息, 经销商应该也会砍掉一批。

Q: 返利的比例有多少?

返利是按照你完成的销量的百分比来给的, 基本上平均可以到 1.2 至 1.5 个百分点。这个差价是厂家出, 现在很多经销商都没有信心了, 做不下去了, 所以公司今年必须安抚下。

Q: 团购渠道在省内占比是多少?

每个地区都不一样, 但占比比较大。无锡地区, 团购商最高峰是有一百多家。当时大家都有任务都有压力, 盲目地开团购渠道, 所以导致价格混乱。现在在不断砍团购渠道, 预计会被清理三分之二, 团购的量实际上还是在经销渠道上, 所以市场上的量是不会变。

Q: 今年厂方业务人员的考核压力大吗?

相对于以往, 压力减少了很多。现在考核内容在调整, 考核方面很多, 而且是偏柔性考核。

Q: 未来不增加经销商的话要实现同样的销售, 经销商是否能承接这样大的一个量?

这个应该是没有问题的, 因为对这些经销商来讲资金的运作是非常快的, 总量上来讲没有问题。

Q: 洋河的窜货情况如何? 如何鉴定是否窜货?

洋河的窜货情况在行业中不严重。如果没有二次销售, 只是消费者自己喝, 不是窜货。如果自己喝但是喝不完拿出去卖给烟酒店, 则算作窜货。窜货又包括恶意窜货和无意识窜货。现在有一个监控系统。厂里出货到经销售有一个扫码, 经销售出货有一个扫码, 整个窜货过程有一个监控。

Q: 洋河下游渠道主要有哪些类型?

KA 卖场渠道, 酒店渠道、烟酒店渠道、批发市场

Q: 洋河基酒的品质有提升吗?

洋河基酒品质确实没有多大变化。现在洋河自己生产的基酒, 只是可以保证梦系列。现在是高粱的问题, 东北高粱可能价格上涨, 用加拿大的进口的高粱, 对酒的口感方面会有一定影响。近几年, 洋河的基酒量有一个非常大的提升, 因为厂都在扩张, 存储量确实是比前两年大, 但是需要存放一段时间。

Q: 洋河高端酒策略, 公司怎么考虑?

洋河手中有的高端产品包括梦系列、双沟的高端产品。高沟酒现在是今世缘, 剩下的都整合到洋河苏酒集团。但是公司一直在推广蓝色经典系列, 把其他双沟产品边缘化。后来省内调控以后, 洋河也在推广其他的高端产品。双沟的珍宝坊是今后的主力产品, 新任管理层也在做, 但目前还没有看到具体的销售措施。

Q: 公司在广告宣传和投放, 未来还有什么大动作?

洋河的广告一直投得很大, 目前没有看到大动作, 也没有看到新增广告投放的趋势。

Q: 对刘化霜总的看法?

整体上不错。因为刘总原来就是老的洋河领路人之一, 他对市场一些东西还是看得准。

Q: 怎么理解洋河 6 月份开始控货，怎么定义控货？

就是不发货。只要保证的基础库存，把原来库存消化。公司情愿牺牲第三季度的销量来把价格稳定住，各个层面如果都有利润，还有继续良性发展的空间。

Q: 今世缘之后也会面临价格问题吗？

今世缘现在已经面临价格问题，他在模仿洋河的模式，比如说投放的大排面陈列。今世缘的管控力度跟洋河不好比，洋河管控制度更为精细和到位，只是执行力没有到位。

表 1: 盈利预测表

| 报表预测 | | | | | | |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 利润表 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 17183.11 | 19917.94 | 24159.80 | 22975.97 | 24561.31 | 27164.81 |
| 减: 营业成本 | 6202.98 | 6681.15 | 6353.24 | 6502.20 | 6852.61 | 7415.99 |
| 营业税金及附加 | 309.57 | 1151.87 | 3769.93 | 3101.76 | 3315.78 | 3667.25 |
| 营业费用 | 1869.00 | 2387.45 | 2561.40 | 2435.45 | 2603.50 | 2879.47 |
| 管理费用 | 1582.44 | 1532.15 | 1704.27 | 1608.32 | 1719.29 | 1901.54 |
| 财务费用 | -8.95 | -33.91 | -65.14 | -90.27 | -194.56 | -304.01 |
| 资产减值损失 | 48.00 | 22.87 | 1.10 | 23.99 | 23.99 | 23.99 |
| 加: 投资收益 | 547.21 | 623.95 | 918.29 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | -27.57 | -9.19 | -9.19 | -9.19 |
| 营业利润 | 7727.28 | 8800.33 | 10725.73 | 9385.34 | 10231.52 | 11571.40 |
| 加: 其他非经营损益 | 33.68 | 11.48 | 25.53 | 25.75 | 25.75 | 25.75 |
| 利润总额 | 7760.97 | 8811.81 | 10751.26 | 9411.08 | 10257.27 | 11597.15 |
| 减: 所得税 | 1956.04 | 2210.95 | 2679.67 | 2352.77 | 2564.32 | 2899.29 |
| 净利润 | 5804.93 | 6600.85 | 8071.60 | 7058.31 | 7692.95 | 8697.86 |
| 减: 少数股东损益 | -22.24 | -8.38 | 0.14 | 0.13 | 0.15 | 0.16 |
| 归属母公司股东净利润 | 5827.17 | 6609.24 | 8071.46 | 7752.48 | 8387.11 | 9392.00 |
| 资产负债表 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 917.12 | -223.42 | 775.61 | 7603.13 | 10045.44 | 17332.53 |
| 应收和预付款项 | 342.30 | 365.04 | 314.85 | 366.25 | 359.81 | 439.83 |
| 存货 | 12221.52 | 12861.50 | 13892.12 | 11455.77 | 15258.13 | 13652.05 |
| 其他流动资产 | 10304.14 | 13548.58 | 18052.48 | 18052.48 | 18052.48 | 18052.48 |
| 长期股权投资 | 21.03 | 1.98 | 9.42 | 9.42 | 9.42 | 9.42 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 8515.49 | 8484.78 | 7988.20 | 6807.26 | 5626.32 | 4445.38 |
| 无形资产和开发支出 | 1910.63 | 1929.55 | 2057.96 | 1812.81 | 1567.65 | 1322.49 |
| 其他非流动资产 | 2464.26 | 3665.60 | 2919.38 | 2918.92 | 2918.47 | 2918.47 |
| 资产总计 | 36696.48 | 40633.61 | 46010.02 | 49026.04 | 53837.72 | 58172.66 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 10459.34 | 10939.49 | 12186.99 | 11815.43 | 12905.26 | 12989.23 |
| 长期借款 | 0.18 | 0.15 | 0.11 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 199.98 | 199.11 | 198.40 | 198.40 | 198.40 | 198.40 |
| 负债合计 | 10659.50 | 11138.74 | 12385.51 | 12013.83 | 13103.66 | 13187.64 |
| 股本 | 1506.99 | 1506.99 | 1506.99 | 1506.99 | 1506.99 | 1506.99 |
| 资本公积 | 741.70 | 741.70 | 741.70 | 741.70 | 741.70 | 741.70 |
| 留存收益 | 23804.08 | 27266.35 | 31395.84 | 35477.70 | 39893.70 | 44838.80 |
| 归属母公司股东权益 | 26052.77 | 29515.04 | 33644.53 | 37726.39 | 42142.39 | 47087.49 |
| 少数股东权益 | -15.79 | -20.17 | -20.01 | -19.88 | -19.73 | -19.57 |
| 股东权益合计 | 26036.99 | 29494.87 | 33624.52 | 37706.51 | 42122.66 | 47067.93 |
| 负债和股东权益合计 | 36696.48 | 40633.61 | 46010.02 | 49720.34 | 55226.32 | 60255.57 |
| 现金流量表 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |

| | | | | | | |
|---------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 经营性现金净流量 | 7404.30 | 6898.05 | 9060.74 | 10384.68 | 6195.56 | 11406.68 |
| 投资性现金净流量 | -5964.33 | -4161.02 | -3349.34 | 19.31 | 19.31 | 19.31 |
| 筹资性现金净流量 | -3697.08 | -3417.12 | -3841.36 | -3576.47 | -3772.56 | -4138.89 |
| 现金流量净额 | -2251.91 | -691.80 | 1869.39 | 6827.52 | 2442.31 | 7287.09 |

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

表 2：估值指标汇总表

| 财务分析和估值指标汇总 | | | | | | |
|----------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 收益率 | | | | | | |
| 毛利率 | 63.90% | 66.46% | 73.70% | 71.70% | 72.10% | 72.70% |
| 三费/销售收入 | 20.03% | 19.51% | 17.39% | 17.21% | 16.81% | 16.48% |
| EBIT/销售收入 | 45.12% | 44.00% | 44.21% | 43.57% | 43.78% | 44.11% |
| EBITDA/销售收入 | 49.37% | 47.46% | 47.35% | 49.68% | 49.49% | 49.28% |
| 销售净利率 | 33.78% | 33.14% | 33.41% | 33.74% | 34.15% | 34.57% |
| 资产获利率 | | | | | | |
| ROE | 22.37% | 22.39% | 23.99% | 20.55% | 19.90% | 19.95% |
| ROA | 21.13% | 21.57% | 23.22% | 20.42% | 19.97% | 20.60% |
| ROIC | 31.48% | 27.51% | 30.73% | 25.22% | 29.76% | 30.87% |
| 增长率 | | | | | | |
| 销售收入增长率 | 7.04% | 15.92% | 21.30% | -4.90% | 6.90% | 10.60% |
| EBIT 增长率 | 11.35% | 13.03% | 21.90% | -6.28% | 7.41% | 11.44% |
| EBITDA 增长率 | 11.87% | 11.44% | 21.00% | -0.23% | 6.50% | 10.12% |
| 净利润增长率 | 8.20% | 13.71% | 22.28% | -3.95% | 8.19% | 11.98% |
| 总资产增长率 | 14.08% | 10.73% | 13.23% | 6.56% | 9.81% | 8.05% |
| 股东权益增长率 | 13.58% | 13.29% | 13.99% | 12.13% | 11.71% | 11.73% |
| 经营营运资本增长率 | 59.56% | 27.46% | 26.69% | -9.97% | 14.88% | -7.54% |
| 资本结构 | | | | | | |
| 资产负债率 | 29.05% | 27.41% | 26.92% | 24.50% | 24.34% | 22.67% |
| 投资资本/总资产 | 64.95% | 64.07% | 66.02% | 56.34% | 55.00% | 46.92% |
| 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率 | 2.27 | 2.43 | 2.71 | 3.17 | 3.39 | 3.81 |
| 速动比率 | 0.12 | 0.01 | 0.09 | 0.67 | 0.81 | 1.37 |
| 股利支付率 | 46.55% | 47.88% | 47.61% | 47.35% | 47.35% | 47.35% |
| 收益留存率 | 53.45% | 52.12% | 52.39% | 52.65% | 52.65% | 52.65% |
| 资产管理效率 | | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.47 | 0.49 | 0.53 | 0.47 | 0.46 | 0.47 |
| 固定资产周转率 | 2.16 | 2.41 | 3.08 | 3.38 | 4.37 | 6.11 |
| 应收账款周转率 | 105.78 | 90.01 | 97.43 | 115.86 | 88.11 | 109.15 |
| 存货周转率 | 0.51 | 0.52 | 0.46 | 0.57 | 0.45 | 0.54 |
| 业绩和估值指标 | | | | | | |
| EBIT | 7752.76 | 8763.02 | 10682.13 | 10011.13 | 10753.02 | 11983.45 |
| EBITDA | 8483.36 | 9453.91 | 11439.58 | 11413.69 | 12155.58 | 13385.55 |
| NOPLAT | 5773.51 | 6555.65 | 8000.60 | 7662.61 | 8219.03 | 9141.85 |

| | | | | | | |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润 | 5827.17 | 6609.24 | 8071.46 | 7752.48 | 8387.11 | 9392.00 |
| EPS | 3.867 | 4.386 | 5.356 | 5.144 | 5.565 | 6.232 |
| BPS | 17.288 | 19.585 | 22.326 | 25.034 | 27.965 | 31.246 |
| PE | 25.06 | 22.10 | 18.09 | 18.84 | 17.41 | 15.55 |
| PB | 5.61 | 4.95 | 4.34 | 3.87 | 3.47 | 3.10 |
| EV/EBIT | 18.55 | 16.27 | 13.37 | 13.58 | 12.42 | 10.54 |
| EV/EBITDA | 16.95 | 15.08 | 12.48 | 11.91 | 10.98 | 9.43 |
| EV/NOPLAT | 24.91 | 21.75 | 17.85 | 17.74 | 16.24 | 13.81 |
| EV/IC | 6.03 | 5.48 | 4.70 | 4.92 | 4.51 | 4.63 |
| ROIC-WACC | 31.48% | 27.51% | 30.73% | 25.22% | 29.76% | 30.87% |

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

行业投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20% 以上；
 推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%；
 中性 (Neutral)：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
 谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5% 以下。

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；
 中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；
 看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

免责声明

国融证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

国融证券股份有限公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。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。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。