

市场价格 (人民币): 174.00 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)	2,622.16
年内股价最高最低(元)	263.70/93.00
沪深 300 指数	5119
深证成指	14398



## 相关报告

- 1.《4Q20 处产品迭代换挡期, 展望中长期改革加速-4Q20 处产品...》, 2021.2.28
- 2.《洋河成长空间及增长引擎之深度解析-洋河股份深度报告》, 2021.2.17
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

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

## 21Q1 业绩超预期, 多维度改革持续加速

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	23,126	21,101	24,055	28,145	33,211
营业总收入增长率	-4.28%	-8.76%	14.00%	17.00%	18.00%
归母净利润(百万元)	7,383	7,482	7,978	9,809	12,270
归母净利润增长率	-9.02%	1.35%	6.63%	22.95%	25.08%
摊薄每股收益(元)	4.90	4.97	5.29	6.51	8.14
每股经营性现金流净额	4.50	2.63	4.98	5.93	7.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.22%	19.44%	18.91%	21.25%	23.71%
P/E	22.56	47.53	33	27	21
P/B	4.56	9.24	6.22	5.68	5.07

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

公司于 4 月 28 日发布公告, 20 年营收 211.01 亿元, 同比-8.76%; 归母净利 74.82 亿元, 同比+1.35%; 扣非净利 56.52 亿元, 同比-13.79%。20Q4 营收 21.87 亿元, 同比+7.82%; 归母净利 2.97 亿元, 同比+25.39%; 扣非净利 0.18 亿元, 同比+98.71%。21Q1 营收 105.2 亿元, 同比+13.51%; 归母净利 38.63 亿元, 同比-3.49%; 扣非净利 38.11 亿元, 同比+19.01%。

## 经营分析

■ 20 年经营稳健, 报表端体现产品、渠道、内部激励变革。①分产品看: 20 年白酒收入同比-8.26%, 销量同比-16.27%, 吨价同比+9.6%。其中, 中高档酒 (出厂价 100 元及以上的蓝色经典、珍宝坊、苏酒)/普通酒 (洋河大曲、双沟大曲) 收入分别为 176.48/26.87 亿元, 同比-7.15%/-14.86%。我们预计, 20 年海、天、梦收入占比分别为 20%多、不足 20%、30%多, 海、天收入增速双位数下滑, 梦系列持平或微增。②分地区看: 20 年省内/省外收入为 95.60/107.74 亿元, 同比-7.18%/-9.17%, 预计梦系列改革成效率先在省内显现。20 年省内/省外经销商净减少 186/911 家, 主要系 19 年以来, 公司围绕“一商为主、多商配称”进行营销体系调整, 清理劝退部分经销商。③利润率: 20 年净利率同比+3.53pcts, 其中毛利率同比+0.92pct, 预计系产品结构改善+去年集中确认大量货折; 销售费用率同比+0.70pct, 预计对员工的激励力度加大 (职工薪酬占比同比+0.89pct), 费用投放效率略有提升 (新品推广背景下, 广告及促销费用占比同比-0.09pct); 管理费用率同比+0.17pct, 税金及附加同比+2.34pcts, 预计系消费税缴纳节奏影响; 公允价值变动收益/投资收益占比同比+5.32/+2.04pcts。

■ 21Q1 业绩超预期, 梦 6+春节放量显著。①收入端: 21Q1 营业收入同比+13.51%, 我们预计, 梦 6+春节同口径增长 30%+, 海、天微增, 水晶梦下滑, 梦系列收入占比约 30-40%。剔除春节影响, 20Q4+21Q1 销售收现同比+14.68%, 侧面印证渠道信心、终端动销稳步恢复。②利润端: 21Q1 扣非净利率同比+1.67pcts, 其中毛利率同比+2.42pcts (高毛利率的梦 6+占比提升), 销售/管理费用率同比-0.43/-0.50pct, 税金及附加占比同比+1.46pcts。考虑非经常性损益的影响后, 净利率同比-6.44pcts。

■ 全年 10%以上增长可期, 静待水晶梦、天、海的改革红利释放。公司 21 年经营目标为营收同增 10%以上, 预计利润增速快于收入。当前, 市场对洋河的短期增速、改革进度有所担忧, 我们认为: ①梦 6+改革完成, 当前批价 575-580 元, 库存保持低位。②水晶梦本身处于竞争激烈的次高端主流价格带, 改革进展相对缓慢, 五一或将充分受益于宴席回补消费, 预计 Q3 可实现对老梦 3 的全面替代。③海、天控量挺价, 库存不足 1 个月, 二三季度有望开启新一轮改革。④中长期看, 公司人事调整落地, 股票回购完成, 除针对高管的股权激励外, 有望落地多种激励举措, 助推内部士气进一步改善。

## 盈利调整

■ 鉴于之前对非经常性损益的假设偏乐观, 我们对上次预测的 21-22 年归母净利润分别调整-6%/-4%, 预计 21-23 年营业收入同比+14%/17%/18%, 归母净利润同比+7%/23%/25%, 对应 PE 分别为 33/27/21X, 维持“买入”评级。

## 风险提示

■ 宏观经济风险, 区域市场竞争加剧风险, 食品安全问题。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	24,160	23,126	21,101	24,055	28,145	33,211
增长率		-4.3%	-8.8%	14.0%	17.0%	18.0%
主营业务成本	-6,353	-6,626	-5,852	-6,327	-6,867	-7,240
%销售收入	26.3%	28.7%	27.7%	26.3%	24.4%	21.8%
毛利	17,807	16,500	15,249	17,729	21,277	25,971
%销售收入	73.7%	71.3%	72.3%	73.7%	75.6%	78.2%
营业税金及附加	-3,770	-3,201	-3,416	-3,801	-4,362	-5,081
%销售收入	15.6%	13.8%	16.2%	15.8%	15.5%	15.3%
销售费用	-2,561	-2,692	-2,604	-2,887	-3,293	-3,819
%销售收入	10.6%	11.6%	12.3%	12.0%	11.7%	11.5%
管理费用	-1,704	-1,856	-1,729	-1,948	-2,252	-2,624
%销售收入	7.1%	8.0%	8.2%	8.1%	8.0%	7.9%
研发费用	-28	-160	-260	-216	-225	-232
%销售收入	0.1%	0.7%	1.2%	0.9%	0.8%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	9,743	8,590	7,241	8,876	11,145	14,214
%销售收入	40.3%	37.1%	34.3%	36.9%	39.6%	42.8%
财务费用	65	78	87	123	156	209
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	-1	2	6	4	2	1
公允价值变动收益	0	159	1,268	160	180	200
投资收益	918	851	1,207	1,260	1,350	1,450
%税前利润	8.5%	8.7%	12.2%	12.0%	10.4%	9.0%
营业利润	10,814	9,762	9,895	10,523	12,938	16,185
营业利润率	44.8%	42.2%	46.9%	43.7%	46.0%	48.7%
营业外收支	26	9	-16	12	14	16
税前利润	10,839	9,771	9,879	10,535	12,952	16,201
利润率	44.9%	42.2%	46.8%	43.8%	46.0%	48.8%
所得税	-2,724	-2,385	-2,394	-2,555	-3,141	-3,929
所得税率	25.1%	24.4%	24.2%	24.3%	24.3%	24.2%
净利润	8,115	7,386	7,485	7,980	9,811	12,272
少数股东损益	0	3	2	2	2	2
归属于母公司的净利润	8,115	7,383	7,482	7,978	9,809	12,270
净利率	33.6%	31.9%	35.5%	33.2%	34.9%	36.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	8,115	7,386	7,485	7,980	9,811	12,272
少数股东损益	0	3	2	2	2	2
非现金支出	759	774	777	672	727	768
非经营收益	-1,008	-1,115	-2,250	-1,462	-1,624	-1,736
营运资金变动	1,191	-271	-2,045	317	25	528
经营活动现金净流	9,057	6,774	3,967	7,507	8,940	11,832
资本开支	-426	-293	-353	-748	-821	-814
投资	-3,783	-1,828	3,623	-1,803	-1,203	-1,103
其他	859	828	1,203	1,260	1,350	1,450
投资活动现金净流	-3,349	-1,293	4,473	-1,291	-674	-467
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-3,842	-4,820	-5,509	-4,274	-5,828	-6,681
筹资活动现金净流	-3,842	-4,820	-5,509	-4,274	-5,828	-6,681
现金净流量	1,865	661	2,931	1,941	2,438	4,684

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,615	4,300	7,243	9,185	11,623	16,306
应收账款	296	713	648	794	929	1,096
存货	13,892	14,433	14,853	15,600	16,745	17,455
其他流动资产	18,071	18,360	14,494	14,994	15,386	15,698
流动资产	35,875	37,806	37,238	40,572	44,683	50,556
%总资产	72.4%	70.7%	69.1%	68.9%	69.6%	71.0%
长期投资	2,723	5,076	6,396	7,903	8,908	9,912
固定资产	7,988	7,520	7,106	7,183	7,305	7,387
%总资产	16.1%	14.1%	13.2%	12.2%	11.4%	10.4%
无形资产	2,059	2,023	1,990	1,978	1,951	1,921
非流动资产	13,689	15,649	16,628	18,294	19,504	20,669
%总资产	27.6%	29.3%	30.9%	31.1%	30.4%	29.0%
资产总计	49,564	53,455	53,866	58,866	64,188	71,226
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	7,719	7,852	2,709	3,628	4,014	4,370
其他流动负债	7,910	8,685	11,949	12,279	13,212	14,273
流动负债	15,628	16,537	14,657	15,907	17,225	18,643
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	311	427	739	783	803	833
负债	15,939	16,963	15,397	16,690	18,028	19,476
普通股股东权益	33,645	36,509	38,485	42,189	46,170	51,759
其中：股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507
未分配利润	30,784	33,510	36,490	39,194	42,975	48,464
少数股东权益	-20	-17	-15	-13	-11	-9
负债股东权益合计	49,564	53,455	53,866	58,866	64,188	71,226

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	5.39	4.90	4.97	5.29	6.51	8.14
每股净资产	22.33	24.23	25.54	28.00	30.64	34.35
每股经营现金净流	6.01	4.50	2.63	4.98	5.93	7.85
每股股利	3.20	3.00	3.00	3.50	4.00	4.50
回报率						
净资产收益率	24.12%	20.22%	19.44%	18.91%	21.25%	23.71%
总资产收益率	16.37%	13.81%	13.89%	13.55%	15.28%	17.23%
投入资本收益率	21.69%	17.73%	14.09%	15.76%	18.09%	20.59%
增长率						
主营业务收入增长率	21.30%	-4.28%	-8.76%	14.00%	17.00%	18.00%
EBIT 增长率	19.33%	-11.83%	-15.71%	22.59%	25.56%	27.54%
净利润增长率	22.45%	-9.02%	1.35%	6.63%	22.95%	25.08%
总资产增长率	14.58%	7.85%	0.77%	9.28%	9.04%	10.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
存货周转天数	768.5	780.1	913.3	900.0	890.0	880.0
应付账款周转天数	68.2	71.4	77.4	78.0	79.0	80.0
固定资产周转天数	118.3	114.5	119.1	101.0	84.1	67.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.75%	-61.05%	-56.01%	-56.78%	-57.98%	-61.35%
EBIT 利息保障倍数	-149.6	-109.5	-83.0	-72.0	-71.4	-67.9
资产负债率	32.16%	31.73%	28.58%	28.35%	28.09%	27.34%

**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，不作为或被视作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