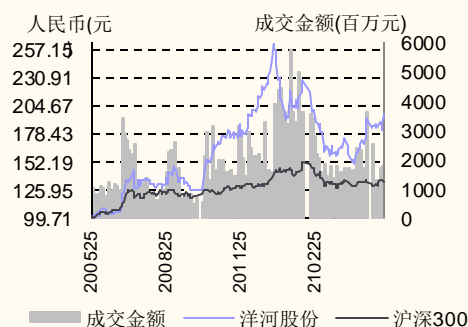


市场价格 (人民币) : 197.11 元

### 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)	2,970.42
年内股价最高最低(元)	263.70/99.71
沪深 300 指数	5134
深证成指	14417



### 相关报告

- 《21Q1 业绩超预期, 多维度改革持续加速-洋河股份年报及一季报...》, 2021.4.29
- 《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
- 《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
- 《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
- 《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

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

## 渠道库存及价盘良性, 新品迭代持续向好

### 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	28,866	34,062
营业总收入增长率	-4.28%	-8.76%	14.00%	20.00%	18.00%
归母净利润(百万元)	7,383	7,482	8,135	10,147	12,478
归母净利润增长率	-9.02%	1.35%	8.72%	24.73%	22.97%
摊薄每股收益(元)	4.90	4.97	5.40	6.73	8.28
每股经营性现金流净额	4.50	2.63	5.17	6.17	7.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.22%	19.44%	19.21%	21.74%	23.79%
P/E	23	48	37	29	24
P/B	4.56	9.24	7.01	6.37	5.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 经营分析

- **渠道推力向好, 库存和价盘良性:** 近期渠道反馈, 1) 梦 6+ 全国口径销量已超梦 6, 当前批价 575-580 元, 终端成交价 650 元, 库存保持低位。2) 水晶梦已替代老梦 3 的 70-80%, 当前成交价稳定在 460 元, 批价成交价约 430-440 元, 渠道毛利 30-35 元/瓶。3) 海、天控量后库存不足 1 个月, 海批价在 118-119 元, 终端成交价保持在 130 元; 天批价上行到 278 元, 终端成交价提振至 310-320 元/瓶。
- **梦 6+ 动销超预期, 水晶梦稳步向好:** 公司 2021 年经营目标为营收同增 10% 以上, 预计利润增速快于收入。我们认为: 1) 梦 6+ 改革完成, 近期渠道反馈动销放量超预期, 全年有望实现高速销量增长。2) 水晶梦本身处于竞争激烈的次高端主流价格带, 因此改革进展相对缓慢, 但五一受益于宴席回补消费, 近期放量持续稳步向好, 预计 Q3 可实现对老梦 3 的全面替代。3) 海、天尚处控量挺价阶段, 预计三季度有望开启天之蓝的新一轮改革。
- **公司经营已经迈入加速向好阶段, 继续坚定看好:** 1) **渠道:** 海天梦分事业部运作提升效率, 厂商模式转变为“一商为主, 多商配称”, 考核由“刚性一刀切”转为“价格、渠道利润的柔性考核”; 当前产品库存仅为 1 个月, 渠道利润及推力加速提升。2) **产品:** 当前稳步实施梦 6+、水晶梦的换代升级和全国化; 海、天控量挺价, 预期三季度天开启新一轮改革; 双沟名酒战略打响。3) **内部机制:** 中长期看, 公司人事调整落地, 股票回购完成, 除了针对高管的股权激励以外, 有望逐步落地多种激励举措, 助推内部士气进一步改善。我们认为, 公司省内外空间广阔, 省外多个 20-30 亿的核心市场彰显扎实的品牌基础和深度分销能力。当前, 公司改革环比加速的趋势并未改变, 十四五蓄力双百亿大单品。

### 盈利预测

- 我们预计 2021-2023 年营收增速为 14%/20%/18%; 归母净利润为 81/101/125 亿元, 对应增速分别为 9% (扣非后同增 20%) /25%/23%; 对应 EPS 分别为 5.4/6.7/8.3 元; 对应 PE 分别为 37/29/24 倍。

### 风险提示

- 宏观经济下行风险、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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>24,160</b>	<b>23,126</b>	<b>21,101</b>	<b>24,055</b>	<b>28,866</b>	<b>34,062</b>	货币资金	3,615	4,300	7,243	9,464	12,261	16,981
增长率		-4.3%	-8.8%	14.0%	20.0%	18.0%	应收账款	296	713	648	794	953	1,125
<b>主营业务成本</b>	<b>-6,353</b>	<b>-6,626</b>	<b>-5,852</b>	<b>-6,278</b>	<b>-6,971</b>	<b>-7,426</b>	存货	13,892	14,433	14,853	15,481	16,998	17,903
%销售收入	26.3%	28.7%	27.7%	26.1%	24.2%	21.8%	其他流动资产	18,071	18,360	14,494	14,993	15,387	15,699
<b>毛利</b>	<b>17,807</b>	<b>16,500</b>	<b>15,249</b>	<b>17,777</b>	<b>21,895</b>	<b>26,637</b>	流动资产	35,875	37,806	37,238	40,732	45,599	51,707
%销售收入	73.7%	71.3%	72.3%	73.9%	75.9%	78.2%	%总资产	72.4%	70.7%	69.1%	69.0%	70.0%	71.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-3,770</b>	<b>-3,201</b>	<b>-3,416</b>	<b>-3,753</b>	<b>-4,451</b>	<b>-5,212</b>	长期投资	2,723	5,076	6,396	7,903	8,908	9,912
%销售收入	15.6%	13.8%	16.2%	15.6%	15.4%	15.3%	固定资产	7,988	7,520	7,106	7,183	7,305	7,387
<b>销售费用</b>	<b>-2,561</b>	<b>-2,692</b>	<b>-2,604</b>	<b>-2,839</b>	<b>-3,348</b>	<b>-3,917</b>	%总资产	16.1%	14.1%	13.2%	12.2%	11.2%	10.2%
%销售收入	10.6%	11.6%	12.3%	11.8%	11.6%	11.5%	无形资产	2,059	2,023	1,990	1,978	1,951	1,921
<b>管理费用</b>	<b>-1,704</b>	<b>-1,856</b>	<b>-1,729</b>	<b>-1,936</b>	<b>-2,309</b>	<b>-2,691</b>	非流动资产	13,689	15,649	16,628	18,294	19,504	20,669
%销售收入	7.1%	8.0%	8.2%	8.1%	8.0%	7.9%	%总资产	27.6%	29.3%	30.9%	31.0%	30.0%	28.6%
<b>研发费用</b>	<b>-28</b>	<b>-160</b>	<b>-260</b>	<b>-168</b>	<b>-202</b>	<b>-238</b>	<b>资产总计</b>	<b>49,564</b>	<b>53,455</b>	<b>53,866</b>	<b>59,026</b>	<b>65,104</b>	<b>72,376</b>
%销售收入	0.1%	0.7%	1.2%	0.7%	0.7%	0.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>9,743</b>	<b>8,590</b>	<b>7,241</b>	<b>9,081</b>	<b>11,584</b>	<b>14,579</b>	应付款项	7,719	7,852	2,709	3,586	4,075	4,482
%销售收入	40.3%	37.1%	34.3%	37.8%	40.1%	42.8%	其他流动负债	7,910	8,685	11,949	12,325	13,573	14,610
<b>财务费用</b>	<b>65</b>	<b>78</b>	<b>87</b>	<b>125</b>	<b>163</b>	<b>219</b>	流动负债	15,628	16,537	14,657	15,911	17,648	19,092
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	其他长期负债	311	427	739	783	803	833
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>159</b>	<b>1,268</b>	<b>160</b>	<b>180</b>	<b>200</b>	<b>负债</b>	<b>15,939</b>	<b>16,963</b>	<b>15,397</b>	<b>16,694</b>	<b>18,451</b>	<b>19,925</b>
<b>投资收益</b>	<b>918</b>	<b>851</b>	<b>1,207</b>	<b>1,260</b>	<b>1,350</b>	<b>1,350</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>33,645</b>	<b>36,509</b>	<b>38,485</b>	<b>42,345</b>	<b>46,664</b>	<b>52,460</b>
%税前利润	8.5%	8.7%	12.2%	11.7%	10.1%	8.2%	其中：股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507
<b>营业利润</b>	<b>10,814</b>	<b>9,762</b>	<b>9,895</b>	<b>10,730</b>	<b>13,384</b>	<b>16,459</b>	未分配利润	30,784	33,510	36,490	39,350	43,469	49,166
营业利润率	44.8%	42.2%	46.9%	44.6%	46.4%	48.3%	少数股东权益	-20	-17	-15	-13	-11	-9
<b>营业外收支</b>	<b>26</b>	<b>9</b>	<b>-16</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>49,564</b>	<b>53,455</b>	<b>53,866</b>	<b>59,026</b>	<b>65,104</b>	<b>72,376</b>
<b>税前利润</b>	<b>10,839</b>	<b>9,771</b>	<b>9,879</b>	<b>10,742</b>	<b>13,398</b>	<b>16,475</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	44.9%	42.2%	46.8%	44.7%	46.4%	48.4%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>所得税</b>	<b>-2,724</b>	<b>-2,385</b>	<b>-2,394</b>	<b>-2,605</b>	<b>-3,249</b>	<b>-3,995</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.1%	24.4%	24.2%	24.3%	24.3%	24.3%	每股收益	5.39	4.90	4.97	5.40	6.73	8.28
<b>净利润</b>	<b>8,115</b>	<b>7,386</b>	<b>7,485</b>	<b>8,137</b>	<b>10,149</b>	<b>12,480</b>	每股净资产	22.33	24.23	25.54	28.10	30.97	34.81
少数股东损益	0	3	2	2	2	2	每股经营现金净流	6.01	4.50	2.63	5.17	6.17	7.94
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>8,115</b>	<b>7,383</b>	<b>7,482</b>	<b>8,135</b>	<b>10,147</b>	<b>12,478</b>	每股股利	3.20	3.00	3.00	3.50	4.00	4.50
净利率	33.6%	31.9%	35.5%	33.8%	35.2%	36.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	24.12%	20.22%	19.44%	19.21%	21.74%	23.79%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	16.37%	13.81%	13.89%	13.78%	15.59%	17.24%
							投入资本收益率	21.69%	17.73%	14.09%	16.06%	18.60%	20.84%
<b>净利润</b>	<b>8,115</b>	<b>7,386</b>	<b>7,485</b>	<b>8,137</b>	<b>10,149</b>	<b>12,480</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	3	2	2	2	2	主营业务收入增长率	21.30%	-4.28%	-8.76%	14.00%	20.00%	18.00%
<b>非现金支出</b>	<b>759</b>	<b>774</b>	<b>777</b>	<b>672</b>	<b>727</b>	<b>768</b>	EBIT 增长率	19.33%	-11.83%	-15.71%	25.42%	27.57%	25.85%
<b>非经营收益</b>	<b>-1,008</b>	<b>-1,115</b>	<b>-2,250</b>	<b>-1,462</b>	<b>-1,624</b>	<b>-1,636</b>	净利润增长率	22.45%	-9.02%	1.35%	8.72%	24.73%	22.97%
<b>营运资金变动</b>	<b>1,191</b>	<b>-271</b>	<b>-2,045</b>	<b>440</b>	<b>47</b>	<b>356</b>	总资产增长率	14.58%	7.85%	0.77%	9.58%	10.30%	11.17%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>9,057</b>	<b>6,774</b>	<b>3,967</b>	<b>7,786</b>	<b>9,300</b>	<b>11,968</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-426</b>	<b>-293</b>	<b>-353</b>	<b>-748</b>	<b>-821</b>	<b>-814</b>	应收账款周转天数	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
<b>投资</b>	<b>-3,783</b>	<b>-1,828</b>	<b>3,623</b>	<b>-1,803</b>	<b>-1,203</b>	<b>-1,103</b>	存货周转天数	768.5	780.1	913.3	900.0	890.0	880.0
<b>其他</b>	<b>859</b>	<b>828</b>	<b>1,203</b>	<b>1,260</b>	<b>1,350</b>	<b>1,350</b>	应付账款周转天数	68.2	71.4	77.4	78.0	79.0	80.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,349</b>	<b>-1,293</b>	<b>4,473</b>	<b>-1,291</b>	<b>-674</b>	<b>-567</b>	固定资产周转天数	118.3	114.5	119.1	101.0	82.0	66.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-10.75%	-61.05%	-56.01%	-57.23%	-58.74%	-61.81%
<b>其他</b>	<b>-3,842</b>	<b>-4,820</b>	<b>-5,509</b>	<b>-4,274</b>	<b>-5,828</b>	<b>-6,681</b>	EBIT 利息保障倍数	-149.6	-109.5	-83.0	-72.5	-71.1	-66.5
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-3,842</b>	<b>-4,820</b>	<b>-5,509</b>	<b>-4,274</b>	<b>-5,828</b>	<b>-6,681</b>	资产负债率	32.16%	31.73%	28.58%	28.28%	28.34%	27.53%
<b>现金净流量</b>	<b>1,865</b>	<b>661</b>	<b>2,931</b>	<b>2,220</b>	<b>2,798</b>	<b>4,719</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**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