

渠道改革推动厂商一体化，公司加强内外 部精细化运营

核心观点

- 渠道模式变革：强化厂商一体化，调动渠道积极性。**公司营销体制改革，设立高端酒事业部、创新酒事业部、十八酒坊事业部，精细化运营下有望加速大单品成长。老白干系列组建高端联盟，针对甲等 20、甲等 15 产品进行渠道股份制改革，核心渠道商入股高端联盟（甲 15 为虚拟入股，甲 20 为现金入股），通过分红获益，加强厂、商、终端一体化运营；部分地区渠道积极性明显提升。公司通过战略委员会入股高端联盟、成立经销商顾问团，进一步加强厂商沟通。武陵酒省内采用短链直销渠道模式；省外将因地制宜，采用大商或短链直销模式，取长补短，培育样板市场同时有助于节省费用开支。
- 市场拓张变革：老白干深耕省内市场，武陵酒启动全国化布局。**老白干系列酒坚持做深做透河北市场，22 年破 2 亿销售额地级市达到 6 个，样板县销售额增速均高于公司平均增速。23 年以来，老白干系列酒主要通过多维度措施对核心产品控量挺价；相较去年，当前核心产品批价有所回升，库存下降；公司在河北省内分地区投放差异化产品、推出差异化全国推广产品，减少窜货风险。武陵酒在 18-21 年量价齐升，2023 年开启全国化布局，广州、福建、河南、河北预计为重点市场；当前公司已在河南、广东举办发布会，预计招商、铺货将推动武陵酒汇量式收入增长。文王贡酒近年来加强聚焦阜阳市场，有望通过做强基地市场在徽酒中站稳脚跟。
- 内部管理变革：加强激励和产品聚焦，精细化管理降本增效。**公司在 22 年推出股权激励计划（草案），激励覆盖对象广，有望调动员工积极性；根据考核计划，22-24 年扣非归母净利润相较 20 年复合增速均不低于 15%；22 年已超额完成。产品端，公司主动调整结构、梳理产品线，加强大单品、中高端产品聚焦，有望助力实现精细化管理。费用端，公司强调降本增效，22 年前三季度销售费用率同比下降 1.6pct，助力提升盈利水平。渠道端，公司调整经销商考核目标，提升 C 端动销重视度，有望加速产品动销。

盈利预测与投资建议

- 降本增效逻辑下，下调 23、24 年费用率。预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.75、0.84 和 1.08 元（原预测为 0.75、0.83 和 1.06 元）。因公司现金流充沛，改为 FCFE 估值方法，计算公司权益价值为 335 亿元，对应目标价 36.61 元，维持买入评级。

风险提示：河北省内竞争加剧、武陵酒增长不及预期、消费升级不及预期、渠道调研局限性风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,598	4,027	4,969	6,209	7,099
同比增长(%)	-10.7%	11.9%	23.4%	24.9%	14.3%
营业利润(百万元)	435	509	884	993	1,280
同比增长(%)	-8.5%	17.2%	73.7%	12.3%	28.9%
归属母公司净利润(百万元)	313	389	684	772	989
同比增长(%)	-22.7%	24.5%	75.8%	12.8%	28.2%
每股收益(元)	0.34	0.43	0.75	0.84	1.08
毛利率(%)	64.7%	67.3%	68.4%	71.3%	72.5%
净利率(%)	8.7%	9.7%	13.8%	12.4%	13.9%
净资产收益率(%)	9.3%	10.8%	17.1%	17.1%	19.4%
市盈率	92.6	74.4	42.3	37.5	29.3
市净率	8.4	7.8	6.8	6.1	5.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年04月19日）	35.46 元
目标价格	36.61 元
52 周最高价/最低价	39.22/18.41 元
总股本/流通 A 股（万股）	91,475/89,729
A 股市值（百万元）	32,437
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 04 月 20 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.35	8.04	16	67.51
相对表现	0.68	3.85	16.76	67.76
沪深 300	0.67	4.19	-0.76	-0.25



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001
周翰	021-63325888*7524 zhouhan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070003

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
----	------------------------

相关报告

盈利高增符合预期，春节有望开门红	2023-01-16
省内业务结构升级，老白干酒弹性提升	2022-12-11
一季度业绩表现亮眼，股权激励有望改善治理	2022-05-05

目录

一、渠道模式变革：强化厂商一体化，调动渠道积极性	4
1.1 老白干：开展股份制改革，加强厂商一体化合作	4
1.2 武陵酒：省内短链直销，省外因地制宜	4
二、市场拓张变革：老白干精耕省内市场，武陵酒启动全国化布局	5
三、内部管理变革：加强激励和产品聚焦，精细化管理降本增效	8
四、投资建议	11
五、风险提示	12

图表目录

图 1：老白干酒核心渠道商组建高端联盟	4
图 2：2021 年公司分产品系列毛利率	5
图 3：武陵酒湖南省内、省外渠道模式	5
图 4：老白干酒在河北省内超 2 亿规模地级市数量（个）	5
图 5：老白干系列分市场投放产品	6
图 6：武陵系列酒收入及同比增速	7
图 7：武陵系列酒销量、吨价同比增速	7
图 8：2022 年安徽分地区常住人口	7
图 9：2022 年安徽分地区 GDP	7
图 10：2022 年老白干酒股权激励计划中限制性股票分配比例	8
图 11：老白干酒业绩考核目标	8
图 12：武陵酒核心产品矩阵	9
图 13：板城烧锅酒核心产品矩阵	9
图 14：文王贡酒核心产品矩阵	9
图 15：孔府家酒核心产品矩阵	9
图 16：2021 年白酒上市公司销售费用率	9
图 17：2022 年老白干酒分季度累计销售费用率及同比	9
图 18：老白干酒经销商数量	10
图 19：老白干酒分地区经销商同比增减数量	10
图 20：老白干酒经销商平均收入	10
表 1：老白干系列加强产品价格管理的措施	6
表 2：公司 WACC 计算主要参数设定	11
表 3：股权价值计算结果	11
表 4：FCFF 目标价敏感性分析表	11

一、渠道模式变革：强化厂商一体化，调动渠道积极性

1.1 老白干：开展股份制改革，加强厂商一体化合作

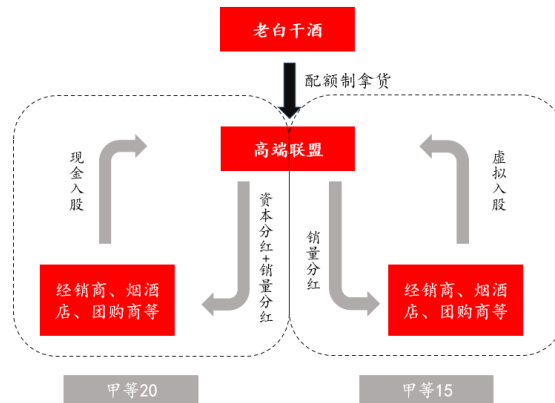
老白干近期设立高端酒事业部、创新酒事业部、十八酒坊事业部，分区域、渠道、品牌精细化运作。高端酒事业部主要负责老白干 1915、甲等 15、甲等 20、古法 20、古法 30 等产品运作，有助于加强精力、资源聚焦，加速大单品成长。

老白干组建高端联盟，入股模式绑定利益。2023 年以来，老白干酒对于老白干系列的核心产品甲等 20、甲等 15 进行渠道股份制改革。公司设立号召核心经销商、团购商、终端等（以下简称“核心渠道商”）组建高端联盟，甲等 20 的核心渠道商通过现金入股的形式进行利益绑定，每年通过股权、销量挂钩方式获得两笔分红。甲等 15 的核心渠道商通过虚拟入股的形式，每年通过销量挂钩获得分红。

根据渠道反馈，公司率先在唐山试点渠道模式改革，唐山业务人员收入、积极性明显提升。根据酒说，部分终端入股后展现较强的主人翁精神，销售自主性提升。预计公司将在河北范围全面推行该模式。我们认为该模式有效推动渠道扁平化，有助于加强厂、商、终端一体化运营。公司通过入股形式绑定核心渠道商利益，有望调动其积极性，实现厂、商、终端共同开发、维护市场。

此外，公司将通过战略委员会入股高端联盟，实质上拉近厂、商、终端距离，有助于公司进一步了解渠道商需求、听取渠道商意见及建议；预计渠道费用兑现、货物交付将更为及时，渠道商满意度将提升。

图 1：老白干酒核心渠道商组建高端联盟



数据来源：白酒网、渠道调研、东方证券研究所

成立经销商顾问团，进一步强化厂商一体化。在 2023 年衡水老白干营销发展大会上，公司宣布成立由 18 名核心大商组成的衡水老白干经销商顾问团，预示着厂、商沟通将常态化、制度化，有利于公司加强对渠道和终端市场的管理、掌控。

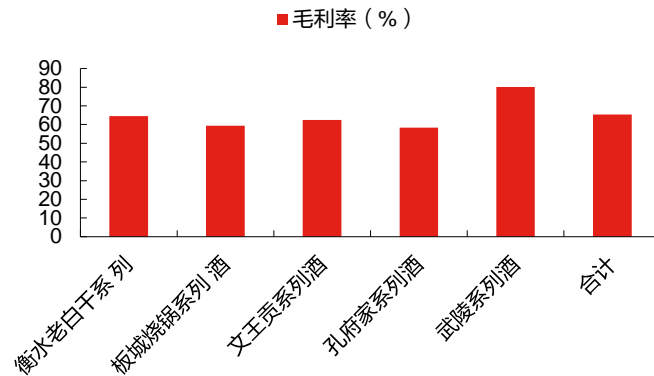
平台商开设体验店，公司助推动销。公司计划将于 23 年导入体验店模式，体验店将注重品牌、文化、工艺方面内容的表达。体验店将由部分省级平台商在全省范围开设，老白干酒公司将通过体验、品鉴会等方式全程助推产品动销。体验店模式有助于加强消费者互动、体验、动销，同时有望成为促进厂商合作的又一推力。

1.2 武陵酒：省内短链直销，省外因地制宜

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

在湖南省内，武陵酒采用短链直销模式，无中间经销商进行分销，厂家直面终端市场；在这种模式下，厂家对终端市场了解度深、掌控力强，且酒厂利润率更高。对比来看，2021年，武陵系列酒毛利率为80.2%，相较公司综合毛利率高14.7%，有效拉动公司综合毛利率提升。

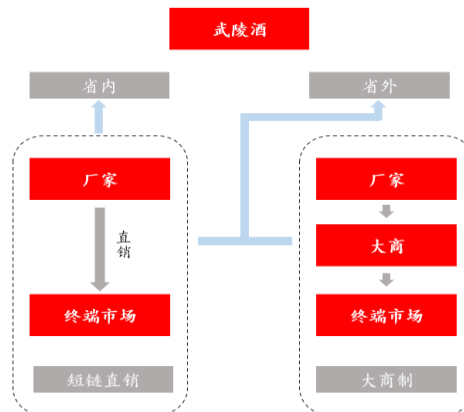
图 2：2021 年公司分产品系列毛利率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

在湖南省以外，武陵酒将以市场为导向，因地制宜，采取大商制或短链直销模式。我们认为两种模式结合具备多方面优势：一方面，部分地区采用大商制有助于降低业务人员等费用开支，在低成本基础上凭借大商既有资源开拓空白市场。另一方面，在部分市场采用短链直销模式，有助于公司培育样板市场，以点带面；加强公司对部分省外市场掌控力，减少窜货发生，加强价格管理。

图 3：武陵酒湖南省内、省外渠道模式



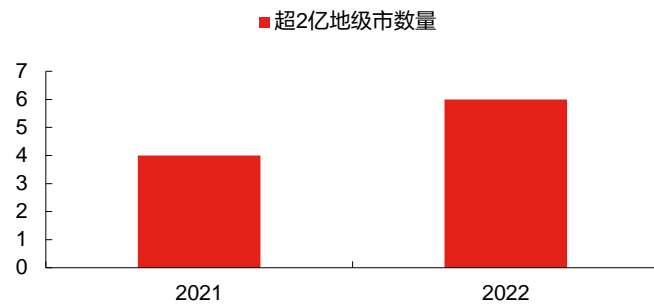
数据来源：公司公告、渠道调研、东方证券研究所

二、市场拓张变革：老白干精耕省内市场，武陵酒启动全国化布局

● 老白干酒精耕市场，强化价格管理

精耕省内市场，地级市、县级市场取得突破。公司坚持“河北全面为王，做深做透，全国点状扩张，做强做广”的市场战略。公司强化河北省内弱势市场运作，2022年在位于河北东部区域的唐山、秦皇岛、廊坊等地级市销售额实现较大突破；销售额突破2亿的市场达到6个，相较21年增加2个。当前，在河北省11个地级市中，超过半数销售额过亿。此外，公司加强县级市场攻克，22年在11个样板县的增速高于公司平均增速。

图 4：老白干酒在河北省内超 2 亿规模地级市数量（个）



数据来源：酒说、公司公告、东方证券研究所

多维度措施齐发力，维护核心产品价格。老白干系列在今年以来以多种形式组合的方式进行产品价格管理。例如，在产品端，对老白干 1915、甲等 15、甲等 20 采取配额制；设立价格检查委员会，对终端门店进行价格暗访；经销商端，通过严控费用，签约涨价等形式减少低价出货；消费者端，通过设奖加速动销。

核心产品批价提升，库存有效降低。老白干酒积极的价格管控措施下，当前甲等 15、甲等 20 等产品批价较去年有所提升；甲等 15、甲等 20、1915 等产品库存处于良性水平，其余主要产品库存也较去年明显下降。

表 1：老白干系列加强产品价格管理的措施

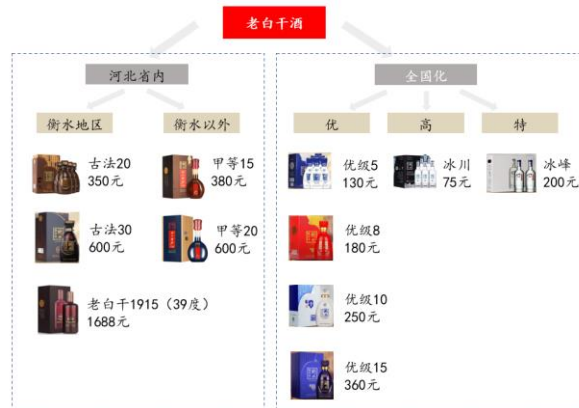
着手方向	形式	具体措施
产品端	产品配额制	对老白干 1915、甲等 15、甲等 20 采取配额制，控量挺价
终端	价格检查委员会	对门店进行暗访，若发现低价销售，取证后下罚单
经销商端	严控费用、模糊返利	降低经销商虚报费用、低价销售产品的风险
经销商端	涨价签约	与渠道进行涨价签约，若低于该价格销售，厂家将进行处罚
消费者端	设立开瓶奖励	中高端产品设立开盒奖励，提升开瓶率，加速市场动销

数据来源：酒说、渠道调研、东方证券研究所

分地区投放差异化产品，减少市场窜货风险。此外，老白干系列通过在不同市场投放差异化产品减少窜货发生。在衡水地区，老白干系列主要运作古法 20、古法 30；衡水以外的省内地区，主要运作甲等 15、甲等 20。古法和甲等系列价格相互对标，但产品不一，有效减少窜货概率。老白干 1915 主要在衡水及周边市场运作。

近期，老白干系列下推出“优、特、高”三类全国化布局产品。优级系列定位次高端，冰川酒定位大众光瓶酒，冰峰凸显 67 度特色度数。老白干系列的全国化产品与省内主销产品不一致，将降低全国化布局扰乱省内核心产品价格的风险。

图 5：老白干系列分市场投放产品

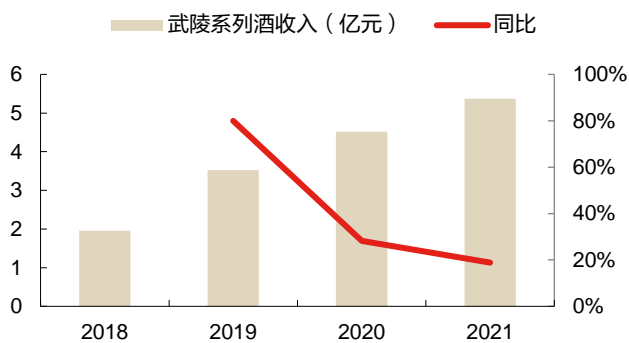


数据来源：南早网、京东、渠道调研、东方证券研究所（注：以上价格参考了渠道终端价格以及4月中旬京东终端价）

● 武陵酒启动全国化扩张

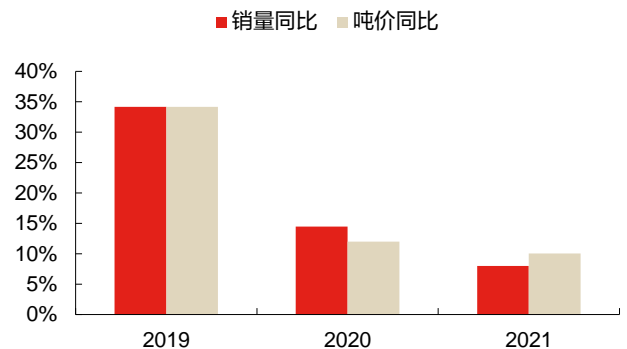
武陵酒收入从18年2.0亿提升至21年5.4亿，3年CAGR为40.0%，为老白干酒贡献规模收入增量。量价拆分来看，18-21年，武陵酒销量、吨价CAGR分别为18.4%、18.2%，实现量价齐升。近两年来，武陵酒收入增速在高基数下逐步放缓，21年同比增长18.8%。公司宣布武陵酒将在2023年开启全国化，其中广州、福建、河南、河北为重点布局市场；截至当前，武陵酒已在河南、广东省举办发布会，预计招商、铺货将推动武陵酒汇量式收入增长。2023年度成都春糖会期间，武陵酒招商意愿较为积极，预计为全国化进行铺垫。预计在2023年，老白干系列控量提价背景下，武陵酒有望成为老白干酒旗下贡献主要量增的子品牌。

图6：武陵系列酒收入及同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图7：武陵系列酒销量、吨价同比增速



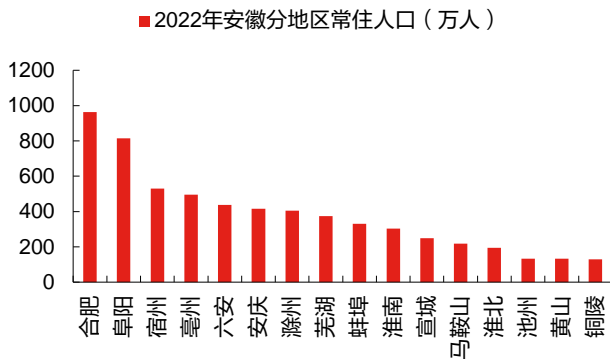
数据来源：公司公告、东方证券研究所

● 文王贡酒：聚焦阜阳市场

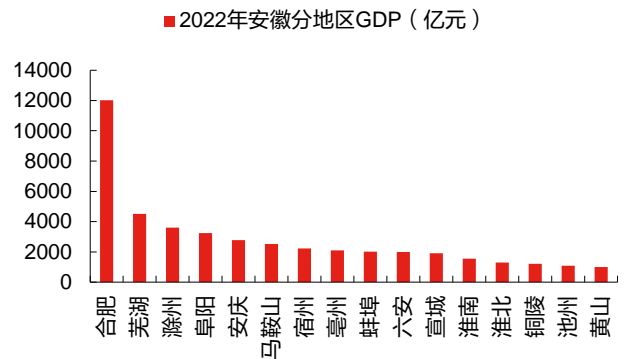
文王贡酒近年来持续加强聚焦阜阳市场。2020年，文王贡酒在阜阳新增营销中心；2023年度重要会议“文王贡酒合作伙伴大会暨皇官宴上市推介会”也改为在阜阳举办，显示其“聚焦大阜阳”的决心。2022年末，阜阳市常住人口数量814.1万人，在安徽省内仅次于合肥；阜阳市GDP为3233.3亿元，在省内排名居前。此外，阜阳市白酒市场规模在50亿以上，属于安徽省白酒市场第一梯队。当前合肥市白酒竞争愈发激烈，例如口子窖于22年底新设合肥营销中心；文王贡酒深耕阜阳市场，有望通过做强基地市场，在徽酒中站稳脚跟，助力十四五规划“2025年销售额突破13亿”目标的实现。

图8：2022年安徽分地区常住人口

图9：2022年安徽分地区GDP



数据来源：合肥市公安局、东方证券研究所



数据来源：人民网安徽、中安在线、东方证券研究所

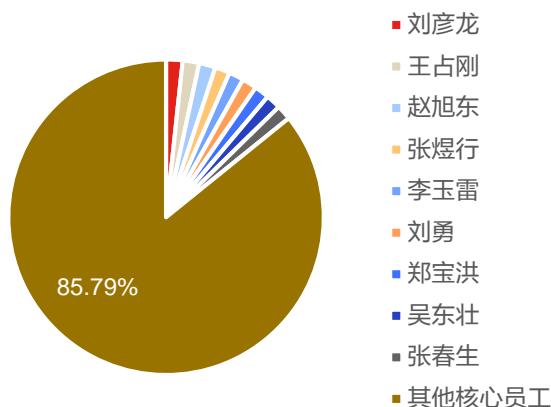
三、内部管理变革：加强激励和产品聚焦，精细化管理降本增效

● 推出股权激励，调动员工积极性

2022年4月，老白干酒推出限制性股票激励计划（草案）。从限制性股票分配来看，核心管理层占比为14.2%，其他核心管理、技术、销售人员占比达到85.8%，股权激励实施范围充分覆盖公司员工。

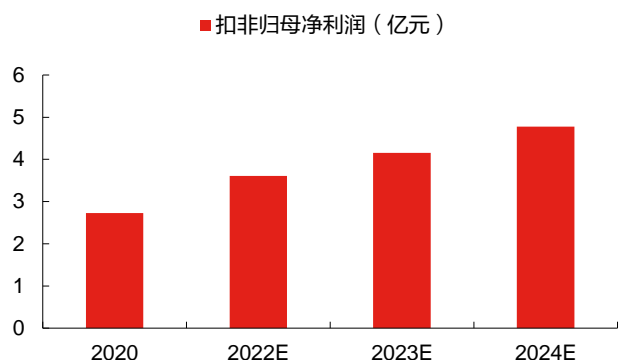
员工积极性得到调动，22年超额完成考核目标。根据该计划提出的业绩考核目标，22-24年，公司净资产收益率不低于10%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平；扣非归母净利润较2020年复合增长率不低于15%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平；主营业务收入占比不低于95%。根据该计划，22-24年，公司扣非归母净利润目标分别为3.6、4.2、4.8亿，预计将调动管理层、员工积极性；根据22年业绩预告，公司在22年实现扣非归母净利润4.7亿，超额完成目标。

图 10：2022年老白干酒股权激励计划中限制性股票分配比例



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 11：老白干酒业绩考核目标



数据来源：公司公告、东方证券研究所（注：2022E为考核目标数值）

● 加强产品聚焦

近年来，公司主动调整产品结构、梳理产品线，资源向大单品、中高端产品倾斜聚焦，加强产品精细化管理。

例如，老白干系列近年来聚焦老白干1915、甲等15、甲等20等大单品。武陵酒以酱、飘香、极客系列为主；板城烧锅酒聚焦和顺、龙印系列。

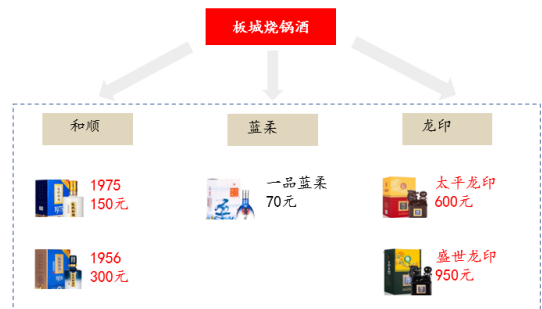
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 12：武陵酒核心产品矩阵



数据来源：京东、东方证券研究所（注：产品价格为4月中旬京东价）

图 13：板城烧锅酒核心产品矩阵



数据来源：京东、东方证券研究所（注：产品价格为4月中旬京东价）

文王贡酒聚焦年份专家 9 年、人生不惑亿级大单品，近期推出皇宫宴，有望推动结构向上升级。孔府家酒以朋自远方、亦陶系列等为主。

我们认为聚焦核心产品有望从人物力资源聚焦、精准投放费用、加强管控市场价格和秩序等多维度助力公司实现精细化管理。

图 14：文王贡酒核心产品矩阵



数据来源：京东、东方证券研究所（注：产品价格为4月中旬京东价、皇宫宴为指定售价）

图 15：孔府家酒核心产品矩阵



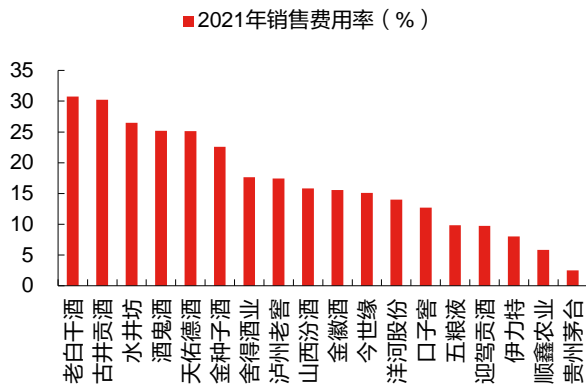
数据来源：京东、东方证券研究所（注：产品价格为4月中旬京东价）

● 加强费用控制，提升盈利水平

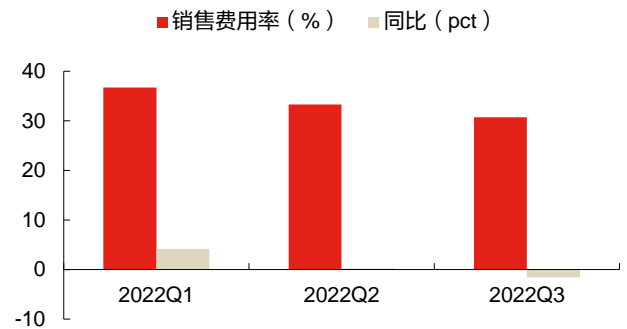
费用高企拖累盈利，降本增效成效初现。2021 年，老白干酒销售费用率达到了 30.7%，在白酒上市公司中位列第一，拖累净利率水平。去年以来，老白干酒持续开展降本增效活动，更加精准、有效地投放费用。分季度来看，在核心产品维持高费用投入的背景下，22 年以来公司逐季累计销售费用率同比增幅渐小，22 年前三季度销售费用率为 30.7%（yoy-1.6pct），降本增效效果逐渐显现。

图 16：2021 年白酒上市公司销售费用率

图 17：2022 年老白干酒分季度累计销售费用率及同比



数据来源: Wind、东方证券研究所



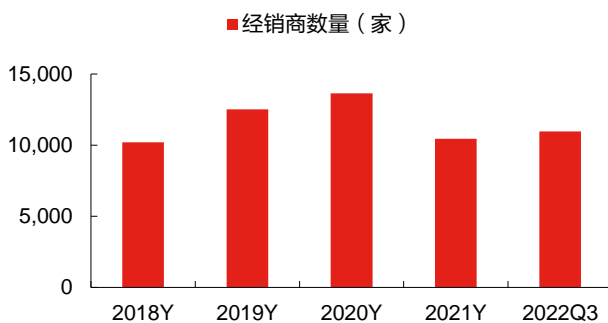
数据来源: Wind、东方证券研究所

● 加强 BC 联动，优化经销商体系

公司近期对于经销商考核目标进行调整，由原先单以回款为导向改为销售目标、价格管理、渠道管理、库存、动销等多维度考核方式，预计将有效提升经销商对于 C 端动销重视度。

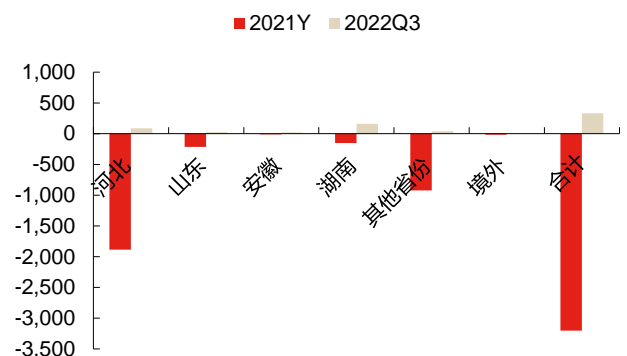
此外，公司加强经销商筛选，对不满足业绩考核条件的经销商终止合作。优胜劣汰模式下，经销商数量有所降低。2021 年，公司经销商数量为 10437 家，同比减少 3204 家，其中河北地区经销商淘汰数量最多。

图 18: 老白干酒经销商数量



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

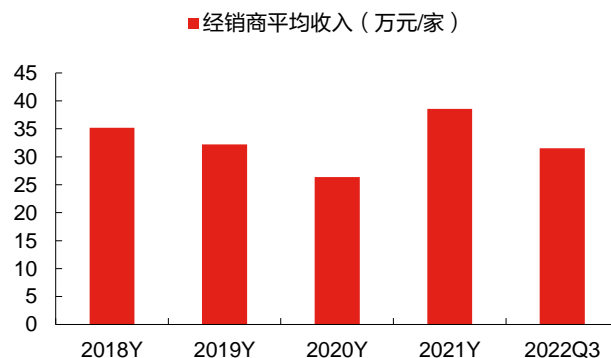
图 19: 老白干酒分地区经销商同比增减数量



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

伴随经销商质量提升，2021、2022Q1-Q3，公司经销商平均收入分别同比提升 46.3%、21.0%。

图 20: 老白干酒经销商平均收入



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

四、投资建议

降本增效逻辑下，下调 23、24 年费用率。预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.75、0.84 和 1.08 元（原预测为 0.75、0.83 和 1.06 元）。因公司现金流充沛，改为 FCFF 估值方法，计算公司权益价值为 335 亿元，对应目标价 36.61 元，维持买入评级。

WACC 计算：以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 10.19%。

表 2：公司 WACC 计算主要参数设定

参数	数值
所得税率	25%
目标债务比率	10%
剔除杠杆调整 Beta	1.04
无风险收益率 Rf	2.83%
市场风险溢价 Rm-Rf	7.22%
市场回报率 Rm	10.05%
债务成本 Kd	4.30%
WACC	10.19%

资料来源：Wind、东方证券研究所

股权价值计算结果：我们假设公司永续增长率为 3.0%，计算得出公司每股权益价值为 36.61 元。

表 3：股权价值计算结果

项目	数值
永续增长值率	3.00%
预测期自由现金流现值（百万元）	10563
永续自由现金流现值（百万元）	20813
企业价值（百万元）	31376
权益价值（百万元）	33489
每股权益价值（人民币）	36.61

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 4：FCFF 目标价敏感性分析表

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	8.19%	40.88	45.37	51.58	60.76	75.70
	8.69%	38.01	41.76	46.84	54.07	65.23
	9.19%	35.49	38.67	42.87	48.68	57.28
	9.69%	33.28	35.99	39.50	44.25	51.03
	10.19%	31.31	33.64	36.61	40.54	45.99
	10.69%	29.56	31.57	34.10	37.40	41.84
	11.19%	27.98	29.73	31.91	34.69	38.38
	11.69%	26.55	28.09	29.97	32.35	35.43
	12.19%	25.26	26.61	28.25	30.29	32.91

资料来源：Wind、东方证券研究所（目标价单位：元/股）

五、风险提示

河北省内竞争加剧风险。公司河北省内收入占比较高，如果省内竞争加剧，公司可能会增加市场推广费和促销费以面对竞品挑战，对盈利能力将有负面影响。

武陵酱酒增长不及预期风险。武陵酒的盈利贡献是目前公司盈利增长的核心驱动力之一，若武陵酱酒因为产能不足、市场销售不利、酱酒需求下降等因素而增长不及预期，将会对公司盈利增长造成不利影响。

消费升级不及预期风险。公司产品结构升级是营收盈利增长的核心逻辑，若消费需求升级不及预期，或将对公司销量造成负面影响。

渠道调研局限性风险。我们在本篇报告撰写过程中使用了部分渠道调研信息，可能与真实情况存在一定误差。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,143	1,006	1,491	1,863	2,130	营业收入	3,598	4,027	4,969	6,209	7,099
应收票据、账款及款项融资	381	240	296	370	422	营业成本	1,269	1,316	1,569	1,784	1,953
预付账款	54	132	163	204	233	营业税金及附加	574	627	810	1,012	1,136
存货	1,784	2,298	2,740	3,115	3,411	营业费用	1,022	1,238	1,523	1,878	2,147
其他	86	541	547	556	562	管理费用及研发费用	319	384	475	604	641
流动资产合计	3,448	4,217	5,237	6,107	6,759	财务费用	14	5	2	6	(3)
长期股权投资	87	82	82	82	82	资产、信用减值损失	23	8	6	8	9
固定资产	850	1,293	1,605	1,873	2,094	公允价值变动收益	0	1	1	1	1
在建工程	513	404	327	288	244	投资净收益	11	21	27	25	15
无形资产	882	864	848	832	816	其他	47	36	273	50	49
其他	685	746	707	712	715	营业利润	435	509	884	993	1,280
非流动资产合计	3,017	3,388	3,568	3,787	3,951	营业外收入	7	9	12	15	12
资产总计	6,465	7,605	8,806	9,894	10,710	营业外支出	10	6	7	5	6
短期借款	415	235	682	692	521	利润总额	431	513	889	1,003	1,286
应付票据及应付账款	370	416	497	564	618	所得税	118	124	206	233	298
其他	2,036	3,059	3,191	3,702	3,956	净利润	313	389	683	770	988
流动负债合计	2,821	3,711	4,369	4,958	5,095	少数股东损益	1	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	313	389	684	772	989
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.34	0.43	0.75	0.84	1.08
其他	173	170	166	169	168						
非流动负债合计	173	170	166	169	168	主要财务比率					
负债合计	2,994	3,881	4,535	5,127	5,263		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	6	0	(1)	(2)	(4)	成长能力					
实收资本(或股本)	897	897	915	915	915	营业收入	-10.7%	11.9%	23.4%	24.9%	14.3%
资本公积	1,281	1,281	1,264	1,264	1,264	营业利润	-8.5%	17.2%	73.7%	12.3%	28.9%
留存收益	1,256	1,511	2,060	2,558	3,239	归属于母公司净利润	-22.7%	24.5%	75.8%	12.8%	28.2%
其他	30	35	32	33	33	获利能力					
股东权益合计	3,471	3,725	4,270	4,767	5,447	毛利率	64.7%	67.3%	68.4%	71.3%	72.5%
负债和股东权益总计	6,465	7,605	8,806	9,894	10,710	净利率	8.7%	9.7%	13.8%	12.4%	13.9%
						ROE	9.3%	10.8%	17.1%	17.1%	19.4%
						ROIC	8.5%	9.9%	15.3%	14.7%	17.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	46.3%	51.0%	51.5%	51.8%	49.1%
净利润	313	389	683	770	988	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	110	25	35	38	40	流动比率	1.22	1.14	1.20	1.23	1.33
财务费用	14	5	2	6	(3)	速动比率	0.59	0.52	0.57	0.60	0.66
投资损失	(11)	(21)	(27)	(25)	(15)	营运能力					
营运资金变动	158	640	(357)	96	(86)	应收账款周转率	78.9	112.0	199.4	200.5	192.6
其它	(34)	89	30	(4)	(5)	存货周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
经营活动现金流	550	1,126	366	882	920	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
资本支出	(449)	(338)	(250)	(250)	(200)	每股指标(元)					
长期投资	(7)	6	0	0	0	每股收益	0.34	0.43	0.75	0.84	1.08
其他	(2)	(542)	28	26	15	每股经营现金流	0.61	1.26	0.40	0.96	1.01
投资活动现金流	(458)	(874)	(222)	(224)	(185)	每股净资产	3.79	4.07	4.67	5.21	5.96
债权融资	22	(63)	31	(16)	8	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	92.6	74.4	42.3	37.5	29.3
其他	(239)	(325)	310	(270)	(477)	市净率	8.4	7.8	6.8	6.1	5.3
筹资活动现金流	(216)	(388)	341	(285)	(469)	EV/EBITDA	48.0	49.8	29.1	25.9	20.4
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	59.9	52.2	30.3	26.9	21.0
现金净增加额	(124)	(136)	484	372	267						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。