

传统白酒复苏, 新业务多点开花

投资要点

- **经营回顾。**公司2014年全年实现收入147亿元, 同比-2%; 净利润45亿元, 同-10%; 毛利率60.62%, 同比+0.2pct; 基本每股收益4.19元。15Q1同比+10%, 净利润同比+11%, 每股收益2.07元。公司预计1-6月份净利润增速5%~15%, 对应Q2单季增速为-10%~24%。
- **投资看点。**一、**管理层持股, 公司治理结构良好:**公司大部分高管均持有公司股份, 保持了管理层和股东利益关系的一致性, 良好的公司治理有助于企业在行业复苏的背景中觅得先机。二、**行业弱复苏, 中高端白酒量价齐升:**1、销量增速自2013年下半年以来保持平稳的增长, 显示经过三年左右的调整, 公务消费和政府需求在反腐大环境下已基本肃清, 目前的消费情况已能充分反映大众消费的需求, 大众消费推动白酒行业企稳, 随着居民收入提高和消费升级, 白酒板块企稳回升是大趋势。2、春节期间中高端白酒量价齐升证实两个方面: 1) 剔除政府消费影响, 中国传统节假日期间, 大众消费已能支撑中高端白酒需求, 且弹性较大(春节期间高端白酒均有缺货现象); 2) 在短期预计白酒价格不会出现大幅上涨的情况下, 经销商已不再压货, 渠道库存清理比较完善。15年三季度进入白酒行业旺季, 可以预计到必定是量价齐升的态势, 二季度将是配置白酒行业绝佳时点。3、**主要白酒企业14Q4和15Q1单季度业绩出现大幅好转。**三、**新业务拓展值得期待:**1) 红酒: 继续保持快速增长, 30%左右; 2) 微分子酒: 公司14年下半年推出微分子酒, 目前在江苏省内全部城市以及部分省外市场完成铺货, 市场反映良好, 销售乐观; 3) 预调酒: 预计15年下半年将推出; 4) 起泡酒: 筹划阶段; 四、**互联网布局一洋河1号:**截至5月份洋河1号已完成全年规划的47%, 注册会员超过60万人。同时, B2C已完成年度任务50%以上, 网上旗舰店注册会员超过10万人, 互联网+走在行业前列; 五、**并购预期。**
- **盈利预测与投资建议:**预计公司2015-2017年EPS分别为4.72元、5.41元、6.21元, 对应2015年PE仅为20倍, 给予公司15年27倍估值, 对应目标价128元, 强烈建议买入。
- **风险提示:** 高端酒价格进一步下降风险; 食品安全风险。

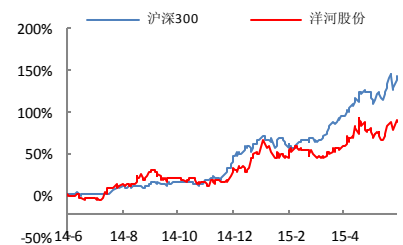
| 指标年度 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 14672.21 | 16217.56 | 18172.62 | 20412.34 |
| 增长率 | -2.34% | 10.53% | 12.06% | 12.32% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 4507.50 | 5083.31 | 5822.06 | 6681.16 |
| 增长率 | -9.89% | 12.77% | 14.53% | 14.76% |
| 每股收益EPS(元) | 4.19 | 4.72 | 5.41 | 6.21 |
| 净资产收益率ROE | 22.85% | 22.23% | 21.98% | 21.79% |
| PE | 22.35 | 19.81 | 17.30 | 15.08 |
| PB | 5.11 | 4.40 | 3.80 | 3.29 |

数据来源: WIND 资讯, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 10.76 |
| 流通A股(亿股) | 8.6 |
| 52周内股价区间(元) | 48.55-103.5 |
| 总市值(亿元) | 1061.35 |
| 总资产(亿元) | 312.03 |
| 每股净资产(元) | 20.39 |

相关研究

1. 洋河股份(002304): 行业回暖, 业绩持续得到改善 (2015-05-04)

目 录

| | |
|-------------------------|---|
| 一、经营状况回顾..... | 1 |
| 二、投资看点..... | 3 |
| （一）管理层持股，公司治理结构良好..... | 3 |
| （二）行业弱复苏，中高端白酒量价齐升..... | 4 |
| （三）新业务拓展值得期待..... | 6 |
| （四）互联网布局——洋河 1 号..... | 8 |
| （五）并购预期..... | 8 |
| 三、盈利预测与投资建议..... | 9 |
| 四、风险提示..... | 9 |

图 目 录

| | |
|--------------------------------|---|
| 图 1: 2010 年以来收入及同比增速..... | 1 |
| 图 2: 13Q1 以来收入及同比增速..... | 1 |
| 图 3: 2010 年以来净利润及同比增速..... | 1 |
| 图 4: 13Q1 以来净利润及同比增速..... | 1 |
| 图 5: 公司分业务收入结构..... | 2 |
| 图 6: 公司分区域收入结构..... | 2 |
| 图 7: 2010 年以来公司毛利率、净利率情况..... | 2 |
| 图 8: 13Q1 以来公司毛利率、净利率情况..... | 2 |
| 图 9: 2010 年以来公司三费率情况..... | 3 |
| 图 10: 13Q1 以来公司三费率情况..... | 3 |
| 图 11: 2005 年以来全国白酒累计销量及增速..... | 4 |
| 图 12: 2005 年以来全国白酒累计产量及增速..... | 4 |
| 图 13: 京东白酒价格（元/500ml）..... | 5 |
| 图 14: 一号店白酒价格（元/500ml）..... | 5 |
| 图 15: 洋河天猫销售情况..... | 6 |
| 图 16: 洋河梦之蓝（52°，500ml）价格..... | 6 |
| 图 17: 公司主要红酒产品..... | 6 |
| 图 18: 洋河预调酒——“滴诱（DEW）”..... | 7 |
| 图 19: 洋河 1 号 APP..... | 8 |

表 目 录

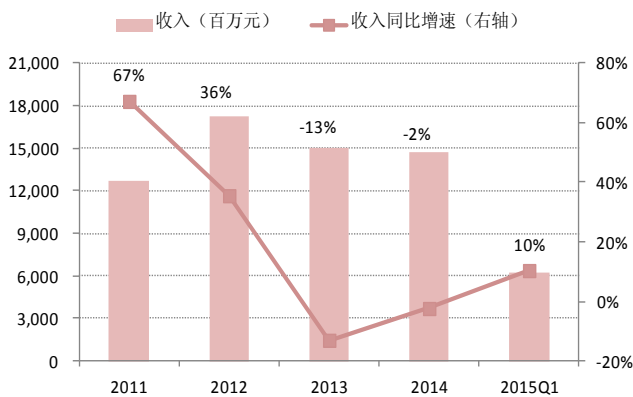
| | |
|----------------------------|----|
| 表 1: 公司高管直接持股情况..... | 3 |
| 表 2: 公司高管通过蓝天公司间接持股情况..... | 3 |
| 表 3: 公司高管通过蓝海公司间接持股情况..... | 4 |
| 表 4: 主要上市酒企复苏态势..... | 5 |
| 表 5: 分项业务预测表..... | 9 |
| 附表: 财务预测与估值..... | 10 |

一、经营状况回顾

公司 2014 年全年实现收入 147 亿元，同比-2%；净利润 45 亿元，同比-10%；毛利率 60.62%，同比+0.2pct；基本每股收益 4.19 元。15Q1 实现收入 63 亿元，同比+10%；净利润 22 亿元，同比+11%。同时公司预计 1-6 月份净利润增速 5%~15%，对应 Q2 单季增速为 -10%~24%。

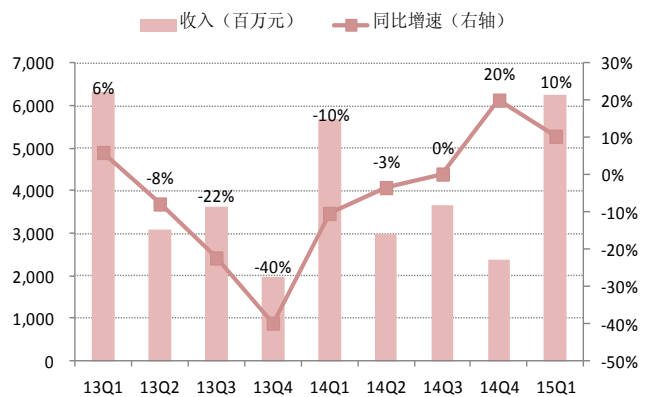
14 年收入和净利润扭转了下滑趋势，收入连续三个季度实现正增长，利润连续两个季度正增长，15Q1 增长明显，主因是：1) 白酒行业触底回暖，需求有所回升；2) 春节销售旺季，拉动业绩增长。

图 1: 2010 年以来收入及同比增速



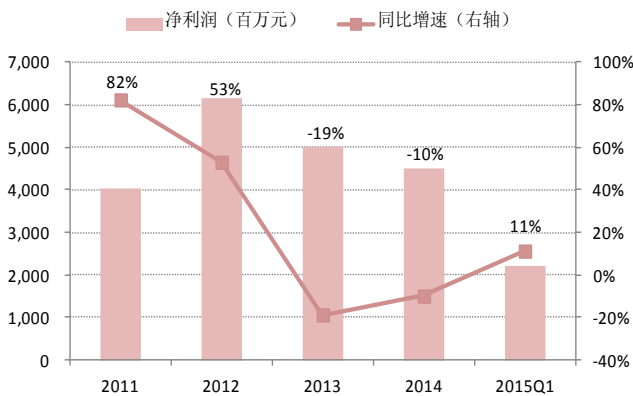
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 13Q1 以来收入及同比增速



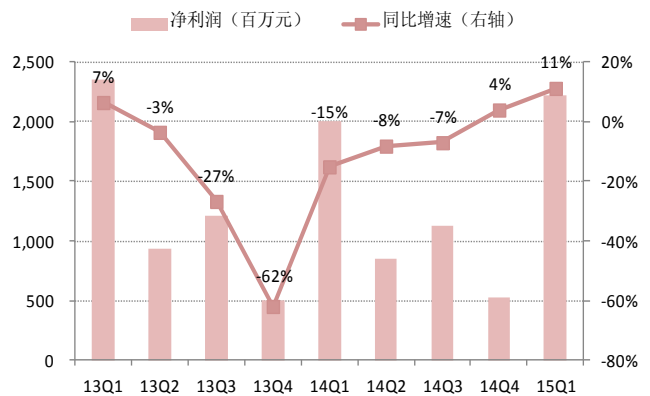
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 2010 年以来净利润及同比增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 13Q1 以来净利润及同比增速



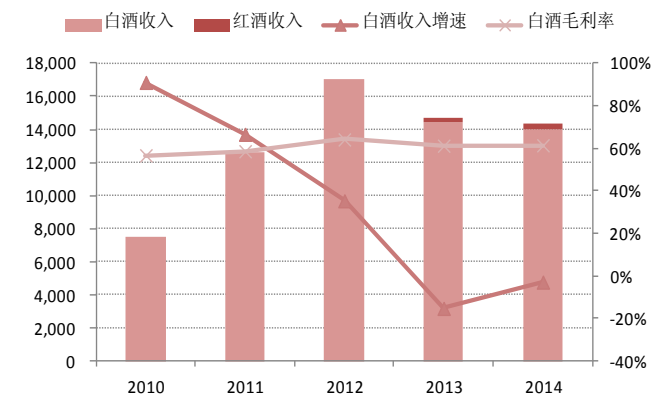
数据来源: 公司公告, 西南证券

分项来看，白酒销售量 21 万吨，同比-3%；实现收入 140 亿元，同比-3%（14H2 同比+6%）；毛利率 61.51%，同比+0.2pct。白酒的销售同比略有下降，但下滑趋势有所减缓，且 14H2 出现正增长，显示白酒业务在逐步复苏。

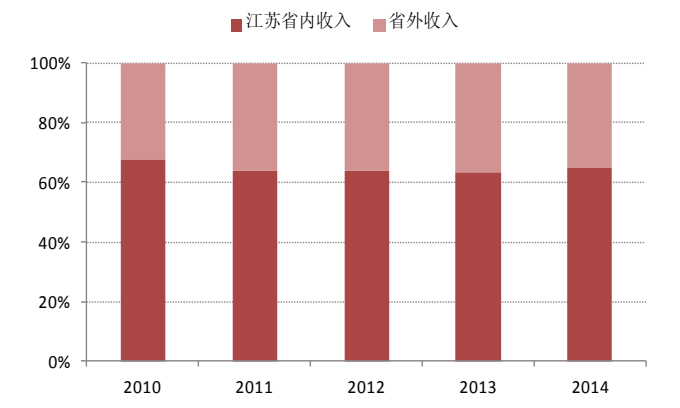
公司 13 年新开拓了红酒业务，推出了定位高端市场的王者脸面和定位中高端市场的星得斯，今年又推出中低端的“星得斯拉丁系列”。14 年销售红酒 3900 吨，同比+449%；实

现收入 3.3 亿元，同比+34% (14H2 同比+70%)；毛利率 69.49%，同比-8.66pct。红酒毛利降低，主要是中低端产品的推出拉低了平均毛利水平。

分区域来看，江苏作为公司大本营贡献了收入的 65%左右，是公司最大的销售市场；省外市场规模有待进一步扩张。经过多年的培育，洋河目前在浙江、河南、河北、安徽等周边市场已经建立了较好的口碑，并且建立了一定规模的市场。部分市场并没有非常强势的本土品牌，如河南，洋河在这些市场具有进一步做大的空间。

图 5: 公司分业务收入结构


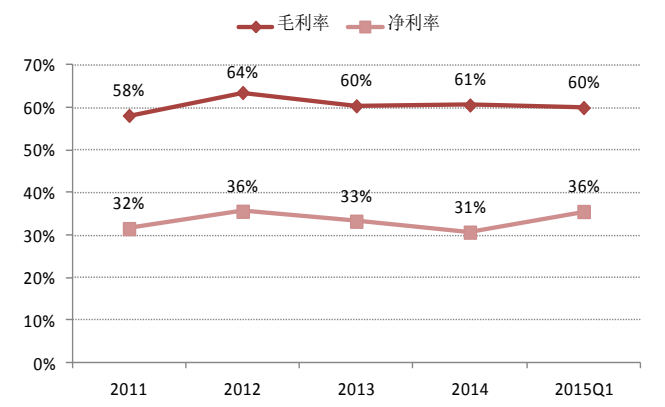
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 6: 公司分区域收入结构


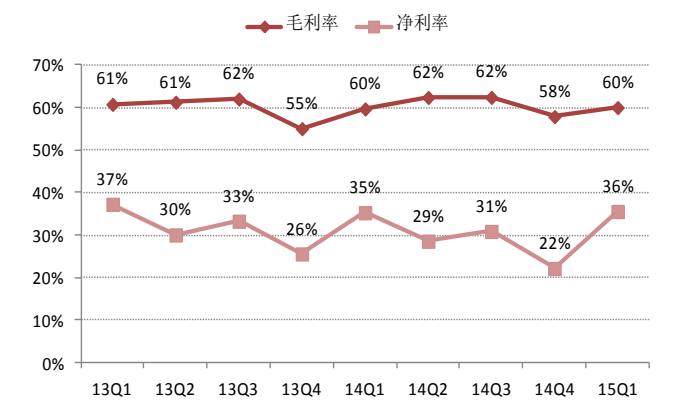
数据来源: 公司公告, 西南证券

公司盈利能力较为稳定，毛利率维持在 60%左右，净利率在 30%以上。15Q1 毛利率 60.01%，同比+0.33pct。单季度看，13Q4 和 14Q4 的毛利率和净利率有所下滑，主要是由于管理费用和销售费用在 14Q4 季度出现较大增长，15Q1 受益于毛利率提升和三费率下降，净利率大幅提升至 36%。

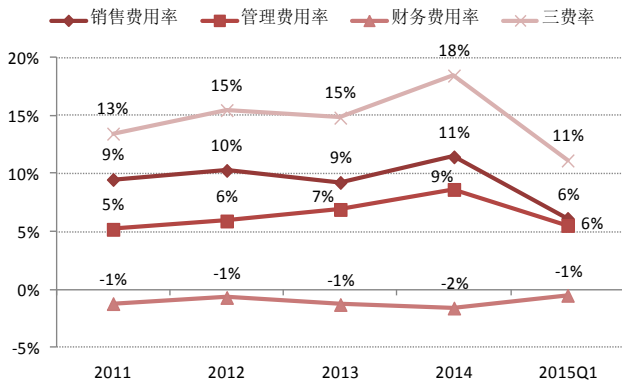
公司三费率在 14 年出现较大上升，主要是管理费用和销售费用增加所致。管理费用 13 亿元，同比+22%，销售费用 17 亿元，同比+21%。15Q1 管理费用和销售费用得到有效控制，三费率明显下降。

图 7: 2010 年以来公司毛利率、净利率情况


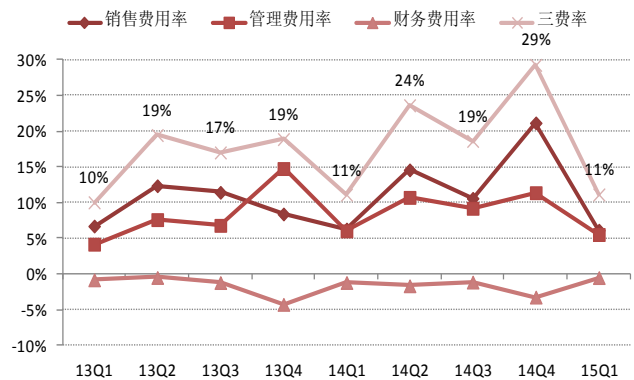
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 8: 13Q1 以来公司毛利率、净利率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 9: 2010 年以来公司三费率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 10: 13Q1 以来公司三费率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券

二、投资看点

(一) 管理层持股, 公司治理结构良好

2015 年 2 月公司顺利完成了人事调整, 原董事长张雨柏先生正式退出洋河股份董事会, 担任苏酒集团董事局主席, 作为公司战略、改革、领导小组组长, 仍然是公司核心领导之一。同时, 成立了以王耀先生为核心的新一届董事会成员。

目前集团及公司大部分高管均持有公司股份, 直接持股比例合计 2.35%。此外, 分别通过宿迁市蓝天贸易和蓝海贸易间接持有 11.06%、10.38% 的股份, 保持了管理层和股东利益的一致性, 有效抑制代理问题, 良好的公司治理有助于企业在行业复苏的背景中觅得先机。

表 1: 公司高管直接持股情况

| 姓名 | 职务 | 持股数 | 持股比例 |
|-----|--------------------|--------------|-------|
| 张雨柏 | 苏酒集团董事局主席 | 7,842,463.00 | 0.73% |
| 钟玉叶 | 董事、执行总裁 | 4,222,865.00 | 0.39% |
| 朱广生 | 副总裁 | 4,222,865.00 | 0.39% |
| 冯攀台 | 监事会主席 | 4,085,705.00 | 0.38% |
| 丛学年 | 董事、副总裁、董事会秘书、财务负责人 | 2,413,065.00 | 0.23% |
| 周新虎 | 董事、副总裁、总工程师 | 2,413,065.00 | 0.23% |
| 郑步军 | 副总裁 | 51,000.00 | 0.00% |
| 合计 | | 25170028.00 | 2.35% |

数据来源: 公司公告, 西南证券

表 2: 公司高管通过蓝天公司间接持股情况

| 姓名 | 职务 | 持有蓝天公司股份 | 间接持有公司股份 |
|-----|-----------|----------|----------|
| 丛学年 | 副总裁、董事会秘书 | 9.69% | 1.07% |
| 朱广生 | 副总裁 | 7.93% | 0.88% |
| 合计 | | 17.62% | 1.95% |

数据来源: 公司公告, 西南证券

表 3: 公司高管通过蓝海公司间接持股情况

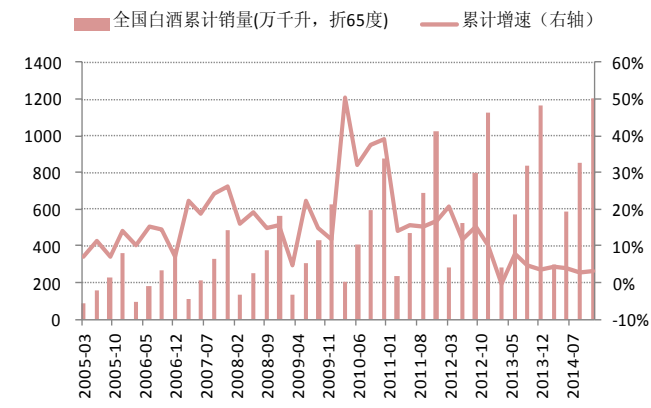
| 姓名 | 职务 | 持有蓝海公司股份 | 间接持有公司股份 |
|-----|-------------|----------|----------|
| 张雨柏 | 苏酒集团董事局主席 | 34.84% | 3.62% |
| 冯攀台 | 监事会主席 | 8.45% | 0.88% |
| 钟玉叶 | 董事、执行总裁 | 8% | 0.88% |
| 周新虎 | 董事、副总裁、总工程师 | 3% | 0.31% |
| 合计 | | 54.29% | 5.69% |

数据来源: 公司公告, 西南证券

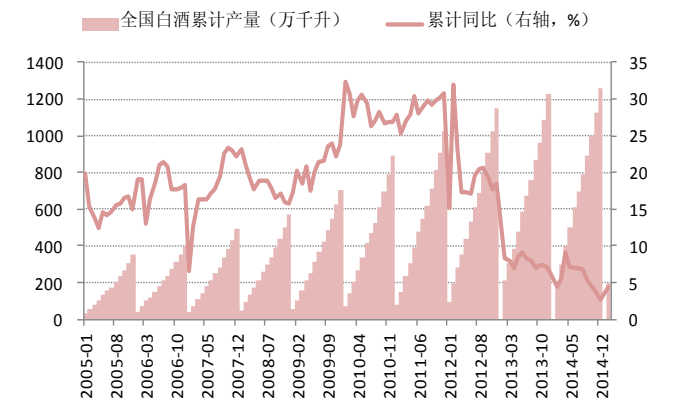
（二）行业弱复苏，中高端白酒量价齐升

自 2013 年开始，受“限制三公消费”、“禁酒令”等政策因素的影响，白酒消费萎缩，价格持续下降，终端库存积压，白酒行业经历了 2 年多的深度调整。14 年下半年至今，白酒行业基本面逐步改善，呈现弱复苏态势：

1、2014 年全国白酒全年销量 1203 万千升，同比+3%，产量（折合 65 度）1257 万千升，同比+3%；无论产量还是销量均处于筑底阶段。销量增速自 2013 年下半年以来保持平稳的增长，显示经过三年左右的调整，公务消费和政府需求在反腐大环境下已基本肃清，目前的消费情况已能充分反映大众消费的需求，大众消费推动白酒行业企稳，随着居民收入提高和消费升级，白酒板块企稳回升是大趋势。

图 11: 2005 年以来全国白酒累计销量及增速


数据来源: Wind 资讯, 西南证券

图 12: 2005 年以来全国白酒累计产量及增速


数据来源: Wind 资讯, 西南证券

2、春节期间，主要白酒企业龙头产品销售乐观，部分地区高端酒出现缺货。茅台：茅台酒销量超过 4000 吨，同比+39%，收入 93 亿元，同比+33%；五粮液：销量增长 10%；泸州老窖：1573 发货 800 吨（接近去年全年 900 多吨），其中 1573 收入 7 亿元、窖龄和特曲分别 5 亿元；洋河、古井贡、老白干、汾酒收入增速分别达到 25%、15%、10%、29%。总体来看，龙头企业收入增速在 10%-25% 左右。

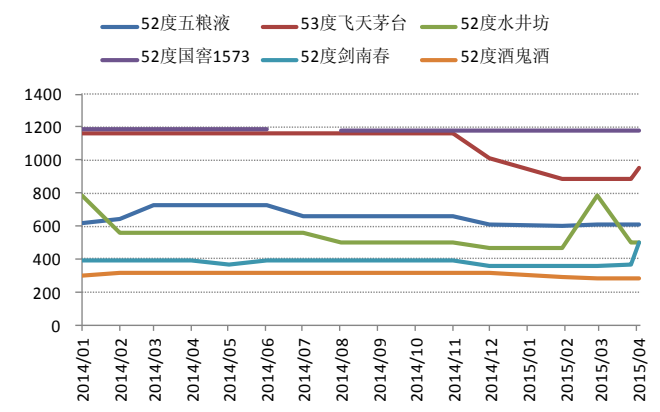
表 4: 主要上市酒企复苏态势

| 公司名称 | 收入增速 | | | | 净利润增速 | | | |
|------|---------|---------|---------|--------|----------|----------|----------|----------|
| | 14Q2 | 14Q3 | 14Q4 | 15Q1 | 14Q2 | 14Q3 | 14Q4 | 15Q1 |
| 贵州茅台 | -1.30% | -5.27% | 9.68% | 14.69% | -3.40% | -9.39% | 14.51% | 17.99% |
| 五粮液 | -27.78% | -6.59% | 7.03% | 0.23% | -36.11% | -46.26% | 29.77% | -15.97% |
| 泸州老窖 | -4.54% | -60.81% | -74.52% | 21.99% | -30.88% | -67.63% | -149.75% | 9.59% |
| 洋河股份 | -3.37% | 0.26% | 20.12% | 10.41% | -8.11% | -6.96% | 4.02% | 11.28% |
| 老白干 | -32.89% | 41.32% | 47.36% | 37.52% | -125.60% | 6.74% | 66.27% | 39.59% |
| 山西汾酒 | -41.52% | -42.78% | 15.90% | -7.82% | -92.42% | -80.77% | 81.02% | -37.10% |
| 古井贡酒 | 21.65% | 8.83% | -8.58% | 12.05% | 4.33% | -0.54% | -4.51% | 5.61% |
| 酒鬼酒 | -46.43% | -10.34% | -41.85% | 98.03% | -323.68% | -204.29% | 62.40% | 1071.12% |
| 青青稞酒 | -24.48% | 7.85% | -38.00% | 1.93% | -61.27% | 7.49% | -31.75% | 4.48% |
| 伊力特 | -27.76% | -1.41% | 36.59% | 0.75% | -36.64% | 40.03% | -116.46% | -22.52% |
| 金种子酒 | 41.29% | 16.69% | 6.41% | -9.23% | -54.18% | 445.17% | 123.14% | -31.99% |

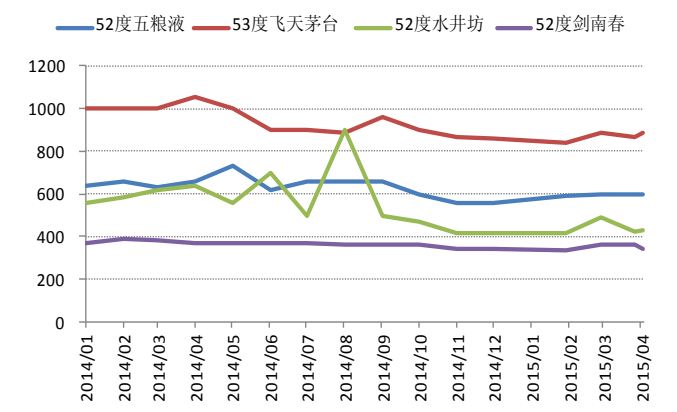
数据来源: 公司公告, 西南证券

春节期间, 线上白酒价格出现反弹, 据草根调研, 线下价格上升幅度更大, 同时多个地区出现高端酒缺货现象。

春节期间中高端白酒量价齐升证实两个方面: 1) 剔除政府消费影响, 中国传统节假日期间, 大众消费已能支撑中高端白酒需求, 且弹性较大(春节期间高端白酒均有缺货现象); 2) 在短期预计白酒价格不会出现大幅上涨的情况下, 经销商已不再压货, 渠道库存清理比较完善。15年三季度进入白酒行业旺季, 可以预计到必定是量价齐升的态势, 二季度将是配置白酒行业绝佳时点。

图 13: 京东白酒价格 (元/500ml)


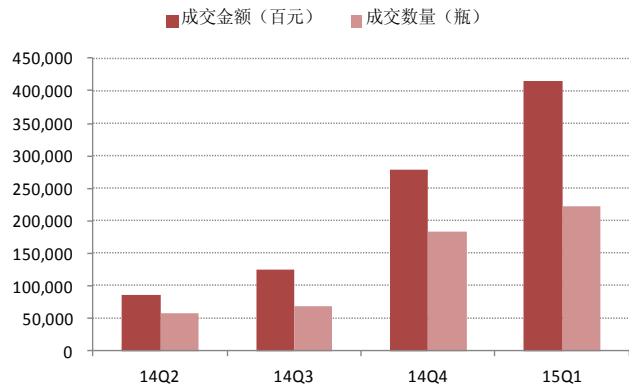
数据来源: 京东, 西南证券

图 14: 一号店白酒价格 (元/500ml)


数据来源: 一号店, 西南证券

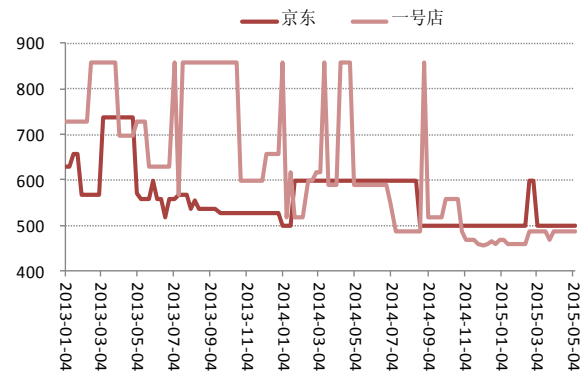
公司的主要产品蓝色经典主打中高端市场, 受益于行业的回暖, 春季期间销售量和价格都出现了一定的回升。14年蓝色经典贡献了收入的60%以上, 从天猫平台的销售量来看, 14Q4和15Q1成交金额环比增速达到了125%和48%, 成交数量的增速也分别达到了170%和21%。虽然受春节消费旺季的影响较大, 但也显示出公司产品销售回稳。根据京东和一号店的价格, 洋河梦之蓝(M3)的单价虽然还处于低位, 但有小幅上涨。

图 15: 洋河天猫销售情况



数据来源: 天猫, 西南证券

图 16: 洋河梦之蓝 (52°, 500ml) 价格



数据来源: WIND 资讯, 西南证券

(三) 新业务拓展值得期待

1、红酒

公司 2013 年初进入红酒行业, 推出了“王者脸面”和“星得斯”两大系列。13 年实现销售收入 2.4 亿元, 贡献毛利 1.9 亿元。2014 年又推出了“拉丁之星”系列, 收入同比增长了 34%。

公司发展红酒业务的优势在于: 1) 公司的渠道广布, 红酒依托原有白酒的销售渠道, 能够以较低的成本和较快的速度进行推广; 2) 公司红酒产品结构逐步完善, “王者脸面”“星得斯”和“拉丁之星”分别对应高、中、低端, 实现了全价位覆盖; 3) 红酒消费市场潜力大, 随着消费升级和人均红酒消费量增加, 国内的红酒市场可能出现较大增长, 市场空间巨大。

图 17: 公司主要红酒产品



数据来源: 公司网站, 西南证券

2、微分子酒

随着消费水平的提高，健康饮酒的观念越来越受到消费者的重视，“微分子酒”的推出正是顺应了消费升级、健康消费的大趋势。微分子酒是在自然发酵过程中实现健康微分子物质的生成，主要富含小分子生物活性健康物质，具有易代谢、醒酒快、益健康的特点。目前推出了大V版和小V版两款微分子酒，度数分别是33.8度和43.8度，终端售价分别为428元和758元。

公司在2014年下半年推出微分子酒，目前在江苏省内全部城市以及部分省外市场完成铺货，主要以团购渠道销售为主。目前来看，微分子酒销售增速较快，单品值得期待。

3、预调酒

2011年预调酒市场进入快速增加阶段。尤其是近两年，综艺节目和热播电视剧的广告植入，让更多消费者开始尝试并追捧预调酒。预调酒以其丰富的口感、较低的酒精度和靓丽的包装，迎合了消费者的需求，尤其抓住了女性消费者市场。2013年我国预调酒市场产值约10亿元，14年增长了2倍达到30亿元，预计2020年将有200亿的市场空间。国内预调酒的人均消费量只有0.13升，低于全球人均消费0.6升的水平，更远远低于德国（人均8升）、日本（人均6升）、美国（人均1.8升）等，市场的增长潜能巨大。目前，预调酒市场两家独大，锐澳和冰锐的市占率分别达到了40%和25%。

2013年公司开始布局预调酒市场，预计15年下半年将推出的预调酒品牌“滴诱（DEW）”，第一批上市4个口味，分别是水蜜桃、椰汁、柠檬和玫瑰。公司预计全年完成销售收入5000万，用2-3年发展成为行业主流品牌，最后用3-5年成为行业领导者，成为公司新的增长极。公司拥有雄厚的资本实力和强大的渠道掌控，在已有的渠道之中进行预调酒的推广。

图 18：洋河预调酒——“滴诱（DEW）”



数据来源：公司网站，西南证券

4、起泡酒

起泡酒是在20℃时，二氧化碳压力等于或大于0.5巴的葡萄酒，最具代表性的起泡酒是香槟。“爱未停”系列酒是粉丝经济的产物，主要针对公司洋河1号代言人——陈伟霆的粉丝。公司有意将其打造成甜白起泡葡萄酒，正处在民意调查和小范围试评阶段。

（四）互联网布局——洋河1号

随着消费习惯的改变，白酒的线上销售逐渐被越来越多的消费者接受。2013年线上酒类的销售收入70多亿元，14年增长到130亿元，其中天猫70亿元，京东30亿元。在线下销售遇冷的情况下，众多酒企纷纷开始互联网布局。既有酒类垂直电商平台：酒仙网、中酒网、1919等，也有酒企在综合型电商平台开设的线上旗舰店，还有酒企自建的O2O平台，如：洋河1号。

洋河1号是公司互联网布局的重要一步，是整个白酒行业首个O2O平台试水。消费者通过线上APP下单，系统就近转接到网点，网点通过宅急送的方式配送到货。目前洋河1号已覆盖23个省102个地级市，部分地区已经可以做到30分钟免费送货服务。14年洋河1号实现收入0.2亿元，截至5月份洋河1号已完成全年规划的47%，注册会员超过60万人。同时，B2C已完成年度任务50%以上，网上旗舰店注册会员超过10万元。

图 19：洋河1号 APP



数据来源：公司网站，西南证券

（五）并购预期

公司积极寻求并购对象，具体考虑战略布局和区域布局，同时兼顾品牌知名度，主要围绕主业规模化（通过并购提升主业规模，会关注大的标的）、品类平台化（通过并购丰富营销品牌的品类，与现有的渠道切合度很好的品类，通过并购整合到营销平台上，实现营销平台价值最大化）；战投互联化（主要侧重于往互联网方向的发展，目的是能提高营销的效率，带来终端营销能力）。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 4.72 元、5.41 元、6.21 元，对应 2015 年 PE 仅为 20 倍，给予公司 15 年 27 倍估值，对应目标价 128 元，强烈建议买入。

表 5: 分项业务预测表

| 百万元 | 2012A | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 合计 | | | | | | |
| 营业收入 | 17,035 | 14,692 | 14,672 | 16,218 | 18,173 | 20,412 |
| yoy | | -14% | 0% | 11% | 12% | 12% |
| 营业成本 | 6,088 | 5,642 | 5,777 | 6,305 | 7,083 | 7,975 |
| 毛利率 | 64% | 62% | 61% | 61% | 61% | 61% |
| 白酒 | | | | | | |
| 收入 | 17035 | 14447 | 14039 | 15723 | 17453 | 19373 |
| yoy | | -15% | -3% | 12% | 11% | 11% |
| 成本 | 6088 | 5589 | 5403 | 6132 | 6807 | 7555 |
| 毛利率 | 64% | 61% | 62% | 61% | 61% | 61% |
| 红酒 | | | | | | |
| 收入 | | 245 | 329 | 444 | 600 | 810 |
| yoy | | | 34% | 35% | 35% | 35% |
| 成本 | | 54 | 100 | 138 | 192 | 259 |
| 毛利率 | | 78% | 69% | 69% | 68% | 68% |
| 其他 | | | | | | |
| 收入 | | | 304 | 50 | 120 | 230 |
| yoy | | | | 0% | 140% | 92% |
| 成本 | | | 274 | 35 | 84 | 161 |
| 毛利率 | | | 10% | 30% | 30% | 30% |

数据来源: 公司公告, 西南证券

四、风险提示

- 1、高端酒价格进一步下降风险;
- 2、食品安全风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 现金流量表 (百万元) | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 14672.21 | 16217.56 | 18172.62 | 20412.34 | 净利润 | 4508.04 | 5083.31 | 5822.06 | 6681.16 |
| 营业成本 | 5777.41 | 6304.81 | 7082.54 | 7975.44 | 折旧与摊销 | 537.93 | 581.85 | 644.42 | 704.50 |
| 营业税金及附加 | 190.35 | 210.40 | 235.76 | 264.82 | 财务费用 | -236.69 | -15.64 | -28.64 | -44.17 |
| 销售费用 | 1679.84 | 1702.84 | 1817.26 | 1939.17 | 资产减值损失 | 37.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 1267.06 | 1297.40 | 1362.95 | 1428.86 | 经营营运资本变动 | -3567.69 | 2.34 | 322.16 | 443.45 |
| 财务费用 | -236.69 | -15.64 | -28.64 | -44.17 | 其他 | 1432.45 | -50.00 | -50.00 | -50.00 |
| 资产减值损失 | 37.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 2711.80 | 5601.86 | 6710.01 | 7734.94 |
| 投资收益 | 53.02 | 50.00 | 50.00 | 50.00 | 资本支出 | -1591.17 | -300.00 | -200.00 | -400.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -1855.88 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -3447.06 | -250.00 | -150.00 | -350.00 |
| 营业利润 | 6009.51 | 6767.74 | 7752.75 | 8898.22 | 短期借款 | -951.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 21.20 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 长期借款 | -0.07 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 6030.71 | 6777.74 | 7762.75 | 8908.22 | 股权融资 | -157.79 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 1522.67 | 1694.44 | 1940.69 | 2227.05 | 支付股利 | -2160.00 | -1946.43 | -2195.08 | -2514.09 |
| 净利润 | 4508.04 | 5083.31 | 5822.06 | 6681.16 | 其他 | 497.72 | 15.64 | 28.64 | 44.17 |
| 少数股东损益 | 0.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -2771.15 | -1930.79 | -2166.43 | -2469.92 |
| 归属母公司股东净利润 | 4507.50 | 5083.31 | 5822.06 | 6681.16 | 现金流量净额 | -3507.89 | 3421.07 | 4393.57 | 4915.02 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 财务分析指标 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 货币资金 | 4346.95 | 7768.02 | 12161.59 | 17076.62 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 302.09 | 332.53 | 372.92 | 419.22 | 销售收入增长率 | -2.34% | 10.53% | 12.06% | 12.32% |
| 存货 | 10097.02 | 10718.17 | 11332.06 | 11963.16 | 营业利润增长率 | -10.38% | 12.62% | 14.55% | 14.77% |
| 其他流动资产 | 1445.25 | 1597.47 | 1790.05 | 2010.67 | 净利润增长率 | -9.88% | 12.76% | 14.53% | 14.76% |
| 长期股权投资 | 19.82 | 19.82 | 19.82 | 19.82 | EBITDA 增长率 | -8.17% | 16.21% | 14.11% | 14.22% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 8364.45 | 8135.43 | 7744.09 | 7492.91 | 毛利率 | 60.62% | 61.12% | 61.03% | 60.93% |
| 无形资产和开发支出 | 1968.87 | 1916.63 | 1864.14 | 1811.40 | 三费率 | 18.47% | 18.40% | 17.34% | 16.28% |
| 其他非流动资产 | 2213.27 | 2212.68 | 2212.09 | 2211.49 | 净利率 | 30.73% | 31.34% | 32.04% | 32.73% |
| 资产总计 | 28757.72 | 32700.76 | 37496.76 | 43005.29 | ROE | 22.85% | 22.23% | 21.98% | 21.79% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 17.73% | 15.68% | 20.65% | 20.60% |
| 应付和预收款项 | 4669.88 | 5106.20 | 5729.82 | 6445.13 | ROIC | 34.86% | 34.79% | 40.77% | 48.61% |
| 长期借款 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | EBITDA/销售收入 | 43.01% | 45.22% | 46.05% | 46.83% |
| 其他负债 | 4358.48 | 4728.32 | 5273.72 | 5899.87 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 9028.62 | 9834.78 | 11003.79 | 12345.25 | 总资产周转率 | 0.52 | 0.53 | 0.52 | 0.51 |
| 股本 | 1076.42 | 1076.42 | 1076.42 | 1076.42 | 固定资产周转率 | 2.31 | 2.40 | 2.56 | 2.79 |
| 资本公积 | 1172.31 | 1172.31 | 1172.31 | 1172.31 | 应收账款周转率 | 945.98 | 1661.67 | 1672.47 | 1674.36 |
| 留存收益 | 17476.00 | 20612.88 | 24239.86 | 28406.94 | 存货周转率 | 0.61 | 0.61 | 0.64 | 0.68 |
| 归属母公司股东权益 | 19724.73 | 22861.61 | 26488.59 | 30655.67 | 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 | 113.41% | -- | -- | -- |
| 少数股东权益 | 4.37 | 4.37 | 4.37 | 4.37 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 19729.10 | 22865.98 | 26492.97 | 30660.04 | 资产负债率 | 31.40% | 30.08% | 29.35% | 28.71% |
| 负债和股东权益合计 | 28757.72 | 32700.76 | 37496.76 | 43005.29 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 1.86 | 2.14 | 2.40 | 2.61 |
| | | | | | 速动比率 | 0.70 | 1.02 | 1.34 | 1.62 |
| | | | | | 股利支付率 | 47.92% | 38.29% | 37.70% | 37.63% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 4.19 | 4.72 | 5.41 | 6.21 |
| | | | | | 每股净资产 | 18.33 | 21.24 | 24.61 | 28.48 |
| | | | | | 每股经营现金 | 2.52 | 5.20 | 6.23 | 7.19 |
| | | | | | 每股股利 | 2.01 | 1.81 | 2.04 | 2.34 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | | | | | |
| EBITDA | 6310.76 | 7333.96 | 8368.53 | 9558.55 | | | | | |
| PE | 22.35 | 19.81 | 17.30 | 15.08 | | | | | |
| PB | 5.11 | 4.40 | 3.80 | 3.29 | | | | | |
| PS | 6.86 | 6.21 | 5.54 | 4.93 | | | | | |
| EV/EBITDA | 14.92 | 12.37 | 10.32 | 8.52 | | | | | |
| 股息率 | 2.14% | 1.93% | 2.18% | 2.50% | | | | | |

数据来源: WIND 资讯, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn