

## 洋河股份 (002304.SZ)

### 新江苏市场拓展开启新一轮增长

评级: **买入**      前次: **买入**  
 目标价(元): **72.7**  
 分析师: 联系人  
 胡彦超: 范劲松  
 S0740512070001: S0740115100014  
 021-20315176: 021-20315138  
 huyc@r.qlzq.com.cn: fanjs@r.qlzq.com.cn  
 2015年10月13日

#### 基本状况

总股本(百万股)	1,507
流通股本(百万股)	1,507
市价(元)	54.49
市值(百万元)	82,116
流通市值(百万元)	82,116

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	15,023.	14,672.	16,203.	17,682.	19,150.
营业收入增速	-13.01%	-2.34%	10.44%	9.13%	8.31%
净利润增长率	-18.72%	-9.89%	14.86%	8.23%	8.94%
摊薄每股收益(元)	4.63	4.17	4.79	5.19	5.65
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	8.81	18.94	11.14	10.29	9.44
PEG	—	—	0.75	1.25	1.06
每股净资产(元)	16.10	18.27	18.06	17.75	17.40
每股现金流量(元)	2.94	2.51	7.59	5.50	6.22
净资产收益率	28.77%	22.85%	26.54%	29.23%	32.48%
市净率	2.54	4.33	2.96	3.01	3.07
总股本(百万元)	1,080.0	1,080.0	1,080.0	1,080.0	1,080.0

备注: 市场预测取聚源一致预期

#### 投资要点

- 公司上半年销售额实现10%以上的增长主要来源于省外新江苏市场的快速发展,行业增速弱复苏的形势下,公司实现较快增长的核心驱动力依旧要依靠新江苏市场的拓展,长期保持快速增长则需要做好“三件半事情”(新业3.5)。本文重点剖析了新江苏市场的运作方式、竞争格局、市场空间以及成长的驱动力,我们认为公司未来的1-2年新江苏市场依旧可以保持较快增长,同步指标重点关注核心新江苏市场所在省份的GDP、核心竞品的销售收入和经销商数量。**
- 新江苏市场以聚焦的思路在运作,以环江苏省份布局为主。思路源于聚焦营销,通过(1)依靠蓝色经典品牌,建立起了价位的优势;(2)产品线阵地化推进(系列产品,价格覆盖齐全);(3)执行更为精细终端政策等三种方式,利用模式、资源和品牌的优势打压地产酒,从而实现挤压式增长。**
- 我们认为未来1-2年新江苏市场依旧能保持较快的增长,其驱动力来源于:(1)渠道下沉、消费培养带来的销量增长,消费升级带来的蓝色经典的增长,未来3-5年有望新增35亿销售额(占洋河收入的23%)。新江苏市场今年刚开始推行,源于聚焦,我们坚信聚焦的模式能够带来业绩的增长。随着区域消费群体认识的深入以及渠道的进一步下沉,前期培育将带动新一轮的销量增长。新江苏市场的核心省份河北、安徽、山东、浙江、湖北等省白酒销售规模已超千亿,目前公司在该区域销售额约30亿,市场占有率不足3%。以上五省100-300元价格带核心大单品竞争力不强(相比于海之蓝和天之蓝),随着消费升级的驱动,我们测算公司新江苏市场在未来3-5年有望实现65亿销售额。(2)源于新江苏市场的衍生,将在更多省份复制产生更多的新江苏市场。目前公司花大力气致力打造200个新江苏市场,模式逐渐得到市场的认可,目前的新江苏市场主要布局于河北、安徽、山东、浙江、湖北等省份,一旦模式成熟,可复制于其它的省份或城市。(3)源于新江苏市场的协同影响,覆盖面更广。目前的新江苏市场以县为单位,**

选择有销售基础的地段，纵向延伸连成线，如模式逐步成熟，带来的协同效应可覆盖面将产生 1+1 大于 2 的效果。

- 我们认为新江苏市场的拓展进展可以通过三个指标来观察。(1) 核心新江苏市场所在省份的 GDP，通过经济增速观察进而评估核心省份白酒行业的增速。(2) 统一价格带，各省份核心竞品的销售收入情况，由于公司蓝色经典系列销售占比超过 60% (省外结构优于省内)，蓝色经典系列中 100-300 元产品销售额占比超过 80%，故重点观察省外 100-300 元核心产品的销售情况即可。(3) 公司在核心省份经销商以及销售人员的扩展。
- 长期看好洋河新业 3.5。洋河股份在第四届董事会提出，未来保障洋河持续快速发展的“三件半事情”：以健康和体验为核心的技术革命、以互联网为核心的商业模式创新、以资本为手段的产业并购和资产整合，以及公司内部机制体制创新。我们认为公司战略思路领先，已在通过产品创新、商业模式变革和资本运作等方式，提前布局创新业务。以健康和体验为核心的技术革命的代表作微分子酒，定位清晰，市场反映较好，目前处于试销阶段，公司不急于放量，长期值得期待；以互联网为核心的商业模式创新的“洋河 1 号”试运行良好，上半年已完成全年计划任务的 70%，为“卖货、聚粉、建平台”三位一体的营销模式创新夯实基础；资本运作以及体制改革已经提上议程，择机行动。
- 公司在制度创新、产品创新、渠道创新等方面基础工作扎实，长期具备较好的竞争优势，在行业平稳发展的背景下洋河有望从优秀逐渐走向卓越。我们认为公司快速的成长与公司的体制（员工与公司的利益保持一致性）、产品创新（绵柔口味、蓝色包装等）、渠道创新（1+1 以及 4\*3 模式）密不可分，创造出了蓝色经典的大单品神话，营销人员以及经销商数量位居行业前列，公司产品力及渠道力优势明显，长期依旧具备较好的竞争优势，洋河业绩有望在较短的时间冲入行业第二，逐渐走向卓越。
- 目标价 72.7 元，给予“买入”评级。我们预计 2015-2017 年收入为 162.03、176.8、191.5 亿元，YoY10.44%、9.13%、8.31%；实现净利润 51.77 亿、56.04 亿、61.05 亿元，YoY14.86%、8.24%、8.94%，EPS 为 4.79、5.19、5.65 元。目标价 72.7 元，对应 2016 年 14XPE，公司的新业 3.5 的拓展或成为公司股价上涨超预期的因素。
- 风险提示：行业竞争加剧导致净利润率走低、新江苏市场增速出现预期差。

## 内容目录

<b>2015 年上半年实现两位数增长</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>新一轮成长的核心驱动力将来自于新江苏市场</b> .....	<b>- 6 -</b>
布局：环江苏市场为主 .....	- 6 -
运作：源于聚焦营销，可实现挤压式增长 .....	- 7 -
展望：新江苏市场将成为公司新一轮利润增长的核心驱动力 .....	- 9 -
跟踪：三指标观察新江苏市场拓展进展 .....	- 10 -
<b>长期看好新业 3.5 带来的成长空间</b> .....	<b>- 11 -</b>
产品创新：看好以健康和体验为核心的技术革命 .....	- 12 -
渠道创新：看好基于互联网营销模式的创新 .....	- 13 -
行业整合：推进产业并购和资源整合，加速份额提升 .....	- 14 -
<b>创新夯实洋河业务基础，洋河将从优秀走向卓越</b> .....	<b>- 15 -</b>
制度创新：核心利益群体趋于一致，先行模式实现员工多劳多得 .....	- 15 -
产品创新：产品品类独树一帜，蓝色经典成就单品神话 .....	- 15 -
渠道创新：模式不断完善，团队不断壮大 .....	- 16 -
优秀地位：稳居第三，直逼第二 .....	- 20 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 21 -</b>
竞争加剧：挤压渠道利润 .....	- 21 -
新江苏市场增速不及预期 .....	- 22 -
<b>投资建议：给予“买入”评级，目标价 72.7 元</b> .....	<b>- 22 -</b>

## 图表目录

<b>图表 1：洋河发展路径图</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 2：公司省外业务收入占比 36%</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 3：洋河省外业务增长快于省内</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 4：蓝色经典系列占比超过 60%</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 5：蓝色经典销售情况</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 6：各省份白酒龙头企业销售额：亿元</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 7：聚焦是获得竞争力的关键</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 8：渠道快速下沉</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 9：建立价位的优势</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>图表 10：终端陈列政策</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>图表 11：渠道、终端、消费者的系统全方位落地</b> .....	<b>- 9 -</b>
<b>图表 12：重点省份市场情况</b> .....	<b>- 10 -</b>

图表 13: 核心竞品情况 .....	- 11 -
图表 14: 洋河业务构架 .....	- 12 -
图表 15: 微分子酒正式版 (大 V、小 V) .....	- 12 -
图表 16: 微分子酒品鉴版 .....	- 12 -
图表 17: 中国酒类网购用户规模 (万人) .....	- 13 -
图表 18: 中国酒类网购市场 (亿元) .....	- 13 -
图表 19: 洋河一号 .....	- 14 -
图表 20: 国外烈酒 3600 亿元, CR5=66% .....	- 14 -
图表 21: 我国白酒市场 5000 余亿, CR5 仅 16% .....	- 14 -
图表 22: 公司主要管理层直接持股情况 .....	- 15 -
图表 23: 公司主要管理层间接持股情况 .....	- 15 -
图表 24: 核心产品价格带齐全 .....	- 16 -
图表 25: 蓝色经典系列占比 6 成以上 .....	- 16 -
图表 26: 各名酒渠道模式对比 .....	- 17 -
图表 27: 价格模式 .....	- 17 -
图表 28: 盘中盘及 4*3 渠道运作模式 .....	- 18 -
图表 29: 三盘互动 .....	- 18 -
图表 30: 1+1 模式 .....	- 18 -
图表 31: 渠道趋于扁平化 .....	- 19 -
图表 32: 江苏+(河南、山东、安徽、浙江、上海) .....	- 19 -
图表 33: 全国目前七大中转储备库 .....	- 19 -
图表 34: 公司经销数量已超过 7000 人 .....	- 19 -
图表 35: 公司销售人员明显高于同类公司 .....	- 19 -
图表 36: 营业收入以及净利润均位居前三 (亿元) .....	- 20 -
图表 37: 产品净利润率高达 33%, 仅次于茅台 (%) .....	- 20 -
图表 38: 公司白酒收入增速快于行业 .....	- 20 -
图表 39: 公司净利润增速快于行业 .....	- 20 -
图表 40: 净资产收益率行业第一 .....	- 21 -
图表 41: 53 度飞天茅台酒价格 .....	- 21 -
图表 42: 价格熊市, 企业实现利润增长困难重重 .....	- 22 -
图表 43: 可比公司估值表 .....	- 22 -
图表 44: 洋河股份销售分项预测表 (单位: 百万元) .....	- 23 -
图表 45: 洋河股份三张报表 (单位: 百万元) .....	- 24 -

## 2015 年上半年实现两位数增长

- 市场看到洋河成长了这么多年，发展至今公司年销售量也超过了 150 亿元，从而质疑它后期的成长性。实际上，洋河在 08 年就出现过增长的瓶颈（之前的增长主要来自于省内），但是很快就被两个新增长点所替代了，即高端化和全国化。现在的洋河我们认为还没有完全进入成熟阶段，依旧存有成长空间。

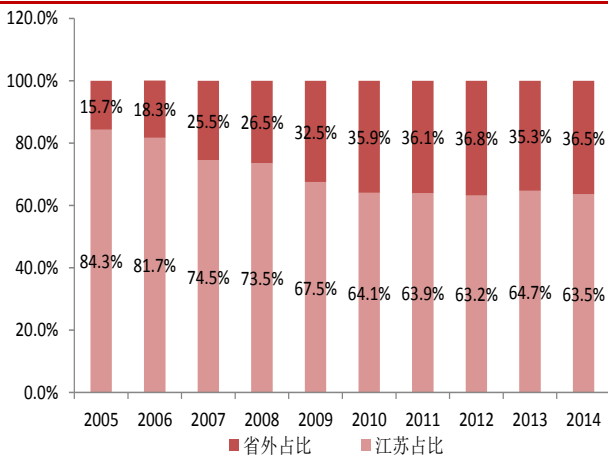
**图表 1：洋河发展路径图**

	初级阶段	发展阶段	成熟阶段
战略	集中战略	扩散战略	提升战略
战术	单点突破	多点围攻	细分覆盖
定位	中低档为主	向中高档进攻	中高档为主
渠道	构筑样本	复制样本进行扩张	精耕细作
品牌	知名度	信誉度、美誉度	美誉度和忠诚度

来源：齐鲁证券研究所

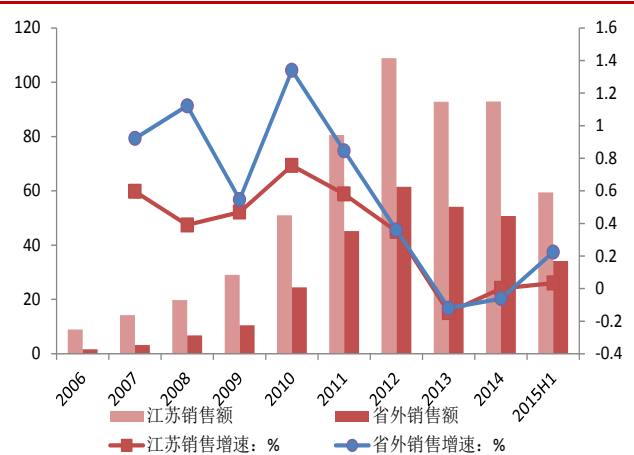
- 2015 年上半年公司实现了 10.6% 的销售增长，新江苏市场的拓展成为公司新一轮业绩成长的核心驱动力。洋河人难能可贵的地方在于拥有追求卓越的崇尚目标、主动求变的理念和强大的执行力，公司年初开始执行新江苏模式战略，提出并酝酿“新业 3.5”长期驱动计划。正是有了提前的布局，2015 年上半年，公司实现了 10.6% 的销售增长，分区域来看省内、省外分别同比增长 3.45%、22.34%，省外主要还是得益于河南、安徽、山东、浙江、湖北等地新江苏市场的优秀表现。我们认为，新江苏市场的拓展成为公司新一轮业绩成长的核心驱动力。

**图表 2：公司省外业务收入占比 36%**



来源：公司年报、齐鲁证券研究所

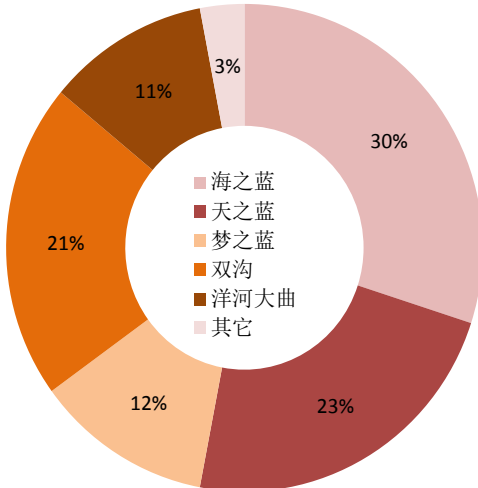
**图表 3：洋河省外业务增长快于省内**



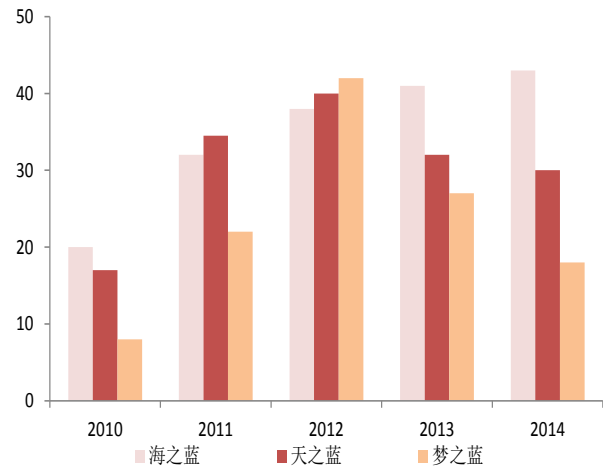
来源：公司年报、齐鲁证券研究所

## 新一轮成长的核心驱动力将来自于新江苏市场

- 公司的上半年业绩比较亮眼的地方主要体现在两方面，其一是新江苏市场出现了较快的增长；其二是产品结构改善，高档酒天之蓝、梦之蓝一改前期颓势，实现了正增长。我们认为产品结构的改善归根结底是得益于新江苏市场的快速崛起，新江苏市场能否持续实现较好的发展成为公司近 1-2 年业绩增长的核心。以下篇幅主要围绕新江苏市场的布局设计、运作方式、成长动力以及业绩的观察窗口做了分析。

**图表 4：蓝色经典系列占比超过 60%**


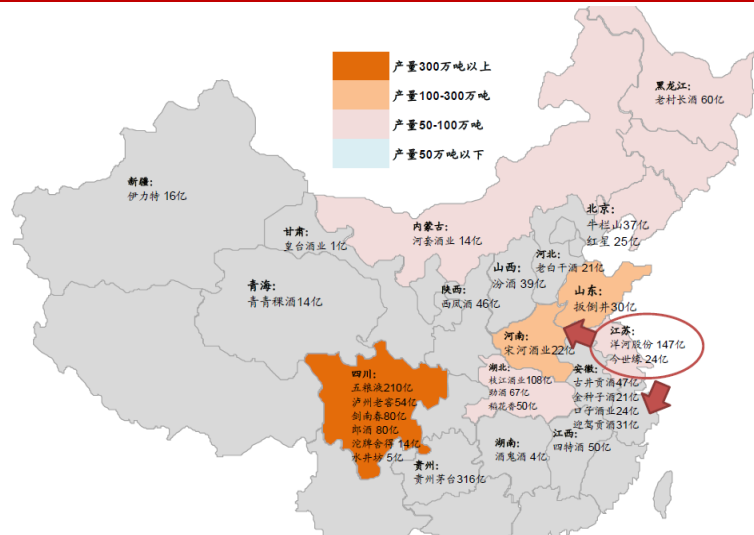
来源：调研、齐鲁证券研究所

**图表 5：蓝色经典销售情况**


来源：调研、齐鲁证券研究所

### 布局：环江苏市场为主

- 公司新江苏市场布局以县为单位。选定排名靠前的 200 个县（或区）作为新江苏市场（新江苏市场是动态的，公司从 2015 年期每年依照销售排名来重新界定），目前公司的新江苏市场主要分布于河南、山东、安徽、湖北、浙江、天津、北京等地。从销售的数据来看，去年公司在河南、安徽超过 10 个亿，北京超过 5 个亿（按照销售口径，和报表的口径有差距），今年上半年湖北、天津表现较好的增长。

**图表 6：各省份白酒龙头企业销售额：亿元**


来源：齐鲁证券研究所

运作：源于聚焦营销，可实现挤压式增长

- **源于聚焦。太阳的能量为激光数十万倍，但由于分散，变成了人类的皮肤也可以享受的温暖阳光，激光则通过聚焦获得力量，轻松切割坚硬的钻石和钢板。企业和品牌要获得力量，唯有聚焦。（引用艾里斯）。**

**图表 7：聚焦是获得竞争力的关键**

时间	营销的历程	核心观点及效果
20世纪70年代	定位营销	营销的战场不是工厂也不是市场，而是心智
20世纪80年代	营销战	《商战》出版，被誉为营销届的孙子兵法，并提出防御战、进攻战、侧翼战、游击战，被全球著名商学院普遍采用
20世纪90年代	聚焦营销	聚焦获得竞争力，而IBM、GE、通用汽车等实行多元化的企业陷入亏损的泥潭
新世纪	开创新品类	

来源：《定位》、齐鲁证券研究所

- **新江苏市场运作的流程。**

(1) **新江苏市场实行快速下沉。**以县级市场为单位，而个别核心区域甚至下沉到以乡镇市场为单位，真正做到区域的一线下沉、聚焦。区域推进上从原有的城区市场的布局、建设，向县级市场聚焦、下沉。以山东东明县为例。

**图表 8：渠道快速下沉**

	2014年	2015年
县海之蓝网店数（个）	30	75
镇核心终端（家）	1	3

效果：单个核心终端年平均动销在100件以上，对于地产酒核心终端的稀释、挤压尤为明显。

来源：调研、齐鲁证券研究所

(2) **依靠蓝色经典品牌，建立起了价位的优势。**价位优势基本完成了对新江苏市场价位的封锁，利用这些优势，洋河在2015年在新江苏市场重点推进了洋河大曲、洋河蓝优、洋河普曲等产品，依靠不同价位段，不同产品的导入、培育，基本实现了消费群体、销售渠道的全方位覆盖。

**图表 9：建立价位的优势**

产品	成交价	消费群体	主销渠道	产品推广模式
海之蓝	130元/瓶	政商务消费	团购+流通+宴席	聚焦于政商务团购+核心烟酒店
青瓷	60元/瓶	大众消费（宴请、聚引等）	流通+宴席	大流通+BC类酒店+宴席活动（婚宴、寿宴、升学宴等）
蓝优	35元/瓶	年轻白领+商务人士	酒店+流通	大流通分销+BC类酒店
普曲	10元/瓶	农民工自饮为主	酒店+流通	CD类酒店+CD烟酒店

来源：调研、齐鲁证券研究所

**(3) 产品线的阵地化推进。**洋河利用蓝色经典建立了品牌、价位和利润的提升，同时整合并发展了区域优质的渠道客户，业务团队的建设更为健全，市场运作模式更为系统，这些优势在新江苏市场的建设过程中体现的淋漓尽致。譬如在花冠的大本营巨野县，在其他白酒几乎无法招商、进店的情况下，洋河大曲、蓝优等不仅通过海之蓝整合了原有经销商网络，甚至快速实现城区及乡镇市场的布局，通过产品线阵地化的推进，实现了爆发式增长，对花冠造成了严重的冲击。

**(4) 终端政策更为精细，签约时间均在半年以上。**洋河针对终端网络进行分产品、分价位、分终端的网络布局，核心网点的点上布局，流通分销网点的全面开花。此外，产品进店往往采取大额进货，大陈列、大堆箱形式，陈列、堆箱等签约时间均在半年以上。

**图表 10：终端陈列政策**

产品	终端分级	终端陈列政策	终端堆箱政策
洋河海之蓝	核心店	现金购买25件海之蓝搭赠两件天之蓝，陈列60瓶，每月赠送2件海之蓝，无具体时限限制；	终端堆箱10箱，每月赠送1件天之蓝，无具体时限限制；
	一般店	无陈列活动，终端660元/件进货；	无
洋河青瓷	核心店	终端现金进货10件，陈列48瓶，每月赠送1件本品，为期一年；	无
洋河蓝优	核心店	终端现金进货5箱，割箱陈列5箱，每月赠送1件蓝优，为期3个月；	无
	一般店	终端现金进货1件，陈列6瓶，每月赠送3瓶蓝优，为期3个月；	无
洋河普曲	无	无活动政策，现金进货65元/件；	无

来源：调研、齐鲁证券研究所



**图表 11：渠道、终端、消费者的系统全方位落地**

项目	操作方式	结果
门头投放	产品投放初期，无打款要求，唯一的考核指标就是终端门头的投放。运作期间，主干道、核心乡镇甚至是大行政村等现金进1000元左右的酒即可制作铝朔板+发光字门头（黄金位置无进货需求）	门头投放迅速铺开
海报、条幅的投放	在核心市场甚至成立临时性的终端氛围营造小组，专门用于海报的张贴	1个月的时间内张贴出了5000多张海报，实现核心终端无缝隙覆盖；
消费者的培育	划拨专项资金、成立专项队伍对团购单位/民营企业进行赠酒。同时将阶段性宴席活动常态化运作、持续开展核心酒店免费赠酒、整箱购买有奖活动等等。	

来源：调研、齐鲁证券研究所

(5) **渠道、终端、消费者的系统全方位落地。**洋河对门头投放、海报宣传方面、消费者培养的工作十分重视，支持的大力政策促使公司新江苏市场渠道、终端、消费者的系统在较短的时间内全方位落地。

(6) **战略坚定不移的执行，利用模式和资源优势进一步打压地产酒。**洋河新江苏市场的建设，核心策略的推进、执行，更多的来自洋河对新江苏市场打造战略的坚定不移的执行。在战略规划下，通过整合经销商及外界资源，完善组织建设，如终端氛围营造小组、核心消费者赠酒小组、网点开发和维护小组等等，同时通过大量的消费者赠酒、门头的大量投放、终端大陈列和大堆箱等前置的费用投入，利用模式和资源优势进一步打压地产酒。

**展望：新江苏市场将成为公司新一轮利润增长的核心驱动力**

**我们认为新江苏市场未来 1-2 年还可以实现较快的增长，其动力来源主要来自以下三方面：**

- **动力一：源于渠道下沉、消费培养带来的销量增长，消费升级带来的蓝色经典的成长。**新江苏市场今年刚开始推行，源于聚焦，我们坚信聚焦的模式能够带来业绩的增长。新江苏市场成长的初期投入较多，消费者接受的也相对较慢，处于成长阶段。随着认识的深入以及渠道的进一步下沉，可带来培育换得的销量增长。新江苏市场的核心省份河北、安徽、山东、浙江、湖北等省白酒销售规模已超千亿，目前公司在该区域销售额约 30 亿，市场占有率不足 3%。以上五省 100-300 价格带核心大单品竞争力不强（相比于海之蓝和天之蓝），随着消费的升级，我们认为公司的海之蓝和天之蓝有较好的成长空间。100-300 价格带销售有望做到 10%（40 亿，按照此价格带占比 40%来核算），新江苏市场后期至少还有 1 倍的空间（65 亿，按照蓝色经典占比 60%来核算）。

**图表 12：重点省份市场情况**

省份	市场容量	价格带	竞争特点	主流省内品牌	主流省外品牌
安徽	180-200亿	100-400	地产品牌强势，口子窖、古井和迎驾表现突出	口子窖5年、古井5年原浆、迎驾金星、和谐家、醉三秋	五粮液、洋河、郎酒
		40-100	地产酒产区优势明显，区域消费以当地品牌为主	迎驾银星、高炉家普家水晶家、种子酒	-
山东	320-350亿	100-400	省外品牌诸侯林立	鲁酒在中高端市场上空缺	郎酒、洋河、口子窖 汾酒、泸州老窖
		40-100	地产品牌各守家门	扳倒井、景芝、古贝春	尖庄、稻花香
河南	240-270亿	100-400	外来品牌的天下	星级宋河粮液、彩陶坊	十年老白汾、洋河海之蓝
		40-100	地产白酒集中	宋河、宝丰、仰韶	稻花香、白云边
浙江	120亿以上	100-400	伊力特、洋河二强争霸	-	伊力特、洋河、古井
		40-100	外来品牌的天下	-	泰山特曲、泸州老窖
湖北	300亿左右	100-400	中高端省外名酒占优	白云边、黄鹤楼、黄山头楚酿系列	剑南春、泸州老窖、水井坊、郎酒、四特、洋河、迎驾
		40-100	中低端以地产酒为主	白云边、枝江、稻花香	-

来源：调研、齐鲁证券研究所

- **动力二：源于新江苏市场的衍生，产生更多的新江苏市场。**公司花大力气打造新江苏市场，以县为单位划分了200个新江苏市场，模式逐渐得到市场的认可，目前的新江苏市场主要布局于河北、安徽、山东、浙江、湖北等省份，一旦模式成熟，可复制于其它的省份或城市。
- **动力三：源于新江苏市场的协同影响。**目前的新江苏市场以县为单位，选择有销售基础的地段，纵向延伸连成线，如模式逐步成熟，带来的协同效应可覆盖面，产生1+1大于2的效果。

#### 跟踪：三指标观察新江苏市场拓展进展

- **核心省份 GDP:**新江苏市场核心省份河南、山东、安徽、浙江、湖北等地的经济增速，通过经济增速进而评估以上省份白酒行业的增速。
- **核心竞争产品销售收入:**河南、山东、安徽、浙江、湖北等地核心企业的销售情况，由于公司省外销售额当中，蓝色经典系列销售占比超过60%（省外结构优于省内），蓝色经典系列中100-300元产品销售额占比超过80%，故重点观察省外100-300元核心产品的销售情况即可。

图表 13: 核心竞品情况

	企业	产地	2014年收入	主销产品
安徽	古井贡酒	亳州	47	5 年原浆酒 (149 元)、8 年原浆酒 (298 元)、16 年原浆酒 (508 元)
	迎驾贡酒	六安	31	百年迎驾四星 (83 元)、迎驾金星/银星 (100-250 元)
	口子窖	淮北	24	5 年口子窖 (109 元)、10 年口子窖 (250-300 元)
	金种子	阜阳	21	地蕴醉三秋 (100-150 元)、祥和/柔和种子酒 (40-100 元)
河南	宋河	周口	22	宋河粮液、星级粮液系列 (60-150元); 鹿邑大曲 (20元以下)
	赊店	南阳	9	赊店老酒 (<50元)
	仰韶	三门峡	8	仰韶 (<50元)、彩陶坊系列 (100-300元)
	杜康	洛阳	7	中华杜康 (20-50元)、老杜康 (<30元)
湖北	稻花香	湖北宜昌	52	珍品 (50-150元)、稻花香 (20-40元)、关公坊 (30-50元)
	枝江集团	湖北枝江	108	四星枝江 (60元)、枝江大曲 (<40元)
	白云边集团	湖北松滋	38	年份陈酿 (98元-218元)、星级陈酿 (88-158元)
山东	扳倒井	淄博市	33	扳倒井系列 (20-100元)
	景芝集团	潍坊市	20	一品景芝系列 (100-300元), 景阳春系列 (50-100元), 景芝老白干 (20-50元)
	古贝春	德州市	12	星级系列 (100-200元)

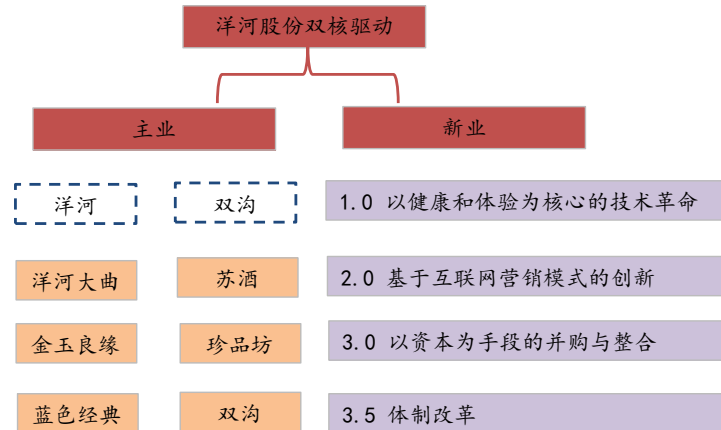
来源: 调研、齐鲁证券研究所

- **经销商及销售人员情况。**公司在核心省份经销商以及销售人员的扩展情况直接反映出公司营销的前置投入, 与营收成正比关系。

### 长期看好新业 3.5 带来的成长空间

- **明确双核驱动的增长计划, 积极布局洋河新业 3.5。**洋河股份召开了第四届董事会提出, 未来洋河股份公司的董事会, 将来把最主要的精力, 集中在主导业务的稳定增长上, 苏酒集团董事局领导更多的精力将来会侧重于对颠覆性创新业务的推动。提出未来保障洋河保持快速发展的“三件半事情”: 以健康和体验为核心的技术革命、以互联网为核心的商业模式创新、以资本为手段的产业并购和资产整合, 以及公司内部机制体制创新。我们认为公司战略思路领先, 已在通过产品创新、商业模式变革和资本运作等方式, 提前布局创新业务。

图表 14：洋河业务构架



来源：齐鲁证券研究所

产品创新：看好以健康和体验为核心的技术革命

- 微分子酒从健康为切入点，战略上是针对酒量和健康的又一次重大技术革新，解决酒量小者易醉、易上头的问题。微分子酒富含微量元素，核苷含量是普通白酒的百倍以上，能够起到抗衰老的功效。功能上小分子代谢快，不易醉，口感更绵柔。
- 微分子酒耗时五年研发成功，择机重点打造。微分子酒正式版分为大V和小V，价格集中于400-700元之间，采用绿荷包装，切合“绿色健康”的内涵。产品研发历时5年由于，最新调研显示，公司目前不急于放量（目前蓝色经典系列增速尚可），今明两年销量2-4亿元即可，时机成熟，重点打造。

图表 15：微分子酒正式版（大V、小V）



来源：齐鲁证券研究所

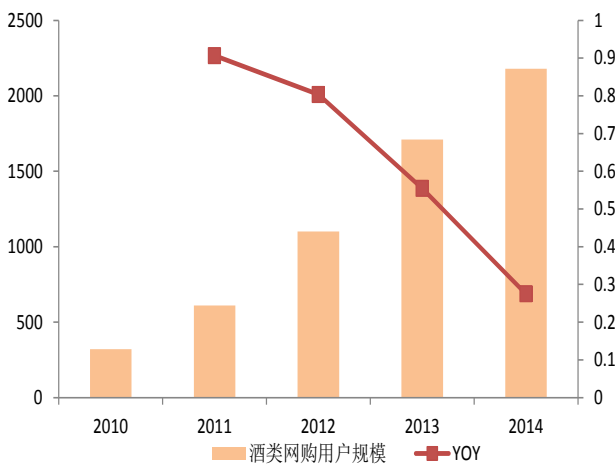
图表 16：微分子酒品鉴版



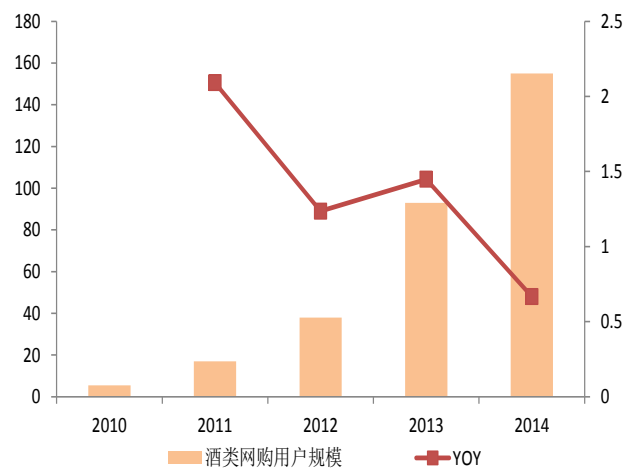
来源：公司官网、齐鲁证券研究所

**渠道创新：看好基于互联网营销模式的创新**

- 根据易观智库统计，2014年我国酒类网购用户和交易规模分别达2100万人次和150亿元，过去4年复合增速分别达57%和124%，酒类网购仍处在快速增长期。但14年酒类网购渗透率仅2%，低于整体零售行业网购率8%，若酒类网购率达到8%，网购规模将至少达到600亿元。
- **互联网营销领域可挖掘空间巨大。**2012年-2014年酒类电商销售年均复合增长率超过100%，已成为行业无法忽视的趋势，茅台、洋河、汾酒、古井贡酒等酒企积极布局互联网。2013年公司渠道中餐饮和团购占比达80%，商超约占10%，零售终端占8%，互联网渠道仅占不到2%，公司积极布局基于互联网的商业模式，在互联网营销领域可挖掘空间巨大。

**图表 17：中国酒类网购用户规模（万人）**


来源：易观智库、齐鲁证券研究所

**图表 18：中国酒类网购市场（亿元）**


来源：易观智库、齐鲁证券研究所

- **看好“洋河1号”。**2013年11月推出的“洋河1号”是整个白酒行业首个O2O模式试水，“洋河1号”APP已完成全国重点市场布局，2014年5月份在江苏省内已全部覆盖，目前已完成浙江、广东、海南、湖南、湖北、山东、河南、安徽、江西、北京、上海等省份（或市区）的覆盖。“洋河1号”首先覆盖优势区域经济发达的省市，在平台建设完成以后将重点进行平台推广。洋河在全国拥有7000-8000个经销商，是运作O2O模式最具竞争优势的企业。2015年洋河一号目标是实现5亿销售额，上半年公司已完成任务的70%，形势可喜。

图表 19: 洋河一号

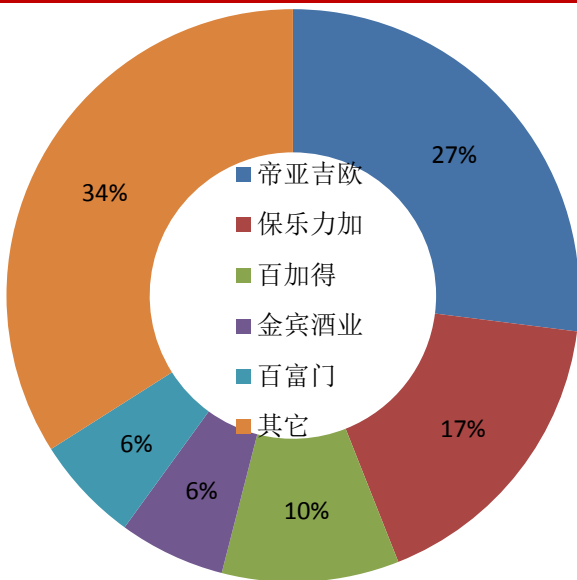


来源：“洋河1号”APP；齐鲁证券研究所

**行业整合：推进产业并购和资源整合，加速份额提升**

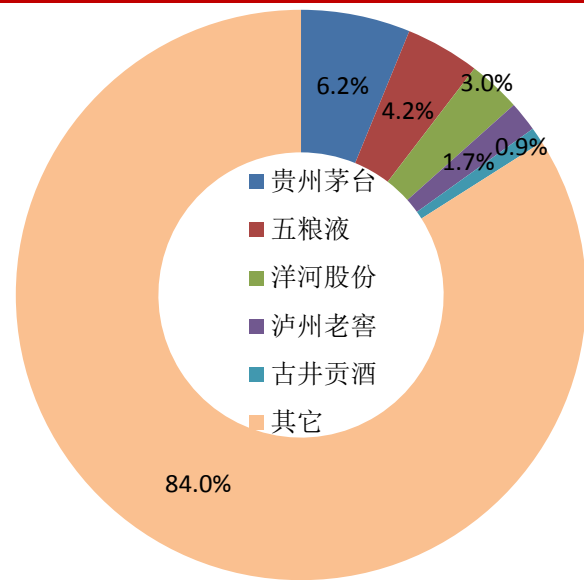
- 我国白酒行业集中度低造成资源浪费和效益低下，在行业深度调整的背景下，酒其其盈利愈加困难，市场在倒逼一批白酒企业逐步退出市场，而已成规模的大企业则可以通过产业并购和资源整合继续成长。
- 目前我国白酒行业整体集中度很低，按照 2014 年行业整体营业收入 5000 亿元核算前 5 大厂市占率仅为 16%，而国外烈酒整体收入为 3580 亿元，CR5 已达到 66%，国内集中度的提高有较大的空间。

图表 20: 国外烈酒 3600 亿元，CR5=66%



来源：DIAGEO 年报、齐鲁证券研究所

图表 21: 我国白酒市场 5000 余亿，CR5 仅 16%



来源：公司公告、齐鲁证券研究所

- 洋河股份并购双沟之后，在 2013 年就启动了对湖北梨花村酒业的并购，又于 2014 年在哈尔滨宾县投资建设白酒罐装项目，在长沙建立工业园区，并且在 2015 年初明确提出并购成为公司新业的重要拓展方向，公

司正寻找合适的并购对象，一旦落实，将加速份额的提升。

## 创新夯实洋河业务基础，洋河将从优秀走向卓越

我们认为洋河的成长是由创新驱动的，公司在制度创新、产品创新、渠道创新等方面的沉淀是公司最大的财富，长期具有较好的竞争优势。洋河今后能否顺利走向成熟、走向卓越，依旧要依赖于公司各个方面不断的创新与超越。

### 制度创新：核心利益群体趋于一致，先行模式实现员工多劳多得

- **公司管理层激励到位，核心管理层与股东利益一致。**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，良好的股权结构有助于企业在行业复苏的背景中觅得先机。
- **引用先进管理模式，充分动员员工。**公司管理方面引进日本稻盛和夫的阿米巴管理模式，进一步划小核算单元，让每个人清楚的知道自己的贡献，公司也采取多贡献多得的原则，激励员工多贡献、多分享。

图表 22：公司主要管理层直接持股情况

高管姓名	职务	薪酬(元)	持股数(股)	持股比例	持股市值(亿元)
张雨柏	董事长	1,170,300	7,842,463	0.73%	5.21
钟玉叶	董事, 执行总裁	1,178,900	4,222,865	0.39%	2.81
朱广生	董事, 副总裁	868,100	4,222,865	0.39%	2.81
冯攀台	监事会主席	866,400	4,115,705	0.38%	2.74
周新虎	副总裁, 总工程师	871,600	2,413,065	0.22%	1.6
丛学年	副总裁, 董事会秘书	869,300	2,413,065	0.22%	1.6
郑步军	副总裁	926,700	50,000	0.01%	0.03

来源：wind、齐鲁证券研究所

图表 23：公司主要管理层间接持股情况

上市公司前三大股东蓝天贸易股权结构		
高管姓名	上市公司职务	持股比例
杨廷栋	洋河集团董事长/蓝天贸易董事长	32.69%
陈宗敏	蓝天贸易副书记	7.93%
高学飞	蓝天贸易副总经理	7.93%
朱广生	董事, 副总裁	7.93%
丛学年	副总裁, 董事会秘书	9.69%
其他		33.83%

来源：wind、齐鲁证券研究所

### 产品创新：产品品类独树一帜，蓝色经典成就单品神话

- **公司产品以绵柔为突破点，产品发展成熟并且完成高、中、低档全价位、全覆盖的产品序列。**自从公司开创了绵柔的新品类以来，创新无处不在。从口感、包装(蓝)、价格、功能等方面不断地改善，从而创造出具有“甜、绵、软、净、香”的绵柔型风格洋河酒。至今，公司拥有绵柔苏酒、梦之蓝、天之蓝、生态苏酒、珍宝坊、海之蓝、蓝瓷、洋河老字号、洋河大曲等不同的品牌和产品，不同的产品之间有着非常严格的区隔和定位、定价，已经形成了高、中、低档全价位、全覆盖的产品序列，产品线比较长，而且每个价位段都有自己的主导产品。
- **中高档产品为主。**公司的主要产品蓝色经典主打中高端市场，蓝色经典贡献了收入自2008年至今一直维持在占比60%以上，蓝色经典系列成

为公司利润的核心驱动力。

**图表 24：核心产品价格带齐全**

系列	产品	终端价格（元 /480或500ml）
双沟珍宝坊	42度珍宝坊帝坊	808
苏酒	40.8度绿苏	750
梦之蓝	M9	729
梦之蓝	M6	688
绵柔苏酒	40.8度地锦	598
微分子酒	43.8度	598
	33.8度	478
梦之蓝	M3	428
双沟珍宝坊	42度珍宝坊圣坊	388
天之蓝	52度	309
	42度	289
双沟珍宝坊	度珍宝坊君坊	158
海之蓝	52度	135
	42度	119
洋河大曲	蓝瓷	96
	青瓷	68
	象耳、八角	49.8
双沟大曲	42度金樽、蓝宝石	68
	42度银樽、红宝石	50
洋河敦煌	敦煌系列	26-56

来源：京东、齐鲁证券研究所

**图表 25：蓝色经典系列占比 6 成以上**

时间	销售	蓝色经典销售	结构比重
2005	8.28		
2006	14	6.78	48.4%
2007	24.6	14.27	58.0%
2008	37.4	24.7	66.0%
2009	56	35	62.5%
2010	76	47.5	62.5%
2011	127.4	87.6	68.8%
2012	172.7	113.8	65.9%
2013	150.2	94.6	63.0%
2014	146.7	90.9	62.0%

来源：调研、齐鲁证券研究所

### 渠道创新：模式不断完善，团队不断壮大

- 公司主打“4\*3”以及“1+1”的营销模式。**作为中高档白酒，发展至今公司品牌力、渠道力、产品力均得到了市场的高度认可，然而在快速发展时期，公司主要依靠 4\*3 以及 1+1 的营销模式夯实渠道的基础，成就了洋河。在发展的过程当中，公司也善于学习并运用口子窖发明的“盘中盘”模式，公司在原有的模式基础上改良为后盘中盘、三盘互动等模式，不断地模式创新成为公司攻城略地等又一武器。



**图表 26：各名酒渠道模式对比**

公司	产品系列	分销模式	产品价位(元)	渠道模式
贵州茅台	茅台本品系列	经销商+总部团购+专卖店	800-1000	品牌拉力，自然动销
五粮液	五粮液本品系列	大型经销商+专卖店	550-700	大客户代理和产品区域买断运营
泸州老窖	国窖1573、窖龄、特曲等系列	核心客户公关和终端渠道推广	100-300；550-700	多产品多事业部“群狼战术”模式
洋河股份	洋河蓝色经典系列	小区域代理+渠道分销	100-700	渠道下沉掌控终端，“4*3”模式；“1+1”模式
山西汾酒	青花汾酒、老白汾	依靠大经销商运作	100-600	大流通模式运作向小区域推广转型
古井贡酒	年份原浆系列	小区域代理+渠道分销	100-400	团购+烟酒店模式

来源：齐鲁证券研究所

**图表 27：价格模式**

价格操作模式	运作思路	市场影响	代表企业
裸价操作模式	厂家将所有市场资源折算让价交给经销商使用，对于资金流向厂家不干预	市场运作的主动权在经销商手里，除一线品牌外市场能否成功取决于经销商实力强弱和经营理念的好坏	五粮液、茅台、老村长、黑土地，区域小酒厂
半控价模式	给予经销商较高的利润空间，厂家和经销商共同投入进行市场开发、维护	厂家主导下的市场操控体系，经销商有一定灵活控制权，市场开拓有规划性的发展	古井贡酒、洋河
控价模式	厂家负担全部的市场开发及维护费用，经销商负责物流工作	厂家拥有市场控制权，可以依靠厂家资源开发市场，但是厂家管理难度大，资源要求较高	十八酒坊、迎驾

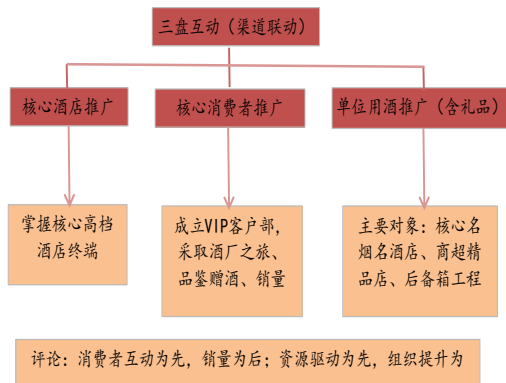
来源：齐鲁证券研究所

图表 28: 盘中盘及 4\*3 渠道运作模式

	盘中盘模式	4*3模式
运用前提	核心酒店费用合理	核心酒店费用过高
开发目标	以核心酒店为营销起点	开发个区域的核心企事业单位
具体措施	动员酒店力量推荐产品给核心消费者,并逐渐在目标消费群中形成强烈的消费偏好	三方(企事业、核心酒店、媒体)联动、三位(重点客户部、酒店部、品牌推广部)一体、三大标准(选择经销商的标准,包括品牌理念、社会背景、资金实力)和三者关系(公司与经销商责任、权利、义务关系)

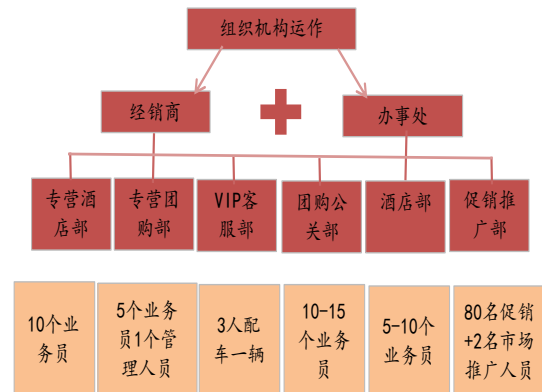
来源: 齐鲁证券研究所

图表 29: 三盘互动



来源: 调研、齐鲁证券研究所

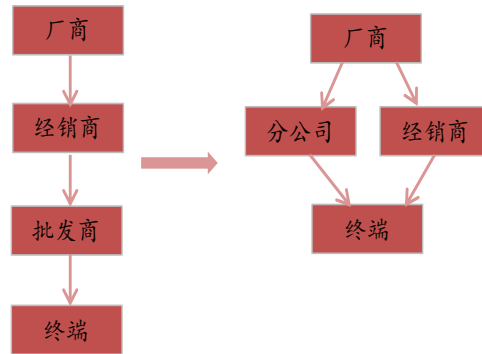
图表 30: 1+1 模式



来源: 调研、齐鲁证券研究所

- **利用营销模式培养经销商粘性。**洋河通过 1+1 厂商合作模式把二流经销商培养成为一流经销商,在一定程度上保证了其经销商对洋河品牌的忠诚度。这种以厂家为主导的合作模式改变了以往经销商为主导,厂家配合的合作方式,增强经销商对厂家的依赖性。二批商在洋河的带动下,实力也在不断增强,在无形中对总经销形成压力,为了保证自身的市场地位,总经销商和二批商都会努力地巩固并开拓新市场,这使得洋河的销售渠道非常稳定。无论是经销商还是公司的营销人员,队伍都得到了很快的发展与壮大。
- **渠道力优势明显。**经过数年的沉淀,洋河的渠道首屈一指,从静态的数据看,公司目前已成立 7 个运输中心, 150 家分公司,公司营销人员以及经销商分别突破 3800 人和 7000 人。营销人员的数量远超于泸州老窖、五粮液、贵州茅台等企业,公司渠道力优势明显。

**图表 31：渠道趋于扁平化**



来源：齐鲁证券研究所

**图表 32：江苏+(河南、山东、安徽、浙江、上海)**



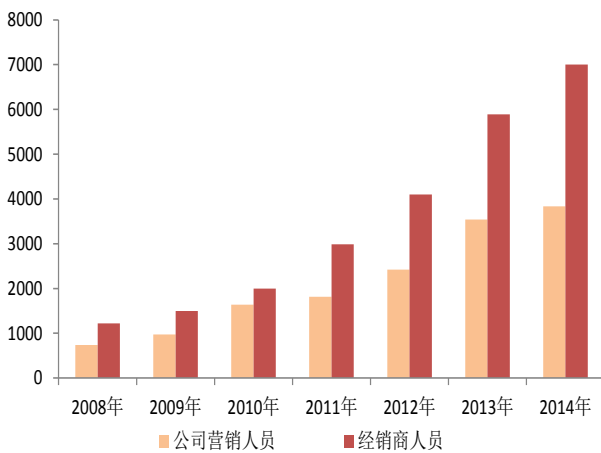
来源：调研、齐鲁证券研究所

**图表 33：全国目前七大中转储备库**



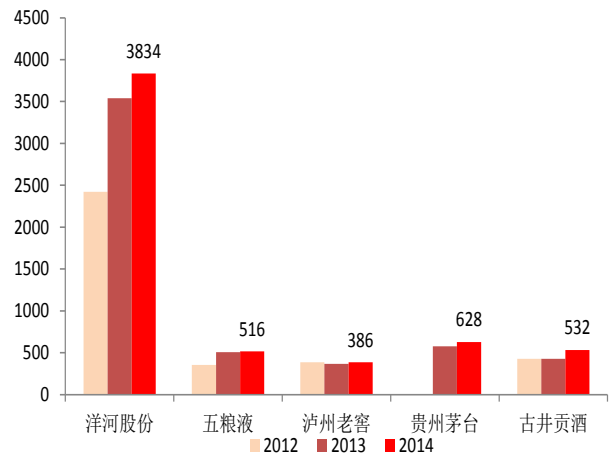
来源：调研、齐鲁证券研究所

**图表 34：公司经销数量已超过 7000 人**



来源：公司年报、齐鲁证券研究所

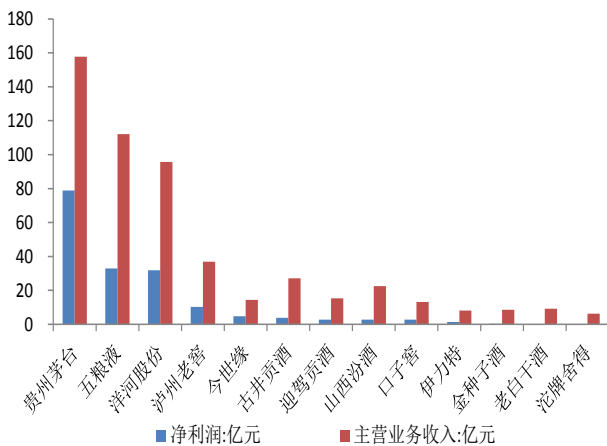
**图表 35：公司销售人员明显高于同类公司**



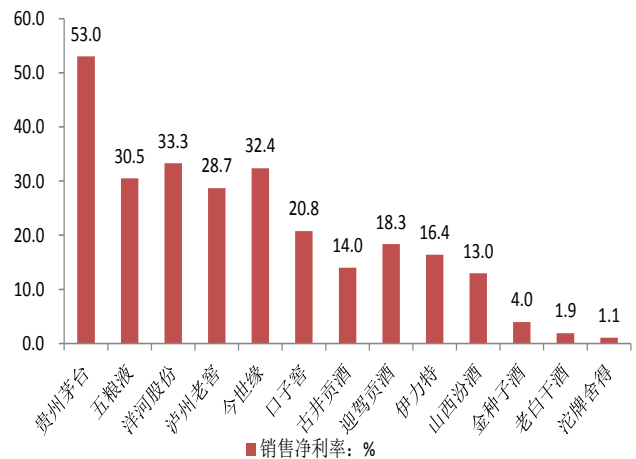
来源：齐鲁证券研究所

**优秀地位：稳居第三，直逼第二**

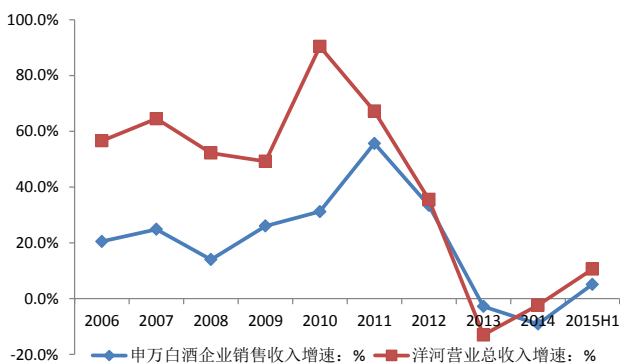
- 公司业绩增速快，稳居第三、直逼第二。**洋河股份自 2010 年之后，销售额突破百亿，就已经成为行业第三，一改“茅五剑”的历史，2011、2012 年再次实现高速增长，公司年销售额也有 100 亿以下夯实在 150 亿以上的平台，将行业的第四名（年销售不到 100 亿）远远甩在后面，稳居行业第三。经过了 2013、2014 年的行业调整，以五粮液为首的川酒销售额出现明显的下滑（五粮液、泸州老窖等），公司也受到了创伤（相比五粮液、泸州老窖、山西汾酒等企业，公司的调整幅度相对较小）；到了 2015 年，公司业绩率先复苏并且出现两位数的增长，再次彰显出强大的生命力，作为行业第二的五粮液仍陷于负增长的泥潭不能自拔。最新的财报显示，2015 年上半年五粮液、洋河股份归属母公司净利润分别为 33.0、31.8 亿元，洋河股份直逼行业第二。
- 公司运营能力强，投资回报率高。**公司的强大体现在运营能力和净资产收益率方面，洋河目前的净资产收益率（ROE）位居白酒行业第一，已超过国酒茅台。

**图表 36：营业收入以及净利润均位居前三（亿元）**


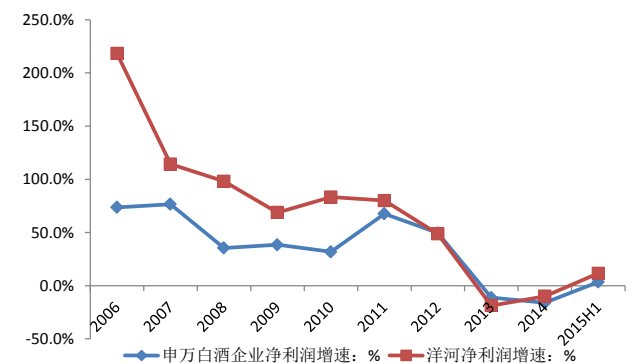
来源：wind、齐鲁证券研究所；注：取 2015 年上半年的数据

**图表 37：产品净利润率高达 33%，仅次于茅台（%）**


来源：wind、齐鲁证券研究所

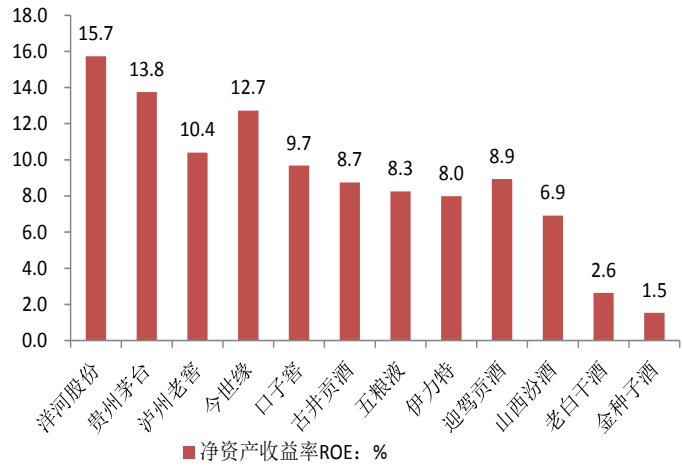
**图表 38：公司白酒收入增速快于行业**


来源：wind、齐鲁证券研究所

**图表 39：公司净利润增速快于行业**


来源：wind、齐鲁证券研究所

图表 40：净资产收益率行业第一



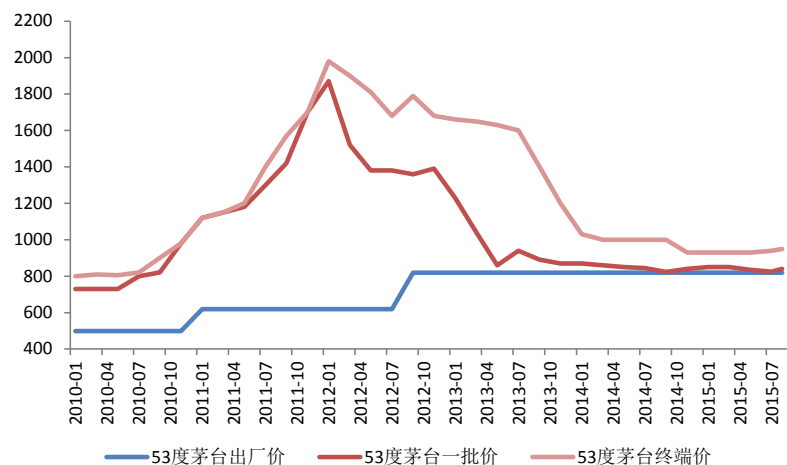
来源：wind、齐鲁证券研究所

## 风险提示

### 竞争加剧：挤压渠道利润

- 价格不温不火，竞争加剧。从大的趋势来看，茅台酒一批价格自 2012 年的近 2000 元，回落至现在的 840 元，在 7-8 月份期间，飞天茅台价格出现倒挂。8 月份一批价曾上过 850，然而好景不长，重回 830-840 的区间，一批价的上攻凸显出明显的压力。五粮液一批价格虽有提高，但是公司销售额出现两位数的下滑，在行业景气度不高的前提下，中低档酒涨价愈加困难。出于增长的需求，竞争势必加剧。

图表 41：53 度飞天茅台酒价格

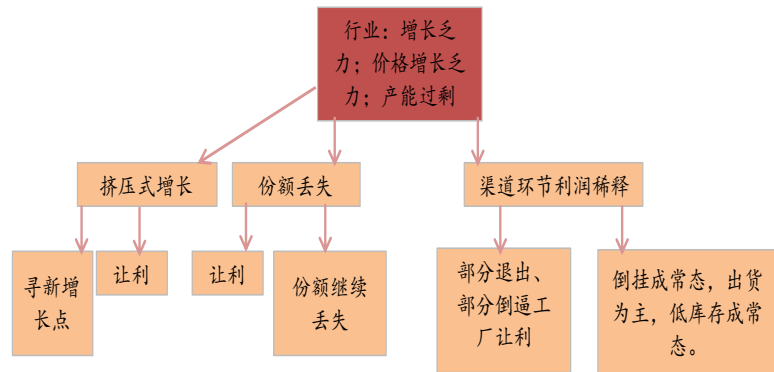


来源：齐鲁证券研究所

- 倒挂形成，进而倒逼工厂做更多的优惠。在价格看不到增长的前提下，经销商选择出货为主，低库存成常态，行业的利润稀释，倒逼企业做更多的让利，企业的增长也主要来自于挤压式增长，受伤的小企业在退出

之前会背水一战，价格战升级。

**图表 42：价格熊市，企业实现利润增长困难重重**



来源：齐鲁证券研究所

### 新江苏市场增速不及预期

- 公司虽然新江苏模式以取得较好的成绩，但是在行业增速不明朗的情况之下，各家酒企竞争意识加强，实现挤压式增长困难重重。即使公司拥有较好的模式、团队和系统，在混战的市场当中，模式容易仿效，团队容易狙击。

### 投资建议：给予“买入”评级，目标价 72.7 元

- 目标价 72.7 元，给予“买入”评级。我们预计 2015-2017 年收入为 162.03、176.8、191.5 亿元，YoY10.44%、9.13%、8.31%；净利润 51.77 亿、56.04 亿、61.05 亿元，YoY14.86%、8.24%、8.94%；EPS 为 4.79、5.19、5.65 元。目标价 72.7 元，对应 2016 年 14XPE，公司的新业务拓展或成为股价上涨超预期的因素。

**图表 43：可比公司估值表**

代码	证券简称	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值 /EBITDA(倍)
		TTM	15E	16E		
600519.SH	贵州茅台	14.93	14.25	12.84	3.90	9.32
000858.SZ	五粮液	19.04	16.28	14.44	2.41	9.36
600600.SH	青岛啤酒	24.34	23.54	21.74	2.72	11.20
000568.SZ	泸州老窖	30.55	18.10	15.07	2.90	23.99
603198.SH	迎驾贡酒	50.71	49.40	43.40	6.94	32.00
000729.SZ	燕京啤酒	28.77	27.16	25.22	1.68	11.16
200869.SZ	张裕 B	12.33	14.24	12.20	2.15	14.04
000869.SZ	张裕 A	22.68	21.48	18.41	3.25	14.04
603589.SH	口子窖	35.84	38.28	33.42	5.60	28.03

来源: wind、齐鲁证券研究所

**图表 44: 洋河股份销售分项预测表 (单位: 百万元)**

白酒	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入(百万元)	17035	14447	14039	15513	16909	18262
YOY (%)		-15.19%	-2.82%	10.50%	9.00%	8.00%
成本(百万元)	6088	5589	5403	6082	6607	7055
YOY (%)		-8.20%	-3.33%	12.57%	8.63%	6.78%
毛利(百万元)	10947	8858	8636	9431	10302	11207
毛利率	64.26%	61.31%	61.51%	60.79%	60.93%	61.37%
红酒及其它	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入(百万元)	235	577	633	690	773	889
YOY (%)		144.87%	9.81%	9.00%	12.00%	15.00%
成本(百万元)	206	357	374	138	192	259
毛利(百万元)	29	220	259	552	581	630
毛利率	12.43%	38.14%	40.87%	80.01%	75.16%	70.87%
合计	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入(百万元)	17270	15024	14672	16203	17682	19151
YOY (%)		-13.01%	-2.34%	10.44%	9.13%	8.31%
成本(百万元)	6294	5946	5777	6220	6799	7314
YOY (%)		-5.54%	-2.83%	7.66%	9.31%	7.57%
毛利	10976	9078	8895	9983	10883	11837
毛利率	63.56%	60.42%	60.62%	61.61%	61.55%	61.81%

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 45：洋河股份三张报表（单位：百万元）**

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	17,270	15,024	14,672	16,203	17,682	19,151	货币资金	7,659	7,855	4,347	5,366	4,227	3,838
增长率	35.55%	-13.0%	-2.3%	10.4%	9.1%	8.3%	应收款项	147	221	204	205	232	248
营业成本	-6,294	-5,946	-5,777	-6,220	-6,799	-7,314	存货	5,923	8,779	10,097	8,444	9,718	10,528
% 销售收入	36.4%	39.6%	39.4%	38.4%	38.5%	38.2%	其他流动资产	1,792	363	1,543	1,599	1,597	1,608
毛利	10,976	9,078	8,895	9,983	10,883	11,837	流动资产	15,521	17,218	16,191	15,615	15,774	16,223
% 销售收入	63.6%	60.4%	60.6%	61.6%	61.5%	61.8%	% 总资产	65.6%	61.0%	56.3%	53.1%	52.4%	53.2%
营业税金及附加	-241	-187	-190	-210	-228	-248	长期投资	627	970	1,145	1,145	1,145	1,145
% 销售收入	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	5,055	7,416	8,365	9,526	10,013	9,942
营业费用	-1,775	-1,388	-1,680	-1,831	-1,980	-2,107	% 总资产	21.4%	26.3%	29.1%	32.4%	33.3%	32.6%
% 销售收入	10.3%	9.2%	11.4%	11.3%	11.2%	11.0%	无形资产	1,793	1,942	1,975	2,066	2,096	2,128
管理费用	-1,020	-1,037	-1,267	-1,232	-1,385	-1,511	非流动资产	8,137	11,000	12,566	13,818	14,335	14,296
% 销售收入	5.9%	6.9%	8.6%	7.6%	7.8%	7.9%	% 总资产	34.4%	39.0%	43.7%	46.9%	47.6%	46.8%
息税前利润 (EBIT)	7,940	6,466	5,758	6,710	7,290	7,972	<b>资产总计</b>	<b>23,658</b>	<b>28,218</b>	<b>28,758</b>	<b>29,433</b>	<b>30,110</b>	<b>30,519</b>
% 销售收入	46.0%	43.0%	39.2%	41.4%	41.2%	41.6%	短期借款	0	951	0	0	0	0
财务费用	121	196	237	146	144	121	应付款项	6,506	8,097	7,523	8,063	8,982	9,619
% 销售收入	-0.7%	-1.3%	-1.6%	-0.9%	-0.8%	-0.6%	其他流动负债	2,177	1,509	1,198	1,539	1,613	1,738
资产减值损失	-7	-8	-38	0	0	0	流动负债	8,683	10,557	8,721	9,601	10,595	11,357
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	135	51	53	66	59	61	其他长期负债	264	264	307	307	307	307
% 税前利润	1.6%	0.8%	0.9%	1.0%	0.8%	0.7%	<b>负债</b>	<b>8,947</b>	<b>10,822</b>	<b>9,029</b>	<b>9,909</b>	<b>10,902</b>	<b>11,665</b>
营业利润	8,189	6,706	6,010	6,922	7,493	8,153	<b>普通股股东权益</b>	<b>14,695</b>	<b>17,389</b>	<b>19,725</b>	<b>19,520</b>	<b>19,203</b>	<b>18,849</b>
营业利润率	47.4%	44.6%	41.0%	42.7%	42.4%	42.6%	少数股东权益	16	8	4	4	5	5
营业外收支	27	-20	21	0	0	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>23,658</b>	<b>28,218</b>	<b>28,758</b>	<b>29,433</b>	<b>30,110</b>	<b>30,519</b>
税前利润	8,215	6,686	6,031	6,922	7,493	8,164	<b>比率分析</b>						
利润率	47.6%	44.5%	41.1%	42.7%	42.4%	42.6%	<b>每股指标</b>	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-2,064	-1,684	-1,523	-1,745	-1,890	-2,059	每股收益(元)	5.698	4.632	4.187	4.810	5.206	5.671
所得税率	25.1%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	每股净资产(元)	13.606	16.101	18.324	18.134	17.840	17.511
净利润	6,152	5,002	4,508	5,177	5,604	6,105	每股经营现金净流(元)	5.092	2.944	2.519	7.614	5.518	6.244
少数股东损益	-2	0	1	0	0	0	每股股利(元)	6.420	4.370	2.000	5.000	5.500	6.000
归属于母公司的净利润	6,154	5,002	4,507	5,177	5,604	6,105	<b>回报率</b>						
净利率	35.6%	33.3%	30.7%	32.0%	31.7%	31.9%	净资产收益率	41.88%	28.77%	22.85%	26.52%	29.18%	32.39%
							总资产收益率	26.01%	17.73%	15.67%	17.59%	18.61%	20.00%
							投入资本收益率	119.27%	51.68%	30.16%	38.47%	39.31%	42.87%
							<b>增长率</b>						
							营业总收入增长率	35.55%	-13.01%	-2.34%	10.44%	9.13%	8.31%
							EBIT增长率	48.08%	-18.57%	-10.95%	16.54%	8.65%	9.35%
							净利润增长率	53.05%	-18.72%	-9.89%	14.86%	8.24%	8.94%
							总资产增长率	25.28%	19.28%	1.91%	2.35%	2.30%	1.36%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	1.0	0.9	0.4	0.7	0.6	0.6
							存货周转天数	281.7	451.3	596.3	495.5	521.7	525.4
							应付账款周转天数	40.0	58.8	62.9	57.7	59.6	59.5
							固定资产周转天数	49.5	102.9	145.6	154.5	155.9	146.2
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-62.26%	-40.89%	-22.03%	-27.48%	-22.01%	-20.36%
							EBIT利息保障倍数	-65.8	-32.9	-24.3	-46.1	-50.7	-65.9
							资产负债率	37.82%	38.35%	31.40%	33.67%	36.21%	38.22%

来源：齐鲁证券研究所

**投资评级说明**
**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%

**持有：**预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

**减持：**预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上



重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。