



2016年11月01日

买入(首次评级)

当前价: 23.8 元
目标价: 34.31 元

中小市值&食品饮料行业研究组

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
电话: 010-64408937
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

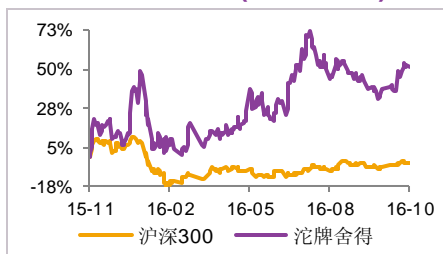
研究助理: 谭温晖

电话: 010-64408440
手机: 18773871053
邮箱: tanwenhui@lxsec.com

研究助理: 徐鸿飞

电话: 010-64408919
邮箱: xuhongfei@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,115	1,724	2,376	3,112
(+/-)	-20%	49%	38%	31%
净利润	7	106	245	374
(+/-)	-47%	1388%	131%	52%
EPS(元)	0.02	0.31	0.73	0.89
P/E	1084.8	74.74	32.33	26.43

资料来源: 联讯证券研究院

沱牌舍得(600702.SH)

市场化改革深化, 看沱牌舍得腾飞

投资要点

◇ 高端酒集体控量挺价, 为中端酒打开市场空间, 公司有望受益

作为“中国名酒”、“川酒六朵金花”之一, 公司产品线覆盖中高低档酒, 其中酱香型产品天子呼、吞之乎定位超高档酒, 舍得系列定位高档酒, 而陶醉系列和沱牌系列则定位为中低档酒。2015 年年底以来, 随着行业的复苏, 一线酒企主动对其高档酒采取“控量挺价”策略, 不仅使中低端酒性价比凸显, 也为市场上中端酒预留了提价空间, 贮备丰富基酒资源的酒企能支撑其高品质中端酒放量, 极具竞争优势。

◇ 打造“少而精”产品线, 增强品牌竞争力

公司将在深化推动沱牌+舍得双品牌运作同时, 精简优化产品结构, 形成以品味舍得、天曲、特曲、陶醉为核心的“少而精”的产品线, 进一步巩固增强公司品牌核心竞争力。

◇ 天洋掌舵, 市场化改革带动业绩大幅提升

2015 年 7 月, 天洋控股集团有限公司以 38.2 亿元, 获得沱牌舍得集团 70% 的股权, 间接持有沱牌舍得酒业股份有限公司 29.85% 的权益。市场化改革机制响应: 优化产品结构、精细化营销模式以及厂商 1+1 运作模式等营销变革、多方位助力提高经销商积极性、加强控制采购成本等措施。季报业绩大幅超预期, 业绩改善印证公司市场化改革极具成效。

◇ 基酒资源优势助力营收持续释放

公司优质基酒资源储备位于行业前列, 支撑高品质酒全国化放量生产, 形成公司的核心竞争力。从存货的角度来看, 2015 年底, 公司在产品账面价值 19 亿元, 如果对比基酒存货和自身年度消耗来看, 假设未来公司不生产的极端情况, 公司存货仍可支撑 3-4 年公司的酒产品销售, 除去低端酒, 将能支撑更久中高端酒的放量期限。

◇ 投资评级与估值: 给予“买入”评级, 目标价 34.31 元

随着公司市场化改革效果持续发酵, 公司业绩仍有上升空间, 我们预测公司 2016-2018 年收入分别增长 49.12%、37.84% 和 30.95%, 净利润分别增长 1388.16%、131.15% 和 52.29%, EPS 分别为 0.31、0.73 和 0.89 元。对照可比公司平均 P/E, 给予 2017 年 47x P/E, 目标价 34.31 元, 较目前股价有 44% 的上行空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

◇ 风险提示:

政策变动, 市场化改革停滞, 销售不及预期, 食品安全事件等。



投资案件

投资评级与估值：给予“买入”评级，目标价 34.31 元

我们预测公司 2016-2018 年收入分别增长 49.12%、37.84%和 30.95%，净利润分别增长 1388.16%、131.15%和 52.29%，EPS 分别为 0.31、0.73 和 0.89 元。对照可比公司平均 P/E，给予 2017 年 47x P/E，目标价 34.31 元，较目前股价有 44%的上升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设：

公司中高档酒（包括：舍得系列的品味舍得和舍得酒坊）依靠渠道精细化运作阶段和新兴市场的开拓，营业收入和净利润能够大幅向上拓宽；中低档酒在出清完贴牌产品在 2017 年调整到位，沱牌系列三款新产品（天曲、特曲、优曲）实现放量增长。

有别于大众的认识：

市场对于未来行业发展趋势的认识仍存在差异。我们认为尽管行业景气度有所回升，白酒消费理性仍将逐渐回归，此外，当下市场上的一线酒企主动对其高档酒“控量挺价”的策略，使中低端酒性价比凸显，且为中端酒预留了提价空间。尽管有市场人士认为一线白酒向下发展多元化产品会挤压中低端市场的利润空间，但我们认为中低端产品不是其重点战略布局，过度宣传或将稀释其高端属性。我们看好深化区域化大众市场、占据营销和渠道优势、具有品牌差异化酒企，而沱牌舍得市场化改制正在发力，其贮备的丰富基酒资源能支撑其高品质的中端酒放量，极具竞争优势，此外，沱牌系列新品瞄准大众化消费市场，有望以品质保障和性价比优势抢占市场份额。

股价表现的催化剂：

市场化改革持续深化

核心假设风险：

市场化改革停滞，新产品销售不及预期，复苏低于预期等。



目 录

投资案件	2
投资评级与估值：给予“买入”评级，目标价 34.31 元	2
关键假设：	2
有别于大众的认识：	2
股价表现的催化剂：	2
核心假设风险：	2
一、公司概况：四川“六朵金花”之一，聚焦“舍得”+“沱牌”	5
（一）公司兼营酒业和药业，中高档白酒为公司业绩支柱	5
（二）酒类产品线覆盖中高低档	6
二、行业分析：行业弱复苏，高端酒控量挺价	7
（一）白酒行业弱复苏，春节行情将临	7
（二）高端白酒控量挺价，中端酒迎发展空间	8
（三）白酒消费理性回归，关注深耕大众市场的二三线酒企	9
三、公司核心竞争力：传承中华文化、开创“生态酿酒”先河、具备基酒资源优势	10
（一）品牌哲学理念深厚，生态酿酒获先机	10
（二）酒质独特，基酒资源优势凸显	12
四、天洋高调掌舵，欲振兴沱牌舍得打造“大文化消费”产业	13
（一）天洋集团入主，公司终迎市场化改制	13
（二）天洋综合实力雄厚，业务布局广泛	14
五、投资价值：公司未来三大看点	16
（一）公司业绩触底回升，净利润大幅增长	16
（二）机制改革效果显著，基酒资源优势助力营收高增长	17
（三）期间费用仍有优化空间，助推盈利继续回升	18
六、盈利预测与投资建议：给予“买入”评级，目标价 34.31 元	21
风险提示：	22

图表目录

图表 1：公司发展大事记概述	5
图表 2：中高档白酒营收占比达 74%（2016H1）	5
图表 3：中高档酒毛利占比达 82%(2016H1)	5
图表 4：沱牌舍得产品结构图	6
图表 5：沱牌舍得部分产品图	6
图表 6：沱牌舍得核心产品以及价格	6
图表 7：2016H1 白酒板块收入同比增加 12.25%	7
图表 8：2016H1 白酒板块收入同比增加 12.82%	7
图表 9：2016H1 一二线白酒营和收利润增长稳定，三线白酒利润有所分化	8



图表 10: 高端白酒近期价格延续提升 (京东价/单位: ¥)	9
图表 11: 2016 年部分酒企的控量措施.....	9
图表 12: 一二线酒企的产品线布局.....	10
图表 13: 沱牌曲酒入选中国“十七大名酒”	11
图表 14: 公司历年评奖情况概览	11
图表 15: 传统酿酒和生态酿酒对比.....	12
图表 16: 2015 年公司基酒资源优势突出 (存货在产品/年度营业成本)	13
图表 17: 公司改制前股权结构.....	14
图表 18: 公司改制后股权结构.....	14
图表 19: 天洋集团股权结构	14
图表 20: 天洋集团最近三年及一期财务状况 (合并口径、万元)	15
图表 21: 天洋控股集团产业布局广泛	15
图表 22: 天洋文化产业梦东方全球布局.....	15
图表 23: 天洋科技产业全球孵化网络	15
图表 24: 天洋金融产业业务布局	16
图表 25: 天洋产业地产概况	16
图表 26: 2016H1 和 2016Q3 收入和盈利同比增速显著.....	17
图表 27: 公司主业产品营业收入变化 (百万元)	18
图表 28: 公司主业产品营业成本变化 (百万元)	18
图表 29: 中高档酒毛利率下降使公司毛利率锐减 (%)。	18
图表 30: 公司毛利率接近行业最低水平 (2016H1)	18
图表 31: 2016H1 销售期间费用率有所降低.....	19
图表 32: 销售期间费用率处于行业较高水平 (2016H1)	19
图表 33: 2016 年前三季度公司销售费用率有所降低.....	20
图表 34: 公司销售费用率有优化空间 (2016H1)	20
图表 35: 2016 年前三季公司管理费用率维持高位.....	20
图表 36: 公司管理费用率处于行业较高水平 (2016H1)	20
图表 37: 2016 年前三季公司财务费用率显著降低.....	21
图表 38: 公司财务费用率处于行业较高水平 (2016H1)	21
图表 39: 公司未来费用与盈利预测.....	21
图表 40: 可比公司估值表.....	22
附录: 公司财务预测表	23



一、公司概况：四川“六朵金花”之一，聚焦“舍得”+“沱牌”

四川沱牌舍得酒业股份有限公司位于“观音故里，诗酒之乡”四川省遂宁市射洪县。公司主营白酒和医药，以酒业为支柱，白酒产能和陈年老酒存量均处于白酒行业前列。主营产品包括沱牌系列酒和舍得系列酒、陶醉系列酒，旗下核心品牌“沱牌”、“舍得”均为“中国驰名商标”，“陶醉”为“四川省著名商标”。公司是“中国名酒”和“中华老字号”企业，是川酒“六朵金花”之一，另外“五朵”分别为五粮液、泸州老窖、剑南春、全兴大曲、郎酒。

图表1：公司发展大事记概述

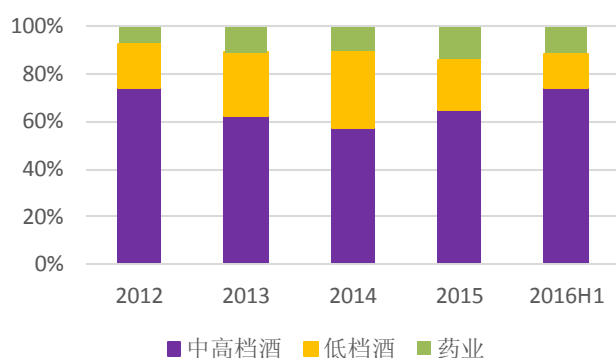
时间	事件
建国初期	原企业为四川省射洪沱牌曲酒厂，是地方国有酿酒企业
1988年	沱牌曲酒被评为中国名酒
1990年	被评为国家大型企业
1996年	公司股票在上海证券交易所上市
2009年	沱牌公司在全国率先提出并践行的“生态酿酒”被写入《白酒工业术语》(GB/T15109-2008)国家标准，成为白酒工业的标准术语
2010年	实施舍得、沱牌双品牌战略，在市场部下设舍得、沱牌、陶醉三个事业部，采取全渠道运作市场的策略公司，明确提出了以舍得酒、吞之乎、沱牌曲酒、陶醉酒、沱牌特曲等高中档产品布局全国重点市场和区域市场。
2013年	启动直销模式，在淘宝(天猫)商城建立旗舰店并开始运营，设置射洪直营部、遂宁直营部，通过与经销商共同服务终端，缩短中间环节
2015年	公司实际控制人沱牌舍得集团在西南联合产权交易所公开挂牌，天洋集团高价摘牌。
2015年	深入推行聚焦战略，对重点市场，实施“市场聚焦、产品聚焦、人员聚焦、费用聚焦”，往“1+1模式”过渡；推动传统营销模式转型：实施精细化营销战术，加强传统促销模式管理；积极探索白酒“互联网+”销售模式。

资料来源：公司官网、公开信息、联讯证券

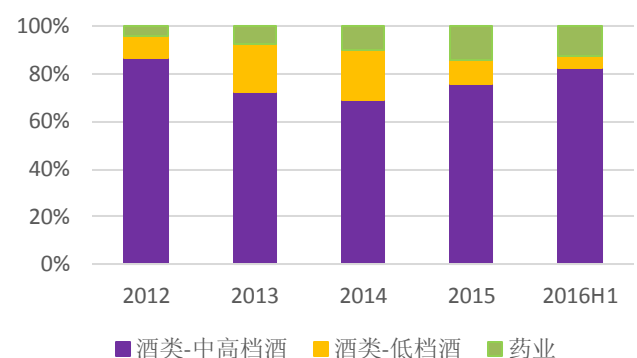
(一) 公司兼营酒业和药业，中高档白酒为公司业绩支柱

公司主营白酒和医药，本公司的主要业务为白酒产品的生产和销售。医药业务由公司的全资子公司四川太平洋药业有限责任公司负责。2016年上半年，药业主营收入和毛利仅分别占比 11.34%和 12.19%，而酒业主营收入以及毛利分别占比高达 88.66%和 87.81%，其中，中高档白酒主营收入以及毛利分别占比 74.15%和 82.4%。

图表 2：中高档白酒营收占比达 74% (2016H1)



图表 3：中高档酒毛利占比达 82%(2016H1)





资料来源: wind,联讯证券

资料来源: wind,联讯证券

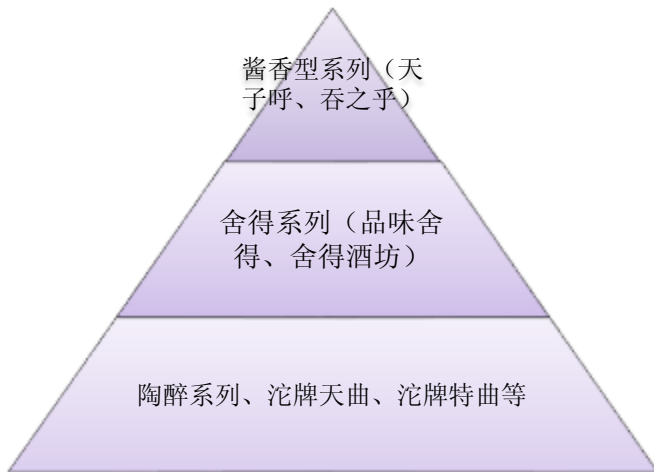
(二) 酒类产品线覆盖中高低档

从 2010 年以来,公司实施双品牌战略: 舍得+沱牌, 并逐步形成四大产品系列: 沱牌系列、舍得系列、陶醉系列以及酱香型系列。当前公司产品线完善, 覆盖中高低档酒, 其中酱香型产品天子呼、吞之乎定位超高档酒, 舍得系列定位高档酒, 而陶醉系列和沱牌系列则分别定位为中档和中低档产品。

2016 年上半年, 在公司白酒销售收入中, 品味舍得以及舍得酒坊占比最高, 达到 50%-60%, 其中, 品味舍得在舍得系列里占比达 60%; 此外, 沱牌特曲在白酒收入中占比达 10-15%, 陶醉系列占比 10%。

面对白酒行业复杂的竞争态势, 公司面对自身产品过于分散的问题, 近年来, 公司针对品牌战略方面, 进行简化产品和聚焦产品的战略布局, 将逐步形成“少而精”的产品线, 其中, 舍得系列聚焦品味舍得, 沱牌系列聚焦天曲、特曲、陶醉。

图表 4: 沱牌舍得产品结构图



资料来源: 联讯证券

图表 5: 沱牌舍得部分产品图



资料来源: 联讯证券

图表 6: 沱牌舍得核心产品以及价格

定位	产品系列	主要产品	产品价格(¥)
超高档	酱香型系列	天子乎(53%500ml)	5999
		吞之乎(53%500ml)	1999
中高档	舍得系列	品味舍得(42%500ml/52% 500ml)	518
		晶品舍得(53%500ml)	698
		舍得酒坊(50%500ml)	238
中档	陶醉系列	九年窖藏陶醉酒(38%500ml/52% 500ml)	188
中低档	沱牌系列	沱牌天曲 10 年/20 年/30 年(50%500ml)	198/368/698
		沱牌特曲 30 年/60 年/90 年(50%500ml)	168/188/298



定位	产品系列	主要产品	产品价格(¥)
		窖藏沱牌 3年/6年/9年 50%500ml)	35/68/100

资料来源：天猫舍得旗舰店，联讯证券

二、行业分析：行业弱复苏，高端酒控量挺价

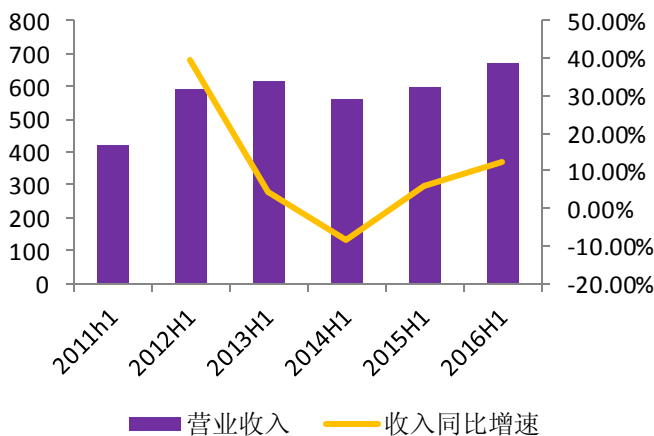
(一) 白酒行业弱复苏，春节行情将临

行业中报数据验证了行业止跌复苏的迹象。2016年上半年，白酒板块营业收入达670亿元，同比上升12.25%，归母净利润达199亿元，同比上升12.82%。此前受累于“三公”消费政策等因素，白酒企业一度表现黯淡，2014年，白酒板块的营业收入以及净利润达到最低。经过近几年的深度调整，从2015年上半年开始，白酒板块的营业收入和净利润都展现出稳步回升的迹象，这意味着白酒市场已基本止跌，出现弱复苏迹象。

根据尼尔森发布的《2016酒类消费者研究》报告显示，内地白酒行业稳步前行，消费意愿持续攀升。截止2016年第二季度，国内生产总值增长率和消费者信心指数连续6个季度保持稳定。而民众的消费意愿则在今年上半年持续攀升，注重生活质量的中产阶级崛起，中国消费品市场迎来新的契机。根据尼尔森零售监测截止到8月份的数据显示，2016年酒类市场在零售渠道总体表现稳定。白酒整体销售量与去年持平，然而售价在每瓶500元（500ml装）以上的高端单品销量异军突起，显著增长了12%，帮助白酒品类销售额增长2.2%。

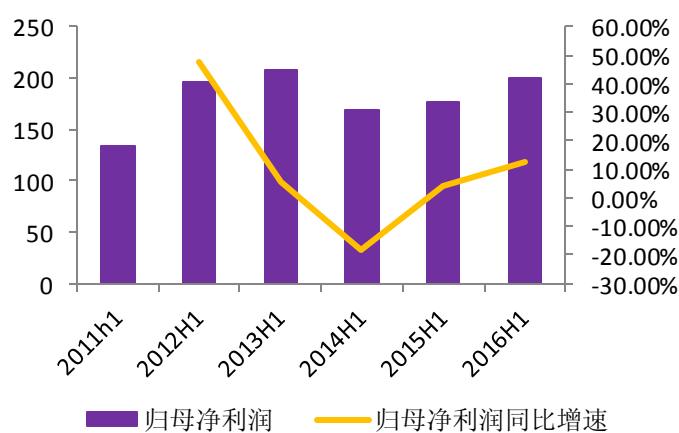
四季度将迎来一年一度的白酒消费高峰期。一方面，季节性因素刺激白酒消费量在秋冬季节有所提升，另一方面，今年春节提前至1月27日，春节前经销商预计将提前备货，酒厂先款后货，将助力酒企营业收入继续回暖，此外，销售旺季还将有利于中间环节的去库存，也有助厂家理顺价格关系，扭转经销商终端零售价格的倒挂。根据今年中秋节提前反应以及往年的经验，在春节效应的催化下，预计四季度白酒板块业绩有望保持高增长。

图表 7：2016H1 白酒板块收入同比增加 12.25%



资料来源：wind,联讯证券

图表 8：2016H1 白酒板块收入同比增加 12.82%



资料来源：wind,联讯证券

中报数据显示，从同比数据来看，总体而言一二线白酒企业收入和盈利增速保持稳定增长，而三线白酒的利润则分化加剧。白酒行业18家上市公司中有15家营业收入和



净利润实现正增长。一二线白酒营收和利润均实现稳定增长，营业收入同比增速处于5%-15%的区间，净利润同比增速则处于7.5%-29%的区间；三线白酒的营业收入和净利润则出现分化，由于体量较小，三线白酒的净利润受营业收入的影响程度较高，其中，金种子酒营业收入同比增速最低，为-12.02%，而净利润同比增速同样最低，为-68.38%，而沱牌舍得营业收入同比增速为24.34%，除去深陷经营困局、欲卖壳转型的*ST 皇台，位列行业首位，此外，其净利润同比增速高达243.53%，同样遥遥领先其他上市酒企。

图表 9：2016H1 一二线白酒营和收利润增长稳定，三线白酒利润有所分化

	证券代码	公司	营收(百万元)	收入 YOY%	归母净利润(百万元)	净利润 YOY%	销售毛利率	毛利率变化%	存货 YOY%
一线白酒	600519.SH	贵州茅台	18,173	15.18%	8,803	11.59%	91.88%	-0.73%	12%
	000858.SZ	五粮液	13,256	18.19%	3,887	17.87%	70.00%	0.11%	9%
	002304.SZ	洋河股份	10,194	6.50%	3,424	7.50%	60.67%	-0.03%	7%
	000568.SZ	泸州老窖	4,270	15.51%	1,112	8.90%	59.24%	6.56%	-19%
二线白酒	000596.SZ	古井贡酒	3,045	12.24%	431	13.29%	74.37%	4.88%	26%
	600809.SH	山西汾酒	2,423	7.90%	359	28.45%	68.59%	1.34%	7%
三线白酒	603589.SH	口子窖	1,483	13.30%	405	49.08%	71.51%	3.22%	12%
	603198.SH	迎驾贡酒	1,513	-1.17%	331	17.78%	62.33%	3.20%	20%
	603369.SH	今世缘	1,538	6.65%	531	13.39%	69.76%	0.77%	10%
	000860.SZ	顺鑫农业	6,268	9.11%	231	-6.76%	38.00%	0.45%	2%
	600559.SH	老白干酒	1,043	14.02%	25	40.26%	54.46%	-8.59%	-24%
	603919.SH	金徽酒	674	15.89%	114	47.44%	61.72%	61.72%	-
	600779.SH	水井坊	493	26.68%	91	81.55%	74.31%	0.06%	-3%
	600702.SH	沱牌舍得	780	24.34%	23	243.53%	49.90%	-1.75%	2%
	000799.SZ	酒鬼酒	291	-5.06%	39	-1.89%	72.24%	5.02%	-1%
	600197.SH	伊力特	820	1.58%	138	4.09%	49.08%	-0.89%	-5%
	600199.SH	金种子酒	760	-12.02%	11	-68.38%	57.31%	-3.05%	10%
000995.SZ	*ST 皇台	63	125.80%	-19	101.86%	22.30%	-38.47%	8%	

资料来源：wind,联讯证券

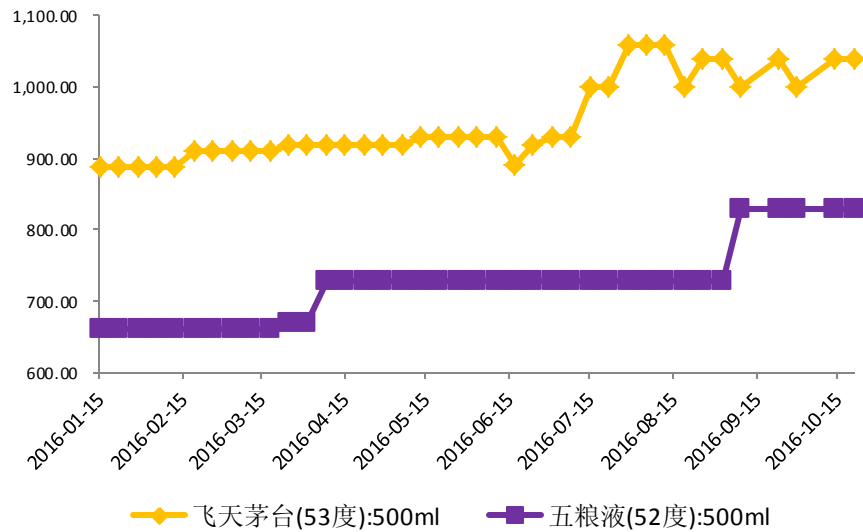
（二）高端白酒控量挺价，中端酒迎发展空间

由于此前行业在低谷时期，大部分酒企一度降价刺激销量，而随着白酒行业景气度的逐步回升，2015年年底以来，白酒企业的新一轮提价趋势出现，且提价现象主要集中在茅台、五粮液、泸州老窖等一线酒企的高端酒（往往也是一线酒企的核心产品）。此外，一线酒企为了力挺其高档酒的批发价和终端价，出台相关控制供应量的策略：通过改季度发货为月度发货、直接停止供货等政策，间接或直接的造成了高档酒库存的减少，降低了经销商抛货的机率和动力，最终实现酒价的上涨。

一线酒企主动对其高档酒控量挺价的策略，为市场上中端酒打开了发展空间。高端酒的价格持续提升，为中端酒预留了提价空间，若不提价也能使得中低端酒的性价比凸显，替代效应或增加短期内对于中低端酒的需求量。此外，鉴于高端白酒控制供应量，产能充足的中端酒迎来扩大市场份额机会，其中，考虑到贮备丰富的优质基酒存货的酒企能够支撑其中高端酒的放量的品质和供给量，能够在竞争中占据明显优势。



图表 10: 高端白酒近期价格延续提升 (京东价/ 单位:元)



资料来源: wind,联讯证券

图表 11: 2016 年部分酒企的控量措施

公司	时间	控量挺价策略
贵州茅台	7 月初	茅台官方数据显示,上半年茅台酒销量已完成全年计划的 64%,下半年投放市场的茅台仅有约 8000 吨。已有经销商开始囤货茅台,市场上在售茅台酒货源紧缺,部分商超已暂停供货。
五粮液	8 月	五粮液集团官方显示,截止到 8 月末,五粮液已经完成了全年任务的 90%,预计 10 月 31 日将执行完全年计划。
泸州老窖	9 月 26 日	对国窖 1573 经典装暂停发货,拉开了本年度国窖 1573 第三次停止供货大幕
洋河股份	10 月 1 日	10 月 1 日,洋河股份全面停止梦之蓝全线系列的供货。
今世缘酒业	10 月 1 日	高端品牌国缘核心主导产品四开、对开、淡雅似乎也开始全面控货调价

资料来源: 糖酒快讯,联讯证券

(三) 白酒消费理性回归, 关注深耕大众市场的二三线酒企

2012 年限制“三公”消费政策的出台,令高端白酒遭遇“断崖式”下滑,高端白酒价格多次往下调整,往大众市场靠拢。近年来随着中国居民收入持续稳定增长,消费者信息指数有所提升,但与此前消费浮躁期不同的是,大众的理性消费观念逐渐上升,消费者对于消费行为的认识、对于自己文化遗产的认识,都比过去更趋于理性,消费者更愿意选择品牌知名度高但价格更合理的产品。以前的“三公”消费市场几乎不复存在,超高端白酒仍处于“官员不敢喝、老百姓喝不起”的境地,目前白酒消费大部分都是依靠商务消费和老百姓普通消费,以市场性价比高著称的中端白酒会更受消费者青睐。

另一方面,一线白酒并不满足于高档酒对于业绩的支撑,借助天然的品牌效应,向下发展多元化全产品线,挤压二三线白酒企业利润空间,表现在二三线酒企高端产品销量上不去,低端产品营销费用下不来。但考虑到低端酒并不是一线白酒的核心产品,大肆宣扬会影响原有品牌的高端属性,且区域化的渠道优势短期难以复制,所以我们认为



深耕区域化大众市场、占据营销和渠道优势、具有品牌差异化的酒企，有望与强者抗衡。

图表 12：一二线酒企的产品线布局

品牌	核心产品	100 以下(¥)	100-300(¥)	300-500(¥)	500 以上(¥)
贵州茅台	飞天茅台	王子酒、迎宾酒	汉酱、仁酒	华茅、王茅、赖茅	普通茅台酒、低度茅台酒
五粮液	经典普五	绵柔尖庄、五粮醇	五粮特曲、五粮春、六合酒	-	经典普五
洋河股份	梦之蓝	洋河大曲、洋河优曲	海之蓝、邃之蓝、高之蓝	天之蓝、遥之蓝	梦之蓝
泸州老窖	国窖 1573	头曲、二曲	特曲、窖龄酒	-	国窖 1573
古井贡酒	年份原浆系列	老名酒系列、淡雅系列	窖龄系列、大坛系列、健康系列	年份原浆 G6/G9	年份原浆 G20/古 16

资料来源：天猫品牌旗舰店、联讯证券

三、公司核心竞争力：传承中华文化、开创“生态酿酒”先河、具备基酒资源优势

公司深化推动沱牌+舍得双品牌运作，以品牌管理为核心、注重“文化营销”和“生态营销”。公司是“中国名酒”和“中华老字号”企业，是川酒“六朵金花”之一，滴滴“沱牌”情难忘，“舍得”精神入人心。面对全球日益恶化的生态环境，沱牌舍得以“质量经营与生态经营相结合”为方针，开创“生态酿酒”之先河。舍得酒和沱牌曲酒口感独特，曾成被称作“当代浓香一绝，中国白酒典范”。优质基酒资源储备位于行业前列，支撑高品质酒全国化放量生产，形成公司的核心竞争力。2015 年底，公司在产品账面价值 19 亿元，如果对比基酒存货和自身年度消耗来看，假设未来公司不生产的极端情况，公司存货仍可支撑 3-4 年公司的酒产品销售，除去低端酒，将能支撑更久中高端酒的放量期限。

（一）品牌哲学理念深厚，生态酿酒获先机

公司深化推动沱牌+舍得双品牌运作，以品牌管理为核心、注重“文化营销”和“生态营销”。公司历史文化底蕴深厚，是中国“十七大名酒”和川酒“六朵金花”之一。从“唐代春酒”到“明代谢酒”，再到“清代沱酒”，沱牌曲酒、舍得酒一脉相承。“舍得”二字，取自佛经精髓，与中国传统文化的儒释道的核心思想一脉相承，是深具哲学思想的入世箴言，蕴含了博大的中华文化内涵。

“悠悠岁月酒，滴滴沱牌情”广告词至今仍让人记忆犹新、难以忘怀，“百斤好酒，仅得两斤舍得精华”彰显出舍得系列的高端品质，“智慧人生、品位舍得”精准定位舍与得的大境界、大智慧，大善心，传递出沱牌舍得为了食品安全、生态酿造，不惜重金从源头做起的“舍得”精神，打造出与茅台、五粮液等酒类不同的企业文化。

“生态酿美酒，舍得谢天下”，沱牌舍得是一个有责任心的企业，一方面体现在它注重生态环境、贯穿先进的酿酒理念，对自然的尊重和社会的负责，另一方面也体现在公司积极反哺回报社会，在公益事业中的突出贡献，曾被授予“中国慈善事业突出贡献奖”和“环球慈善企业奖”。



图表 13: 沱牌曲酒入选中国“十七大名酒”

时间	中国名酒
1952 年	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
1990 年	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
2006 年	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
2008 年	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
2009 年	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、 沱牌曲酒

资料来源: 公开信息、联讯证券

图表 14: 公司历年评奖情况概览

时间	事件
1988 年	沱牌曲酒被评为中国名酒
1990 年	被评为国家大型企业
2006 年	“沱牌”入选国家商务部第一批“中华老字号”
2008 年	沱牌公司荣膺“中国食品龙头企业”称号
2009 年	中国质量领域最高奖——“全国质量奖”
2010 年	沱牌舍得公司作为唯一一家酒类企业, 在“2010 年环球慈善表彰大会”上荣膺“环球慈善企业奖”
2011 年	百年老窖车间“泰安作坊”被列入省级文物保护单位, 且被授予“中国世界文化遗产预备名单证书”
2012 年	沱牌舍得超高端产品——“天尊·天子呼”成为天坛祭天唯一指定用酒。
2013 年	公司获“上市企业最具品牌影响力 10 强”称号; “舍得”荣获“2012 年度中国最具传播力品牌”奖; “50 度沱牌特曲”、“52 度陶醉酒”被中国酒业协会评为“2013 中国名酒典型酒”
2014 年	“陶醉”产品首次荣获“四川省名牌产品”; 此后, “沱牌”、“舍得”多年入选“中国 500 最具价值品牌排行榜”
2015 年	“吞之乎”获比利时布鲁塞尔国际烈性酒大赛最高奖——大金奖第一名, 舍得、沱牌 4 款产品分获 2 项金奖、2 项银奖
2015 年	首批中国绿色新标杆品牌企业
2016 年	舍得“幽雅风格”白酒国家标准正式获得批准并颁布。

资料来源: 公司官网、公开信息、联讯证券

此外, 消费者的理念也在发生转变, “健康、环保、低碳、生态”逐渐成为人们的生活观念。生态酿酒是指企业积极注重保护与建设适宜酿酒微生物生长、繁殖的良好生态环境, 以安全、优质、高产、低耗为目标, 最终实现资源的最大利用和循环使用。面对全球日益恶化的生态环境和短缺的资源, 以及日益重视的食品质量安全问题, **生态酿酒理念在我国的白酒产业成型并逐渐成为发展趋势**。此外, 中国白酒具有独特的生态魅力, 也表现为酿造工艺对生态环境的依赖性, 和对文化传承和地域魅力, 生态价值同样也是白酒底蕴的充分展示, 是市场高端诉求的未来新趋向。在这种背景下, **沱牌舍得以“质量经营与生态经营相结合”为方针, 开创“生态酿酒”之先河**: 在生态酿酒和生态经营领域, 沱牌舍得首个提出并践行生态酿酒、生态经营、生态文明及生态文化, 定义了“生态酿酒”国家标准术语; 打造中国首个生态酿酒工业园, 建立“全程生态产业链”, 首创“粮-酒-糟-猪-沼-粮”循环经济型现代农业产业链; 建立生态酿酒全 P 标准体系, 致力于打造食品质量安全标杆, 成为助推行业可持续发展的典范。



图表 15：传统酿酒和生态酿酒对比

	传统酿酒	生态酿酒
定义	利用传统工艺技术，以家庭、作坊为单位进行生产经营、管理的小规模生产方式。	保护与建设适宜酿酒微生物生长、繁殖的生态环境，以安全、优质、高产、低耗能为目标，最终实现资源的最大利用和循环使用。
特点	劳动强度大，资源耗能高，环境污染大，不可控因素多，质量安全风险大，产量小。	利用生态学技术，形成良性循环生产链，更深层次地使酿酒产业与生态环境持续、协调、健康发展。
侧重点	生产工艺和产品质量的符合性控制和管 理，更关注结果——诉求“产品达标”	在工业规模化酿酒的基础上，以多重生态圈为依托，立足于产业链的资源循环利用，用高新技术改造和提升传统酿酒产业，构建“低投入、低消耗、高产出、高效益、生态化”的循环经济发展模式。

资料来源：糖酒资讯网，联讯证券

（二）酒质独特，基酒资源优势凸显

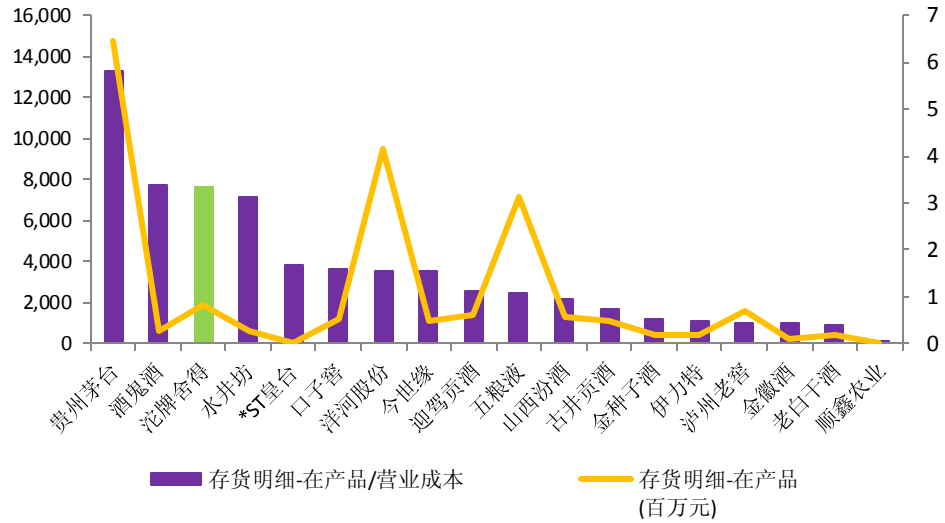
中国白酒泰斗曾评价舍得酒和沱牌曲酒为“当代浓香一绝，中国白酒典范”。口感上绵柔醇甜，爽净利口，余味绵长，风格独特，与其他浓香型的酒体形成明显差异，现有消费者忠诚度高。此外，沱牌舍得是继茅台、五粮液之后行业内第三家获得全国质量奖的白酒企业。

优质基酒底气足，支撑未来舍得放量。名优白酒生产企业上市流通的酒，其酿造时间是在出厂前一年或更长一段时间，白酒企业的储酒能力和优质基酒存货不仅是衡量其实力的重要标志，也是其产品质量是否有保障的重要标志。舍得白酒已达到国标“特级”标准，舍得系列所用基酒必须是多年以上的高端陈酿，因此，优质基酒资源决定了舍得酒未来是否能够持续放量。此前由于白酒行业面临政策限制整体销量下滑，叠加公司营销不善，导致基酒耗用量低于产量，导致公司拥有基酒储备十几万吨，但反过来，巨量库存基酒成为未来快速发展的坚实物质基础。公司营销战略转型已经初步成效，舍得系列酒为公司核心产品，收入占公司整体比重保持在 50%-60%左右，部分年份则超过 60%，公司再次明确舍得酒作为中高端产品核心，加之白酒行业中高端酒发展空间大，未来舍得放量值得期待。

相对于其他酒企，基酒资源优势处于行业前列，形成公司的核心竞争力。从存货的角度来看，2015 年底，公司在产品账面价值 19 亿元，如果对比基酒存货和自身年度消耗来看，假设未来公司不生产的极端情况，公司存货仍可支撑 3-4 年公司的酒产品销售，除去低端酒，将能支撑更久中高端酒的放量期限。



图表 16：2015 年公司基酒资源优势突出（存货在产品/年度营业成本）



资料来源：wind, 联讯证券

四、 天洋高调掌舵，欲振兴沱牌舍得打造“大文化消费”产业

（一）天洋集团入主，公司终迎市场化改制

沱牌舍得集团混改之路曾命途多舛。早在 2003 年，射洪县政府第一次重组改制便拟将其所持有的沱牌舍得集团 100% 股权分别转让给江苏兴澄集团、广州市索芙特、德隆国际和北大未名等，后因受让方之一德隆系爆发危机而宣告失败；2014 年，四川射洪县政府再启重组沱牌舍得集团改制事宜，但因上门的投资者仅中粮集团一家而中途夭折；2015 年 1 月，沱牌舍得集团 38.78% 股权转让及增资扩股在西南联合产权交易所 12.19 亿元的价格挂牌出售，但两度延期仍未征集到意向受让方，最终不得不终止挂牌。

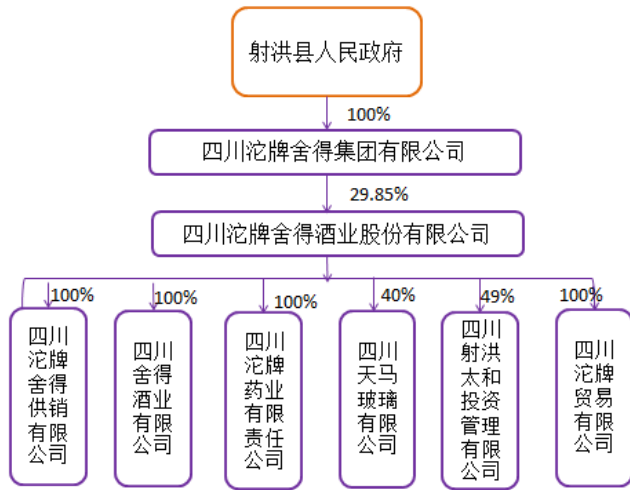
2015 年 7 月，沱牌舍得集团 38.78% 股权在西南联合产权交易所再度挂牌。2015 年 8 月，通过西南联合产权交易所网络公开竞价，最终确定天洋控股集团有限公司（以下简称“天洋集团”）作为公司控股股东四川沱牌舍得集团有限公司（以下简称“沱牌集团”）国有股权转让及增资扩股的受让方。2015 年 11 月 2 日，射洪县人民政府与受让方天洋控股集团签订《股权转让及增资扩股协议》，股权受让价款为人民币 1,037,534,856.40 元；并同时以现金方式认缴沱牌舍得集团新增注册资本 11,844 万元，对应增资价款为人民币 2,784,524,400.00 元，本次权益变动需支付的资金总计 3,822,059,256.40 元。交易完成后，天洋控股集团持有沱牌舍得集团 70% 的股权，并间接持有沱牌舍得酒业股份有限公司 29.85% 的权益，实际控制人将变更为周政。

权益变动报告书称，鉴于沱牌集团和沱牌舍得多年的品牌宣传与培育，以及白酒在中国文化中的特殊地位，天洋集团拟通过收购使之成为推广中国文化的优良载体，促进自身文化产业发展。本次射洪县人民政府减持的目的则是为进一步发展混合所有制经济，推进政企分开，转变政府职能；提升沱牌舍得集团市场竞争力，带动相关产业，引领地方经济发展；引入战略资本，盘活存量资产，实现国有资产保值增值；并大力推进国有企业改革和战略性改组，加大招商引资力度，积极推进制度创新，加快建立现代企



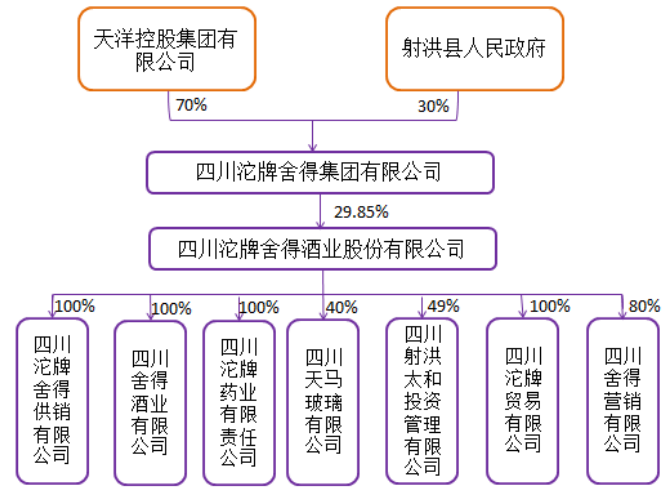
业制度步伐，进一步增强射洪县县域经济发展活力，促进国有经济布局的战略性调整，盘活国有存量资产。

图表 17：公司改制前股权结构



资料来源：公司公告，联讯证券

图表 18：公司改制后股权结构

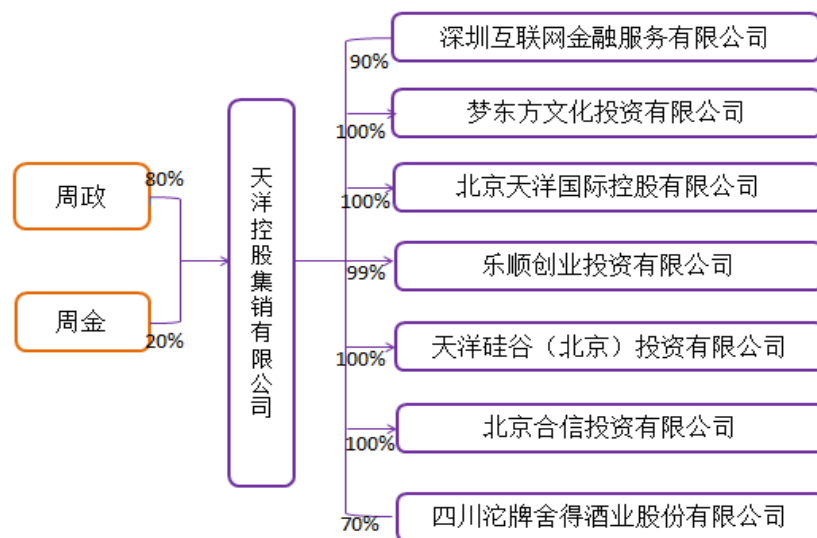


资料来源：公司公告，联讯证券

（二）天洋综合实力雄厚，业务布局广泛

天洋控股集团（以下简称“天洋”）创立于 1993 年，在沿海开放城市秦皇岛，天洋以电器零售业起步，目前已发展成为横跨文化产业、科技产业、金融产业、产业地产、消费品等五大产业的大型控股集团。全球总部位于香港，并在洛杉矶和北京设立了北美总部和中国总部；旗下除了持有 A 股上市公司沱牌舍得酒业之外，拥有香港上市公司——天洋国际控股（00593.HK）。2015 年上半年，天洋控股拥有总资产 87.5 亿元，净资产 26.0 亿元，实现收入 28.4 亿元，归母净利润 8.5 亿元。根据官网的项目统计数据来看，天洋涉及的项目投资额达百亿元，且多个项目获得荣誉资质，管理层社会资源广泛，具备雄厚的综合实力。

图表 19：天洋集团股权结构



资料来源：公司公告，联讯证券



图表 20: 天洋集团最近三年及一期财务状况 (合并口径、万元)

项目	2015-6-30	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
总资产	874,710.74	794,794.80	670,462.09	209,840.98
归母所有者权益	260,367.92	175,541.48	50,278.40	30,472.82
资产负债率	68.75%	76.93%	91.94%	85.49%
项目	2015 年 1-6 月	2014 年	2013 年	2012 年
营业收入	283,625.86	438,110.17	93,464.08	36,490.64
归母净利润	84,826.44	135,263.08	12,129.89	2,005.62
净资产收益率	32.58%	77.05%	24.13%	6.58%

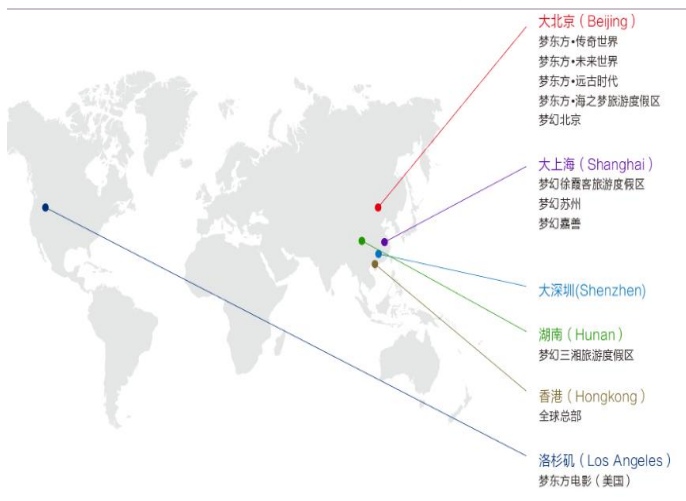
资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表 21: 天洋控股集团产业布局广泛

五大产业方向	产业概况
文化产业	以“梦东方”品牌为依托, 以“把中国文化推向世界”为使命, 以“自有知识产权”为核心, 以“轻资产+重资产”为发展模式, 通过全球化发展和资本运作, 现已基本完成大北京、大上海、大深圳的战略布局。
科技产业	以“超级蜂巢”品牌为依托, 专注于科技、文化领域的创业服务与早期项目投资。将与全球最优秀的孵化器、加速器以及国内外顶尖创投机构结成战略联盟, 共同孵化优秀创业项目; 将在大北京、大上海、大深圳三大城市群布局国际创新中心, 并在美国、欧洲等热点区域建立分部。超级蜂巢是联合国项目事务署 (UNOPS) 在亚太地区支持全球创新领域中唯一的战略合作伙伴, 中国传媒大学全面战略合作伙伴。
金融产业	作为天洋战略实施的重要引擎, 整合全集团金融资源, 以资本助力其他产业的健康发展, 并逐步发展成为金融控股集团, 其业务布局包括: 投资银行、基金管理、资产管理以及互联网金融。
产业地产	致力于文化、科技、商贸物流等产业地产的发展, 以“为城市创造价值”为己任, 以“大北京地区”为战略重点, 以产业加速新型城镇化建设。
消费品产业	以沱牌舍得集团为依托。根据集团官网显示, 沱牌舍得是天洋“大文化消费”的重要组成部分。天洋意将打造其全新品牌形象, 让沱牌舍得代表中国白酒走向世界, 成为全球知名品牌。

资料来源: 天洋控股集团官网, 联讯证券

图表 22: 天洋文化产业梦东方全球布局



资料来源: 天洋控股集团官网, 联讯证券

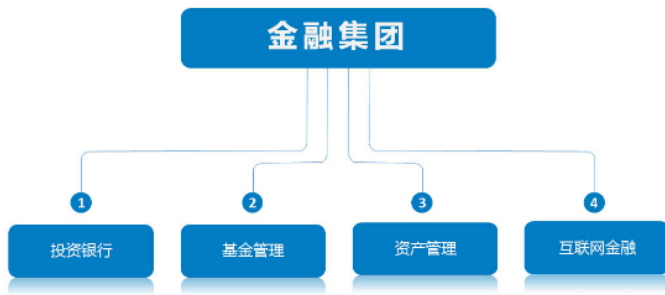
图表 23: 天洋科技产业全球孵化网络



资料来源: 天洋控股集团官网, 联讯证券



图表 24：天洋金融产业业务布局



资料来源：天洋控股集团官网，联讯证券

图表 25：天洋产业地产概况



资料来源：天洋控股集团官网，联讯证券

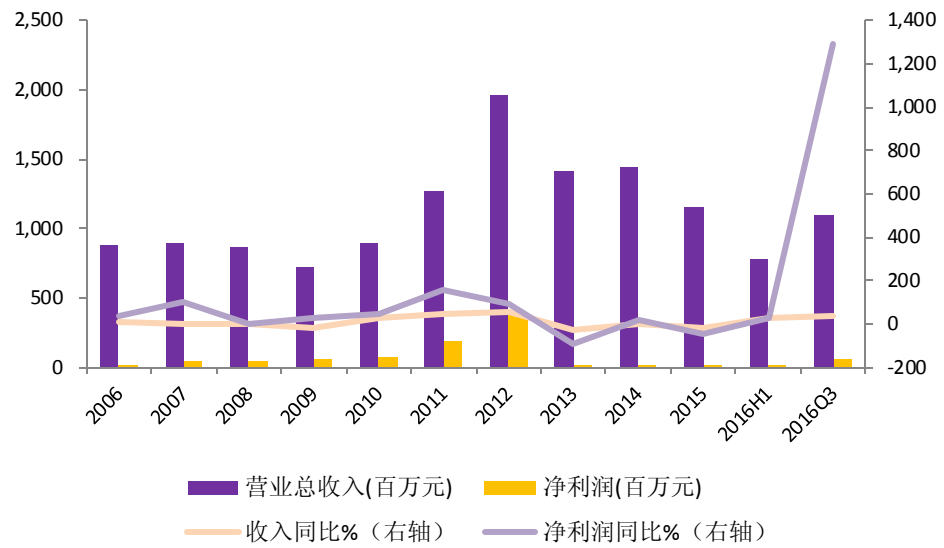
五、投资价值：公司未来三大看点

（一）公司业绩触底回升，净利润大幅增长

回顾公司近 10 年来的发展，我们发现公司紧随白酒行业调整的步伐，经历了四个阶段。**阶段一，2006 年-2009 年的调整期：**固化的国有体制以及战略失误制约着公司的发展，2009 年公司营业收入下探至 5.48 亿元，在白酒上市企业中仅高于酒鬼酒和*ST 皇台。**阶段二，2009-2012 年的高速发展期：**从 2010 年开始，公司实施舍得、沱牌双品牌战略，在市场部下设舍得、沱牌、陶醉三个事业部，采取全渠道运作市场的策略公司；营销战略的调整拉动了公司业绩的快速增长，在此期间，公司业绩主要是依靠以舍得酒为代表的高中档酒为主。**阶段三，2012-2015 年的再次调整：**2012 年八项规定出台，限制“三公”消费等政策使得市场上中高端白酒遭遇直接打击，叠加茅台等一线白酒纷纷向下推出中低端产品，中低端产品的竞争市场异常激烈；公司核心高端产品也受到相关政策的打击，叠加公司国有体制激励不足，且未能在行业调整中成功应对，导致销量一度下滑，舍得系列也再度降价，导致公司毛利润一路下探。**阶段四，2015 年底至今的复苏迹象：**随着天洋集团入主，使得公司从原来国企走向民企，在人事、产品、营销以及管理等方面加大改革力度，从 2016 年上半年到三季度的业绩来看，改革效果显著。**2016 年中报业绩已有明显改善，三季报业绩更是超预期：**公司 1-9 月实现营业收入 10.99 亿元，同比增长 34.72%；归母净利润 5480 万元，同比增长 1287%；其中单三季度实现营业收入为 3.19 亿元，较上年同期增 69.21%；净利润为 3163.19 万元，而去年同期亏损 279 万元。



图表 26：2016H1 和 2016Q3 收入和盈利同比增速显著



资料来源：wind,联讯证券

（二）机制改革效果显著，基酒资源优势助力营收高增长

今年公司目标为主营业务收入 20 亿元，营业总成本 18.5 亿元。为达到目标，上半年天洋集团刘力执行董事参与公司营销管理以来，对产品结构、营销模式、渠道管理等方面，以其执行力之“快准狠”著称市场。

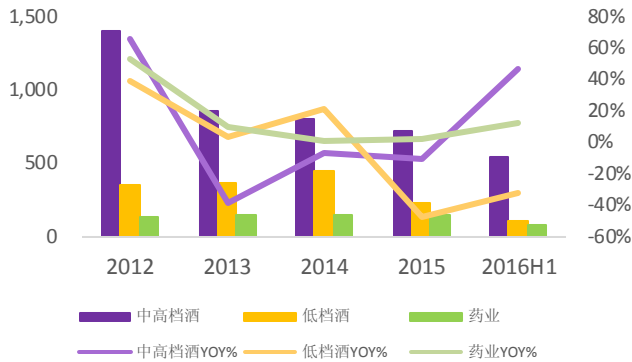
在营销产品线方面，对产品结构进行优化和变革，全面贴牌产品和定制产品，逐渐减少区域产品，形成“少而精”的产品线。为实现全国化，沱牌舍得曾先后在省外重点市场河南、河北、安徽、浙江、江苏等地开设了多家灌装厂，通过 OEM（贴牌生产）在当地快速繁衍。一方面，贴牌模式让生产商的产能得到充分的发挥，扩大了产值，实现低成本扩张，经销商做沱牌的定制产品和贴牌产品同样能够盈利，但另一方面，定制产品和贴牌产品使得经销商对代理公司主线产品的销售积极性不高，且太多贴牌更会透支品牌影响力，还会造成产品结构的不合理，弱化核心产品的竞争优势和能力。最终公司决心要砍掉所有贴牌产品和定制产品，聚焦资源打造核心品牌、核心产品。2016 年，公司核心主打产品在高端产品舍得系列的品味舍得，其余产品聚焦在中端产品陶醉、以及中低端产品沱牌特曲、沱牌天曲三个系列上。在清理开发产品的同时，沱牌系列重新开发天曲、特曲、优曲三支产品，其中，沱牌天曲终端售价在 160 元左右，沱牌特曲（生态、柔和、原浆）终端售价在 80 元到 100 元左右，以及沱牌优曲（生态、柔和、原浆）终端售价在 50 到 70 元，根据不同区域，不同消费群体进行市场布局。公司的营销模式也相应变革：一块是聚焦高端档酒品味舍得，厂家帮助经销商全面导入终端精细化营销模式，厂家人员拜访到每个终端门店，帮助经销商建立销售网点；另一块则是聚焦中低档酒沱牌系列，采取厂商 1+1 运作模式，以区、县为单位全国扁平化招商。此外，公司多方位助力经销商成长，提高经销商积极性：从“加快客户库存周转、提升资金投入产出效率、减少资金占用”角度出发，制定营销政策，帮助经销商消化库存，以提升客户盈利水平。同时，公司加强控制采购成本，压缩成本：加强市场行情考察，多渠道收集市场信息，择机实施采购；进一步拓宽采购渠道，不断完善采购价格评价体系，继续实行多家供方询价比价竞价采购；探索电商采购模式，进一步压缩采购成本。

2016 年上半年，中高档酒（舍得系列）在改革机制下迎来快速增长，营业收入同比



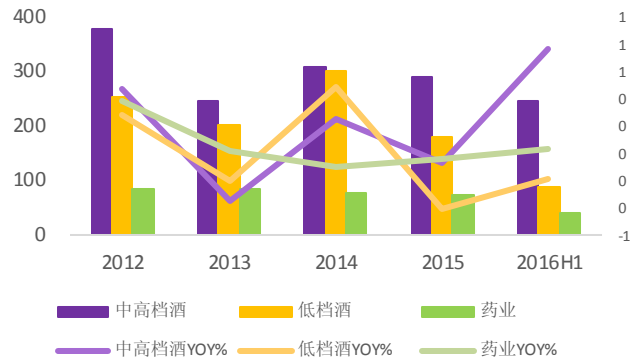
增长 47.71%，而低档酒多个区域性品牌被缩减，导致收入同比下降 31.78%。我们认为随着公司对高端酒品味舍得实施战略聚焦，重点推广，以及公司重新战略定位大众名酒市场，开发沱牌系列新品，在四季度旺季效应以及行业需求端快速增长的刺激下，有望带动新老渠道的放量，优质基酒资源优势也将支撑公司实现全国化的扩张。

图表 27：公司主业产品营业收入变化（百万元）



资料来源：wind,联讯证券

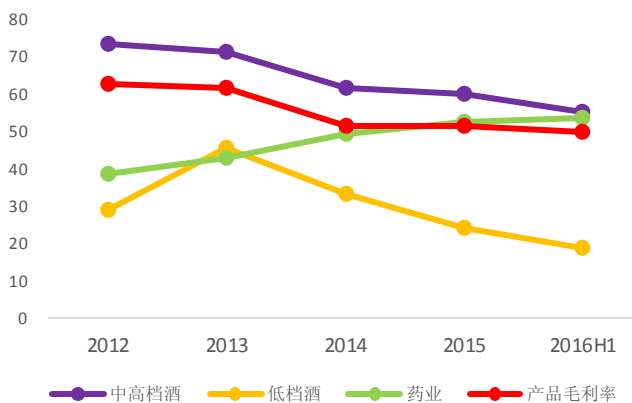
图表 28：公司主业产品营业成本变化（百万元）



资料来源：wind,联讯证券

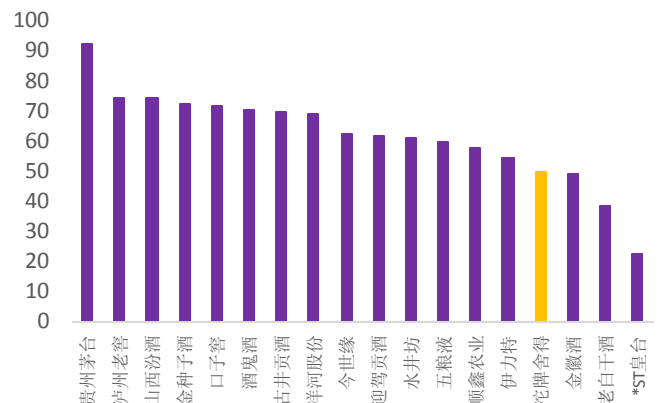
由于公司对酒类产品线实施精简和聚焦战略，且部分低档酒仍在缩减阶段，拉低了公司的毛利率水平，上半年综合毛利率微降 1.75pct 至 49.9%，但二季度毛利率 54%，略超去年同期，环比大幅上升 7.6pct，分产品来看，医药毛利率增加 4.37pct 至 53.14%，中高档酒（舍得系列）毛利率下降 7.36pct 至 54.98%，低档酒毛利率下降 13.29pct 至 18.47%。且对比其他白酒上市公司的毛利率水平，2016 年上半年沱牌舍得的毛利率位于行业倒数第三（剔除*ST 皇台），显著低于平均水平，我们认为随着公司产品聚焦和结构调整到位，以及在品牌文化形象的提升和优质基酒支撑品质的保证下，有望带动价格水平的上移，公司毛利率提升空间很大。

图表 29：中高档酒毛利率下降使公司毛利率锐减（%）。



资料来源：wind,联讯证券

图表 30：公司毛利率接近行业最低水平（2016H1）



资料来源：wind,联讯证券

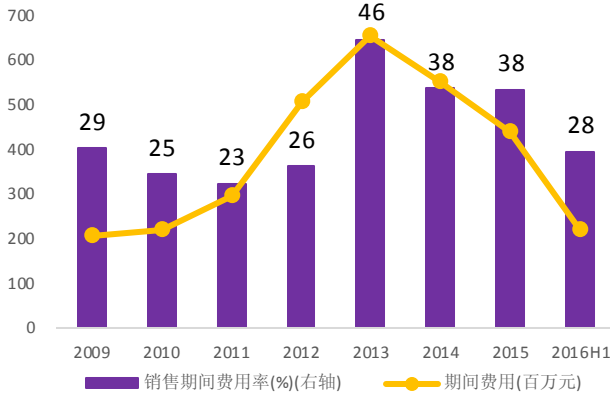
（三）期间费用仍有优化空间，助推盈利继续回升

此前公司受限于国企体制固化、激励机制不足以及营销模式模糊，使得公司渠道动力带动性不强。尽管 2016 年上半年销售费用以及财务费用有所优化，使得公司期间费



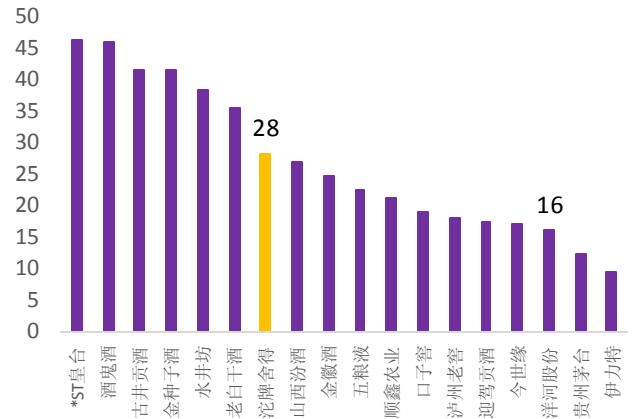
用率减少 11pct 至 28.24%，但对比其他白酒上市公司的水平，2016 年上半年沱牌舍得的销售期间费用率处于行业较高水平。分项来看，销售费用率因广告费减少而由去年同期的 22.1%减少至 12.9%，但仍有下调空间；管理费用率比上期基本持平，位于行业第三（剔除*ST 皇台），明显偏高；财务费用率因利息支出减少，由去年同期的 3.1%减少至 1.1%，但仍明显偏高。

图表 31：2016H1 销售期间费用率有所降低



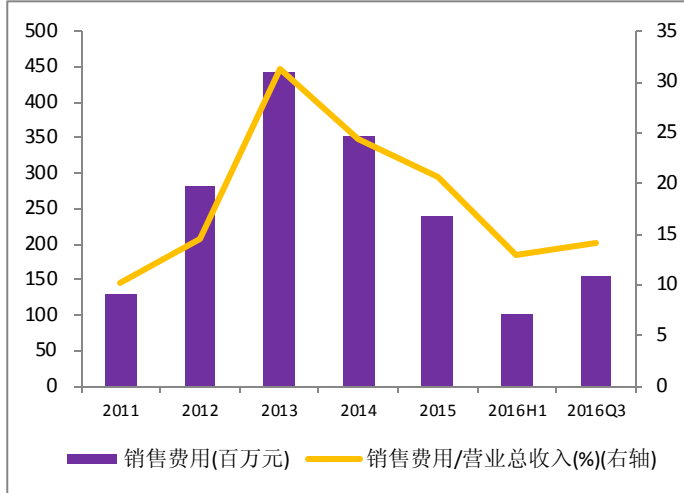
资料来源：wind,联讯证券

图表 32：销售期间费用率处于行业较高水平（2016H1）

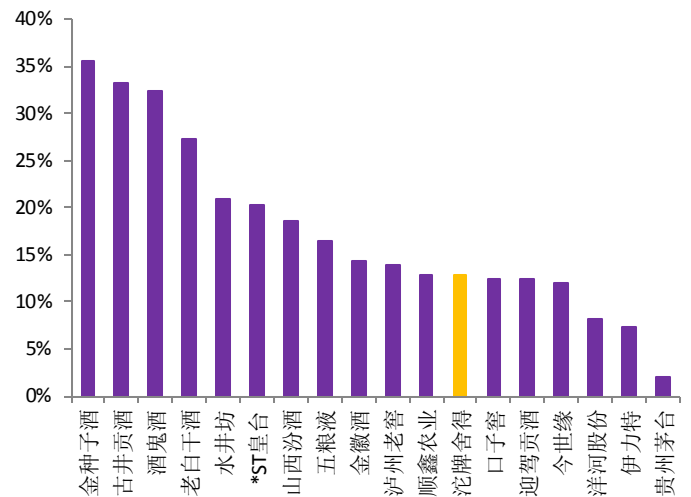


资料来源：wind,联讯证券

公司针对市场营销动力不足，加大营销的改革力度，提升对费用掌控能力，调动销售团队的积极性，并优化费用的投放效率，有望促使未来公司销售费用率持续优化。对费用管控方面，公司加强营销组织建设，通过市场化招聘补充各级营销人才，调整业绩考核方案，大力提升运作市场、服务客户、掌控渠道的能力；构建公司营销移动工作平台，实现营销人员日常工作动态管理、实时沟通与业务分享，工作更高效；市场费用管理系统的上线运行，实现了市场费用全过程规范化管理与可视化跟踪。公司上半年降低了广告费用的投放，特别是占比较大的央视广告费用用的投放，由营销公司统一调控销售费用，将费用聚焦在重点市场的投放，大力推进精细化营销运作。我们认为天洋集团入主后对于品牌建设、销售团队和渠道体系进行了大刀阔斧的改革，目前营销公司销售团队人数为 535 多人，此前公司营销公司负责人称年底将增加到 1000 人，鉴于四季度将有新品推出的营销运作以及全国化渠道的拓展，预计未来四季度绝对销售费用下降空间不大，但考虑到渠道动力的增强以及费用投放效率的优化，且在规模效应下，营收增速有望大于销售费用增速，我们预计四季度销售费用率仍有优化空间。

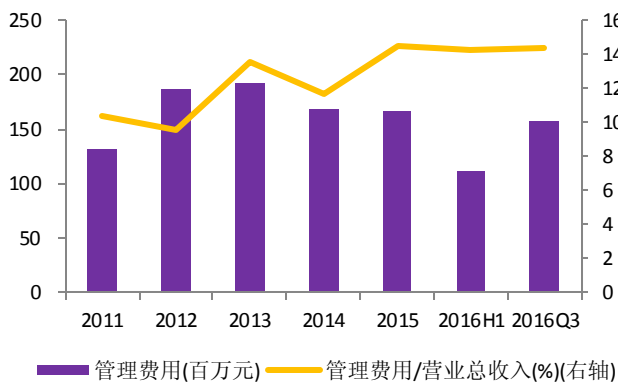

图表 33: 2016 年前三季度公司销售费用率有所降低


资料来源: wind,联讯证券

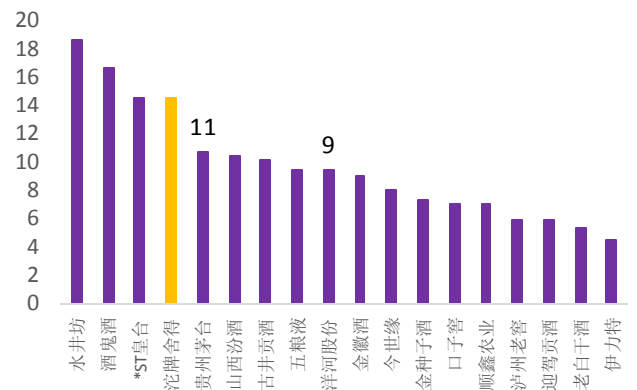
图表 34: 公司销售费用率有优化空间 (2016H1)


资料来源: wind,联讯证券

目前公司管理费用处于行业较高水平，我们认为随着天洋入主后将彻底盘活原属国企效率低下的管理机制，管理费用率有望降至行业合理水平。公司在体制层面解除了原有国企束缚，天洋控股集团耗资 38.22 亿元接手沱牌舍得集团 70% 股权，四川省酒类企业“混改”第一单，天洋接手后公司的变革力度也远超市场预期。首先是高层集体大换血彰显变革决心，此前公司长期以来多次拟集团改制的举措反映出公司发展问题凸显，此次人事大调整有望扭转此前僵化的管理模式，公司将持续强化企业内部管理，继续践行卓越绩效管理模式；切实推进部门战略绩效考核体系，有效促进公司管理绩效的提升，释放公司经营潜力，提升经营活力。此外，上半年由于公司混改对于拟以“维护职工利益，保持社会稳定”为基本原则对集团在册职工修订了职工安置方案，集团职工对安置费用一项和历史遗留问题的不同诉求，引发连日停产部分影响了公司运营。随着这些问题的逐步解决，未来公司的竞争力有望大幅提升，叠加销售费用以及管理费用的降低，以及公司营收的增长，公司净利率具备上行空间。

图表 35: 2016 年前三季度公司管理费用率维持高位


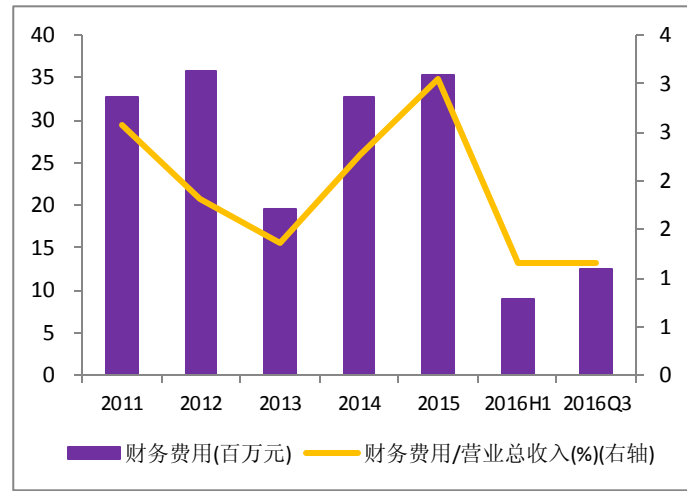
资料来源: wind,联讯证券

图表 36: 公司管理费用率处于行业较高水平 (2016H1)


资料来源: wind,联讯证券

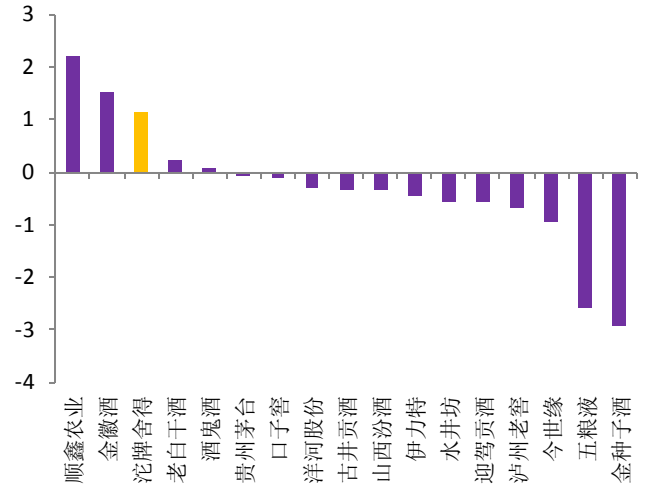


图表 37: 2016 年前三季公司财务费用率显著降低



资料来源: wind,联讯证券

图表 38: 公司财务费用率处于行业较高水平 (2016H1)



资料来源: wind,联讯证券

六、盈利预测与投资建议: 给予“买入”评级, 目标价 34.31 元

关键假设:

我们预测公司 2016-2018 年收入分别增长 49.12%、37.84%和 30.95%，净利润分别增长 1388.16%、131.15%和 52.29%，EPS 分别为 0.31、0.73 和 0.89。

其中，预测中高档酒在 2016-2018 年收入增速分别为 65%、45%、32%，主要依靠渠道精细化运作阶段和新兴市场的开拓；预测中低档酒 16-18 年收入增速分别为 12%、31%、22%，今年部分低端产品和贴牌产品仍处于产品瘦身或者清理阶段，沱牌系列三款新产品（天曲、特曲、优曲）将在 11 月投放市场，预计中低端酒在 17 年调整完毕后进入恢复性增长阶段。

图表 39: 公司未来费用与盈利预测

(百万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,184.87	1,892.51	1,376.45	1,409.00	1,115.45	1,724.00	2,376.43	3,112.00
营业收入 YoY%	41.88%	54.38%	-27.60%	1.86%	-19.99%	49.12%	37.84%	30.95%
销售费用	128.73	283.23	443.73	352.29	238.46	318.94	395.68	460.58
销售费用率%	10.86%	14.97%	32.24%	25.00%	21.38%	18.50%	16.65%	14.80%
管理费用	132.23	187.46	192.61	167.85	167.16	210	237.64	321.45
管理费用率%	11.16%	9.91%	13.99%	11.91%	14.99%	12.18%	10.00%	10.33%
财务费用	32.73	35.69	19.45	32.75	35.31	35	35	35
财务费用率%	2.76%	1.89%	1.41%	2.32%	3.17%	2.03%	1.47%	1.12%
净利润	195.21	369.86	11.77	13.39	7.13	106.11	245.26	373.51
净利润 YoY%		89.47%	-96.82%	13.76%	-46.75%	1388.16%	131.15%	52.29%

资料来源: 联讯证券



相对估值:

对照可比公司平均 PE, 给予 2017 年 47x P/E, 目标价 34.31 元, 较目前股价有 44% 的上行空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 40: 可比公司估值表

证券代码↓	证券简称	最新收盘价	总市值 (亿元)	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(LF)	市销率 PS(TTM)
000568.SZ	泸州老窖	35.40	496.40	29.97	4.68	6.39
000596.SZ	古井贡酒	49.29	248.22	31.13	4.63	4.32
000799.SZ	酒鬼酒	21.83	70.93	76.21	3.89	11.79
002304.SZ	洋河股份	70.12	1,056.70	18.40	4.22	6.19
600559.SH	老白干酒	25.67	112.45	111.53	7.13	4.55
600779.SH	水井坊	17.82	87.06	52.36	6.25	8.45
603198.SH	迎驾贡酒	23.74	189.92	30.95	5.10	6.50
603589.SH	口子窖	35.12	210.72	27.05	5.05	7.51
603919.SH	金徽酒	34.68	97.10	46.45	6.15	7.55
算数平均数				47.12	5.23	7.03

资料来源: 联讯证券

风险提示:

政策变动, 市场化改革停滞, 销售不及预期, 食品安全事件等



附录：公司财务预测表

资产负债表(百万元)					现金流量表(百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2595	2887	3312	3969	经营活动现金流	121	214	363	534
货币资金	308	430	720	1236	净利润	7	106	245	408
应收账款	32	48	66	86	折旧摊销	57	59	56	51
其它应收款	13	13	13	13	财务费用	31	35	35	35
预付账款	1	2	2	3	投资损失	-15	0	0	0
存货	2118	2212	2258	2300	营运资金变动	6	9	13	17
其他	1	1	1	2	其它	35	5	13	23
非流动资产	1166	1165	1174	1196	投资活动现金流	-30	-25	-56	-51
长期股权投资	229	244	259	276	资本支出	54	15	16	17
固定资产	681	622	566	515	长期投资	15	15	16	17
无形资产	168	168	168	168	其他	-39	-5	25	17
其他	88	131	181	237	筹资活动现金流	-68	-67	-16	33
资产总计	3761	4053	4486	5165	短期借款	182	-67	-16	33
流动负债	1512	1650	1753	1903	长期借款	0	0	0	0
短期借款	753	686	670	703	其他	-251	0	0	0
应付账款	217	273	265	252	现金净增加额	22	122	290	516
其他	542	692	818	948					
非流动负债	4	5	6	8	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	4	5	6	8	营业收入	-19.99%	49.12%	37.84%	30.95%
负债合计	1515	1655	1759	1911	营业利润	-20.11%	64.80%	45.29%	33.47%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-46.75%	1388.16%	131.15%	22.32%
归属母公司股东权益	2246	2398	2727	3255	获利能力				
负债和股东权益	2246	2398	2727	3255	毛利率	50.44%	54.65%	56.99%	57.87%
					净利率	0.62%	6.15%	10.32%	13.10%
利润表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	0.32%	4.57%	9.57%	13.63%
营业收入	1156	1724	2376	3112	ROIC	0.49%	1.51%	2.87%	3.96%
营业成本	573	782	1022	1311	偿债能力				
营业税金及附加	130	195	269	352	资产负债率	40.29%	40.84%	39.21%	36.99%
销售费用	238	319	396	403	净负债比率	25.11%	22.23%	19.72%	17.76%
管理费用	167	210	238	321	流动比率	1.72	1.75	1.89	2.09
财务费用	35	35	35	35	速动比率	0.23	0.30	0.46	0.70
资产减值损失	0	9	9	7	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.40	0.41	0.39	0.37
投资净收益	15	0	0	0	应收账款周转率	31.22	43.21	41.84	40.93
营业利润	27	175	408	682	应付账款周转率	4.42	7.03	8.83	12.04
营业外收入	6	5	5	4	每股指标(元)				
营业外支出	1	1	1	1	每股收益	0.02	0.31	0.73	0.89
利润总额	33	178	412	685	每股经营现金	0.36	0.63	1.07	1.58
所得税	26	72	167	278	每股净资产	6.66	7.11	8.09	9.65
净利润	7	106	245	408	估值比率				
少数股东损益	0	0	0	0	P/E	1084.83	75.66	32.73	26.76
归属母公司净利润	7	106	245	300	P/B	3.44	3.35	2.94	2.47
EBITDA	89	237	469	736	EV/EBITDA	94.79	36.73	18.56	11.86
EPS(元)	0.02	0.31	0.73	0.89	P/S	6.68	4.66	3.38	2.58

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com