安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 10 月 27 日

公司快报

证券研究报告

白酒

沱牌舍得（600702.SH）

销售改善明显，继续大力度梳理产品线

■**事件**：公司公布 2016 年三季报，前三季度实现营业收入 10.99 亿元，同比增长 34.7%，归属上市公司股东净利润 5481 万元，同比增长高达 1287%，EPS 为 0.16 元。单 3 季度收入为 3.19 亿元，净利润 3163 万元，分别同比增长 69.2%和 1231%。去年 3 季度基数较低（环比 2 季度下降近 40%），但 2、3 季度合计收入增速达到 34.32%，同 1 季度增速相当。

■**营销改革切中要害，中高端舍得系列驱动收入快速增长。**公司自明确改制以后，营销改革力度明显加大，思路清晰并持续得到贯彻执行。通过聚焦核心单品和优势市场、加强渠道管控、扩大销售队伍、完善销售人员激励机制等举措，将过去公司较为薄弱的营销环节快速补强。修补营销短板带来的效果也逐步显现，前三季度公司收入增速达 34.7%，增速在“小酒”中居前。分产品来看，中高端舍得系列继续保持快速增长，结合草根调研判断，预计前三季度收入增速在 50%以上，对整体收入贡献较为明显。中低端沱牌曲酒等产品受上半年开发产品清理等影响，目前增长恢复不及舍得系列，公司已经开始全面更新沱牌系列，预计 11 月上市沱牌天曲、特曲和优曲三大战略新品，重塑品牌形象，清晰价格定位。

■**毛利率继续稳步回升，盈利能力不断修复，后续仍有提升空间。**公司前三季度毛利率为 51.9%，同比下降 0.45pct。单三季度毛利率为 56.81%，同比提升 2.13 个百分点，主要系舍得系列恢复明显带动整体产品结构改善所致。费用率方面，销售费用和财务费用同比下降明显，前三季度销售/财务费用率分别为 14.2%、1.2%，分别下降 7.5 和 2.3pct。公司前三季度整体净利率为 5%，自去年以来不断修复回升。我们认为，公司通过改制已进入新的发展阶段，产品架构有望进一步完善，经营效率也将继续提升，后续反映到净利率水平上将仍有较大提升空间。

■**全面进入天洋时代，积极关注公司后续改制深化，看好公司改制红利释放。**天洋集团今年 7 月初入主成为公司控股股东后，对董事会进行高效改组，但基本保持了管理层的稳定，销售团队和经销商队伍也基本保持稳定，随后对产品、营销等方面进行积极调整，计划 11 月推出沱牌系列三大战略新品是近期公司在大众酒产品线方面的重要动作，预计未来公司将在继续聚焦白酒主业基础上深化改制，以释放公司经营活力和成长潜力。公司作为近年来改制最彻底的白酒企业，我们看好改制红利的释放。

■**投资建议：**我们调整公司 2016-18 年 EPS 为 0.27/0.54/0.94 元，维持买入-B 评级和 6 个月目标价 30 元，建议继续关注公司改制深化后的中线机会。

■**风险提示：**公司改制力度及进展低于预期影响业绩弹性。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,445.0	1,156.1	1,618.5	2,233.2	3,121.9
净利润	13.4	7.1	90.5	182.2	317.1
每股收益(元)	0.04	0.02	0.27	0.54	0.94
每股净资产(元)	6.66	6.66	6.79	7.06	7.53

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	601.6	1,130.0	89.0	44.2	25.4
市净率(倍)	3.6	3.6	3.5	3.4	3.2
净利润率	0.9%	0.6%	5.6%	8.2%	10.2%
净资产收益率	0.6%	0.3%	4.0%	7.7%	12.5%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.6%	1.1%	2.0%
ROIC	1.0%	0.6%	4.5%	6.2%	11.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-B**

维持评级

6 个月目标价： 30.00 元

股价（2016-10-26） 23.88 元

交易数据

总市值（百万元）	8,054.72
流通市值（百万元）	8,054.72
总股本（百万股）	337.30
流通股本（百万股）	337.30
12 个月价格区间	14.91/26.79 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.19	-5.68	71.91
绝对收益	15.75	-3.51	62.78

苏铖 分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001

sucheng@essence.com.cn

021-35082778

方振 报告联系人

fangzhen@essence.com.cn

021-35082373

相关报告

沱牌舍得：舍得系列带动收入增长，期待深化改制快速推进落实	2016-08-31
沱牌舍得：2 季度收入增速好于预期，盈利修复途中	2016-08-16
沱牌舍得：彻底改制落地，全方位改善可期	2016-07-04
沱牌舍得：行业复苏叠加改制红利，规模新高可期	2016-06-15

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

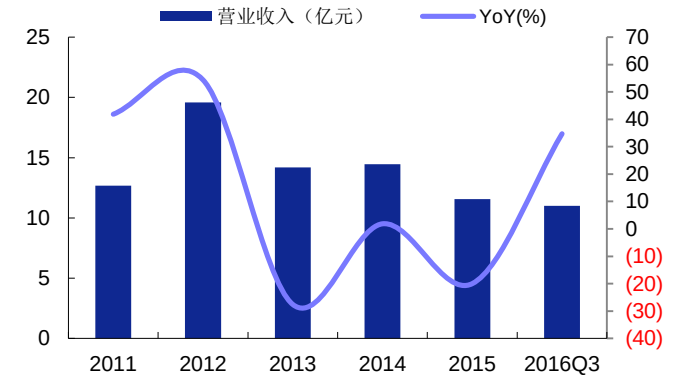
各项声明请参见报告尾页。

前三季度收入保持快速增长，收入增速在“小”酒中预计仍将居前

公司公布 2016 年三季报，前三季度实现营业收入 10.99 亿元，同比增长 34.7%，归属上市公司股东净利润 5481 万元，同比增长高达 1287%，EPS 为 0.16 元。

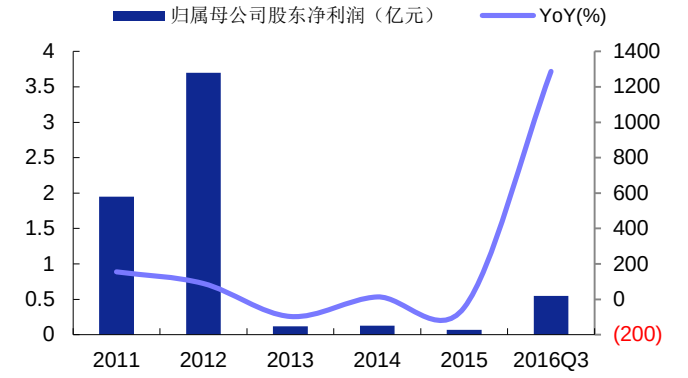
单 3 季度收入为 3.19 亿元，同比增长达 69.2%，净利润 3163 万元，同比增长 1231%，在去年同期低基数下均实现快速增长。

图 1：公司前三季度收入同比增长 34.7%



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：公司前三季度净利润 5481 万元，同比快速增长



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

营销环节快速补强，中高端舍得系列驱动收入快速增长

公司现任副董事长刘力在今年初起开始主管公司营销工作，营销改革力度明显加大，通过聚焦核心单品和优势市场、加强渠道管控、扩大销售队伍、完善销售人员激励机制等举措，将过去公司较为薄弱的营销环节快速补强。修补营销短板带来的效果也逐步显现，前三季度公司收入增速达 34.7%，单三季度收入增速达 69.2%，继续实现快速增长，增速在“小酒”中预计仍将保持居前。分产品来看，中高端舍得系列继续保持快速增长，结合草根调研判断，预计前三季度收入增速在 50%以上，对整体收入贡献较为明显。中低端沱牌曲酒系列受上半年开发产品清理等影响，目前增长恢复不及舍得系列，但公司已重新构思打造沱牌天曲、特曲和优曲三大战略新品，重塑品牌形象，清晰价格定位，计划于 11 月上市，有望成为后续新的快速增长点。

图 3：公司构思打造沱牌天曲、特曲和优曲三大战略新品，计划 11 月上市

资料来源：糖酒快讯、安信证券研究中心

表 1：公司战略打造沱牌天曲、特曲和优曲三大新品，抢占大众酒市场份额

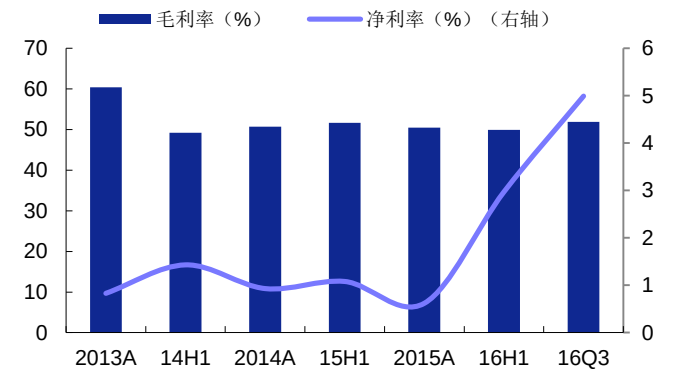
品类	价位	产品系列	产品定位
沱牌天曲	160 元左右	-	未来沱牌系列酒主力核心产品，充当形象代言
沱牌特曲	80-100 元	原浆版/柔和版/生态版	聚焦百元大众酒价格带
沱牌优曲	50-70 元	原浆版/柔和版/生态版	

资料来源：糖酒快讯、安信证券研究中心

毛利率继续稳步回升，盈利能力不断修复，后续仍有提升空间

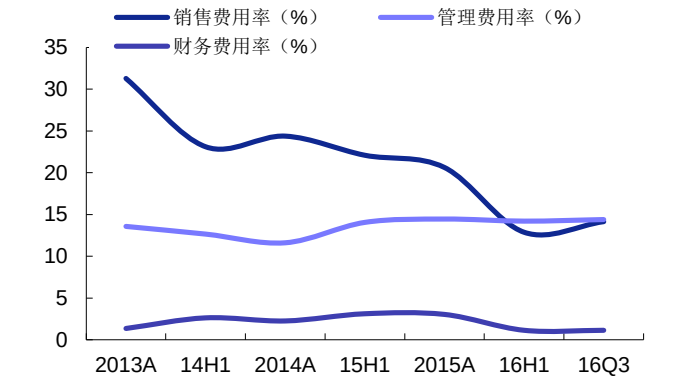
公司前三季度毛利率为 51.9%，同比下降 0.44pct，环比增加 2.01pct。单三季度毛利率为 56.81%，自去年 4 季度以来，毛利率逐季提升，主要系舍得系列恢复明显带动产品结构改善所致。费用率方面，销售费用和财务费用同比下降明显，前三季度销售/财务费用率分别为 14.2%、1.2%，分别下降 7.5 和 2.3pct。公司前三季度整体净利率为 5%，自去年以来不断修复回升。我们认为，公司通过改制已进入新的发展阶段，产品架构有望进一步完善，经营效率也将继续提升，后续反映到净利率水平上将仍有较大提升空间。

图 4：公司上半年净利率有所提升



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 5：公司上半年销售费用与财务费用率下降明显



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

全面进入天洋时代，积极关注公司后续改制深化和改革持续落地

天洋集团今年 7 月初入主成为公司控股股东后，对董事会进行高效改组，但基本保持了管理层以及销售队伍的稳定，经销商队伍也保持相对稳定，随后对产品、营销战略等方面进行积极调整，重新打造的沱牌三大战略新品计划 11 月推出，将是近期公司在大众酒产品线的重要动作，预计未来公司将在继续聚焦白酒主业基础上深化改制，期待后续改革持续落地，以释放公司经营活力和成长潜力。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,445.0	1,156.1	1,618.5	2,233.2	3,121.9
减:营业成本	713.0	573.0	800.9	1,097.8	1,501.2
营业税费	164.6	129.9	183.3	252.7	352.5
销售费用	352.3	238.5	222.4	262.5	309.7
管理费用	167.8	167.2	225.2	259.0	297.9
财务费用	32.7	35.3	52.7	63.5	103.4
资产减值损失	1.6	0.1	10.0	1.0	2.0
加:公允价值变动收益	0.1	0.0	67.1	22.4	-37.3
投资和汇兑收益	19.2	14.9	-7.0	9.0	5.7
营业利润	32.2	27.2	184.1	328.2	523.5
加:营业外净收支	2.9	5.6	-3.0	3.0	5.0
利润总额	35.0	32.8	181.1	331.2	528.5
减:所得税	21.7	25.6	90.5	149.0	211.4
净利润	13.4	7.1	90.5	182.2	317.1

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	285.8	307.9	129.5	178.7	249.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	57.2	45.3	81.5	93.6	161.8
应收票据	101.3	122.1	171.4	180.7	373.2
预付帐款	0.4	1.1	6.2	0.5	8.4
存货	2,061.3	2,117.9	3,221.5	3,487.0	5,687.1
其他流动资产	0.9	0.7	0.5	0.7	0.6
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	214.0	228.9	228.9	228.9	228.9
投资性房地产	76.1	76.2	76.2	76.2	76.2
固定资产	593.5	588.9	540.2	491.5	442.7
在建工程	93.9	87.1	87.1	87.1	87.1
无形资产	173.8	168.4	162.7	157.0	151.2
其他非流动资产	20.7	16.8	17.7	17.5	17.3
资产总额	3,678.8	3,761.3	4,723.4	4,999.3	7,484.4
短期债务	570.8	753.0	1,121.6	1,139.9	1,400.6
应付帐款	406.5	309.8	675.6	645.7	1,197.9
应付票据	54.9	70.8	81.7	123.5	175.1
其他流动负债	397.9	378.4	282.6	705.8	602.6
长期借款	-	-	269.2	-	1,564.0
其他非流动负债	3.2	3.5	3.1	3.3	3.3
负债总额	1,433.4	1,515.5	2,433.9	2,618.2	4,943.5
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	337.3	337.3	337.3	337.3	337.3
留存收益	1,908.2	1,908.5	1,952.3	2,043.7	2,203.6
股东权益	2,245.5	2,245.8	2,289.6	2,381.0	2,540.9

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	1.9%	-20.0%	40.0%	38.0%	39.8%
营业利润增长率	-33.1%	-15.6%	577.6%	78.3%	59.5%
净利润增长率	13.7%	-46.8%	1170.0%	101.2%	74.1%
EBITDA 增长率	-10.0%	-1.4%	149.2%	53.2%	52.7%
EBIT 增长率	-3.9%	-3.8%	279.0%	65.4%	60.1%
NOPLAT 增长率	54.3%	-45.2%	770.6%	82.0%	74.6%
投资资本增长率	2.1%	6.7%	33.0%	-6.0%	58.8%
净资产增长率	0.3%	0.0%	1.9%	4.0%	6.7%
利润率					
毛利率	50.7%	50.4%	50.5%	50.8%	51.9%
营业利润率	2.2%	2.3%	11.4%	14.7%	16.8%
净利润率	0.9%	0.6%	5.6%	8.2%	10.2%
EBITDA/营业收入	8.2%	10.1%	18.0%	20.0%	21.8%
EBIT/营业收入	4.5%	5.4%	14.6%	17.5%	20.1%
运营效率					
固定资产周转天数	152	184	126	83	54
流动营业资本周转天数	336	450	441	381	377
流动资产周转天数	594	794	690	609	601
应收帐款周转天数	12	16	14	14	15
存货周转天数	509	651	594	541	529
总资产周转天数	883	1,158	944	784	720
投资资本周转天数	601	785	674	541	486
投资回报率					
ROE	0.6%	0.3%	4.0%	7.7%	12.5%
ROA	0.4%	0.2%	1.9%	3.6%	4.2%
ROIC	1.0%	0.6%	4.5%	6.2%	11.6%
费用率					
销售费用率	24.4%	20.6%	13.7%	11.8%	9.9%
管理费用率	11.6%	14.5%	13.9%	11.6%	9.5%
财务费用率	2.3%	3.1%	3.3%	2.8%	3.3%
三费/营业收入	38.3%	38.1%	30.9%	26.2%	22.8%
偿债能力					
资产负债率	39.0%	40.3%	51.5%	52.4%	66.1%
负债权益比	63.8%	67.5%	106.3%	110.0%	194.6%
流动比率	1.75	1.72	1.67	1.51	1.92
速动比率	0.31	0.32	0.18	0.17	0.24
利息保障倍数	1.98	1.77	4.49	6.17	6.06
分红指标					
DPS(元)	0.02	0.01	0.14	0.27	0.47
分红比率	50.4%	47.3%	51.7%	49.8%	49.6%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.6%	1.1%	2.0%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	13.4	7.1	90.5	182.2	317.1
加:折旧和摊销	56.0	56.6	54.5	54.5	54.5
资产减值准备	1.6	0.1	-	-	-
公允价值变动损失	-0.1	-0.0	67.1	22.4	-37.3
财务费用	31.4	30.5	52.7	63.5	103.4
投资损失	-19.2	-14.9	7.0	-9.0	-5.7
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-259.1	27.0	-981.6	131.8	-1,930.6
经营活动产生现金流量	-148.0	120.8	-709.8	445.2	-1,498.6
投资活动产生现金流量	-44.8	-30.2	-7.0	9.0	5.7
融资活动产生现金流量	333.5	-68.4	538.3	-405.0	1,564.0

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.04	0.02	0.27	0.54	0.94
BVPS(元)	6.66	6.66	6.79	7.06	7.53
PE(X)	601.6	1,130.0	89.0	44.2	25.4
PB(X)	3.6	3.6	3.5	3.4	3.2
P/FCF	55.6	316.6	-61.6	57.7	35.3
P/S	5.6	7.0	5.0	3.6	2.6
EV/EBITDA	54.7	69.1	31.7	20.0	15.7
CAGR(%)	138.7%	254.3%	97.4%	138.7%	254.3%
PEG	4.3	4.4	0.9	0.3	0.1
ROIC/WACC	0.1	0.1	0.5	0.7	1.2
REP	23.9	52.0	5.5	4.1	1.7

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮　编： 200123

北京市

地　址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。