

2017年03月27日

公司研究

评级：增持（维持）

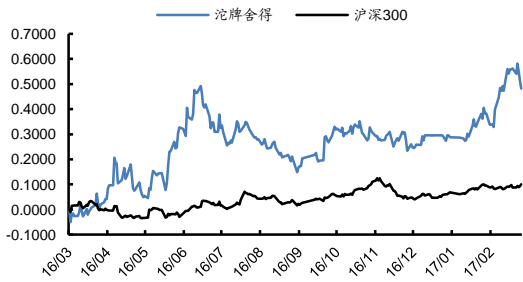
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn
021-68591576
联系人：管嘉琪 S0350116070031
guanjq@ghzq.com.cn

聚焦战略成效渐显，舍得有望维持高增长

——沱牌舍得（600702）调研简报

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
沱牌舍得	7.2	17.6	50.4
沪深 300	1.3	5.2	9.1

市场数据

2017/03/27

当前价格（元）	26.60
52 周价格区间（元）	16.95 - 28.65
总市值（百万）	8972.18
流通市值（百万）	8972.18
总股本（万股）	33730.00
流通股（万股）	33730.00
日均成交额（百万）	174.21
近一月换手（%）	76.93

相关报告

《沱牌舍得（600702）2017 年年报点评：中高端白酒实现快速增长，定增方案调整后进程有望加快》——2017-03-03

《沱牌舍得（600702）调研简报：渠道力和品牌力驱动业绩快速增长（增持）*食品饮料*刘金沪》——2012-12-11

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- **天洋入驻对公司进行多方面改革，公司业绩有望维持较快增长** 天洋入驻沱牌舍得后，多次表明要将白酒主业做大做强的决心。从其对公司进行的一系列改革情况来看，我们认为，其方向是正确的。产品方面，公司砍掉了产品规格，聚焦三大系列超级单品；人员方面，打破从内部晋升的传统，从外部招聘了许多优秀的人才，引进了更多活力；市场方面，过去公司人员遍布全国各地，现在公司将主要的人员、资源集中起来，投入到河南、河北、山东、四川等重点市场，在重点市场形成较强的消费氛围和示范效应。
- **2016 年，公司舍得系列实现销量 3055.85 千升，同比增长 60.72%。** 根据市场调研情况，我们预计一季度舍得销量增长在 30%—50%左右，2017 年，随着公司在重点市场的招商和渠道下沉的推进，舍得有望维持较快增长。沱牌方面，我们预计 2017 年公司仍将以新旧产品替代为主，预计整体营收将较为稳定。
- **净利率水平有望逐渐提升，进一步增强公司业绩弹性** 众所周知，白酒厂家的毛利率水平一般都比较低。2016 年，公司的毛利率为 64.18%，但是其净利率仅为 5.49%，远低于白酒行业平均水平。我们认为，主要原因在于公司营收规模尚小，加上目前公司处于加大市场投入的阶段，其销售费用和管理费用刚性较强，因此导致费用率水平较高。未来，随着公司营收持续增长，其费用率水平有望逐渐下降，加上公司产品结构持续优化带动毛利率提升，公司净利率水平有望持续提升。
- **募投项目均围绕白酒主业，有助于公司长期发展** 公司本次非公开发行项目涉及募投项目有三个，包括酿酒配套工程技改项目、营销体系建设和沱牌舍得文化体验中心。其中酿酒配套工程技改项目建成后，可新建年灌装能力在 5.67 万千升的自动化灌装线；营销体系建设可以加强公司对核心渠道的管理，将营销团队、营销组织和渠道客户融为一体。我们认为，公司募投项目均为围绕白酒主业的投入，有望增长公司白酒经营实力。
- **盈利预测和投资评级：维持公司“增持”评级** 我们认为，公司新控制人天洋对公司的一系列改革方向正确，未来有望促进公司营收维持较快增长；同时，随着公司营收规模提升，公司费用率水平也有望逐渐下降。我们预测 2017/18/19 年 EPS 分别为

0.49/0.83/1.21 元（暂未考虑增发对公司业绩及股本的影响），对应 2017/18/19 年 PE 为 54.80/32.17/21.93 倍，维持公司“增持”评级。

- **风险提示：**非公开发行实施进展不达预期，中高端白酒复苏不及预期，市场拓展不及预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1462	1976	2573	3229
增长率(%)	26%	35%	30%	26%
净利润（百万元）	80.2	164	279	409
增长率(%)	1025%	104%	70%	47%
摊薄每股收益（元）	0.24	0.49	0.83	1.21
ROE(%)	3.45%	6.41%	9.01%	10.13%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 沱牌舍得盈利预测表 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	600702.SH				股价:	26.60	投资评级:	增持	日期:	2017/03/27
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标					
ROE	3.45%	6.41%	9.01%	10.13%	EPS		0.24	0.49	0.83	1.21
毛利率	64%	67%	69%	70%	BVPS		6.89	7.58	9.18	11.98
期间费率	50%	48%	44%	41%	估值					
销售净利率	5%	8%	11%	13%	P/E		111.87	54.80	32.17	21.93
成长能力					P/B		3.86	3.51	2.90	2.22
收入增长率	26%	35%	30%	26%	P/S		6.14	4.54	3.49	2.78
利润增长率	1025%	104%	70%	47%						
营运能力					利润表 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.37	0.47	0.53	0.55	营业收入		1462	1976	2573	3229
应收账款周转率	12.46	15.02	12.46	12.46	营业成本		524	648	792	962
存货周转率	0.32	0.39	0.47	0.54	营业税金及附加		166	224	291	366
偿债能力					销售费用		318	405	502	581
资产负债率	41%	40%	36%	32%	管理费用		221	277	309	355
流动比	1.73	1.78	2.03	2.46	财务费用		21	41	34	21
速动比	0.40	0.45	0.70	1.13	其他费用/(-收入)		(32)	(10)	(10)	(10)
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润		181	371	635	934
现金及现金等价物	541	600	1086	1949	营业外净收支		3	4	4	4
应收款项	117	148	144	136	利润总额		184	375	639	937
存货净额	2175	2226	2321	2480	所得税费用		104	211	360	528
其他流动资产	2	2	3	4	净利润		80	164	279	409
流动资产合计	2836	2976	3554	4569	少数股东损益		0	0	0	0
固定资产	571	594	604	654	归属于母公司净利润		80	164	279	409
在建工程	68	168	218	218	现金流量表 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	164	164	148	131	经营活动现金流		230	122	181	229
长期股权投资	220	220	220	220	净利润		80	164	279	409
资产总计	3965	4228	4851	5899	少数股东权益		0	0	0	0
短期借款	836	836	836	836	折旧摊销		50	73	76	75
应付款项	309	319	353	377	公允价值变动		(0)	0	0	0
预收帐款	198	214	243	305	营运资金变动		101	(115)	(173)	(256)
其他流动负债	293	301	319	337	投资活动现金流		(39)	(123)	(61)	(50)
流动负债合计	1637	1670	1751	1855	资本支出		37	(123)	(61)	(50)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资		9	0	0	0
其他长期负债	3	3	3	3	其他		(85)	0	0	0
长期负债合计	3	3	3	3	筹资活动现金流		(133)	66	262	535
负债合计	1640	1673	1754	1858	债务融资		83	0	0	0
股本	337	337	337	337	权益融资		0	0	0	0
股东权益	2325	2555	3096	4041	其它		(216)	66	262	535
负债和股东权益总计	3965	4228	4851	5899	现金净增加额		59	65	383	714

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

管嘉琪，研究助理，上海财经大学硕士，2016年进入国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。