

2017年04月11日

沱牌舍得 (600702.SH)

## 创新营销模式，营销变革再提速

■事件：公司公告，因生产经营发展需要，拟出资5400万元设立2家全资子公司，其中四川吞之乎营销公司注册资本2800万元，四川陶醉营销公司注册资本2600万元。

■专门设立营销子公司，探索吞之乎和陶醉品牌营销新模式。吞之乎是公司超高端酱香品牌，陶醉系列为公司中端品牌，公司此次专门投资设立品牌营销子公司，意在针对吞之乎和陶醉2个品牌进行重新调整和培育，打造独立销售团队，探索营销新模式，后续计划推出新产品。以陶醉品牌为例，价格带在150-200元左右，在2011-12年运作良好，收入规模接近8000万元，具备一定市场基础和品牌力，2016年陶醉品牌收入为3648万元（收入占比仅3%），成立营销子公司后，有望在新产品推出、直营模式打造、电商渠道开拓等方面积极创新，为品牌注入新活力。

■品牌梳理有序进行，方向正确、执行力强。公司品牌定位上明确清晰，舍得目前打造成一流次高端单品，沱牌打造成大众名酒领导品牌；产品发展上明确打造大单品，价格带重新定位，未来即重点打造舍得大单品及沱牌天特优三大战略新品，针对吞之乎和陶醉品牌试点新模式、进行重新调整和培育，停止技协开发产品；营销上强化精细化管理，符合目前整个白酒行业大趋势，同时避免铺面过广，继续聚焦在核心市场做深做大，从营销人员考核到经销商开发，精细化和扁平化落到实处。

■业绩拐点明确，仍存三大预期差。公司改制彻底带来全方位改善，2016年业绩实现快速增长，2017年1季度预计继续保持较快增长，业绩拐点明确。公司对品牌定位、产品发展及营销等方面的经营方向正确，配合执行力提升，公司经营将呈现出与过去完全不同的发展态势。我们认为，公司在天洋操盘白酒、沱牌新品表现以及净利率提升等方面仍存预期差，重申中期坚定看好。

■投资建议：假设定增发股本6746万股，预计公司2017-19年摊薄后EPS分别为0.56/1.13/2.00元，给予公司买入-A评级和6个月目标价33.9元，对应2018年PE为30倍。股价催化剂：定增完成；中低档酒更替完成实现快速增长。

■风险提示：增发进度不确定性从而影响预期，新品销售不达预期拖累报表。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,156.1	1,461.6	2,157.9	2,967.1	4,042.1
净利润	7.1	80.2	227.3	458.7	810.8
每股收益(元)	0.02	0.24	0.56	1.13	2.00
每股净资产(元)	6.66	6.89	6.30	7.10	8.50
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	1,226.5	109.0	46.2	22.9	12.9
市净率(倍)	3.9	3.8	4.1	3.7	3.0
净利润率	0.6%	5.5%	10.5%	15.5%	20.1%
净资产收益率	0.3%	3.4%	8.9%	16.0%	23.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	1.3%	2.3%
ROIC	0.6%	3.4%	9.4%	17.1%	28.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

白酒

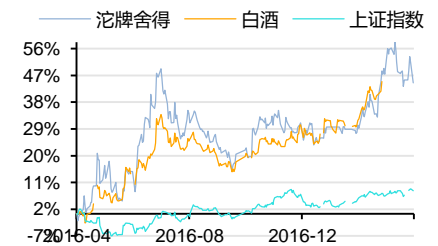
投资评级 买入-A  
调高评级

6个月目标价：33.90元  
股价(2017-04-10) 25.92元

### 交易数据

总市值(百万元)	8,742.82
流通市值(百万元)	8,742.82
总股本(百万股)	337.30
流通股本(百万股)	337.30
12个月价格区间	17.58/28.38元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-3.77	8.08	42.38
绝对收益	-2.0	11.48	51.91

苏斌

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：舍得系列强势恢复，调整方案继续推进	2017-03-03
沱牌舍得：沱牌舍得点评	2017-01-22
沱牌舍得：沱牌舍得：销售改善明显，继续大力度梳理产品线	2016-10-27
沱牌舍得：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：沱牌舍得：2季度收入增速好于预期，盈利修复途中	2016-08-16

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,156.1	1,461.6	2,157.9	2,967.1	4,042.1	成长性					
减:营业成本	573.0	523.9	717.9	934.0	1,241.5	营业收入增长率	-20.0%	26.4%	47.6%	37.5%	36.2%
营业税费	129.9	165.6	244.2	335.1	457.3	营业利润增长率	-15.6%	564.7%	153.4%	42.6%	67.2%
销售费用	238.5	318.1	463.7	602.8	753.5	净利润增长率	-46.8%	1025.1%	183.4%	101.8%	76.8%
管理费用	167.2	221.0	310.7	388.4	485.5	EBITDA 增长率	-1.4%	114.9%	108.6%	35.9%	62.4%
财务费用	35.3	21.0	16.0	9.2	14.5	EBIT 增长率	-3.8%	222.6%	135.0%	39.7%	67.1%
资产减值损失	0.1	22.3	10.0	1.0	2.0	NOPLAT 增长率	-45.2%	547.0%	169.1%	95.6%	76.6%
加:公允价值变动收益	0.0	-0.2	67.1	-44.7	7.5	投资资本增长率	6.7%	-2.9%	7.1%	5.2%	35.0%
投资和汇兑收益	14.9	-9.0	-5.0	0.3	-4.6	净资产增长率	0.0%	3.5%	9.7%	12.6%	19.8%
营业利润	27.2	180.5	457.6	652.3	1,090.7	利润率					
加:营业外净收支	5.6	3.2	-3.0	3.0	5.0	毛利率	50.4%	64.2%	66.7%	68.5%	69.3%
利润总额	32.8	183.7	454.6	655.3	1,095.7	营业利润率	2.3%	12.4%	21.2%	22.0%	27.0%
减:所得税	25.6	103.5	227.3	196.6	284.9	净利润率	0.6%	5.5%	10.5%	15.5%	20.1%
净利润	7.1	80.2	227.3	458.7	810.8	EBITDA/营业收入	10.1%	17.2%	24.3%	24.0%	28.6%
						EBIT/营业收入	5.4%	13.8%	21.9%	22.3%	27.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	184	143	92	61	41
						流动资产周转天数	450	372	268	221	217
						流动营业资本周转天数	794	669	498	413	401
						应收账款周转天数	16	13	14	14	14
						存货周转天数	651	529	399	346	338
						总资产周转天数	1,158	952	682	541	491
						投资资本周转天数	785	632	437	337	298
						投资回报率					
						ROE	0.3%	3.4%	8.9%	16.0%	23.6%
						ROA	0.2%	2.0%	5.4%	9.8%	12.8%
						ROIC	0.6%	3.4%	9.4%	17.1%	28.7%
						费用率					
						销售费用率	20.6%	21.8%	21.5%	20.3%	18.6%
						管理费用率	14.5%	15.1%	14.4%	13.1%	12.0%
						财务费用率	3.1%	1.4%	0.7%	0.3%	0.4%
						三费/营业收入	38.1%	38.3%	36.6%	33.7%	31.0%
						偿债能力					
						资产负债率	40.3%	41.4%	39.4%	38.9%	45.6%
						负债权益比	67.5%	70.5%	64.9%	63.7%	83.7%
						流动比率	1.72	1.73	1.89	2.01	2.04
						速动比率	0.32	0.40	0.32	0.32	0.33
						利息保障倍数	1.77	9.61	29.61	72.02	76.11
						分红指标					
						DPS(元)	0.01	-	0.17	0.34	0.60
						分红比率	47.3%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	1.3%	2.3%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	7.1	80.2	227.3	458.7	810.8	EPS(元)	0.02	0.24	0.56	1.13	2.00
加:折旧和摊销	56.6	49.5	50.2	50.2	50.2	BVPS(元)	6.66	6.89	6.30	7.10	8.50
资产减值准备	0.1	22.3	-	-	-	PE(X)	1,226.5	109.0	46.2	22.9	12.9
公允价值变动损失	-0.0	-0.2	67.1	-44.7	7.5	PB(X)	3.9	3.8	4.1	3.7	3.0
财务费用	30.5	20.4	16.0	9.2	14.5	P/FCF	343.7	36.7	-28.3	51.8	31.8
投资损失	-14.9	9.0	5.0	-0.3	4.6	P/S	7.6	6.0	4.9	3.5	2.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	69.1	31.2	20.3	14.7	9.4
营运资金的变动	27.0	105.4	-293.9	-146.8	-1,053.8	CAGR(%)	300.7%	116.2%	157.0%	300.7%	116.2%
经营活动产生现金流量	120.8	230.3	71.7	326.2	-166.3	PEG	4.1	0.9	0.3	0.1	0.1
投资活动产生现金流量	-30.2	-38.8	-5.0	0.3	-4.6	ROIC/WACC	0.1	0.3	0.9	1.7	2.8
融资活动产生现金流量	-68.4	41.9	-435.3	-261.8	256.9	REP	56.2	9.2	4.2	2.2	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 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