天风证券 TF SECURITIES

沱牌舍得（600702）

证券研究报告
2017 年 07 月 13 日

业绩增长搭载估值提升，理解沱牌舍得增长保障

市销率分析，公司估值尚处低位

水井坊和沱牌舍得市值、收入规模相近，产品类型均为次高端浓香型川酒。2015 年水井坊迎来业绩拐点，2016 年沱牌舍得紧随其后。沱牌和水井的增长路径非常之相似，但增长弹性有区别。因此，我们可以通过收入规模，去预测沱牌未来的市场空间。水井坊当前市销率（LYR）11.2 倍，沱牌舍得 PS 仅 6.58 倍，考虑增发 PS4.5-5 倍，在估值水平和水井仍有较大差距。我们认为这是还未被市场重视的巨大预期差！

营销模式转变，细节见水准

精细，提高销售费用实际效用。公司改变营销策略，取消费用打包，改为中央总控双月审批制，提高费用使用效率。精准，产品全生命周期精确管理。回购，给经销商信心。合作两年以上的经销商退出市场时，所有产品公司按进货价回收。终端为王，强调消费者体验。拆分以批发业务为主的省市平台商，扁平到以终端运作为主的县区经销商。体验，重点客户深度交互建立品牌形象。以文旅节，品鉴会，生态旅游的方式，邀请重点客户，深入了解体验沱牌舍得产品内核、品牌内涵。

产品战略和品质，细节见真章

简单、多次、重复、明了，单品战略，强化消费者认知。沱牌舍得改制之前，长期“重生产、轻营销”，导致产品面面俱到，包装五花八门，市场内耗严重。沱牌舍得果断舍弃掉食之无味的鸡肋产品，停掉了上千款产品，着力打造具有市场竞争力的核心单品，让产品和品牌建立强的认知关联。公司精于品质，从源头开始。沱牌之水源于涪江，为扩大泉水来源，耗资近千万元修建了四处泉眼，名为新沱泉。坚持纯粮酿造，于东北投资建立了无污染粮食基地，引进十万吨金属环保粮仓进行全过程绿色储存。

投资建议：
考虑到未来持续较快增速和次高端的空间，以及市销率角度考虑，公司与可比对象水井坊相比相对低估。我们认为这是还未被市场重视的巨大预期差！公司 17、18，19 年年营业收入达到 21.93、25.88 和 29.75 亿元。毛利率分别上升至 69%、71%，71%。净利率分别为 14%、17%和 18%，对应净利润 3.02、4.42 亿元和 5.30 亿；给予公司 18 年 30 倍市盈率。12 个月目标市值 131.7 亿元，考虑增发，30%空间，推荐买入。

风险提示：销售增长不达预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,156.14	1,461.58	2,192.37	2,587.00	2,975.05
增长率(%)	(19.99)	26.42	50.00	18.00	15.00
EBITDA(百万元)	116.83	251.06	766.71	900.38	1,049.86
净利润(百万元)	7.13	80.20	302.30	442.42	530.82
增长率(%)	(46.76)	1,025.11	276.94	46.35	19.98
EPS(元/股)	0.02	0.24	0.90	1.31	1.57
市盈率(P/E)	1,349.56	119.95	31.82	21.74	18.12
市净率(P/B)	4.28	4.14	3.85	3.48	3.11
市销率(P/S)	8.32	6.58	4.39	3.72	3.23
EV/EBITDA	69.14	31.17	13.09	11.12	9.24

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	28.52 元
目标价格	39 元
上次目标价	39 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	337.30
流通 A 股股本(百万股)	337.30
A 股总市值(百万元)	9,619.80
流通 A 股市值(百万元)	9,619.80
每股净资产(元)	7.02
资产负债率(%)	41.23
一年内最高/最低(元)	29.59/20.58

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《沱牌舍得-公司深度研究:民营活力与次高端行情共振，沱牌舍得跨越式发展》 2017-06-29

1. 相似的水井，更早的业绩拐点

水井坊和沱牌舍得市值、收入规模相近，产品类型均为次高端浓香型川酒。不同的是，水井坊从 2015 年开始，迎来营业收入和利润的拐点，2015A-2017Q1 营收同比增长分别为 134%、37%、32%。净利润同比增长 121%、155%、17%。沱牌舍得从 2016 年开始迎来业绩拐点，2016A-2017Q1 营业收入同比增长分别为 26%、0.04%，净利润同比增长 1000%、235%。

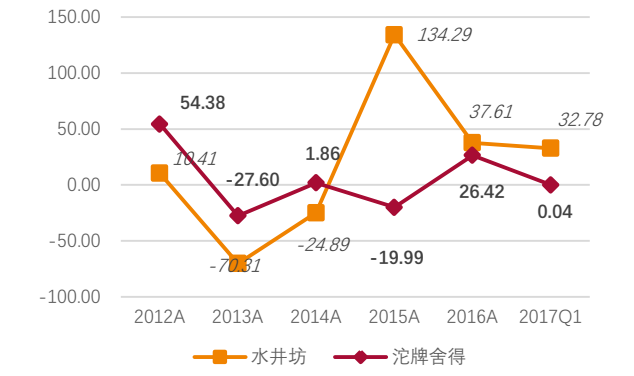
表 1：水井坊、沱牌舍得市值，营收，产品结构（2016 年）

证券简称	总市值（亿元）	营业收入（亿元）	中高档酒营收占比（公司年报标准）
水井坊	121.79	11.76	99%
沱牌舍得	89.05	14.62	85%

资料来源：Wind，天风证券研究所

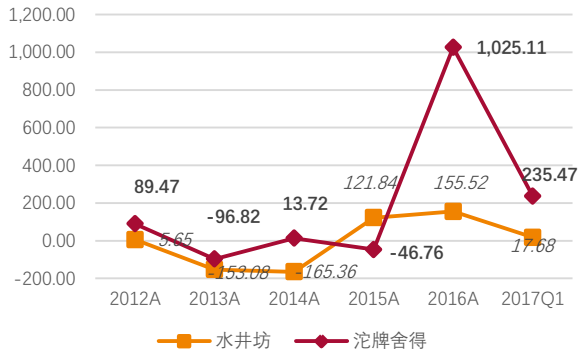
市销率分析，估值依然很低。水井坊 16 年净利润率为 19.1%，沱牌舍得 16 年净利润率为 5.48%，考虑到公司产品结构优化，聚焦高毛利单品，以及民营活力释放高企费用率空间，预计公司 17 年净利润率在 16-20%的区间内。沱牌和水井的增长路径非常之相似，但增长弹性有区别。因此，我们可以通过收入规模，去预测沱牌未来未来的市场空间。水井坊 16 年 PS11.2 倍，沱牌舍得 PS 仅 6.58 倍，考虑增发 PS4.5-5 倍.把沱牌舍得和水井坊未来增长考虑进来，17、18 年水井坊 PS 分别为 8.19、6.28 倍，沱牌舍得 PS 分别为 4.39、3.27 倍。沱牌舍得当前市销率和水井坊业绩充分放出来之后的水平相当。这说明在估值倍数上沱牌舍得和水井坊仍有较大差距。我们认为这是还未被市场重视的巨大预期差！

图 1：2012A-2017Q1 营业收入同比增速



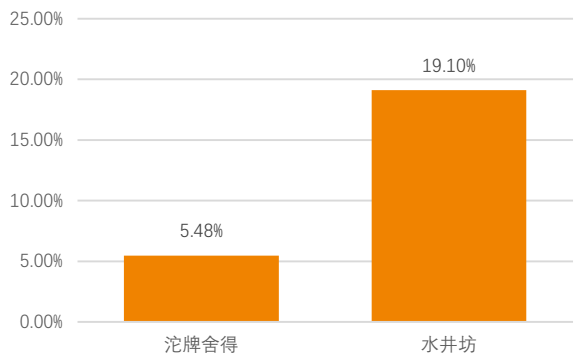
资料来源：wind,天风证券研究所

图 2：2012A-2017Q1 净利润同比增速



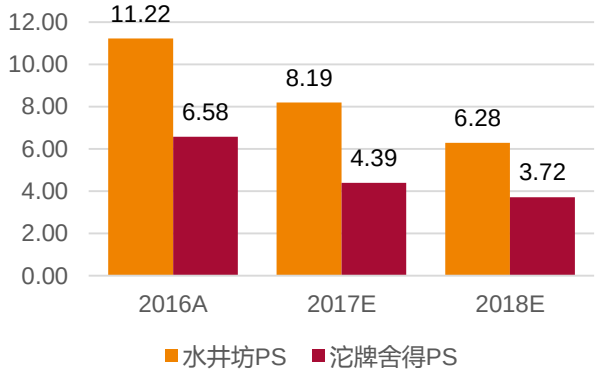
资料来源：wind,天风证券研究所

图 3：水井坊、沱牌 2016 年净利润率



资料来源：wind,天风证券研究所

图 4：水井坊、沱牌 16-18 年市销率比较



资料来源：wind,天风证券研究所（水井坊尚未覆盖，使用 WIND 一致预期数据）

2. 营销模式转变，细节见水准

2.1. 精细，提高销售费用实际效用

公司改变营销策略，取消费用打包，改为中央总控双月审批制，提高费用使用效率。精细化费用投放，对低价倾销扰乱市场秩序的经销商坚决取缔。使得经销商不能像以往粗放模式下，利用销售费用去补贴渠道利润降价销售。一方面稳定了终端产品的价格，据酒业新闻网调研数据显示，舍得酒零售价已经稳定，舍得酒在郑州、成都等地烟酒店的零售价一般在 468 元左右。另一方面稳定的价格保证了经销商的利润空间，经销商积极性提高。

精准，产品全生命周期精确管理。公司使用二维码追溯系统，实现每瓶酒都源头可查、去向可追、责任可究、信息可视化和大数据管理，保证产品从原材料供应、生产到流通过程的每一个环节都能实现监控和管理。

2.2. 回购，给经销商信心

一方面，厂家设立千万元市场整顿基金，对滞销产品，难以出售老系列产品、贴牌产品进行回购。另一方面公司对于合作满两年的经销商实行零风险合作模式。沱牌舍得和经销商联合制定商业计划书，合作两年以上的经销商退出市场时，所有产品公司按进货价回收。

2.3. 终端为王，强调消费者体验

拆分以批发业务为主的省市平台商，扁平到以终端运作为主的县区经销商。此举重在加强对终端店面的把控能力，拉近公司和消费者的距离，增强终端店面对客户的服务水平，提升客户消费购买体验。与此配套的，公司销售人员大幅增加，16 年销售人员 818 人，同比增加 53%，销售费用中职工薪酬同比增加 100.5%。通过实实在在的人员投入，销售人员薪酬激励增加，提高对终端店面的服务水平。

体验，重点客户深度交互建立品牌形象。以文旅节，品鉴会，生态旅游的方式，邀请重点客户，深入了解体验沱牌舍得产品内核、品牌内涵。公司今年以来，先后全方位参与第十届遂宁观音文化旅游节，承办品味舍得文化·遂宁美食品鉴发布会。组织生态旅游，组织客户参观体验舍得·宋瓷博物馆之酒与瓷器文化活动。在北京举行的“吞之乎·舍得 15+超高端名酒品鉴会”展现品牌硬实力。

图 5：第十届遂宁观音文化旅游节

图 6：吞之乎·舍得 15+名酒品鉴会

资料来源：公司官网,天风证券研究所

资料来源：公司官网,天风证券研究所

3. 产品战略和品质，细节见真章

3.1. 简单、多次、重复、明了，单品战略，强化消费者认知

沱牌舍得改制之前，长期“重生产、轻营销”，导致产品面面俱到，包装五花八门，市场内耗严重。对此，沱牌舍得果断舍弃掉食之无味的鸡肋产品，停掉了上千款产品，着力打造具有市场竞争力的核心单品，让产品和品牌建立强的认知关联。让消费者想到沱牌舍得就是能联系上具体的产品，就如茅台的普茅，五粮液的普五，而非一大串印象模糊的系列酒。今年春季糖酒会，众多酒企品牌的展厅，观展商进入后看产品、看画册，一路下来时间花费了很多但产品并没看全。而在沱牌舍得的展厅，品种不多，一目了然。

图 7：沱牌系列

资料来源：公司官网,天风证券研究所

图 8：舍得酒

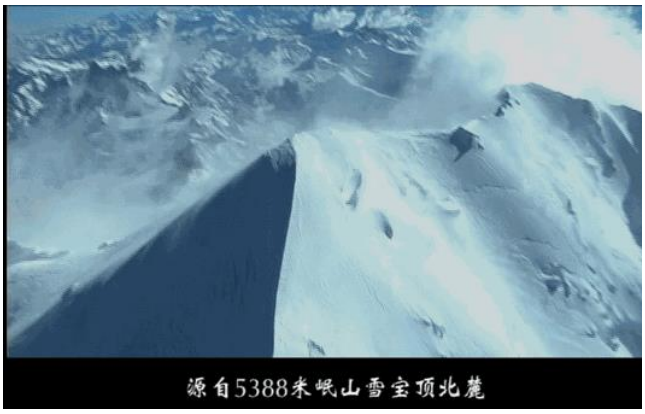
资料来源：公司官网,天风证券研究所

3.2. 精于品质，从源头开始

提高产能的过程不忽略对水质的保障，彰显了公司精于品质的态度。曲为酒之骨，水为酒之血，水质是酒品质的重要指标。一方面，沱牌舍得地处四川省射洪县沱牌镇，自然环境优良，沱泉水系是古河道裂隙承压，经植物质矿化层与砂砾渗透上涌水，为天然优质饮用泉水，水质方面具备先天优势。另一方面，公司注重视水源品质，为提取足够高品质的泉水，公司耗资近千万对古沱泉地质结构进行勘查，修建四处新泉眼。并在多次投资技改项目过程中，分别实施 2.5 万吨净水工程、2 万吨供水技改工程等项目，提高产能的过程不忽略对水质的保障，彰显了公司精于品质的态度。

图 9：沱泉水之源雪宝顶北麓

图 10：新沱泉



资料来源：公司官网,天风证券研究所

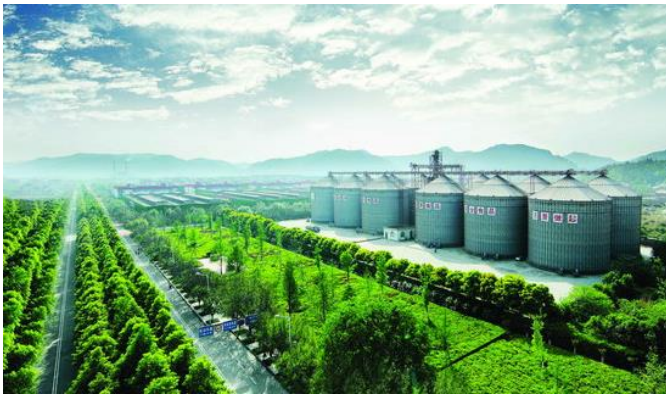
资料来源：公司官网,天风证券研究所

上游延伸把控粮食品质，坚持纯粮酿造。“粮香”是纯粮固态发酵白酒的重要特征之一，采用纯正的粮食为原料，经固态糖化、固态发酵、固态蒸馏后贮存、勾兑生产出的优质白酒，味道香醇。舍得酒坚持纯粮酿造，在东北建立了无污染粮食基地，并引进美国 GSI 公司粮食低温贮存系统——十万吨金属环保粮仓进行全过程绿色储存。水和粮食是酿酒原材料中的核心主体，从原材料开始，一丝不苟坚持高品质，是制造出好产品的基础。

图 11：十万吨金属环保粮仓

资料来源：公司官网,天风证券研究所

图 12：粮食低温贮存系统



资料来源：公司官网,天风证券研究所

4. 投资建议

考虑到未来持续较快增速和次高端的空间，以及可比对象水井坊当前市销率（LYR）11.2 倍，沱牌舍得 PS 仅 6.58 倍（考虑增发 PS4.5-5 倍），估值水平仍有较大差距。我们认为这是还未被市场重视的巨大预期差！

公司 17、18，19 年年营业收入达到 21.93、25.88 和 29.75 亿元。毛利率分别上升至 69%、71%，71%。净利率分别为 14%、17%和 18%，对应净利润 3.02、4.42 亿元和 5.30 亿；给予公司 18 年 30 倍市盈率。12 个月目标市值 131.7 亿元，考虑增发，30%空间，推荐买入。

5. 风险提示

销售增长不达预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	307.95	541.27	175.39	206.96	238.00
应收账款	45.28	59.96	107.33	30.29	39.38
预付账款	1.06	1.06	1.94	0.83	2.66
存货	2,117.86	2,175.20	2,632.58	3,009.71	3,170.61
其他	122.80	58.11	246.22	146.92	263.45
流动资产合计	**2,594.95**	**2,835.59**	**3,163.46**	**3,394.72**	**3,714.11**
长期股权投资	228.91	219.91	219.91	219.91	219.91
固定资产	588.90	570.79	595.47	626.05	647.17
在建工程	87.13	68.01	76.81	94.08	86.45
无形资产	168.45	163.98	158.40	152.81	147.23
其他	92.98	106.81	98.83	95.53	94.08
非流动资产合计	**1,166.37**	**1,129.51**	**1,149.42**	**1,188.39**	**1,194.85**
资产总计	**3,761.32**	**3,965.10**	**4,312.88**	**4,583.10**	**4,908.96**
短期借款	753.00	836.00	685.71	690.71	407.75
应付账款	309.80	351.53	473.79	458.20	611.35
其他	449.19	448.98	651.38	667.11	792.00
流动负债合计	**1,511.99**	**1,636.51**	**1,810.88**	**1,816.02**	**1,811.09**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.50	3.27	3.34	3.37	3.32
非流动负债合计	**3.50**	**3.27**	**3.34**	**3.37**	**3.32**
负债合计	**1,515.49**	**1,639.78**	**1,814.22**	**1,819.39**	**1,814.42**
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	337.30	337.30	337.30	337.30	337.30
资本公积	799.31	801.97	801.97	801.97	801.97
留存收益	1,908.53	1,988.02	2,161.36	2,426.42	2,757.24
其他	(799.31)	(801.97)	(801.97)	(801.97)	(801.97)
股东权益合计	**2,245.83**	**2,325.32**	**2,498.66**	**2,763.72**	**3,094.54**
负债和股东权益总	**3,761.32**	**3,965.10**	**4,312.88**	**4,583.10**	**4,908.96**

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	7.13	80.20	302.30	442.42	530.82
折旧摊销	56.65	49.54	37.88	41.19	44.17
财务费用	30.55	20.45	29.67	28.65	26.43
投资损失	(14.93)	9.00	(8.37)	(8.37)	(8.37)
营运资金变动	27.00	105.44	(367.80)	(199.01)	(11.11)
其它	14.41	(34.34)	1.00	(0.67)	0.11
经营活动现金流	**120.81**	**230.29**	**(5.32)**	**304.21**	**582.06**
资本支出	51.96	8.55	59.93	79.97	50.04
长期投资	14.93	(9.00)	0.00	0.00	0.00
其他	(97.09)	(38.38)	(111.56)	(151.60)	(91.67)
投资活动现金流	**(30.20)**	**(38.83)**	**(51.63)**	**(71.63)**	**(41.63)**
债权融资	753.00	836.00	685.71	690.71	407.75
股权融资	(35.29)	(18.29)	(29.66)	(28.63)	(26.41)
其他	(786.13)	(775.86)	(964.98)	(863.08)	(890.72)
筹资活动现金流	**(68.43)**	**41.86**	**(308.93)**	**(201.01)**	**(509.38)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**22.19**	**233.32**	**(365.88)**	**31.57**	**31.04**

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**1,156.14**	**1,461.58**	**2,192.37**	**2,587.00**	**2,975.05**
营业成本	573.02	523.87	679.64	750.23	862.76
营业税金及附加	129.85	165.58	248.13	292.15	336.57
营业费用	238.46	318.06	383.67	455.31	535.51
管理费用	167.16	221.00	153.47	232.83	238.00
财务费用	35.31	20.97	21.00	28.65	26.43
资产减值损失	0.15	22.32	8.02	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.04	(0.24)	1.00	(0.67)	0.11
投资净收益	14.93	(9.00)	8.37	8.37	8.37
其他	(29.94)	18.47	(10.07)	(15.41)	(16.97)
营业利润	**27.16**	**180.55**	**699.15**	**830.54**	**979.25**
营业外收入	6.20	6.68	5.56	6.15	6.13
营业外支出	0.61	3.52	1.69	1.94	2.39
利润总额	**32.75**	**183.71**	**703.03**	**834.75**	**983.00**
所得税	25.62	103.51	400.73	392.33	452.18
净利润	**7.13**	**80.20**	**302.30**	**442.42**	**530.82**
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	**7.13**	**80.20**	**302.30**	**442.42**	**530.82**
每股收益（元）	0.02	0.24	0.90	1.31	1.57

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-19.99%	26.42%	50.00%	18.00%	15.00%
营业利润	-15.59%	564.71%	287.24%	18.79%	17.91%
归属于母公司净利润	-46.76%	1025.11%	276.94%	46.35%	19.98%
获利能力					
毛利率	50.44%	64.16%	69.00%	71.00%	71.00%
净利率	0.62%	5.49%	13.79%	17.10%	17.84%
ROE	0.32%	3.45%	12.10%	16.01%	17.15%
ROIC	0.56%	3.38%	12.40%	15.60%	17.20%
偿债能力					
资产负债率	40.29%	41.36%	42.07%	39.70%	36.96%
净负债率	25.68%	19.55%	10.51%	34.49%	29.79%
流动比率	1.72	1.73	1.75	1.87	2.05
速动比率	0.32	0.40	0.29	0.21	0.30
营运能力					
应收账款周转率	22.57	27.78	26.21	37.60	85.40
存货周转率	0.55	0.68	0.91	0.92	0.96
总资产周转率	0.31	0.38	0.53	0.58	0.63
每股指标（元）					
每股收益	0.02	0.24	0.90	1.31	1.57
每股经营现金流	0.36	0.68	-0.02	0.90	1.73
每股净资产	6.66	6.89	7.41	8.19	9.17
估值比率					
市盈率	1,349.56	119.95	31.82	21.74	18.12
市净率	4.28	4.14	3.85	3.48	3.11
EV/EBITDA	69.14	31.17	13.09	11.12	9.24
EV/EBIT	129.30	38.83	13.78	11.65	9.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 10 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-50165671	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com