

600702 沱牌舍得 (600702)

证券研究报告
2017年07月20日

希望就在前方，继续坚定推荐

高端白酒优势明显，沱牌发展空间巨大

白酒行业分化明显，300元以上与300元以下增长截然不同。300元以上的总体样本平均收入增速在25%以上；300元以下公司整体样本收入增速低于10%。沱牌位列300以上的样本其中，公司内部500元以上舍得增长很快，目前比例已经达到75-80%，预计今年舍得较去年增长130-150%，达到16亿元以上。

从国有到民营，释放巨大活力

沱牌原来是典型的老国企，从国有到民营的机制改革是最好的优化手段。公司的财务，管理和营销存在较大的改善空间，利润释放空间更大，公司目前处于管理提升阶段，波动在所难免。从去年收入利润都整体偏低到今年收入正常，逐步解决报表正常化问题，虽然基于谨慎性考虑，进行了大额的费用计提，但也能基本看出趋势。

短期调节不影响主业，实际利润超预期

基于聚焦主业、高端占比的提高以及渠道铺货的扁平化，加上从经销商处的调研，我们认为基本面继续向好，白酒收入预计上半年超过10亿元，测算预计利润率15%左右。预计较去年业绩实际增长近500%，收入较去年增长50%以上（16年6.5亿元白酒收入）。17日晚上出公告，为了减轻负担，更好的实施改造和管理，计提了一笔内部退养金。而20日的业绩预告显示上半年预计净利润5500万元-6500万元，同比增长137%-180%。

投资建议：坚定信心，继续强烈推荐

由于计提退养福利，我们下调17年的业绩至2.3亿元（原3亿元），基于对实际白酒业绩超预期的判断，上调18-19年利润至4.6和6.5亿元（原来4.42和5.3亿元）。预计17-19年白酒收入为21.9、25.6和32.5亿元。考虑到公司未来三年复合增速超过50%，6个月考虑增发34%空间，长期看好。

风险提示：销售增长不达预期，战略实施不达预期

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	25.74元
目标价格	41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)	8,682.10
流通A股市值(百万元)	8,682.10
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

- 《沱牌舍得-公司研究简报:业绩增长搭载估值提升,理解沱牌舍得增长保障》 2017-07-14
- 《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

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	2,560.69	3,250.80
增长率(%)	(19.99)	26.42	50.00	16.80	26.95
EBITDA(百万元)	116.83	251.06	597.89	887.13	1,071.48
净利润(百万元)	7.13	80.20	229.71	460.04	653.00
增长率(%)	(46.76)	1,025.11	186.43	100.27	41.94
EPS(元/股)	0.02	0.24	0.68	1.36	1.94
市盈率(P/E)	1,199.08	106.57	37.21	18.58	13.09
市净率(P/B)	3.81	3.68	3.48	3.13	2.72
市销率(P/S)	7.39	5.85	3.90	3.34	2.63
EV/EBITDA	69.14	31.17	15.07	10.07	8.79

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 行业层面：高端白酒优势明显，沱牌发展空间巨大	3
2. 公司层面：从国有到民营，释放巨大活力	4
3. 业绩层面：短期调节不影响主业，利润率上升	4
4. 盈利预测与估值	4

图表目录

图 1：300 元以上与 300 元以下白酒销售额平均增长率对比	3
图 2：主要白酒公司核心产品销售额增长率对比	3

7月17日，沱牌舍得跌停，冷静思考后我们从行业，公司和报表三个维度来分析沱牌的价值。我们的结论是行业继续向好，公司内部继续改善，没有理由不看好，在此重申我们的观点。同时我们也看到，公司目前处理管理提升阶段，波动比较难免，这也是我们需要反思和注意的，传统企业的改造是一个比较长的过程。但是巨大的空间是值得我们坚守的。在对趋势和方向看清的同时，更要注意节奏和映射关系。

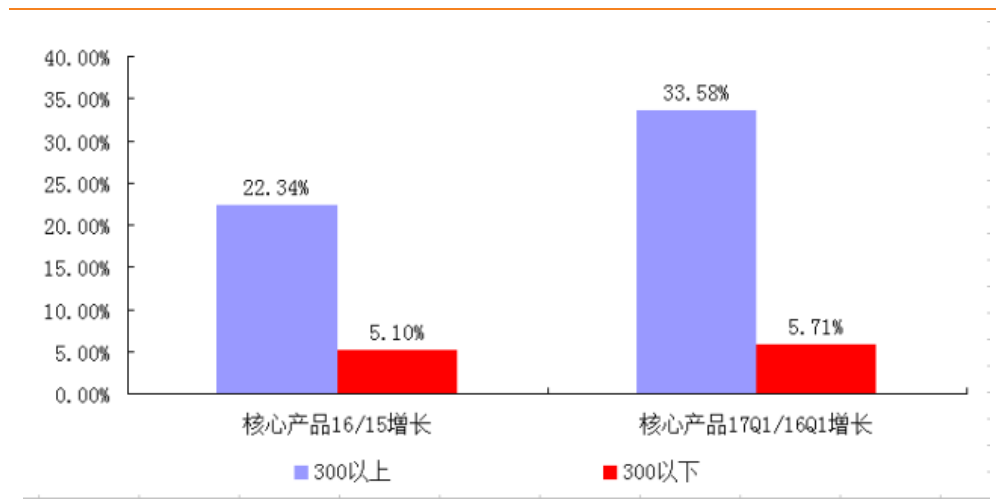
1. 行业层面：高端白酒优势明显，沱牌发展空间巨大

从过去2年持续的追踪看：白酒行业分化明显，300元以上与300元以下增长截然不同。300以上的总体样本平均收入增速在25%以上，呈现加速趋势，其中不少公司营销并未改善，依然获得较快增长；300以下公司整体样本收入增速低于10%，未有出现加速趋势，具有超强营销运营能力公司也没有获得较行业更高增长。

我们选择300元作为区分线的原因在于300元以下产品数量众多，企业如果降价到这个价格，性价比优势也很难区分，是白酒性价比曲线的边界。供给侧改革趋势，300元以上参与者大幅减少，从11年的50家变为现在的8-10家，留下来的公司都在300-1000价格带上最有性价比的公司，具有持续优势。而300元以下参与者大幅增加（原来在300元以上的很多性价比不高的公司加入这个阵营），竞争激烈，市场没有扩大，传统优势公司靠营销和资源的优势被弱化。预计未来几年竞争更激烈，尽量回避这类公司。

沱牌位列300以上的样本其中，其500左右的产品性价比很高（过去10年在舍得上品牌投入力度很大）。公司内部舍得增长很快，目前比例已经达到75-80%，低端的沱牌不到20%。预计今年舍得较去年增长130-150%，达到16亿元以上。

图 1：300 元以上与 300 元以下白酒销售额平均增长率对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：主要白酒公司核心产品销售额增长率对比

		核心产品16/15增长	核心产品17Q1/16Q1增长	核心产品价格
300元以上白酒	茅台	20.05%	30.72%	1299
	五粮液	13.31%	15.20%	899
	梦之蓝	20%	45%	500
	汾酒	6.69%	48.21%	338
	老窖	20.34%	20.33%	899
	剑南春	30%	32%	355
	郎酒	25%	28%	338
	沱牌	28%	50%	418
	水井	37.60%	32.80%	349
	平均值	22.34%	33.58%	
50-300元白酒	酒鬼酒	8.91%	8.63%	239
	海之蓝	4%	6%	150
	古井贡	14.50%	17.80%	158
	老白干	4.38%	2.65%	120
	青青稞	8.98%	4.04%	220
	金种子	-17%	-27%	89
	迎驾贡酒	3.81%	4.42%	90
	今世缘	5.73%	20.33%	138
	口子窖	9.50%	16.30%	150
	金徽酒	8.02%	3.89%	50
	平均值	5.10%	5.71%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 公司层面：从国有到民营，释放巨大活力

沱牌原来是典型的老国企，可优化的点较多，从国有到民营的机制改革是最好的优化手段。

白酒行业中，沱牌与水井坊最为类似，但是沱牌收入规模较大，在占据发挥发展空间的同时，公司的财务，管理和营销也存在很大的改善空间，利润释放空间更足。公司目前处于管理提升阶段，波动在所难免，这也是我们需要反思和注意的，传统企业的改造是一个比较长的过程。从去年收入利润都整体偏低到今年收入正常，逐步解决报表正常化问题，虽然公司出于谨慎性考虑进行了大额的费用计提，但也能基本看出趋势。更重要的是公司的核心的高端产品增长非常快，符合聚焦品类聚焦区域的小酒龙头发展思路。

3. 业绩层面：短期调节不影响主业，利润率上升

基于聚焦主业、高端占比的提高以及渠道铺货的扁平化，加上从经销商处的调研，我们认为基本面继续向好，白酒收入预计上半年超过 10 亿元（80%以上毛利率的舍得占比 75%以上），不考虑内退福利实际预计利润率 15%左右。预计较去年业绩实际增长近 500%，收入较去年增长 50%以上（16 年 6.5 亿元白酒收入）。

17 日晚公司出了一个公告，计提了一笔内部退养金，金额在 0.8988 亿元，属于一次性费用，不属于公司的日常支出，只是为了减轻负担，更好的实施改造和管理。

近日业绩预告显示公司上半年预计净利润 5500 万元-6500 万元，同比增长 137%-180%。若加上计提的福利金额则上半年净利润为 1.45 元-1.55 亿元，净利率较 16 年全年和 17 年一季度显著提升。

4. 盈利预测与估值

由于计提退养福利，我们下调 17 年的业绩至 2.3 亿元（原 3 亿元），基于对实际白酒业绩超预期的判断，基于上半年白酒利润率超预期以及实际销售情况，上调 18-19 年利润至 4.6 和 6.5 亿元（原来 4.42 和 5.3 亿元）。预计 17-19 年白酒收入为 21.9,25.6 和 32.5 亿元。考虑到公司未来三年复合增速超过 50%，6 个月考虑增发 34%空间，长期看好。

17 日调整后，我们依旧看好次高端的份额提升过程和沱牌的巨大弹性，长期看好，维持“买

入”评级

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	204.86	260.06
应收账款	45.28	59.96	107.33	29.99	46.15
预付账款	1.06	1.06	1.94	0.80	3.30
存货	2,117.86	2,175.20	2,632.58	2,952.33	4,313.14
其他	122.80	58.11	246.22	142.93	305.34
流动资产合计	2,594.95	2,835.59	3,163.46	3,330.91	4,927.99
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	4,519.30	6,122.83
短期借款	753.00	836.00	727.33	679.26	1,170.59
应付账款	309.80	351.53	473.79	448.73	808.62
其他	449.19	448.98	651.38	655.30	945.96
流动负债合计	1,511.99	1,636.51	1,852.51	1,783.28	2,925.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	54.72
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	58.04
负债合计	1,515.49	1,639.78	1,855.84	1,786.65	2,983.21
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	2,119.74	2,395.36	2,802.33
其他	(799.31)	(801.97)	(801.97)	(801.97)	(801.97)
股东权益合计	2,245.83	2,325.32	2,457.04	2,732.66	3,139.63
负债和股东权益总	3,761.32	3,965.10	4,312.88	4,519.30	6,122.83

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	7.13	80.20	229.71	460.04	653.00
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)	(158.60)	(892.10)
其它	14.41	(34.34)	1.00	(0.67)	0.11
经营活动现金流	120.81	230.29	(77.91)	362.24	(176.75)
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	727.33	679.26	1,225.31
股权融资	(35.29)	(18.29)	(29.66)	(28.63)	(26.41)
其他	(786.13)	(775.86)	(934.02)	(911.77)	(925.31)
筹资活动现金流	(68.43)	41.86	(236.34)	(261.15)	273.59
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)	29.47	55.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,156.14	1,461.58	2,192.37	2,560.69	3,250.80
营业成本	573.02	523.87	679.64	742.60	1,014.25
营业税金及附加	129.85	165.58	248.13	288.59	367.52
营业费用	238.46	318.06	377.09	455.80	585.14
管理费用	167.16	221.00	328.86	230.46	260.06
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	530.34	817.29	1,000.87
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	534.21	821.50	1,004.62
所得税	25.62	103.51	304.50	361.46	351.62
净利润	7.13	80.20	229.71	460.04	653.00
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	229.71	460.04	653.00
每股收益(元)	0.02	0.24	0.68	1.36	1.94

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%	16.80%	26.95%
营业利润	-15.59%	564.71%	193.74%	54.11%	22.46%
归属于母公司净利润	-46.76%	1025.11%	186.43%	100.27%	41.94%
获利能力					
毛利率	50.44%	64.16%	69.00%	71.00%	68.80%
净利率	0.62%	5.49%	10.48%	17.97%	20.09%
ROE	0.32%	3.45%	9.35%	16.83%	20.80%
ROIC	0.56%	3.38%	9.53%	16.23%	21.42%
偿债能力					
资产负债率	40.29%	41.36%	43.03%	39.53%	48.72%
净负债率	25.68%	19.55%	10.68%	34.88%	28.75%
流动比率	1.72	1.73	1.71	1.87	1.68
速动比率	0.32	0.40	0.29	0.21	0.21
营运能力					
应收账款周转率	22.57	27.78	26.21	37.30	85.40
存货周转率	0.55	0.68	0.91	0.92	0.89
总资产周转率	0.31	0.38	0.53	0.58	0.61
每股指标(元)					
每股收益	0.02	0.24	0.68	1.36	1.94
每股经营现金流	0.36	0.68	-0.23	1.07	-0.52
每股净资产	6.66	6.89	7.28	8.10	9.31
估值比率					
市盈率	1,199.08	106.57	37.21	18.58	13.09
市净率	3.81	3.68	3.48	3.13	2.72
EV/EBITDA	69.14	31.17	15.07	10.07	8.79
EV/EBIT	129.30	38.83	16.09	10.56	9.17

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 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 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)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com