

2017年08月24日

公司研究

评级：增持（维持）

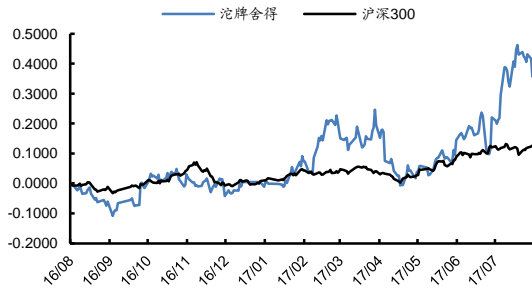
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn  
证券分析师：陈鹏 S0350517070001  
0755-83702462 chenp02@ghzq.com.cn  
联系人：邓安迪  
13817725424 dengad@ghzq.com.cn

## 产品结构优化，舍得快速增长

### ——沱牌舍得（600702）中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
沱牌舍得	11.8	31.3	36.7
沪深300	0.3	9.7	12.8

市场数据

2017-08-23

当前价格（元）	31.47
52周价格区间（元）	20.52 - 35.05
总市值（百万）	10614.83
流通市值（百万）	10614.83
总股本（万股）	33730.00
流通股（万股）	33730.00
日均成交额（百万）	167.23
近一月换手（%）	65.44

相关报告

- 《沱牌舍得（600702）调研简报：聚焦战略成效渐显，舍得有望维持高增长》——2017-03-27
- 《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

事件：

沱牌舍得发布中报，2017年上半年实现营业收入8.79亿元，同比增长12.72%，实现归属于上市公司股东的净利润6233.72万元，同比增长169%，业绩符合预期。

投资要点：

- **白酒增长分化：**公司白酒有舍得和沱牌两大品牌，舍得聚焦高端，沱牌主打中低端，天洋入主后制定了聚焦高端舍得系列、缩减低端品类、打造大单品的战略。上半年白酒板块收入7.77亿，同比增长17.97%，中高档酒实现收入6.93亿，同比增长25.67%，低档酒8473.96万元，同比下滑21.39%，分化比较明显，主要是公司着力营销改革创新，聚焦重点市场，大力推广精细化营销，提升营销管理和服务水平，中高端酒增长较好。分区域来看，优势区域郑州、山东、川渝保持较好增长，增速分别达到73.95%、43.13%、97.56%，基数较低的东北区域增长88.92%，传统市场京津冀销售区增长25.33%。
- **净利润大幅增长：**公司上半年净利润同比大增169%，主要是中高档酒占比提升，带动毛利率大幅上升。2017Q2单季度实现净利润0.21亿元，同比增长95.38%，低基数下实现高增长，考虑Q2一次性计提近9千万元的内退福利费，实际利润远好于报表利润。上半年公司出售子公司四川太平洋药业，作价1.42亿元，股权转让已在7月交割完成，投资收益可部分弥补二季度内退福利费用。
- **大力推进改革：**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，因此进行了一系列的改革。产品方面：梳理精简产品品类，全面停止客户定制产品，逐步淘汰沱牌系列老产品，开发沱牌天曲、沱牌特曲、沱牌优曲、沱牌大曲和柳浪春全新沱牌产品，增强沱牌品牌张力，产品结构优化调整后舍得聚焦高端、沱牌主打大众白酒市场的定位更加明确，舍得系列产品销售大幅增加。渠道方面：公司着手扁平化招商布局，强化对市场的掌控力，通过销售团队与经销商的协作推进渠道在重点区域市场的下沉，并给予一线销售人员更多的正向激励。我们认为，天洋入主后公司机制更加灵活，积极进行产品梳理和渠道变革，随着舍得渠道调整到位，沱牌

已发行股份的 1%。

新品大单品战略逐步清晰，大规模招商效果预计将在下半年体现。

- **毛利率大幅提升：**上半年销售毛利率 73.53%，同比上升 23.63 个百分点，主要是公司产品结构调整优化，中高档产品占比上升。上半年期间费用率 47.51%，同比上升 19.27 个百分点，其中销售费用率上升 13.31 个百分点，主要是加大新产品市场开发投入，销售人员的工资、差旅费和销售区广告费用等增加；管理费用率同比上升 7.08 个百分点，主要是计提内部退养员工应支付的内退福利按照准则规定一次性计入费用。上半年销售净利率 7.09%，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，目前处于加大市场投入的阶段，销售费用和管理费用投入较为刚性，导致费用率水平较高。随着公司转为民营，机制更加灵活，营收持续增长，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。
- **投资建议：**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.64 元、0.96 元、1.25 元，对应当前股价 PE 分别为 49X、33X、25X。天洋入主后公司体制更加灵活，剥离药业聚焦白酒主业，打造核心单品带动产品结构升级，维持“增持”评级。
- **风险提示：**食品安全事件；新品销售不达预期；

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1461.58	1833.23	2256.40	2720.16
增长率(%)	26.42%	25.43%	23.08%	20.55%
净利润（百万元）	80.20	216.19	323.93	421.50
增长率(%)	1025.11%	169.57%	49.83%	30.12%
摊薄每股收益（元）	0.24	0.64	0.96	1.25
ROE(%)	3.51%	9.00%	12.49%	14.76%

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

证券代码:	600702.SH				股价:	31.47	投资评级:	增持		日期:	2017-08-23
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	3.51%	9.00%	12.49%	14.76%	EPS		0.24	0.64	0.96	1.25	
毛利率	64.16%	74.00%	75.00%	76.00%	BVPS		6.89	7.35	8.03	8.91	
期间费率	38.32%	39.59%	35.43%	34.13%	<b>估值</b>						
销售净利率	5.49%	11.79%	14.36%	15.50%	P/E		132.36	49.10	32.77	25.18	
<b>成长能力</b>					P/B		4.56	4.28	3.92	3.53	
收入增长率	26.42%	25.43%	23.08%	20.55%	P/S		7.26	5.79	4.70	3.90	
利润增长率	1025.11%	169.57%	49.83%	30.12%	<b>利润表 (百万元)</b>		<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
<b>营运能力</b>					<b>营业收入</b>		<b>1461.58</b>	<b>1833.23</b>	<b>2256.40</b>	<b>2720.16</b>	
总资产周转率	0.38	0.45	0.52	0.58	营业成本		523.87	476.64	564.10	652.84	
应付账款周转率	50.47	62.81	62.29	61.70	营业税金及附加		165.58	201.66	248.20	299.22	
存货周转率	0.24	0.26	0.36	0.36	销售费用		318.06	412.48	451.28	544.03	
<b>偿债能力</b>					管理费用		221.00	274.98	315.90	353.62	
资产负债率	0.41	0.40	0.40	0.39	财务费用		20.97	38.25	32.23	30.61	
流动比	1.73	1.84	1.92	2.02	其他费用/(-收入)		49.54	52.96	53.91	54.86	
速动比	0.40	0.97	0.97	1.00	<b>营业利润</b>		<b>180.55</b>	<b>429.23</b>	<b>644.69</b>	<b>839.84</b>	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业外净收支		3.16	3.16	3.16	3.16	
现金及现金等价物	541.27	1444.34	1544.44	1713.12	<b>利润总额</b>		<b>183.71</b>	<b>432.39</b>	<b>647.85</b>	<b>843.00</b>	
应收款项	83.27	104.45	128.56	154.98	所得税费用		103.51	216.19	323.93	421.50	
存货净额	2175.20	1429.92	1692.30	1958.52	<b>净利润</b>		<b>80.20</b>	<b>216.19</b>	<b>323.93</b>	<b>421.50</b>	
其他流动资产	0.73	0.73	0.73	0.73	少数股东损益		0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>流动资产合计</b>	<b>2835.59</b>	<b>3023.12</b>	<b>3419.75</b>	<b>3892.06</b>	<b>归属于母公司净利润</b>		<b>80.20</b>	<b>216.19</b>	<b>323.93</b>	<b>421.50</b>	
固定资产	570.79	600.84	576.92	552.06	<b>现金流量表 (百万元)</b>		<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
在建工程	68.01	15.00	15.00	15.00	<b>经营活动现金流</b>		<b>213.07</b>	<b>1025.96</b>	<b>249.60</b>	<b>346.11</b>	
无形资产及其他	163.98	158.98	153.98	148.98	净利润		80.20	216.19	323.93	421.50	
长期股权投资	219.91	219.91	219.91	219.91	少数股东权益		0.00	0.00	0.00	0.00	
<b>资产总计</b>	<b>3965.10</b>	<b>4124.66</b>	<b>4492.38</b>	<b>4934.83</b>	折旧摊销		49.54	52.96	53.91	54.86	
短期借款	836.00	836.00	836.00	836.00	公允价值变动		-0.24	0.00	0.00	0.00	
应付款项	309.24	281.36	332.99	385.37	营运资金变动		34.20	721.71	-157.31	-157.71	
预收帐款	198.11	248.49	305.85	368.71	<b>投资活动现金流</b>		<b>-41.07</b>	<b>-21.84</b>	<b>-21.84</b>	<b>-21.84</b>	
其他流动负债	0.09	0.09	0.09	0.09	资本支出		-6.65	-25.00	-25.00	-25.00	
<b>流动负债合计</b>	<b>1636.51</b>	<b>1642.68</b>	<b>1781.90</b>	<b>1927.82</b>	长期投资		-1.19	0.00	0.00	0.00	
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	其他		-4.83	0.00	0.00	0.00	
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流</b>		<b>40.41</b>	<b>-101.05</b>	<b>-127.65</b>	<b>-155.59</b>	
<b>长期负债合计</b>	<b>3.27</b>	<b>3.27</b>	<b>3.27</b>	<b>3.27</b>	债务融资		83.00	0.00	0.00	0.00	
<b>负债合计</b>	<b>1639.78</b>	<b>1645.95</b>	<b>1785.17</b>	<b>1931.09</b>	权益融资		2.66	2.66	2.66	2.66	
股本	337.30	337.30	337.30	337.30	其它		0.00	0.00	0.00	0.00	
股东权益	2325.32	2478.71	2707.21	3003.74	<b>现金净增加额</b>		<b>212.41</b>	<b>903.07</b>	<b>100.11</b>	<b>168.68</b>	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3965.10</b>	<b>4124.66</b>	<b>4492.38</b>	<b>4934.83</b>							

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。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

邓安迪，美国杜兰大学金融学硕士，1年买方行业研究经验，现从事食品饮料行业研究。

## 【分析师承诺】

余春生、陈鹏，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。