



2017-08-24

公司点评报告

买入/调高

沱牌舍得(600702)

目标价: 39

昨收盘: 31.47

食品饮料 饮料制造

舍得放量增长，未来有望量价齐升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	337/337
总市值/流通(百万元)	10,615/10,615
12个月最高/最低(元)	33.72/20.63

相关研究报告:

《员工内退计提影响今年利润，看好明年业绩弹性》--2017/07/18

《沱牌舍得(600702):2017年一季报点评:改革初见成效，利润恢复加速》--2017/04/21

《市场关注度上升，股价强势上涨》--2017/03/09

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

证券分析师: 蔡雪显

电话: 010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1440513090001

事件: 公司发布2017年中报, 实现收入8.79亿、归母净利润0.62亿、扣非归母净利润0.60亿, 分别同比增长12.72%、169.00%、150.05%, EPS为0.18元/股, 净利润符合此前业绩预告范围。单二季度收入4.52亿、归母净利润0.21亿分别增长28.03%、95.38%。

舍得放量带动中高档二季度加速增长，沱牌产品新老交替二季度企稳:

分项目来看公司上半年酒类收入7.77亿增长17.97%，中高档酒收入6.93亿增长25.67%，低档酒收入0.85亿下滑21.39%。相较于一季度中高档酒(Q1+6.29%)显著提速，低档酒下滑幅度收窄(Q1-42.5%)。单二季度中高档酒在舍得放量的带动下收入3.57亿高速增长51.68%，低档酒收入0.49亿同比恢复增长6.62%。中高档酒包括吞之乎、舍得酒、舍得酒坊、沱牌天曲、陶醉酒、沱牌特曲等品牌，低档酒包括沱牌大曲、柳浪春、沱牌酒等系列品牌。2016年舍得占比酒类收入48.72%，17年上半年占比进一步提高。而沱牌核心新品天特优系列也在春糖发力、新经销商回款补充后，带动沱牌整体二季度企稳。酒类各分项增速符合此前预期。

分区域看，相较于一季度，公司川渝、东北、郑州、河南、山东等优势销售区收入加速大幅上涨(98%、89%、74%、51%、43%)，华南增速稳步提升(29%)，京津冀止跌回升(25.33%)，华东、西北降幅收窄。成都下滑47%主要受沱牌老产品继续调整的影响。

招商进展顺利，给予经销商较大汇票支持: 公司上半年应收票据0.93亿同比增加166%环比下降11%、应收账款0.34亿同比下降44%环比增加31%，合计值相较于Q1季度末略降2%。为配合新品推广、渠道下沉，公司仍然给予经销商较大的汇票支持力度。上半年新增经销商368家、退出103家，报告期末共有经销商1274家，较一季度末增加228家、较16年末增加265家。预收款1.46亿，同比增加6%、环比下降30%、回落幅度小于去年同期。因支付各项税费2.09亿大幅增加133%，导致经营活动产生的现金流量净额-0.54亿。

受产品结构提升毛利率大幅上涨，销售费用大幅投放，剔除计提一次性影响、净利率将大幅提升至 11.9%：受中高端产品加速增长、低端产品尚未恢复到一个比较好的增速，公司单二季度营业成本继续下降、幅度扩大至 48.7%，毛利率同比大幅提升 27.5 个点至 81.64%，创历史新高位。

去年单二季度销售费用仅 0.25 亿、跟当时天洋接手、股权交割的过渡期有关，今年单二季度销售费用同比增加 349% 至 1.11 亿（若按照 15 年 Q2 为基础，则增幅在 39%），其中新产品市场开发投入、销售人员的工资两者增量贡献最大，差旅费、广告费用同比增长 36%、21%。管理费用由于一次性计提内退员工福利大幅增长 139%，财务费用下降，单二季度期间费用率 56% 上升 31 个点。所得税率 59%、同比下降 7 个点。上半年整体净利率提升 4 个点至 7%。若将一次性计提加回，则上半年净利润在 1.05 亿左右、净利率达到 11.9% 增加 9 个点。

盈利预测与估值：

公司近期原工程师李家民、原销售副总张萃富离职，另外聘具备快消品行业经验的李强担任总经理，公司管理层进一步调整到位。受益于上半年整个次高端放量增长（行业 30%+ 的量增），公司在此价位段的核心产品舍得表现出远高于行业的增速，带动毛利率、净利率改善。随着招商推进、下半年沱牌系列收入增速加快，高端产品继续放量，预计下半年净利润将超过上半年真实净利润水平。考虑到今年下半年处置药业将贡献 2、3 千万的投资收益（税前），下半年药业将不再贡献收入和利润，略调整此前盈利预测，预计 17~19 年收入增速 34.5%、30.6%、20.3%，净利润增速 165.40%、139.31%、28.77%，考虑明年增发，给予明年未摊薄 30 倍 PE，对应 153 亿市值，扣减未来即将完成的增发摊薄（募资 18.4 亿），给予目标价 39 元，买入评级。

■ 主要财务指标

	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入（百万）	1461.58	1965.51	2566.84	3089.01
营业收入增长率	26.42%	34.48%	30.59%	20.34%
净利润（百万）	80.20	212.85	509.38	655.93
净利润增长率	1025.11%	165.40%	139.31%	28.77%
EPS（元）-未摊薄	0.24	0.63	1.51	1.94
P/E-未摊薄	132	50	21	16

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。