天风证券 TF SECURITIES

沱牌舍得（600702）

证券研究报告
2017 年 08 月 24 日

舍得系列大幅增长 253%以上，继续战略看好

中报情况

沱牌舍得于 8 月 23 日发布了 2017 年中报，整体利润增长 169%，符合预期。整体白酒收入略低于之前的预期（9 亿元左右），2017 年上半年白酒收入 7.77 亿元，较去年增长 17.9%，但核心品种舍得酒（高端，毛利率达到 76%）增长靓丽，同比增长 253%。

市场开拓有力，川渝、东北销售区快速增长，经销商队伍快速扩容。报告期末共有经销商 1274 家，较 2017 年第一季度增加 228 家，同比增加 21.7%。

投资分析

基于对全年的分析和对市场的判断，维持 17 年的业绩预测 2.5 亿元不变，预计下半年收入 10-11 亿，预测 18-19 年利润至 4.8 和 7.5 亿元。调整预计 17-19 年白酒收入为 18.5 亿元，24.5 和 31.5 亿元。6 个月考虑增发 30%空间，6 个月目标价 41 元。

风险提示：食品安全风险。

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	1,853.29	2,451.90	3,153.14
增长率(%)	(19.99)	26.42	26.80	32.30	28.60
EBITDA(百万元)	116.83	251.06	647.94	921.85	1,223.36
净利润(百万元)	7.13	80.20	251.23	479.48	751.73
增长率(%)	(46.76)	1,025.11	213.26	90.85	56.78
EPS(元/股)	0.02	0.24	0.74	1.42	2.23
市盈率(P/E)	1,437.57	127.77	40.79	21.37	13.63
市净率(P/B)	4.56	4.41	4.15	3.72	3.18
市销率(P/S)	8.86	7.01	5.53	4.18	3.25
EV/EBITDA	69.14	31.17	15.23	11.94	8.02

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	30.38 元
目标价格	41 元
上次目标价	41 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)	10,247.17
流通 A 股市值(百万元)	10,247.17
每股净资产(元)	7.01
资产负债率(%)	39.95
一年内最高/最低(元)	35.05/20.58

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-公司点评:希望就在前方，继续坚定推荐》 2017-07-20
2 《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
3 《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. 整体表现

沱牌舍得上半年白酒大幅增长 253%。单二季度白酒净利率达到 29%，未来发展值得期待！

沱牌舍得于 8 月 23 日发布了 2017 年中报，整体利润增长 169%。符合预期。整体白酒收入略低于之前的预期(9 亿元左右),2017 年上半年白酒收入 7.77 亿元,较去年增长 17.9%，但核心品种舍得酒（高端，毛利率达到 76%）增长靓丽（舍得占 90%以上），同比增长 253%（去年上半年白酒收入 6.59 亿元，舍得占比 30%）。去年全年舍得占比在 50%左右，预计今年超过 85%。公司 17 年上半年白酒毛利率高达 73.5%，较去年提升 25pct。为了更好的聚焦资源，聚焦市场，公司的低端沱牌较去年主动收缩，进行调整，预计不到 1 亿元。下半年会有所增长。实际公司上半年回款预计在 9 亿元以上。**此外，资产负债表中“其他应付款”部分有较大幅度增长（去年 1.81 亿元，今年 3.45 亿元）。也能验证判断。**

2. 白酒利润率值得期待

公司单二季度收入 3.67 亿元基本全是舍得，按照之前判断计提的 0.9 亿元内部退养金加上今年上半年白酒利润（在 0.58 亿元左右）合计 1.48 亿元，减去 17 年一季度 0.41 亿元，二季度单季度白酒利润 1.07 亿元，对应 3.67 亿元收入，单二季度白酒净利率在 29%。这是非常振奋人心的。

3. 渠道表现

市场开拓有力，川渝、东北销售区快速增长，经销商队伍快速扩容。川渝、津京冀、山东、东北四大销售区域半年收入进入亿元市场梯队。其中川渝地区和东北地区取得了 80%以上的高速增长。市场拓展情况良好。报告期末共有经销商 1274 家，较 2017 年第一季度增加 228 家，同比增加 21.7%。

表 1：公司区域销售情况

	2017H1 销售额（万元）	同比增速（%）
川渝	13724	97.56
京津冀	12805	25.33
山东	9668	43.13
东北	9503	88.92
河南	7500	51.08
西北	5207	-21.53
郑州	5078	73.95
华南	4727	28.64
程度	3817	-47.62
华东	3493	-36.07
公司直销	2031	-65.26
合计	77726	17.97

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 战略上

预计下半年公司在经营上会更加聚焦，突出聚焦舍得大单品，聚焦河南东北市场战略，有望在五粮液涨到 900 元以后新发展出来的 500 元名酒价格带占据优势地位，通过推出新品增加老经销商渠道利润，并完成顺价。公司今年以来对人员退养以及对高层的调整显示出其非常强的执行力和战略思维，民营企业的思路和节奏全面接入。机制变化和人员调整以及战略到位将对经营起到持续推动作用。

5. 投资分析

基于对全年的分析和对市场的判断，维持 17 年的业绩预测 2.5 亿元不变，预计下半年收入 10-11 亿，预测 18-19 年利润至 4.8 和 7.5 亿元。调整预计 17-19 年白酒收入为 18.5 亿元，24.5 和 31.5 亿元。6 个月考虑增发 30%空间，6 个月目标价 41 元。

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	286.19	196.15	343.78
应收账款	45.28	59.96	81.45	28.71	45.13
预付账款	1.06	1.06	1.31	1.17	2.33
存货	2,117.86	2,175.20	1,626.77	3,425.82	2,763.07
其他	122.80	58.11	199.38	173.30	261.55
流动资产合计	**2,594.95**	**2,835.59**	**2,195.11**	**3,825.15**	**3,415.86**
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**	**3,344.53**	**5,013.54**	**4,610.70**
短期借款	753.00	836.00	0.00	879.69	0.00
应付账款	309.80	351.53	301.13	533.46	537.58
其他	449.19	448.98	570.69	675.68	844.66
流动负债合计	**1,511.99**	**1,636.51**	**871.82**	**2,088.83**	**1,382.24**
长期借款	0.00	0.00	0.00	164.71	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**	**168.07**	**3.32**
负债合计	**1,515.49**	**1,639.78**	**875.16**	**2,256.90**	**1,385.56**
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	2,132.07	2,419.34	2,887.85
其他	(799.31)	(801.97)	(801.97)	(801.97)	(801.97)
股东权益合计	**2,245.83**	**2,325.32**	**2,469.37**	**2,756.64**	**3,225.15**
负债和股东权益总	**3,761.32**	**3,965.10**	**3,344.53**	**5,013.54**	**4,610.70**

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	7.13	80.20	251.23	479.48	751.73
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	457.99	(1,382.23)	729.24
其它	14.41	(34.34)	1.00	(0.67)	0.11
经营活动现金流	**120.81**	**230.29**	**769.41**	**(841.95)**	**1,543.31**
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	0.00	1,044.40	0.00
股权融资	(35.29)	(18.29)	(29.66)	(28.63)	(26.41)
其他	(786.13)	(775.86)	(943.20)	(192.23)	(1,327.64)
筹资活动现金流	**(68.43)**	**41.86**	**(972.85)**	**823.53**	**(1,354.06)**
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**	**(255.07)**	**(90.04)**	**147.62**

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**1,156.14**	**1,461.58**	**1,853.29**	**2,451.90**	**3,153.14**
营业成本	573.02	523.87	537.45	671.82	863.96
营业税金及附加	129.85	165.58	209.75	276.89	356.72
营业费用	238.46	318.06	296.53	380.04	472.97
管理费用	167.16	221.00	203.86	245.19	283.78
财务费用	35.31	20.97	21.00	28.65	26.43
资产减值损失	0.15	22.32	5.00	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**	**580.39**	**852.01**	**1,152.76**
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**	**584.26**	**856.22**	**1,156.51**
所得税	25.62	103.51	333.03	376.74	404.78
净利润	**7.13**	**80.20**	**251.23**	**479.48**	**751.73**
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**	**251.23**	**479.48**	**751.73**
每股收益（元）	0.02	0.24	0.74	1.42	2.23

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-19.99%	26.42%	26.80%	32.30%	28.60%
营业利润	-15.59%	564.71%	221.46%	46.80%	35.30%
归属于母公司净利润	-46.76%	1025.11%	213.26%	90.85%	56.78%
获利能力					
毛利率	50.44%	64.16%	71.00%	72.60%	72.60%
净利率	0.62%	5.49%	13.56%	19.56%	23.84%
ROE	0.32%	3.45%	10.17%	17.39%	23.31%
ROIC	0.56%	3.38%	10.38%	23.56%	21.81%
偿债能力					
资产负债率	40.29%	41.36%	26.17%	45.02%	30.05%
净负债率	25.68%	19.55%	10.63%	21.37%	31.51%
流动比率	1.72	1.73	2.52	1.83	2.47
速动比率	0.32	0.40	0.65	0.19	0.47
营运能力					
应收账款周转率	22.57	27.78	26.21	44.51	85.40
存货周转率	0.55	0.68	0.97	0.97	1.02
总资产周转率	0.31	0.38	0.51	0.59	0.66
每股指标（元）					
每股收益	0.02	0.24	0.74	1.42	2.23
每股经营现金流	0.36	0.68	2.28	-2.50	4.58
每股净资产	6.66	6.89	7.32	8.17	9.56
估值比率					
市盈率	1,437.57	127.77	40.79	21.37	13.63
市净率	4.56	4.41	4.15	3.72	3.18
EV/EBITDA	69.14	31.17	15.23	11.94	8.02
EV/EBIT	129.30	38.83	16.18	12.50	8.32

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 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