

证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

饮料

沱牌舍得 (600702)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2017年09月27日

调整巩固，蓄势待发

证券分析师：陈梦瑶 18520127266 chenmengyao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001
 联系人：郭尉 guoweit1@guosen.com.cn

事项：

沱牌舍得定增过会后，我们与公司领导、集团股东以及公司一线营销人员进行深入沟通交流，对公司跟踪点评如下：

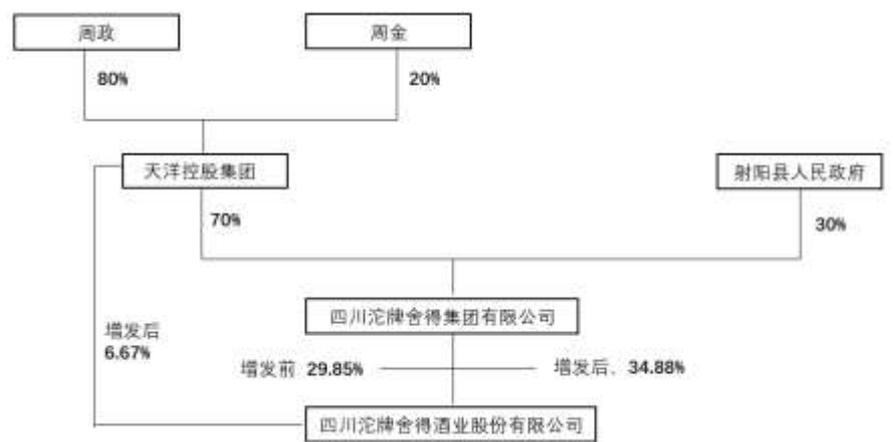
点评：

■ 国企改革：引入战略投资者，择机选择激励机制

引入战略投资者，民营资本控股。2015年1月9日，射洪县人民政府拟向投资者公开挂牌转让所持沱牌舍得集团38.78%股权，同时由受让股权转让的投资者天洋控股集团对沱牌舍得集团增资11844万股，投资者将持有沱牌舍得70%股权，射洪县人民政府持30%股权。沱牌舍得通过国有股权转让及增资扩股进行战略重组，引入战略投资者天洋控股集团，于2016年7月正式完成沱牌舍得集团股权交割。

公司定增完成后，激励机制理顺有望迎来高增长。2017年3月沱牌舍得进行非公开发行股票，募集资金不超过18.39亿元。沱牌集团拟认购股份数量不超过4,048万股，认购金额不超过11亿元；天洋控股拟认购数量不超过2,698万股，认购金额不超过7.3亿元。定增完成后，天洋控股新进成为上市公司股东，控制上市公司的股份数从29.85%上升至41.54%。2017年9月13日，公司定增方案已获证监会批准通过。预计定增批文最快一个月下发，四季度大概率完成。天洋控股集团考虑先定增稳定后，也不排除在合适时机做员工持股和股权激励等。未来激励机制理顺有望迎来业绩高增长。

图 1：沱牌舍得股权结构图



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

■ 公司战略：采取聚焦战略，覆盖低、中、高及超高端

聚焦重点市场，布局全国市场。公司目前处在全国布局期，采取聚焦战略，力争重点市场占有率 50%以上；舍得系列历来在京津冀、河南山东及川渝等市场占有率较高，沱牌系列在西北地区市场占有率较高。公司未来将增加库存、设立体验店、生态酿酒园等市场提高品牌形象力，将公司产品推向全国。公司作为四川六朵金花之一，立足四川，走向全国。

高端舍得，大众沱牌。公司自去年年底开始砍掉一些名气不足的品牌，保留一些优质品牌。目前有四五十个品种，公司主打舍得和沱牌双品牌：舍得未来作为拳头产品，主要定位于 300-500 元次高端价位段；沱牌系列主攻 200 元以下的中低端市场，市场价不超过 200 元，天特优 50 元以上（价位分 180、120、80 三个档次），大曲、柳浪春价位在 50 元以下。陶醉系列可能会走直销路线，价位与沱牌天曲相当。此外，公司酱香型白酒储量有几百吨，用于生产吞之乎、天子呼高档产品（预计市场定价在 1800 元以上）。

覆盖所有价位产品。未来随着新产品的推出，公司产品将覆盖低、中、高及超高端。低档酒如沱牌大曲、柳浪春等用于培养客户群体消化库存，中档酒（200 元左右）如天特优曲系列的市场竞争最激烈，高端及超高端（300 元以上）舍得系列用于树立公司品牌形象。预计公司今年年底或者明年年初推出年份悠久的白酒（窖龄 15 年以上），价位在 1000 元左右。

次高端明确竞争对手。公司产品次高端主要是舍得系列。舍得系列主要竞争对手是水井坊、剑南春和洋河股份海系列及天系列等。舍得定位中高端白酒，是公司近几年主推的产品，主要用于提升公司品牌形象。“茅五剑”早已是中国名酒的代名词，剑南春近几年发展迅速，引领次高端市场，帝亚吉欧入主水井坊后定位略高端一些，洋河营销能力强，蓝色经典系列海之蓝和天之蓝近几年全国市场发展迅速，16 年省外市场营收占比接近一半。次高端白酒目前已经形成剑南春、红花郎第一梯队，水井坊、沱牌舍得等第二梯队跟进的趋势。

图 2：沱牌酒图片



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 3：舍得酒图片



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 4：陶醉酒图片



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 5：酱香型吞之乎酒图片



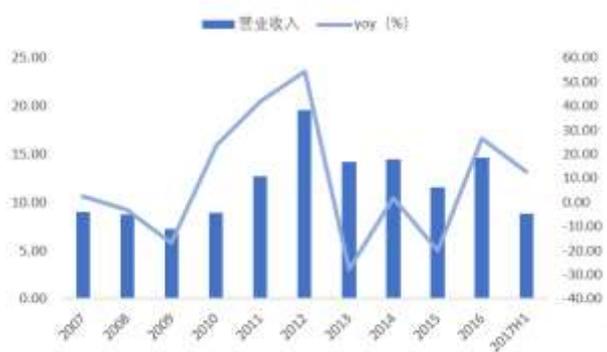
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

■ 经营情况：调整巩固年，业绩稳增长

调整巩固年，明后年发力。今年是公司的调整巩固年，主要工作是优化生产、颠覆营销，包括增加一线销售人员（从16年300人左右增长到现在1500人左右，预计年底2000人，主要在成都）、精细化营销（扁平化营销，渠道下沉到市县）、总部搬到成都、产品升级（主打舍得系列，筹划吞之乎、陶醉系列新产品）、费用调整（打包制加返利改为直投直控制）发生变化。预计今年公司产量下降，或将持续到18年年初，19年左右恢复正常。

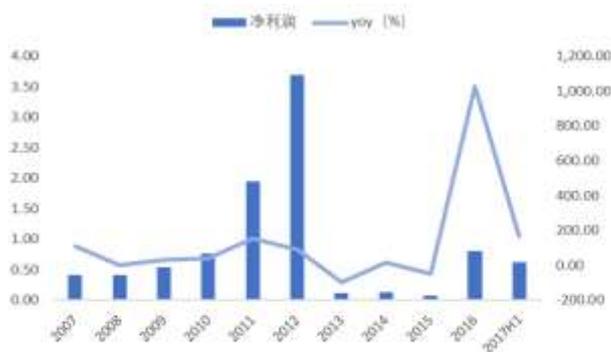
业绩较稳定，舍得贡献大。预计公司今年营收yoy20%左右，净利润yoy100%左右。目前公司中高端产品（50元以上的白酒）占比79%，中高端与低端比例约为8:2。公司舍得系列去年营收占比70%以上，今年占比预计80%以上。16年公司舍得系列毛利率76.45%，品味舍得毛利率83.06%，舍得酒坊毛利率66.43%，品味舍得和舍得酒坊的销量比约为4:3。品味舍得出厂价一般是418元，市场价在400-500元之间，经销商价468元，电商渠道价568元（主要用于提升形象）。预计品味舍得今年销量yoy20%左右，营收yoy50%，将是公司今年业绩的主要增长点；舍得酒坊（即舍之道）出厂价210元左右，未来可能提价到300元，预计今年营收几乎没有增长。沱牌系列天特优的出厂价相对于市场价有30%左右的折扣。预计今年公司营收增长受益于品味舍得的高贡献、公司产品升级换代及综合毛利率增长。17H1公司营收8.79亿，yoy12.72%，净利润0.62亿，yoy169%，沱牌舍得国改后效果初现。

图 6：沱牌舍得近 10 年营收（亿）及 yoy（%）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 7：沱牌舍得近 10 年净利润（亿）及 yoy（%）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

■ 回顾历史、展望未来：发源于唐朝，新世纪创新品

发源于唐朝，历史文化悠久。沱牌舍得的历史可以追溯到唐朝，从“唐代春酒”到“明代谢酒”，再到“清代沱酒”，沱牌曲酒、舍得酒一脉相承。唐代宗宝应元年（762年）11月，诗圣杜甫到射洪凭吊先贤、开唐朝诗风的“一代文宗”陈子昂时，曾赞誉“射洪春酒寒仍绿，目极伤神谁为携”。宋绍兴年间，著名学者王灼曾赞誉“射洪春酒旧知名，更得新诗意已倾”。明万历时期，四川抚军饶景晖曾赞誉“射洪春酒今仍在，一语当年重品题”。清康熙四十九年（1710年），浙西词人吴陈琬曾赞誉“射洪春酒美，曾记少陵诗”。民国三十五年（1946年）正月，举人马天衢根据店前牌坊“沱泉酿美酒，牌名誉千秋”之寓意而命名为“沱牌曲酒”。

新世纪创新品，一切静待市场检验。建国后，公司于1976年在厂长李家顺带领下从小作坊做起，2001年开创“舍得”品牌，2016年7月7日前董事长李家顺离职，其掌印40年。白酒界只有贵州茅台前董事长季克良和沱牌舍得前董事长担任的时间较长，两位灵魂人物都为各自的白酒公司贡献了几乎一辈子。公司的酿酒设备1998年从美国购买，该设备环保生态，也符合公司生态酿酒的理念。民营资本天洋控股集团入主公司后，增加公司员工福利及提升激励比例，业务线引入职业经理人，举办营销线下品鉴会、智慧舍得讲坛，后续可能发挥天洋控股的优势规划公司所在地或周边乡镇开发成生态小镇等。而这一切都需要交给时间和市场去检验。

■ 盈利预测评级

整体而言，我们看好公司在大股东指引下发展脉络更加清晰，双品牌战略及渠道拓张后业绩获持续增长，维持公司2017-2019年EPS分别为0.56/1.10/1.50元，对应66.1/33.7/24.7倍PE，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	441	2793	3163	3919
应收款项	83	280	187	380
存货净额	2175	2200	2200	2200
其他流动资产	36	34	55	52
流动资产合计	2736	5306	5605	6551
固定资产	571	642	628	609
无形资产及其他	164	152	140	127
投资性房地产	77	77	77	77
长期股权投资	220	220	220	220
资产总计	3850	6398	6669	7584
短期借款及交易性金融负债	836	936	1036	1136
应付款项	309	453	491	628
其他流动负债	379	712	588	913
流动负债合计	1525	2101	2115	2678
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	1525	2101	2115	2678
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2325	4296	4555	4907
负债和股东权益总计	3850	6398	6669	7584

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.24	0.56	1.10	1.50
每股红利	0.07	0.17	0.33	0.45
每股净资产	6.89	12.74	13.50	14.55
ROIC	3%	7%	15%	20%
ROE	3%	4%	8%	10%
毛利率	64%	67%	68%	69%
EBIT Margin	14%	16%	21%	22%
EBITDA Margin	17%	21%	25%	25%
收入增长	26%	39%	29%	21%
净利润增长率	1025%	135%	96%	36%
资产负债率	40%	33%	32%	35%
股息率	0.2%	0.5%	0.9%	1.2%
P/E	155.5	66.1	33.7	24.7
P/B	5.4	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	50.8	31.4	19.7	15.3

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1462	2027	2606	3165
营业成本	524	667	826	980
营业税金及附加	166	227	292	354
销售费用	318	446	573	696
管理费用	221	355	352	427
财务费用	20	11	(15)	(22)
投资收益	(9)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	22	10	10	10
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	190	310	565	716
营业外净收支	(6)	5	5	5
利润总额	184	315	570	721
所得税费用	104	126	200	216
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	80	189	371	505

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	80	189	371	505
资产减值准备	22	10	10	10
折旧摊销	50	93	97	101
公允价值变动损失	(0)	0	0	0
财务费用	20	11	(15)	(22)
营运资本变动	110	282	(15)	273
其它	(52)	(28)	(3)	(3)
经营活动现金流	231	557	444	863
资本开支	(45)	(80)	(80)	(80)
其它投资现金流	6	3	3	4
投资活动现金流	(39)	(77)	(77)	(77)
权益性融资	0	1839	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(41)	(68)	(98)	(131)
其它融资现金流	83	100	100	100
融资活动现金流	42	1872	2	(31)
现金净变动	234	2352	370	756
货币资金的期初余额	308	441	2793	3163
货币资金的期末余额	441	2793	3163	3919
企业自由现金流	63	457	354	774
权益自由现金流	54	551	463	890

相关研究报告

《沱牌舍得-600702-重大事件快评: 定增获批, 改革提速》——2017-09-13

《沱牌舍得-600702-2017年中报点评: 中高端发力, Q2真实业绩高增长》——2017-08-24

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。