证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

# 沱牌舍得(600702)

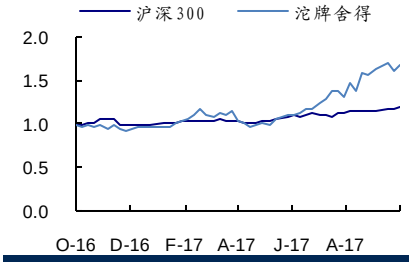
买入

2017 年三季报点评

（维持评级）

2017 年 10 月 30 日

## 一年该股与沪深 300 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) | 13,482/13,482 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,417/11,445 |
| 12 个月最高/最低(元) | 41.50/21.73 |

**相关研究报告:**

《沱牌舍得-600702-重大事件快评：调整巩固，蓄势待发》 ——2017-09-27

《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

**证券分析师：陈梦瑶**
电话：18520127266
E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001
**联系人：郭尉**
电话：15210587234
E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn

:

## 独立性声明:

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。

财报点评

# 高基高费致波动，舍得续增提毛利

### ● Q3 低增主因高基数+高费用，积极打款现金流改善

公司 17 年前三季度实现营收 12.43 亿元，同增 13.11%，归母净利润 0.95 亿元，同比增长 74.2%，单三季度收入 3.64 亿元，同增 14.04%，归母净利润 0.33 亿元，同增 4.76%，环比增速下降略超预期，主因去年 Q3 业绩同增 1232%至高基数且期内促销、人员费用等市场投入加大，Q3 销售费用率 44.43%同增 27pcts，环增 20pcts，后续随着沱牌、陶醉、吞之呼等市场认可度提升，促销节奏放缓，费用增长有望回落。促销作用下渠道打款积极，期末预收账款环增 1.3 亿，经营性现金流净额同增 385%，现金流持续改善。

### ● 舍得延续高增提升盈利，沱牌梳理后期待改善

公司前三季度毛利率 75.34%同增 23.4pcts，净利率 7.68%同增 2.7pcts。盈利能力提升源于公司产品结构升级：前三季度酒类收入+20% ，增速较 H1 的 18%增加 2pcts，其中中高端酒收入同增 28.9%，Q2 同增 37%，占比酒类收入同增 6pcts 至 90%。公司聚焦资源主推以舍得和沱牌为主的双品牌布局：舍得系列表现靓丽，调研显示核心单品品味舍得占舍得系列 60%，2017 年前三季度增速超 50%，高增有望延续至 Q4，后续舍之道推广、次高端新品推出值得期待；低档酒竞争激烈，Q3 收入同减 36%，系列产品清理加速，重塑低档酒渠道价值链、推广沱牌天特优系列在对应价格带发力有望改善业绩，未来聚焦中高端核心产品发展，偏高端的舍得和偏低端的沱牌占比预计分别为 80%/20%，渠道库存因 Q3 节庆前促销囤货小幅提升，但受益消费高热度、动销良好有望快速消化。

### ● 全国化布局显成效，看好定增释放体制红利

天洋入主后引入营销人才，采用中央总控双月审批制提高费用效率，加强经销商积极性，期末经销商达 1363 家环增 89 家，建立各地联盟体、开展品鉴会提升品牌形象。加强渠道精细化布局，全国化运作逐渐成熟，省内占比仅 15%，集中资源突破川渝、河南、河北、京津冀、东北等五大重点区域。前三季度华中/东北市场增速快约 40%/60%，西南、华北市场同增长约 30%，华东销售回正，西北有好转，电商渠道获翻倍增长。公司定增方案 9 月中已获批通过，预计批文年底前下发。定增后有望实行员工持股和股权激励，机制理顺迎来高增良机。看好双品牌战略及全国化拓展，短期波动不影响长期逻辑。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.56/1.10/1.50 元，对应 71.4/36.4/26.7 倍 PE，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 1156 | 1462 | 2027 | 2606 | 3165 |
| (+/-%) | -19.99% | 26.42% | 38.69% | 28.57% | 21.45% |
| 净利润(百万元) | 7 | 80 | 189 | 371 | 505 |
| (+/-%) | -46.76% | 1025.11% | 135.43% | 96.24% | 36.27% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.02 | 0.24 | 0.56 | 1.10 | 1.50 |
| EBIT Margin | 5.5% | 14.0% | 16.1% | 21.3% | 22.1% |
| 净资产收益率(ROE) | 0.3% | 3.4% | 4.4% | 8.1% | 10.3% |
| 市盈率(PE) | 1891.4 | 168.1 | 71.4 | 36.4 | 26.7 |
| EV/EBITDA | 116.6 | 54.8 | 34.3 | 21.6 | 16.8 |
| 市净率(PB) | 6.0 | 5.8 | 3.1 | 3.0 | 2.7 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

# 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%** |
| 息率 | **0.2%** | **0.4%** | **0.8%** | **1.1%** |
| P/E | **168.1** | **71.4** | **36.4** | **26.7** |
| P/B | **5.8** | **3.1** | **3.0** | **2.7** |
| EV/EBITDA | **54.8** | **34.3** | **21.6** | **16.8** |

| 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 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 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。

## 国信证券机构销售团队

| 华北区（机构销售一部） | 华东区（机构销售二部） | 华南区（机构销售三部） | 海外销售交易部 |
|---|---|---|---|
| 李文英<br>13910793700<br>liwying@guosen.com.cn | 汤静文<br>18602117915<br>tangjwen@guosen.com.cn | 邵燕芳<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn | 赵冰童<br>13693633573<br>zhaobt@guosen.com.cn |
| 许　婧<br>18600319171<br>xujing1@guosen.com.cn | 张欣慰<br>18701930016<br>zhangxinw@guosen.com.cn | 颜小燕<br>13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn | 梁　佳<br>13602596740<br>liangjia@guosen.com.cn |
| 王　玮<br>15901057831<br>wangwei3@guosen.com.cn | 梁轶聪<br>18601679992<br>liangyc@guosen.com.cn | 刘紫微<br>13828854899<br>liuziw@guosen.com.cn | 吴翰文<br>18681572396<br>wuhw@guosen.com.cn |
| 王艺汀<br>18311410580<br>wangyit@guosen.com.cn | 吴　国<br>15800476582<br>wuguo@guosen.com.cn | 赵晓曦<br>15999667170<br>zhaoxxi@guosen.com.cn | 陈俊儒<br>13760329487<br>chenjunru@guosen.com.cn |
| 陈雪庆<br>18911132721<br>chenxueq@guosen.com.cn | 金　锐<br>13764958911<br>jinrui@guosen.com.cn | 简　洁<br>15823925035<br>jianjie1@guosen.com.cn | 邓怡秋<br>15986625526<br>dengyiq@guosen.com.cn |
| 杨云崧<br>18610043360<br>yangys@guosen.com.cn | 倪　婧<br>18616741177<br>nijing@guosen.com.cn | 牛　恒<br>17888837219<br>niuheng@guosen.com.cn | |
| 赵海英<br>13810917275<br>zhaohy@guosen.com.cn | 林　若<br>15618987024<br>linruo@guosen.com.cn | 王　灿<br>13247504850<br>wangcan@guosen.com.cn | |
| 詹　云<br>15281619128<br>zhanyun@guosen.com.cn | 张南威<br>13918188254<br>zhangnw@guosen.com.cn | 欧子炜<br>18682182659<br>ouzw@guosen.com.cn | |
| 边祎维<br>13521850202<br>bianyw@guosen.com.cn | 周　鑫<br>18621315175<br>zhouxin@guosen.com.cn | | |
| | 丛明浩<br>13162040999<br>congminghao@guosen.com.cn | | |
| | 李　杨<br>17301786715<br>liyang10@guosen.com.cn | | |