

## 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11月02日

# 定增加快，蓄势改革，长效发展

**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** 15210587234 guoweit@guosen.com.cn

## 事项：

沱牌舍得公司公告：2017年10月30日收到中国证监会出具的《关于核准四川沱牌舍得酒业股份有限公司非公开发行股票的批复》。本次非公开发行拟发行不超过6746万股，募集资金总额不超过183,940万元。其中15.5亿元用于酿酒配套工程技改，1.9亿元用于营销体系建设，1亿元用于文化体验中心建设。

## 评论：

### ■ 聚焦定增：进度加快，落地后股权聚焦，利于长效发展

继9月12日获证监会发审委审核通过后正式获批文，进度加快，预计年底前有望完成定增。本次大股东参与定增完成后，天洋控股加上沱牌集团实际控制上市公司的股份数从29.85%上升至41.54%，股权进一步聚焦，利于公司稳步改革；大股东同时已承诺定增后6个月不减持股份，彰显对公司未来发展信心。且定增后有望实行员工持股和股权激励，机制理顺迎来高增长良机。定增项目利于公司长效发展：酿酒配套工程技改项目预计建设期4年，内部收益率达28.2%，建成后公司中高档酒灌装能力将由1万千升/年提高至4.82万千升/年，与公司产品结构升级趋势相契合；搭建营销一体化的信息化平台，实现产业链上下游业务的快速协同，支持公司营销转型和战略变革落地；舍得品牌体验店和文化体验中心有助于提升消费者体验，宣传舍得酒品牌文化，提升公司品牌形象。

### ■ 关注业绩及产品：舍得延续高增提升盈利，沱牌梳理后期待改善

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%，环比增速放缓主因高基数和高费用投放影响。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%，增速环比Q3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。

### ■ 聚焦营销及区域：全国化布局显成效，看好定增释放体制红利

天洋入主后引入国际化快消品营销人才，对生产、销售人员进行重新整编，淘汰冗余人员（员工内退福利计提），提升经营效率和活力。新管理层加强渠道精细化布局，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，三季度末经销商达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、华北市场同比增长约 30%，华东销售回正，西北有好转，电商渠道获翻倍增长。行业竞争上，公司与汾酒、水井坊分别存在香型与定价区隔，直面竞争压力较小，在次高端白酒市场中具备较大成长空间。定增落地后股权更集中，激励机制理顺下盈利有望提升，净利率预计提升至 25%。

整体而言，我们看好公司定增完成后，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 78.5/40.0/29.4 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)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	441	2793	3163	3919	营业收入	1462	2027	2606	3165
应收款项	83	280	187	380	营业成本	524	667	826	980
存货净额	2175	2200	2200	2200	营业税金及附加	166	227	292	354
其他流动资产	36	34	55	52	销售费用	318	446	573	696
<b>流动资产合计</b>	<b>2736</b>	<b>5306</b>	<b>5605</b>	<b>6551</b>	管理费用	221	355	352	427
固定资产	571	642	628	609	财务费用	20	11	(15)	(22)
无形资产及其他	164	152	140	127	投资收益	(9)	0	0	0
投资性房地产	77	77	77	77	资产减值及公允价值变动	22	10	10	10
长期股权投资	220	220	220	220	其他收入	(0)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3850</b>	<b>6398</b>	<b>6669</b>	<b>7584</b>	营业利润	190	310	565	716
短期借款及交易性金融负债	836	936	1036	1136	营业外净收支	(6)	5	5	5
应付款项	309	453	491	628	<b>利润总额</b>	<b>184</b>	<b>315</b>	<b>570</b>	<b>721</b>
其他流动负债	379	712	588	913	所得税费用	104	126	200	216
<b>流动负债合计</b>	<b>1525</b>	<b>2101</b>	<b>2115</b>	<b>2678</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>80</b>	<b>189</b>	<b>371</b>	<b>505</b>
其他长期负债	0	0	0	0					
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1525</b>	<b>2101</b>	<b>2115</b>	<b>2678</b>	净利润	80	189	371	505
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	22	10	10	10
股东权益	2325	4296	4555	4907	折旧摊销	50	93	97	101
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3850</b>	<b>6398</b>	<b>6669</b>	<b>7584</b>	公允价值变动损失	(0)	0	0	0
					财务费用	20	11	(15)	(22)
关键财务与估值指标					营运资本变动	110	282	(15)	273
每股收益	0.24	0.56	1.10	1.50	其它	(52)	(28)	(3)	(3)
每股红利	0.07	0.17	0.33	0.45	<b>经营活动现金流</b>	<b>231</b>	<b>557</b>	<b>444</b>	<b>863</b>
每股净资产	6.89	12.74	13.50	14.55	资本开支	(45)	(80)	(80)	(80)
ROIC	3%	7%	15%	20%	其它投资现金流	6	3	3	4
ROE	3%	4%	8%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(39)</b>	<b>(77)</b>	<b>(77)</b>	<b>(77)</b>
毛利率	64%	67%	68%	69%	权益性融资	0	1839	0	0
EBIT Margin	14%	16%	21%	22%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	21%	25%	25%	支付股利、利息	(41)	(68)	(98)	(131)
收入增长	26%	39%	29%	21%	其它融资现金流	83	100	100	100
净利润增长率	1025%	135%	96%	36%	<b>融资活动现金流</b>	<b>42</b>	<b>1872</b>	<b>2</b>	<b>(31)</b>
资产负债率	40%	33%	32%	35%	<b>现金净变动</b>	<b>234</b>	<b>2352</b>	<b>370</b>	<b>756</b>
股息率	0.2%	0.4%	0.8%	1.1%	货币资金的期初余额	308	441	2793	3163
P/E	184.9	78.5	40.0	29.4	货币资金的期末余额	441	2793	3163	3919
P/B	6.38	3.41	3.3	2.97	企业自由现金流	63	457	354	774
EV/EBITDA	54.8	34.3	21.6	16.8	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

## 相关研究报告

《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