

# 沱牌舍得 (600702)

证券研究报告

2017年12月22日

## 优势资源聚焦舍得，坚定把握次高端行情

**事件：**12月20日，公司董事会审议通过，拟将公司名称由“四川沱牌舍得酒业股份有限公司”变更为“舍得酒业股份有限公司”。

### 点评：

1、**行业差异性复苏，高端、次高端具备品类优势。**300元以上白酒板块收入增速显著高于300元以下板块。高端次高端赛道上的竞争者减少，300元以下品类竞争者增加，这是导致板块增速分化的最主要原因。在板块优势背景下，敏锐把握行情，公司更名，强化舍得系列，提升资源配置效率，体现了公司体制活力，和执行效率。

2、**聚焦战略再上新台阶，差异化运用资源，把握次高端行情。**此次公司更名，一方面，彰显了公司的做大次高端舍得的坚定战略决心。另一方面，资源投入方面会有更加实质性的加码舍得系。中短期销售费用的转化效率提升，长期品牌价值和品牌形象强化均将加速。因此舍得酒的性能，会随着品牌的提升、价格政策的有效执行而得到提升。性能加速提升、性价比更具优势，使公司具备享受和超越次高端行情的能力。

3、**舍得是公司高速增长的核心，更名凸显公司业务优势。**2016年，公司舍得系列收入占比达到60%，2017年预计舍得占比继续上升。2017年公司舍得系列预计继续保持高速增长，公司2017半年报显示上半年东北、河南、山东等省外优势区域，增长势头良好（YOY40%-90%）。在沱牌系的聚焦优化，舍得系高毛利大单品放量的带动下，公司的毛利率迅速攀升。

**投资建议：**聚焦舍得系列，持续演绎高毛利、大单品、放量的业绩逻辑。预计公司17-19年营业收入18.5、24.5、30.5亿元，净利润2.5、5.5、8.4亿元。考虑到公司未来三年复合增速超过50%，给予18年40倍市盈率，6个月目标价65元，买入评级。

**风险提示：**定增推进不达预期风险，食品安全风险，宏观经济增速下滑风险

### 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	46.84元
目标价格	65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)	15,799.13
流通A股市值(百万元)	15,799.13
每股净资产(元)	7.21
资产负债率(%)	43.90
一年内最高/最低(元)	51.17/21.80

### 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

- 《沱牌舍得-季报点评:毛利持续提升,预收款增幅明显》2017-10-30
- 《沱牌舍得-公司点评:定增获批带来体制活力》2017-09-13
- 《沱牌舍得-半年报点评:舍得系列大幅增长25%以上,继续战略看好》2017-08-25

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	2,450.23	3,050.29
增长率(%)	(19.99)	26.42	26.80	32.21	24.49
EBITDA(百万元)	116.83	251.06	442.23	795.67	1,190.86
净利润(百万元)	7.13	80.20	253.63	554.83	843.00
增长率(%)	(46.76)	1,025.11	216.25	118.76	51.94
EPS(元/股)	0.02	0.24	0.75	1.64	2.50
市盈率(P/E)	2,187.59	194.43	61.48	28.10	18.50
市净率(P/B)	6.94	6.71	6.31	5.56	4.68
市销率(P/S)	13.49	10.67	8.41	6.36	5.11
EV/EBITDA	69.14	31.17	33.26	20.31	11.97

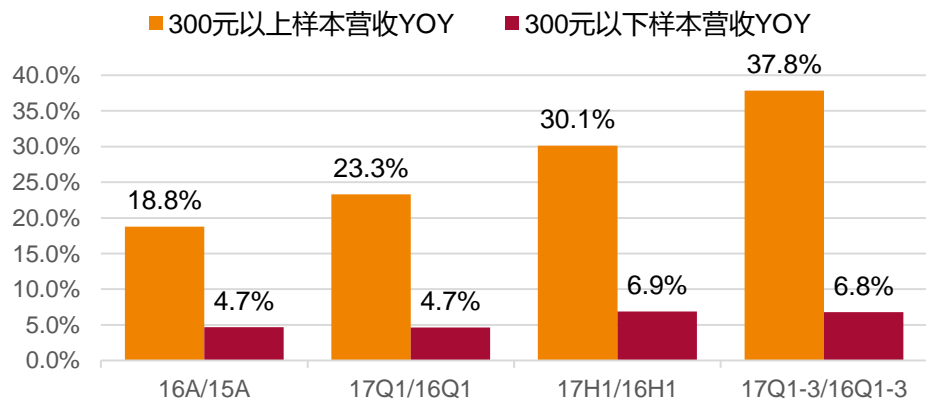
资料来源：wind，天风证券研究所

**事件：**12月20日，公司董事会审议通过，拟将公司名称由“四川沱牌舍得酒业股份有限公司”变更为“舍得酒业股份有限公司”。公司将继续实施沱牌舍得双品牌战略，致力于将舍得打造为一流高端白酒品牌，将沱牌打造成大众名酒领导品牌。

## 1. 点评：

**行业差异性复苏，高端、次高端具备品类优势。**我们一直跟踪的板块收入增速数据反映，核心产品带在300元以上的品牌增速明显高于300元以下的品牌，且增速在提升。现象背后是竞争环境的显著差异和核心竞争力的转变。12年以来的行业调整使得300元以上的供给充分出清，竞争力较弱的品牌，只能产品价格带下移，适应市场环境变化。竞争格局来看，高端次高端赛道上的竞争者减少，300元以下品类竞争者增加，这是导致板块增速分化的最主要原因。在板块优势背景下，敏锐把握行情，公司更名，强化舍得系列，提升资源配置效率，体现了公司体制活力，和执行效率。

图1：营收增速：高端及次高端白酒品类优势明显，中低端竞争激烈

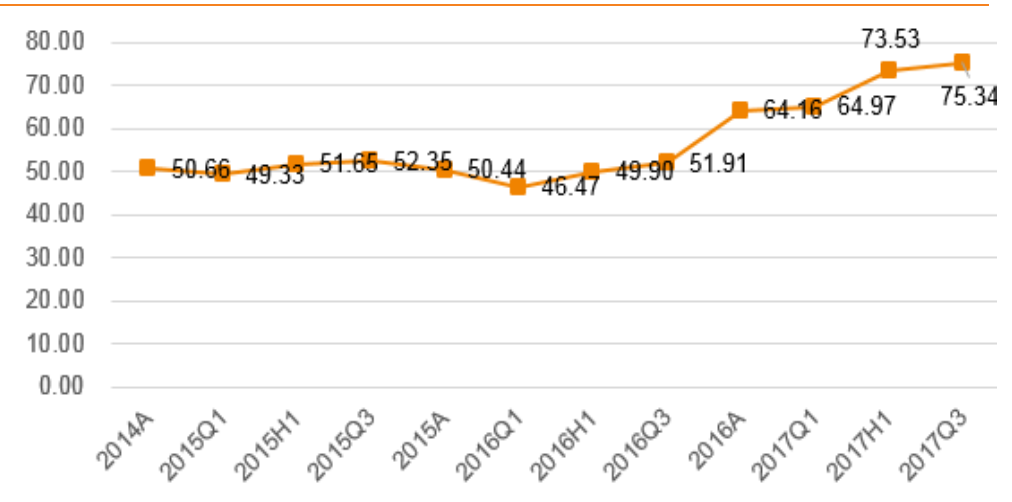


资料来源：wind,天风证券研究所

**聚焦战略再上新台阶，差异化运用资源，把握次高端行情。**公司2016年实际控制人变更，从国企转变为民营机制，职业经理人接棒上位。通过产品聚焦，营销精细化，和渠道扁平三维组合拳，改制当年公司净利润同比实现增长1025%。此次公司更名，一方面，彰显了公司的做大次高端舍得系的坚定战略决心。另一方面，资源投入方面会有更加实质性的加码舍得系。终端开发维护，品鉴会，核心客户返厂生态旅游，媒体投入等方面将会更加有针对性的聚焦高端、次高端消费人群。加强对渠道的把控，将提升舍得在渠道上和终端上价格执行的效率，保证价格的稳定。差异化运用资源，公司中短期销售费用的转化效率将提升，长期品牌价值和品牌形象强化将加速。因此舍得酒的性能，会随着品牌的提升、价格政策的有效执行而得到提升。性能加速提升、性价比更具优势，使公司具备享受和超越次高端行情的能力。

**舍得是公司高速增长的核心，更名凸显公司业务优势。**根据公司2016年12月20日发布的机构投资者调研纪要，2016年公司舍得系列收入占比达到60%。2017年公司舍得系列预计继续保持高速增长，公司在东北、河南、山东等16年收入过亿元的省外优势区域，17年半年报显示上半年继续增长良好(YOY40%-90%)。相比之下，公司中低价位的沱牌系，公司主动运作下收入同比下滑，收入结构进一步优化。公司主动对老旧产品线的梳理、优化、淘汰后，沱牌系进一步向天曲、特曲、优曲等产品线集中。在沱牌系的聚焦优化，舍得系高毛利大单品放量的带动下，公司的毛利率迅速攀升。

图 2: 公司毛利率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 1.1. 投资建议:

聚焦舍得系列, 持续演绎高毛利、大单品、放量的业绩逻辑。预计公司 17-19 年营业收入 18.5、24.5、30.5 亿元, 净利润 2.5、5.5、8.4 亿元。考虑到公司未来三年复合增速超过 50%, 给予 18 年 40 倍市盈率, 6 个月目标价 65 元, 买入评级。

### 2. 风险提示:

定增推进不达预期风险, 食品安全风险, 宏观经济增速下滑风险

## 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	794.27	196.02	1,249.70
应收账款	45.28	59.96	81.45	28.69	42.74
预付账款	1.06	1.06	0.99	1.09	1.71
存货	2,117.86	2,175.20	1,115.47	3,122.87	1,837.18
其他	122.80	58.11	199.38	173.05	247.66
<b>流动资产合计</b>	<b>2,594.95</b>	<b>2,835.59</b>	<b>2,191.58</b>	<b>3,521.72</b>	<b>3,379.01</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,166.37</b>	<b>1,129.51</b>	<b>1,149.42</b>	<b>1,188.39</b>	<b>1,194.85</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,761.32</b>	<b>3,965.10</b>	<b>3,340.99</b>	<b>4,710.11</b>	<b>4,573.85</b>
短期借款	753.00	836.00	0.00	735.22	0.00
应付账款	309.80	351.53	305.50	394.59	463.79
其他	449.19	448.98	561.41	652.73	778.20
<b>流动负债合计</b>	<b>1,511.99</b>	<b>1,636.51</b>	<b>866.91</b>	<b>1,782.54</b>	<b>1,241.99</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	121.04	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
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.50</b>	<b>3.27</b>	<b>3.34</b>	<b>124.40</b>	<b>3.32</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,515.49</b>	<b>1,639.78</b>	<b>870.25</b>	<b>1,906.94</b>	<b>1,245.31</b>
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	2,133.45	2,465.86	2,991.25
其他	(799.31)	(801.97)	(801.97)	(801.97)	(801.97)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,245.83</b>	<b>2,325.32</b>	<b>2,470.75</b>	<b>2,803.16</b>	<b>3,328.55</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,761.32</b>	<b>3,965.10</b>	<b>3,340.99</b>	<b>4,710.11</b>	<b>4,573.85</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	7.13	80.20	253.63	554.83	843.00
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	964.70	(1,747.46)	1,390.28
其它	14.41	(34.34)	1.00	(0.67)	0.11
<b>经营活动现金流</b>	<b>120.81</b>	<b>230.29</b>	<b>1,278.51</b>	<b>(1,131.82)</b>	<b>2,295.62</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(30.20)</b>	<b>(38.83)</b>	<b>(51.63)</b>	<b>(71.63)</b>	<b>(41.63)</b>
债权融资	753.00	836.00	0.00	856.26	0.00
股权融资	(35.29)	(18.29)	(29.66)	(28.63)	(26.41)
其他	(786.13)	(775.86)	(944.22)	(222.44)	(1,173.90)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(68.43)</b>	<b>41.86</b>	<b>(973.88)</b>	<b>605.19</b>	<b>(1,200.31)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>22.19</b>	<b>233.32</b>	<b>253.01</b>	<b>(598.26)</b>	<b>1,053.68</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,156.14</b>	<b>1,461.58</b>	<b>1,853.29</b>	<b>2,450.23</b>	<b>3,050.29</b>
营业成本	573.02	523.87	465.17	563.55	692.42
营业税金及附加	129.85	165.58	209.75	277.32	345.34
营业费用	238.46	318.06	481.85	551.30	549.05
管理费用	167.16	221.00	296.53	306.28	320.28
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)
<b>营业利润</b>	<b>27.16</b>	<b>180.55</b>	<b>374.68</b>	<b>725.84</b>	<b>1,120.26</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>32.75</b>	<b>183.71</b>	<b>378.55</b>	<b>730.04</b>	<b>1,124.00</b>
所得税	25.62	103.51	124.92	175.21	281.00
<b>净利润</b>	<b>7.13</b>	<b>80.20</b>	<b>253.63</b>	<b>554.83</b>	<b>843.00</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7.13</b>	<b>80.20</b>	<b>253.63</b>	<b>554.83</b>	<b>843.00</b>
每股收益(元)	0.02	0.24	0.75	1.64	2.50

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-19.99%	26.42%	26.80%	32.21%	24.49%
营业利润	-15.59%	564.71%	107.52%	93.72%	54.34%
归属于母公司净利润	-46.76%	1025.11%	216.25%	118.76%	51.94%
<b>获利能力</b>					
毛利率	50.44%	64.16%	74.90%	77.00%	77.30%
净利率	0.62%	5.49%	13.69%	22.64%	27.64%
ROE	0.32%	3.45%	10.27%	19.79%	25.33%
ROIC	0.56%	3.38%	10.72%	36.15%	25.50%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.29%	41.36%	26.05%	40.49%	27.23%
净负债率	25.68%	19.55%	10.62%	2.71%	25.68%
流动比率	1.72	1.73	2.53	1.98	2.72
速动比率	0.32	0.40	1.24	0.22	1.24
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	22.57	27.78	26.21	44.49	85.40
存货周转率	0.55	0.68	1.13	1.16	1.23
总资产周转率	0.31	0.38	0.51	0.61	0.66
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.02	0.24	0.75	1.64	2.50
每股经营现金流	0.36	0.68	3.79	-3.36	6.81
每股净资产	6.66	6.89	7.33	8.31	9.87
<b>估值比率</b>					
市盈率	2,187.59	194.43	61.48	28.10	18.50
市净率	6.94	6.71	6.31	5.56	4.68
EV/EBITDA	69.14	31.17	33.26	20.31	11.97
EV/EBIT	129.30	38.83	36.38	21.42	12.43

### 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