



沱牌舍得（600702）：产品结构调整带动业绩高速增长

审慎推荐（维持）

食品饮料—白酒

当前股价：30.38 元

报告日期：2017 年 8 月 24 日

主要财务指标（单位：亿元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	14.6	18.2	23.5	29.9
(+/-)	26.4%	24.7%	28.7%	27.6%
营业利润	1.8	3.5	6.4	9.4
(+/-)	565%	93%	85%	47%
归母净利润	0.8	1.7	3.5	5.2
(+/-)	1025%	118%	102%	47%
EPS (元)	0.24	0.52	1.05	1.54
PE	126.6	58.4	28.9	19.7

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	3.37/3.37
流通市值（亿元）	102
每股净资产（元）	7.01
资产负债率（%）	39.95%

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-54967577

邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

事件：公司于 8 月 23 日晚间发布 2017 半年报。报告期内，公司实现营业收入 8.79 亿元，同比增长 12.72%，实现营业利润 1.29 亿元，同比增长 104.25%，实现归属于母公司股东净利润 0.62 亿元，同比增长 169.00%；扣非后净利润 0.60 亿元，同比增长 150.05%；基本每股收益 0.1848 元。

- **行业回暖，中高端酒快速增长：**2017 年白酒行业保持了 2016 年的回暖和景气势头，继续呈现稳定健康发展。2017H1 收入 8.79 亿元，同比增长 12.72%，其中 Q2 淡季不淡，实现收入 4.52 亿元，同比增长 28.03%，归母净利润 0.21 亿元，同比增长 95.38%，归功于公司实施“沱牌”、“舍得”双品牌战略，进一步优化产品结构，实施精细化管理。分产品来看，报告期内中高档酒收入 6.93 亿元，同比增长 25.67%，主要是公司加大“舍得”系列招商力度，加大市场拓展致销售收入增加；低档酒收入 0.85 亿元，同比减少 21.39%，主要是公司主动调整“沱牌”系列，优化产品结构。分地区来看，川渝、东北、河南、山东等地都实现了超过 40% 的高速增长。
- **产品结构优化，毛利率提升：**2017 年上半年综合毛利率同比大幅上升近 24 个百分点至 74.53%，主要是相对高毛利的中高档产品占比上升。销售费用率同比增加 13.31pct 至 26.19%，处于近十年来较高水平（仅次于 2013 年），主要是报告期内加大新产品市场开发投入，销售人员的工资、差旅费和销售区广告费用等增加所致；管理费用率增长了 7.08 个百分点至 21.29%，主要是公司计提内部退养员工应支付的内退福利 0.90 亿元，按照准则规定一次性计入费用所致。如果不考虑这部分费用，实际公司上半年净利润近 1.52 亿元；财务费用率下降 1.13pct 至 0.02%，主要是贴现利息减少及银行存款利息增加所致。
- **公司未来看点：**（1）随着未来消费需求的改善和升级，白



酒行业两极分化趋势将日益明显，高端及次高端白酒的销量占比有望大幅增加，低端酒消费将被次高端和高端白酒挤压；（2）公司加快优化产品结构，加大新市场开发投入及中高端产品招商力度，在白酒行业触底反弹、公司营销机制改善及产品聚焦三重积极因素的驱动下，全年业绩大概率保持高增长的态势。

- **盈利预测：**我们调整之前的盈利预测，预计 2017-2019 年公司 EPS 将分别达到 0.52 元、1.05 元和 1.54 元，按照 2017 年 8 月 24 日收盘价 30.38 元进行计算，对应 2017-2019 年动态 PE 分别为 58.4 倍、28.9 倍和 19.7 倍，维持“审慎推荐”的投资评级。
- **风险提示：**（1）白酒行业竞争加剧；（2）食品安全问题。



## 公司盈利预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>2,836</b>	<b>2,877</b>	<b>3,107</b>	<b>3,450</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,462</b>	<b>1,822</b>	<b>2,346</b>	<b>2,992</b>
货币资金	541	791	745	619	营业成本	524	464	534	653
应收款	117	152	209	291	营业税金及附加	166	184	205	228
存货	2,175	1,932	2,152	2,538	销售费用	318	492	586	718
其他流动资产	2	2	2	2	管理费用	221	328	375	449
<b>非流动资产</b>	<b>1,130</b>	<b>1,127</b>	<b>1,123</b>	<b>1,118</b>	财务费用	21	2	2	3
可供出售金融资产	220	220	220	220	费用合计	560	822	964	1,170
固定资产+在建工程	639	636	632	628	资产减值损失	22	5	-	-
无形资产+商誉	164	164	164	164	公允价值变动	-0	-	-	-
其他非流动资产	107	107	107	107	投资收益	-9	-	-	-
<b>资产总计</b>	<b>3,965</b>	<b>4,004</b>	<b>4,230</b>	<b>4,568</b>	<b>营业利润</b>	<b>181</b>	<b>348</b>	<b>642</b>	<b>942</b>
<b>流动负债</b>	<b>836.00</b>	<b>836.00</b>	<b>836.00</b>	<b>836.00</b>	加：营业外收入	7	2	-	-
短期借款	836.00	836.00	836.00	836.00	减：营业外支出	4	0	-	-
应付账款、票据	309	247	290	362	<b>利润总额</b>	<b>184</b>	<b>350</b>	<b>642</b>	<b>942</b>
其他流动负债	491	491	491	491	所得税费用	104	175	289	424
<b>非流动负债</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	所得税率(%)	56.3%	50.0%	45.0%	45.0%
长期借款	-	-	-	-	<b>净利润</b>	<b>80</b>	<b>175</b>	<b>353</b>	<b>518</b>
其他非流动负债	3	3	3	3	少数股东损益	-	-	-	-
<b>负债合计</b>	<b>1,640</b>	<b>1,578</b>	<b>1,620</b>	<b>1,693</b>	<b>归母净利润</b>	<b>80</b>	<b>175</b>	<b>353</b>	<b>518</b>
实收资本(或股本)	337	337	337	337	总股本(百万)	337	337	337	337
资本公积金	802	802	802	802	每股收益(元)	0.24	0.52	1.05	1.54
盈余公积金	246	263	298	350					
未分配利润	940	1,010	1,152	1,359					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	13	20	27					
所有者权益合计	2,325	2,426	2,610	2,875					
<b>负债和所有者权益</b>	<b>3,965</b>	<b>4,004</b>	<b>4,230</b>	<b>4,568</b>					
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>财务分析</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	80	175	353	518	<b>成长能力</b>				
折旧	44	48	49	50	营业收入增长率	1.1%	24.7%	28.7%	27.6%
摊销	6	7	7	7	营业利润增长率	461.1%	92.7%	84.6%	46.6%
财务费用	20	2	2	3	净利润增长率	499.0%	118.0%	102.0%	46.6%
存货的减少	-62	243	-220	-386	<b>盈利能力</b>				
营运资本变化	110	-97	-14	-10	毛利率	64.2%	74.6%	77.2%	78.2%
其他非现金部分	32	-	-	-	净利率	36.9%	45.5%	55.5%	65.5%
经营活动现金流量	230	378	177	182	ROE	3.4%	7.2%	13.5%	18.0%
投资活动现金流量	-39	-45	-45	-45	<b>偿债能力</b>				
筹资活动现金流量	42	-83	-179	-262	资产负债率	41.4%	39.4%	38.3%	37.1%
汇率变动影响	-	-	-	-	流动比	1.73	1.83	1.92	2.04
<b>现金增加额</b>	<b>233</b>	<b>250</b>	<b>-47</b>	<b>-125</b>	速动比	0.40	0.60	0.59	0.54
期初现金余额	308	541	791	745	<b>营运能力</b>				
期末现金余额	541	791	745	619	总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7
期末货币资金	541	791	745	619	<b>每股指标(元/股)</b>				
					每股收益	0.24	0.52	1.05	1.54
					每股净资产	6.9	7.2	7.7	8.5
					<b>估值比率</b>				
					P/E	132.4	60.7	30.0	20.5
					P/B	4.6	4.4	4.1	3.7

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



## 研究员简介

万蓉：英国赫尔大学，商业管理硕士，主要研究和跟踪领域：大消费

## 华鑫证券有限公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	< (-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

## 华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>