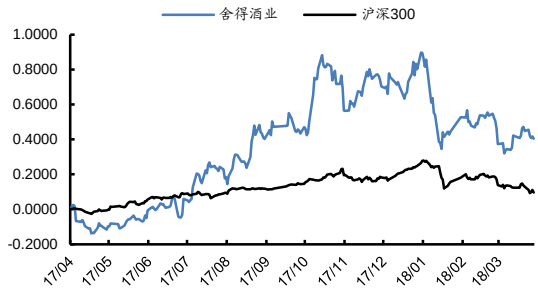
研究所
证券分析师： 余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
证券分析师： 陈鹏 S0350517070001
0755-83702462 chenp02@ghzq.com.cn

毛利率大幅提升，业绩低于预期

——舍得酒业（600702）动态点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
舍得酒业	-4.0	-26.0	35.5
沪深 300	-3.7	-14.2	8.5

市场数据	2018-04-20
当前价格（元）	37.31
52 周价格区间（元）	22.43 - 51.52
总市值（百万）	12584.66
流通市值（百万）	12584.66
总股本（万股）	33730.00
流通股（万股）	33730.00
日均成交额（百万）	256.62
近一月换手（%）	25.54

相关报告

《沱牌舍得（600702）事件点评：聚焦次高端，产品结构优化》——2017-12-21

《沱牌舍得（600702）三季报点评：高档酒快速增长，毛利率大幅提升》——2017-10-30

《沱牌舍得（600702）中报点评：产品结构优化，舍得快速增长》——2017-08-24

《沱牌舍得（600702）调研简报：聚焦战略成效渐显，舍得有望维持高增长》——2017-03-27

《沱牌舍得（600702）2017 年年报点评：中高端白酒实现快速增长，定增方案调整后进程有望加快》——2017-03-03

事件：

公司发布年报，2017 年实现营业收入 16.38 亿元，同比增长 12.10%，实现归属于上市公司股东的净利润为 1.44 亿元，同比增长 79.02%，业绩低于预期。

投资要点：

- **中高档增长较好：**分品类看，中高档酒销售收入 13.95 亿元，同比增长 32.73%，主要是受益于消费升级，中高端白酒景气度持续回升，同时，公司进行大规模招商，经销商数量较 2017 年初增加 393 家；低档酒收入 1.00 亿元，同比下降 45.80%，一方面是因为行业分化，另一方面是公司主动进行产品清理。

- **毛利率大幅提升：**公司 2017 年毛利率大幅提升 10.46 个百分点，主要是公司产品结构优化，中高档产品占比上升。2017 年期间费用率 47.52%，同比上升 9.2 个百分点，其中销售费用率为 29.27%，同比提高 7.51 个百分点，主要是公司加大市场开发投入力度，广告及宣传费用以及整体销售薪酬增加，管理费用率 18.23%，同比提升 3.11 个百分点，主要是公司计提职工辞退福利。2017 销售净利率提升到 8.67%，仍远低于白酒行业平均水平，主要原因在于公司营收规模比较小，目前处于加大市场投入的阶段，费用投入较大，同时受计提员工内退费等非经常性损益的影响较大。

- **改革继续推进：**天洋入驻沱牌舍得后，已经剥离了医药业务，希望把白酒做大做强，进行了一系列的改革。产品方面：梳理精简产品，产品结构优化调整后舍得聚焦高端、沱牌主打大众白酒市场的定位明确，舍得系列产品销售增长良好。渠道方面：通过销售团队与经销商的协作推进渠道在重点区域市场的下沉，并给予一线销售人员更多的正向激励，经销商数量增加 393 家，终端数量也保持高增长。

- **投资建议：**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.92 元、1.29 元、1.69 元，对应 PE 分别为 41X、29X、22X。公司剥离药业聚焦白酒主业，打造核心单品带动产品结构升级，给予“增持”评级。

- **风险提示：**行业竞争加剧；食品安全事件；市场拓展的不确定性；新品不达预期

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	1638.44	2165.73	2727.46	3271.82
增长率(%)	12.10%	32.18%	25.94%	19.96%
净利润（百万元）	143.57	310.35	433.71	570.49
增长率(%)	79.02%	116.16%	39.75%	31.54%
摊薄每股收益（元）	0.43	0.92	1.29	1.69
ROE(%)	5.77%	11.23%	14.34%	16.90%

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

表：舍得酒业盈利预测表

证券代码:	600702.SH		股价:	37.31	投资评级:	增持		日期:	2018-04-20
财务指标	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**每股指标与估值**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	5.77%	11.23%	14.34%	16.90%	EPS	0.43	0.92	1.29	1.69
毛利率	74.62%	76.00%	77.00%	78.00%	BVPS	7.87	8.52	9.42	10.60
期间费率	47.52%	41.68%	40.46%	39.28%	**估值**				
销售净利率	8.76%	14.33%	15.90%	17.44%	P/E	87.65	40.55	29.02	22.06
成长能力					P/B	4.74	4.38	3.96	3.52
收入增长率	12.10%	32.18%	25.94%	19.96%	P/S	7.68	5.81	4.61	3.85
利润增长率	79.02%	116.16%	39.75%	31.54%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
总资产周转率	0.38	0.47	0.58	0.63	**营业收入**	**1638.44**	**2165.73**	**2727.46**	**3271.82**
应收账款周转率	47.81	43.75	42.84	41.91	营业成本	415.90	519.77	627.32	719.80
存货周转率	0.19	0.24	0.27	0.27	营业税金及附加	225.00	297.41	374.55	449.30
偿债能力					销售费用	479.63	573.92	695.50	801.59
资产负债率	0.44	0.36	0.36	0.35	管理费用	298.67	303.20	381.84	458.05
流动比	1.89	2.11	2.20	2.33	财务费用	0.35	25.46	26.06	25.48
速动比	0.73	0.83	0.79	0.83	其他费用/（-收入）	49.18	57.74	58.21	59.73
					营业利润	**201.85**	**441.08**	**617.30**	**812.70**
资产负债表（百万元）	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	营业外净收支	2.28	2.28	2.28	2.28
现金及现金等价物	1137.25	1061.69	1037.01	1158.34	**利润总额**	**204.13**	**443.36**	**619.58**	**814.98**
应收款项	176.24	232.96	293.39	351.94	所得税费用	62.02	133.01	185.87	244.49
存货净额	2312.47	2079.10	2509.26	2879.20	**净利润**	**142.11**	**310.35**	**433.71**	**570.49**
其他流动资产	43.69	43.69	43.69	43.69	少数股东损益	-1.47	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	**3768.36**	**3435.93**	**3906.36**	**4460.44**	**归属于母公司净利润**	**143.57**	**310.35**	**433.71**	**570.49**
固定资产	505.53	617.36	604.64	590.41					
在建工程	153.02	30.00	30.00	30.00	**现金流量表（百万元）**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
无形资产及其他	149.81	144.31	138.82	133.32	**经营活动现金流**	**466.74**	**241.64**	**174.10**	**360.56**
长期股权投资	13.98	170.00	170.00	170.00	净利润	142.11	310.35	433.71	570.49
资产总计	**4698.94**	**4504.79**	**4957.00**	**5491.35**	少数股东权益	170.91	170.91	170.91	170.91
短期借款	644.17	644.17	644.17	644.17	折旧摊销	49.18	57.74	58.21	59.73
应付款项	365.44	295.60	356.75	409.35	公允价值变动	0.11	0.11	0.11	0.11
预收帐款	192.38	254.30	320.25	384.17	营运资金变动	180.80	-106.22	-346.49	-297.75
其他流动负债	0.09	0.09	0.09	0.09	**投资活动现金流**	**133.97**	**-198.63**	**-42.61**	**-42.61**
流动负债合计	**1991.47**	**1628.37**	**1776.99**	**1912.00**	资本支出	-63.30	-40.00	-40.00	-40.00
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	长期投资	7.49	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	205.56	-156.02	0.00	0.00
长期负债合计	**52.60**	**4.30**	**4.30**	**4.30**	**筹资活动现金流**	**-152.75**	**-118.56**	**-156.17**	**-196.62**
负债合计	**2044.07**	**1632.67**	**1781.29**	**1916.30**	债务融资	-191.83	0.00	0.00	0.00
股本	337.30	337.30	337.30	337.30	权益融资	39.42	0.00	0.00	0.00
股东权益	2654.87	2872.12	3175.71	3575.05	其它	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益总计	**4698.94**	**4504.79**	**4957.00**	**5491.35**	**现金净增加额**	**447.96**	**-75.55**	**-24.68**	**121.32**

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8 年实业工作经验，7 年证券从业经验。自 2009 年以来，一直从事食品饮料行业研究。
陈鹏，武汉大学金融学硕士，4 年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生、陈鹏，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。