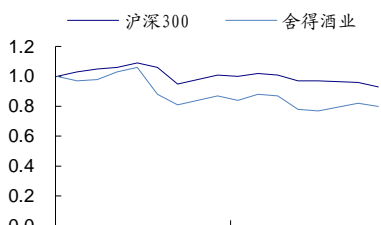


证券研究报告—动态报告
食品饮料
饮料
舍得酒业(600702)
买入
点评报告

(维持评级)

2018年04月23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)	12,585/12,585
上证综指/深圳成指	3,072/10,409
12个月最高/最低(元)	51.52/22.43

相关研究报告:

《舍得酒业-600702-次高端“明日之星”，继续前进》——2018-02-13
 《沱牌舍得-600702-重大事件快评：定增加快，蓄势改革，长效发展》——2017-11-02
 《沱牌舍得-600702-2017年三季度报点评：高基高费致波动，舍得续增提毛利》——2017-10-30
 《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

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: guoweil@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
结构升级步伐加快，破而后立一路向前
● 盈利能力稳步提升，销售及投资现金流增长显著

公司2017年营收16.38亿元，同增12.10%，归母净利润1.44亿元，同增79.02%，扣非净利润1.35亿元，同增72.97%，实现EPS0.43元。17年毛利率74.62%同增10.5pcts，主因公司优化产品结构，低档酒占比下降，中高档占比提升所致，酒类收入14.95亿同增20.94%，毛利率76.78%同增11.71pcts，其中中高档酒/低档酒收入同比+32.73%/ -45.80%，中高档酒占比达93.3%同增8.3pcts，且年初提价下吨价整体上行，中高档酒/低档酒的毛利率分别为79.6%/37.7%同增8pct/10pct。因加大市场开发、人员投入以及Q2计提员工内退福利影响，全年销售费用率及管理费用率分别为29.27%/18.23%，同增7.5pct/3.1pct，其中销售费用中职工薪酬及市场开发费同增137%/56%，管理费用增加辞退福利9200万。综合影响下，净利率8.67%同增3.2pcts，盈利能力提升。销售收现20.4亿元同增34.1%，经营现金流净额4.3亿同增84.8%，受Q3药业股权转让款及Q4合并天马玻璃影响投资现金流净额2.8亿元，期末账面现金11.4亿元同增6亿元。

● 解析Q4业绩：收入增速环降受非酒业务影响，中高端酒增长提速，确认可抵扣亏损降低税费

Q4收入3.95亿元，同增9.05%，归母净利润4810万元，同增89.41%。从单季收入看，增速环比下滑5pcts，主因非酒类业务收入拖累整体表现：Q4酒类收入3.8亿同增23.8%，较前三季度增速高3pcts，其中中高档酒增速43.8%较前三季度增速提升15pcts；药业收入全年同减39.6%，H2同减78.4%，主因7月向集团转让太平洋药业100%股权后收入剥离合并报表影响；新增玻璃收入1028万元由并表天马玻璃贡献，其他业务全年同减45%。从利润看，Q4营业利润率4.31%同减16pcts与净利率11.8%同增4.8pcts形成反差主因以下四个因素影响：1.Q4毛利率72.4%同减29pcts，销售费用率21.9%同减23pcts，主因去年同期确认节奏差异致低成本、高费用；2.营业税金率23.34%同增9.8pcts，受白酒消费税增加影响，全年消费税率12.1%同增2.1pcts回归合理范围；3.资产减值损失10月和12月末停止热车间、遂宁分公司形成固定资产减值1949万元影响净利润1461万元；4.母公司利润改善使用前期未确认的递延所得税可抵扣亏损2.66亿元节省所得税费用约6700万元且子公司相应增加采购成本、减少所得税费用，17年所得税率30.4%同减26pcts，目前剩余可抵扣亏损2.2亿对应未来税费的抵扣影响约5000万元。

● 舍得系列品味+智慧双轮驱动，调整巩固后量价积极库存良性

从产品端，舍得系列表现靓丽，17年销售量3936千升同增28.8%，调研显示核心单品品味舍得2017年增速超50%，18年初依然延续高增态势，公司财年四季度收入近翻倍增长，新品智慧舍得加速推广卡位600元价位段，品宣营销上承接品味舍得大单品良好基因，有望完成舍得系列中20%以上销售占比；低档酒系列产品清理加速，沱牌系列销售量9879千升同减58.5%，公司将重塑低档酒渠道价值链，推广天特优、沱小九、柳浪春等系列在对应价格带发力贡献业绩，沱牌聚焦35个地级市发展。价格上，继1月16日出厂价上调20元保证品味舍得市场占位目标终端价458元，3月15号渠道促销由五赠一改为六赠一变相涨价，未来仍有提价预期。18Q1订单提前量充分，渠道积极进货信心强，动销积极渠道库存回归良性，舍得17年2.6个月降至1.2个月，沱牌从6个月降至4个月，未来聚焦中高端核心产品发力有望加速发展。

● 全国化深耕布局，放权调动积极性，定增过期发展无虞

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 1402 家同增 393 家，各地建立近 6000 家联盟体、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，省外酒类收入 11.5 亿元同增 29%，占比提升 5pcts 至 76.6%，未来将进一步集中资源强化川渝、河南、山东、华北、东北等五大重点区域，突破华东、华南等潜力市场。设立 8 个营销中心和 60 个办事处，在分项费用管控下合理放权调动一线人员主观能动性。公司定增方案批复到期失效，后续将“以货款回收为主，银行融资为辅”拓宽融资渠道满足原定增项目资金需求，当前账面现金充足，放弃定增后大股东领导公司一路向前决心不变，业绩释放更趋积极。

盈利预测及估值。舍得酒类业务保持稳定增长，产品结构改善明显，看好未来全国化深耕拓展空间，定增过期发展无虞，业绩高速增长潜力充足。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.25/2.15/3.02 元，对应 29.8/17.4/12.4 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：白酒行业景气度下滑；全国化拓张不及预期；食品安全风险。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1462	1,638	2,762	4,028	5,172
(+/-%)	26.42%	12.1%	68.6%	45.8%	28.4%
净利润(百万元)	80	144	422	725	1016
(+/-%)	1025.11%	79.0%	193.9%	71.7%	40.3%
摊薄每股收益(元)	0.24	0.43	1.25	2.15	3.02
EBIT Margin	14.0%	13.4%	21.7%	25.4%	27.3%
净资产收益率(ROE)	3.4%	5.8%	14.7%	20.6%	22.9%
市盈率(PE)	168.1	87.65	29.80	17.35	12.37
EV/EBITDA	54.8	54.5	22.8	14.1	10.6
市净率(PB)	5.41	5.07	4.39	3.58	2.84

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)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1137	600	1078	1417	营业收入	1638	2762	4028	5172
应收款项	186	227	331	425	营业成本	416	622	789	937
存货净额	2312	3809	4084	5036	营业税金及附加	225	359	512	657
其他流动资产	132	3	4	5	销售费用	480	732	1063	1360
流动资产合计	3768	4639	5496	6883	管理费用	299	448	642	808
固定资产	670	656	637	615	财务费用	0	26	31	18
无形资产及其他	150	144	138	132	投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)
投资性房地产	96	96	96	96	资产减值及公允价值变动	(18)	0	0	0
长期股权投资	14	9	5	(1)	其他收入	1	0	0	0
资产总计	4699	5544	6373	7726	营业利润	202	574	990	1392
短期借款及交易性金融负债	644	1162	850	850	营业外净收支	2	6	6	6
应付款项	365	457	613	755	利润总额	204	580	996	1398
其他流动负债	982	840	1177	1477	所得税费用	62	162	279	391
流动负债合计	1991	2459	2639	3083	少数股东损益	(1)	(4)	(7)	(10)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	144	422	725	1016
其他长期负债	53	53	53	53					
长期负债合计	53	53	53	53	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2044	2512	2692	3135	净利润	144	422	725	1016
少数股东权益	171	169	165	160	资产减值准备	(4)	0	(0)	(0)
股东权益	2484	2864	3516	4430	折旧摊销	49	60	64	68
负债和股东权益总计	4699	5544	6373	7726	公允价值变动损失	18	0	0	0
					财务费用	0	26	31	18
关键财务与估值指标					营运资本变动	251	(1458)	112	(604)
每股收益	0.43	1.25	2.15	3.02	其它	3	(2)	(4)	(5)
每股红利	0.15	0.13	0.21	0.30	经营活动现金流	461	(977)	898	475
每股净资产	7.36	8.50	10.43	13.15	资本开支	(39)	(40)	(40)	(40)
ROIC	5%	12%	18%	24%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	15%	21%	23%	投资活动现金流	167	(35)	(36)	(34)
毛利率	75%	77%	80%	82%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	22%	25%	27%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	24%	27%	29%	支付股利、利息	(49)	(42)	(72)	(102)
收入增长	12%	69%	46%	28%	其它融资现金流	66	517	(312)	0
净利润增长率	79%	194%	72%	40%	融资活动现金流	(32)	475	(384)	(102)
资产负债率	47%	48%	45%	43%	现金净变动	596	(537)	478	340
息率	0.4%	0.3%	0.6%	0.8%	货币资金的期初余额	541	1137	600	1078
P/E	87.7	29.8	17.4	12.4	货币资金的期末余额	1137	600	1078	1417
P/B	5.1	4.4	3.6	2.8	企业自由现金流	414	(1005)	872	439
EV/EBITDA	54.5	22.8	14.1	10.6	权益自由现金流	480	(506)	538	426

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032