

食品饮料

舍得酒业（600702）

首次评级

报告原因：事件点评

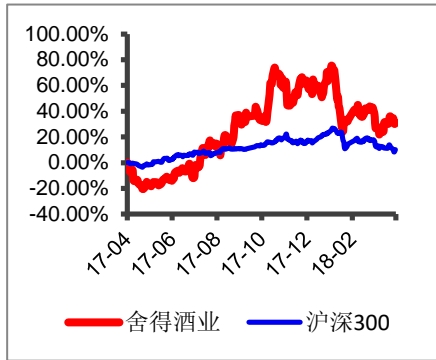
产品聚焦舍得，静待公司持续增长

买入

2017年4月26日

公司研究/事件点评

公司近一年市场表现



事件描述

- 舍得酒业公布 2018 年一季报，报告期内公司实现营业收入 5.20 亿元，同比增长 21.95%，实现归母净利润 0.83 亿元，同比增长 102.55%，基本每股收益为 0.25 元，同比增长 102.56%。

事件点评

- **公司预收账款大幅增加，公司持续发展能力足。**公司实现营业收入 5.20 亿元，同比增长 21.95%，实现归母净利润 0.83 亿元，同比增长 102.55%，虽然不及市场预期，但是实际公司经营业绩良好。18Q1 公司预收账款 3.8 亿元，同比增加 99.7%，说明蓄水效应显著；经营活动产生的现金流量净额 2.48 亿元，同比增长 156.90%，说明公司现金流良好；投资活动产生的现金流量净额，同比大幅减少 879.86%，主要是本期支付酿酒配套和沱牌舍得酒文化体验中心等项目工程款项增加所致，虽然非公开发行失效，但公司拟用自有资金对投资项目进行建设，说明大股东对公司未来发展信心充足。
- **毛利率同比继续提升，净利润率加速回升。**公司 18Q1 销售毛利率 69.5%，同比提升 4.5%，公司净利率为 16.60%，同比提升 7.02%，在于公司提价和产品结构升级带动均价和毛利率明显提升，以及天洋入主后为公司注入民营活力，管理机制的改善带来期间费用减少等。具体来看，产品方面，2018Q1 中高档酒实现收入 4.24 亿元，同比增长 26.48%；低档酒收入 0.14 亿元，同比下降 61.34%；期间费用方面，期间费用率为 33.90%，同比下降 4.53%，其中销售费用率为 23.24%，同比下降 4.66%，主要系产品销售折扣不再计入销售费用，财务费用率同比下降 0.26%，主要是本期收到的银行存款利息增加所致，管理费用率同比下降 0.39%；所得税方面，所得税费用同比减少 51.95%，主要是消费税计税基础提高后母公司售价增加，产生的利润弥补以前年度亏损后未实现当期所得税，而因营销公司采购成本上升、利润下降，当期实现所得税减少所致。
- **产品聚焦舍得，未来盈利空间仍较大。**2017 年度，公司对产品体系进行重新梳理和大刀阔斧的改革，坚持以舍得为核心、沱牌为重点的产品战略，打造“品味舍得”成为次高端明星产品。春糖期间公司推出定位 600 元的智慧舍得新品，向上延伸舍得系列产品线，并借助品味舍得渠道进行快速布局。智慧舍得从短期来看，智慧舍得销量不会成为主导，2018 年智慧舍得销量占到品味舍得 20%，通过 2-3 年的打造，智慧舍得销量可

市场数据：2018年4月26日

收盘价(元)：35.09

年内最高/最低(元)：51.52/33.00

流通 A 股/总股本(亿)：3.37/3.37

流通 A 股市值(亿)：118

总市值(亿)：118

基础数据：2017年12月31日

基本每股收益：0.43

每股净资产(元)：7.36

净资产收益率：5.97%

分析师：曹玲燕

执业证书编号：S0760511010002

E-mail: caolingyan@sxzq.com

研究助理：和芳芳

E-mail: hefangfang@sxzq.com

地址：山西省太原市府西街国贸中心 A 座



能会超过品味舍得。所以我们认为，随着公司优化产品结构以及营销变革，次高端舍得系列将驱动收入快速增长，公司盈利能力具备充足提升空间。

投资建议

- 我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 24.77 亿元、33.28 亿元、43.31 亿元，同比增长 49.34%、36.01%、30.13%，公司归母净利润为 3.65 亿元、5.63 亿元、8.01 亿元，同比增长 154.03%、54.39%、42.23%，对应的 EPS 分别为 1.08 元、1.67 元、2.37 元，PE 分别为 32 倍、21 倍、15 倍。首次“买入”评级。

存在风险

食品安全风险、中高档酒动销放缓、区域扩张速度放缓

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,768	3,704	4,705	6,061	营业收入	1,638	2,447	3,328	4,331
现金	1,137	2,611	3,229	4,084	营业成本	416	564	759	962
应收账款	53	56	107	126	营业税金及附加	225	311	424	551
其他应收款	10	33	48	49	销售费用	480	666	849	1,048
预付账款	89	128	200	320	管理费用	299	422	566	736
存货	2,312	614	749	862	财务费用	0	4	(12)	(24)
其他流动资产	167	260	374	620	资产减值损失	18	1	0	(0)
非流动资产	931	1,093	1,028	957	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	14	154	129	99	投资净收益	(0)	0	0	0
固定资产	506	474	441	409	营业利润	202	480	743	1,057
无形资产	150	140	131	122	营业外收入	6	7	7	7
其他非流动资产	261	326	327	327	营业外支出	4	2	2	2
资产总计	4,699	4,797	5,734	7,019	利润总额	204	485	748	1,062
流动负债	1,991	1,794	2,176	2,704	所得税	62	121	187	266
短期借款	644	637	625	611	净利润	142	364	561	797
应付账款	153	202	266	345	少数股东损益	(1)	(1)	(3)	(5)
其他流动负债	1,194	956	1,284	1,747	归属母公司净利润	144	365	563	802
非流动负债	53	125	232	393	EBITDA	250	526	772	1,074
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.43	1.08	1.67	2.38
其他非流动负债	53	125	232	393					
负债合计	2,044	1,919	2,407	3,097	主要财务比率				
少数股东权益	171	170	167	162	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	337	337	337	337	成长能力				
资本公积	841	841	841	841	营业收入	12.10%	49.34%	36.01%	30.13%
留存收益	1,305	1,529	1,981	2,581	营业利润	11.80%	137.65%	54.85%	42.36%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润	79.02%	154.07%	54.46%	42.30%
益	2,484	2,708	3,159	3,759	获利能力				
负债和股东权益	4,699	4,797	5,734	7,019	毛利率(%)	74.62%	76.96%	77.19%	77.79%
					净利率(%)	8.76%	14.91%	16.93%	18.51%
					ROE(%)	5.35%	12.63%	16.86%	20.32%
					ROIC(%)	5.60%	17.59%	41.94%	59.41%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	43.50%	40.01%	41.98%	44.13%
					净负债比率(%)	-12.56%	-42.09%	-58.52%	-58.70%
					流动比率	1.89	2.06	2.16	2.24
					速动比率	0.73	1.72	1.82	1.92
					营运能力				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	426	1,835	705	1,017
净利润	142	365	563	802
折旧摊销	49	42	41	41
财务费用	(0)	4	(12)	(24)
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	248	1,425	114	203
其他经营现金	(13)	(1)	(2)	(5)

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

流									
投资活动现金流	276	(140)	25	30	总资产周转率	0.38	0.52	0.63	0.68
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	47.81	74.56	81.23	63.85
长期投资	206	(140)	25	30	应付账款周转率	10.12	13.78	14.22	14.16
其他投资现金流	70	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	(171)	(152)	(112)	(191)	每股收益(最新摊薄)	0.43	1.08	1.67	2.38
短期借款	(192)	(7)	(12)	(14)	每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	5.44	2.09	3.01
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.36	8.03	9.37	11.15
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	39	0	0	0	P/E	83.0	32.7	21.2	14.9
其他筹资现金流	(19)	(145)	(100)	(178)	P/B	4.8	4.4	3.8	3.2
现金净增加额	531	1,542	618	855	EV/EBITDA	61.29	20.03	13.05	8.75

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明