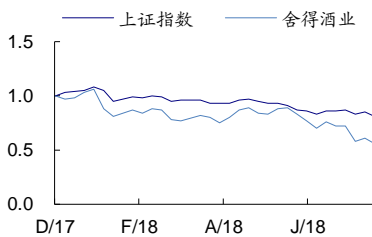


证券研究报告—深度报告
食品饮料
饮料
舍得酒业(600702)
买入

(维持评级)

2018年08月20日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	337/337
总市值/流通(百万元)	8,783/8,783
上证综指/深圳成指	2,669/8,357
12个月最高/最低(元)	51.44/26.00

相关研究报告:

《舍得酒业-600702-2018年一季报点评: 回款现金流表现优异, 盈利能力持续提升》——2018-04-26
 《舍得酒业-600702-点评报告: 结构升级步伐加快, 破而后立一路向前》——2018-04-23
 《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年三季报点评: 高基高费致波动, 舍得续增提毛利》——2017-10-30

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号: S0980517080001

联系人: 孙山山

电话: 13751048798
 E-MAIL: sunss@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。

深度报告

舍得保持高增长, 产品矩阵成型

● 业绩保持高增速, 经营现金流得到改善

公司 2018 年上半年营收 10.18 亿 (+15.82%); 归母净利润 1.66 亿 (+166.05%), 业绩保持高增速。单二季度收入 4.98 亿 (+10.05%), 归母净利润 0.83 亿 (+286.81%), 扣非归母净利润 0.46 亿 (+122.81%), 主因 18Q2 转让公司产区土地 3850 万投资收益及 17Q2 员工内退福利 9000 万带来低基数等所致。18H1 毛利率 69.42% (-4.11pcts); 销售费用率 21.80% (-4.39pcts), 净利率 17.68% (+10.59pcts), 主因公司直接投放的广告费及市场开发费减少所致。预收款 1.32 亿 (-9.6%), 主因 17 年末预收款于 18H1 发货开票确认收入所致; 销售商品、提供劳务等收到现金 14.16 亿 (+57.33%), 经营现金流净额 1.42 亿 (+238.10%), 反映公司现金流得到很大改善。应收账款 0.83 亿 (+95.72%), 主因控股子公司四川天马玻璃应收货款增加所致。

● 中高档酒稳步增长, 舍得保持较高增速

从产品来看, 占比超 80% 中高档酒营收 8.16 亿 (+17.84%), 毛利率超 70%, 保持稳步增长; 占比 20% 低档酒产品营收 0.26 亿 (-68.74%), 预计后续毛利率有望继续提升; 具体来看, 舍得酒营收 6.64 亿 (+41.28%), 若剔除 17 年 10 月会计政策变更因素, 实际增速为 84.75%。从渠道来看, 公司经销营收 8.3 亿 (+7.06%), 电商营收 0.12 亿 (+645.37%)。从区域来看, 公司省内营收 2.32 亿 (+22%), 省外营收 5.99 亿 (+2.22%), 反映公司省内渠道下沉效果初现。从经销商来看, 公司共有 1592 家, 新增 267 家, 退出 77 家。

● 产品矩阵成型, 定位文化国酒

改制 2 周年以来, 公司大幅削减 SKU 数量, 以次高端“舍得”为核心、以中端“沱牌”为重点, 培育超高端“吞之乎”、中高端“陶醉”、小瓶酒“沱小九”的品牌矩阵已经成型。公司自建 IP (舍得智慧讲堂), 推出以酒为媒的诗乐舞《大国芬芳》, 建立“以渠道为基础, 以消费者为核心”的营销模式, 将现有舍得销售团队裂变为销售发展团队 (负责经销商及终端渠道) 及市场发展团队 (负责消费者培育), 强化终端渠道网点的开发与维护, 建立更加有效的 KPI 考核体系。针对新市场将导入加盟商模式, 通过厂家运作终端建立示范效应。我们看好公司品牌矩阵及未来业绩高增长, 预测 2018-2020 年 EPS 1.15/1.40/1.81 元, 对应 PE23/19/14, 给予“买入”评级。

● 风险提示: 食品安全问题; 白酒行业需求放缓; 全国化扩张不及预期
盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,462	1,638	1,925	2,296	2,768
(+/-%)	26.4%	12.1%	17.5%	19.3%	20.6%
净利润(百万元)	80	144	386	473	608
(+/-%)	1025.1%	79.0%	168.9%	22.6%	28.5%
摊薄每股收益(元)	0.24	0.43	1.15	1.40	1.81
EBIT Margin	14.0%	12.5%	28.0%	28.6%	30.2%
净资产收益率(ROE)	3.4%	5.8%	13.6%	14.5%	16.0%
市盈率(PE)	109.5	61.2	22.73	18.54	14.42
EV/EBITDA	41.0	42.7	17.5	14.7	12.0
市净率(PB)	3.8	3.5	3.10	2.69	2.31

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	1290	2018	2296	营业收入	1638	1925	2296	2768
应收款项	186	158	189	228	营业成本	416	379	436	515
存货净额	2312	2361	2201	2644	营业税金及附加	225	250	292	352
其他流动资产	132	2	2	3	销售费用	480	481	606	728
流动资产合计	3768	3812	4410	5171	管理费用	299	276	304	338
固定资产	670	656	637	615	财务费用	0	14	12	5
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	4717	5287	6014	营业利润	202	525	645	831
短期借款及交易性金融负债	644	850	850	850	营业外净收支	2	6	6	6
应付款项	365	283	330	397	利润总额	204	531	651	837
其他流动负债	982	530	630	746	所得税费用	62	149	182	234
流动负债合计	1991	1663	1810	1992	少数股东损益	(1)	(4)	(5)	(6)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	144	386	473	608
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	1716	1863	2045	净利润	144	386	473	608
少数股东权益	171	169	167	164	资产减值准备	(4)	0	(0)	(0)
股东权益	2484	2831	3258	3805	折旧摊销	49	60	64	68
负债和股东权益总计	4699	4717	5287	6014	公允价值变动损失	18	0	0	0
					财务费用	0	14	12	5
关键财务与估值指标					营运资本变动	251	(424)	275	(300)
每股收益	0.43	1.15	1.40	1.81	其它	3	(2)	(2)	(3)
每股红利	0.15	0.11	0.14	0.18	经营活动现金流	461	21	811	374
每股净资产	7.36	8.40	9.67	11.29	资本开支	(39)	(40)	(40)	(40)
ROIC	5%	12%	16%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	14%	15%	16%	投资活动现金流	167	(35)	(36)	(34)
毛利率	75%	80%	81%	81%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	28%	29%	30%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	31%	31%	33%	支付股利、利息	(49)	(39)	(47)	(61)
收入增长	12%	17%	19%	21%	其它融资现金流	66	206	0	0
净利润增长率	79%	169%	23%	29%	融资活动现金流	(32)	167	(47)	(61)
资产负债率	47%	40%	38%	37%	现金净变动	596	153	727	279
息率	0.6%	0.4%	0.5%	0.7%	货币资金的期初余额	541	1137	1290	2018
P/E	61.2	22.7	18.5	14.4	货币资金的期末余额	1137	1290	2018	2296
P/B	3.5	3.1	2.7	2.3	企业自由现金流	414	(15)	773	330
EV/EBITDA	42.7	17.5	14.7	12.0	权益自由现金流	480	181	764	326

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