

盈利能力提升，舍得酒业厚积阶段深化

2018年08月20日

强烈推荐/维持

舍得酒业

财报点评

——舍得酒业（600702）半年报点评

刘畅	分析师	执业证书编号：S1480517120001
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn	010-66554017

事件：

舍得酒业发布 2018 年半年报，期间公司实现营业收入 10.18 亿元，同比增长 15.82%；归属于母公司股东的净利润 1.66 亿元，同比增长 166.05%；扣非后归属于母公司股东的净利润为 1.27 亿元，同比增长 112.65%。其中 Q2 实现[我说过很多次了，点评要把单季度的说出来]收入 4.98 亿元，同比增长 10.05%，归母净利润 0.83 亿元，同比增长 286.81%，淡季收入增速略有放缓，“厚积”阶段深化各项改革。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	362.39	426.63	452.46	364.15	395.2	520.29	497.92
增长率（%）	6.52%	0.04%	28.03%	14.04%	9.05%	21.95%	10.05%
毛利率（%）	101.32%	64.97%	81.60%	79.71%	72.35%	69.46%	69.37%
期间费用率（%）	64.43%	38.43%	56.06%	56.83%	38.99%	33.90%	32.22%
营业利润率（%）	20.75%	17.85%	11.66%	15.34%	4.31%	19.53%	25.81%
净利润（百万元）	25.39	40.85	21.48	33.14	46.63	86.38	93.66
增长率（%）	699.25%	235.47%	95.38%	04.76%	83.64%	111.45%	335.95%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.12	0.06	0.10	0.14	0.25	0.25
资产负债率（%）	41.36%	41.23%	39.95%	43.90%	43.50%	42.09%	38.06%
净资产收益率（%）	1.09%	1.73%	0.91%	1.36%	1.76%	3.15%	3.30%
总资产收益率（%）	0.64%	1.01%	0.55%	0.76%	0.99%	1.82%	2.05%

观点：

- ▶ **淡季销售略低预期，预收款下滑，产品结构提升明显。**舍得公司自 2017Q4 开始执行修订后的收入会计政策，对当期已经发生期末尚未结算的经销商折扣从销售收入中计提，计入其他应付款核算。若剔除上述会计政策变更影响，公司对外酒类产品收入为 10.99 亿元，同比增长 41.52%，但是公司预收款下降 2.5 亿。主要原因是产品结构的调整，向中高端迈进过程中经销商还是进行市场的摸底，上半年公司中高档酒营收 8.16 亿元，占酒类总营收的 96.85%，同比增长 17.84%，低档酒销售占比同比下降了 68.74%。销售情况略低于市场预期，但是公司目前所做的产品和渠道的调整都是为了未来健康的发展，我们对后续增长保持信心。
- ▶ **降本增效，盈利能力逐步向第一阵营靠拢。**公司目前净利率提升 2.2pct，达到 18.81%，销售费用率下

降 1.44%，主要是本期直接投入的广告费及市场开发费略有减少，二季度公司结合智慧舍得的布局，在区域上有所调整，未来即使加大市场投放力度，费用率也不会发生大的变化，整体来看公司的投放节奏井然有序。

- **2018 年新品不断，结构调整是扩张的利器，渠道建设有条不紊。**陶醉品牌不久前发布了 606 和 906 两款产品，价位聚焦于 300-500 元的区间，新品的问世，是我们之前所说的智慧舍得“向上升级”+沱牌“向下降维打击”的有效补充，将舍得酒的腰部产品进行丰富。舍得系列、陶醉系列、低端沱牌系列三驾马车凸显舍得酒业发力次高端的决心。公司扁平化的决心很大，原有大商的规模有序缩小，新进入的经销商融合的很快，公司负责销售前端管理，实现对售点的掌控和开拓，经销商定位为平台商，作为销售服务平台负责包括订单处理、物流、仓储、收款等工作。公司新增经销商 267 家，退出经销商 77 家，目前共有经销商 1592 家，经销队伍在扩大。
- **品牌建设常抓不放，中国智慧助推舍得步步高。**舍与得是中国智慧的表征，鲜明的民族品牌使得舍得天生具有品牌优势。同时，为进一步塑造企业良好的品牌形象，公司自改制以来不仅推出了战略新品—智慧舍得，还创新性地跨界联手爱奇艺一起打造了大 IP 高端访谈节目《舍得智慧讲堂》，让品牌内涵和产品价值观得到更加立体有效的传播。在世界品牌实验室发布的《2018 年中国 500 最具价值品牌》分析报告中，舍得以 380.25 亿元品牌价值雄踞品牌榜第 113 位（白酒品类第 7 位），增速达 72.56%，沱牌以 321.95 亿元品牌价值位居第 152 位（白酒品类第 11 位），舍得的品牌价值在逐步得到市场的认可。

盈利预测：

我们看好舍得的核心价值，目前价值底部逐渐凸显，公司的黑匣子在慢慢打开，我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 24.2 亿、35.5 亿和 45.5 亿，同比增长 47.6%/46.7%/28.2%，净利润分别为 4.6 亿、8.8 亿和 13 亿，同比增长 291.1%/89.8%/47.2%。给予 2018 年 30 倍，目标价 41 元，维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：国家政策的风险、食品安全的风险、价格波动的风险

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2836	3768	4113	5021	5445	营业收入	1462	1638	2418	3547	4547
货币资金	541	1137	1287	1925	2518	营业成本	524	416	498	477	376
应收账款	26	43	54	81	106	营业税金及附加	166	225	338	502	649
其他应收款	34	10	15	22	28	营业费用	318	480	641	987	1253
预付款项	1	89	163	235	291	管理费用	221	299	436	647	837
存货	2175	2312	2320	2290	1857	财务费用	21	0	0	0	0
其他流动资产	1	44	122	235	335	资产减值损失	22.32	18.05	10.00	5.00	5.10
非流动资产合计	1130	931	840	750	660	公允价值变动收益	-0.24	0.11	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	220	14	14	14	14	投资净收益	-9.00	-0.11	10.00	55.00	50.00
固定资产	571	506	580	502	423	营业利润	181	202	504	984	1477
无形资产	164	150	135	120	105	营业外收入	6.68	6.14	50.00	75.00	85.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.52	3.86	3.00	6.00	5.00
资产总计	3965	4699	4873	5690	6024	利润总额	184	204	551	1053	1557
流动负债合计	1637	1991	1949	2191	1674	所得税	104	62	93	174	257
短期借款	836	644	624	982	681	净利润	80	142	458	879	1300
应付账款	170	153	195	190	153	少数股东损益	0	-1	0	10	20
预收款项	198	192	120	13	-123	归属母公司净利润	80	144	458	869	1280
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	409	396	597	1078	1570
非流动负债合计	3	53	0	0	0	EPS (元)	0.24	0.43	1.36	2.58	3.79
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1640	2044	1949	2191	1674	成长能力					
少数股东权益	0	171	171	181	201	营业收入增长	26.42%	12.10%	47.55%	46.71%	28.20%
实收资本(或股本)	337	337	337	337	337	营业利润增长	564.71	11.80%	149.53	95.40%	50.03%
资本公积	802	841	841	841	841	归属于母公司净利润	219.11	79.02%	219.11	89.76%	47.20%
未分配利润	940	1060	441	-733	-2460	获利能力					
归属母公司股东权	2325	2484	2782	3347	4179	毛利率(%)	0.00%	74.62%	79.40%	86.54%	91.73%
负债和所有者权	3965	4699	4828	5645	5980	净利率(%)	5.49%	8.67%	18.95%	24.79%	28.58%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位: 百万元					ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2.02%	3.06%	9.40%	15.28%	21.24%
经营活动现金流	230	426	333	539	1300	偿债能力					
净利润	80	142	458	879	1300	资产负债率(%)	41%	44%	40%	39%	28%
折旧摊销	207.86	193.36	0.00	93.38	93.38	流动比率	1.73	1.89	2.11	2.29	3.25
财务费用	21	0	0	0	0	速动比率	0.40	0.73	0.92	1.25	2.14
应收账款减少	0	0	-12	-27	-25	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-73	-106	-136	总资产周转率	0.38	0.38	0.51	0.68	0.78
投资活动现金流	-39	276	-3	47	42	应收账款周转率	50	48	50	52	48
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.54	10.12	13.89	18.41	26.48
长期股权投资减少	0	0	-3	-3	-3	每股指标(元)					
投资收益	-9	0	10	55	50	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.43	1.36	2.58	3.79
筹资活动现金流	42	-171	-180	53	-749	每股净现金流(最新)	0.69	1.57	0.44	1.89	1.76
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.89	7.36	8.25	9.92	12.39
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	169.01	94.41	29.59	15.59	10.59
资本公积增加	3	39	0	0	0	P/B	5.83	5.46	4.87	4.05	3.24
现金净增加额	233	531	149	639	592	EV/EBITDA	33.83	33.02	21.58	11.70	7.46

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。