

证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

饮料

舍得酒业 (600702)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2018年08月22日

回购股票彰显公司决心，产品矩阵成型释放活力

证券分析师: 陈梦瑶 18520127266 chenmengyao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080001
联系人: 孙山山 13751048798 sunss@guosen.com.cn

事项:

8月21日，舍得酒业召开2018年第三次临时股东大会，大会审议通过《关于回购公司股份的议案》。本次回购内容：规模：本次回购资金总额不超过人民币30,000万元（含30,000万元），不低于人民币10,000万元；回购价格：本次回购股份的价格为不超过人民币45.00元/股（含45.00元/股）；回购期限：本次回购股份的实施期限为自股东大会审议通过本次回购股份预案之日起不超过六个月。

评论:

■ 回购股票彰显公司决心，当前股价凸显投资价值

根据本次回购方案，假设公司以回购价格上限45.00元/股耗资3亿元，经计算可回购股份数量约为666.6667万股，占公司总股本比例为1.98%。我们认为公司此时回购股票彰显公司管理层对公司未来的信心，同时也是对市场低估其股票价值的一种强有力回应。当前公司PE为23倍，已处于历史相对底部，我们认为公司当前的估值极具吸引力。

■ 半年报业绩抢眼，舍得保持高增长

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。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%。

■ 下半年继续推动改革，产品矩阵成型释放活力

下半年，公司将推动“营销组织、薪酬考核、招商模式”三大变革，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）。此外，不断强化不同层级的经销商培育，强化终端渠道网点的开发与维护，建立以渠道为基础，以消费者培育为核心的运作模式，建立更加有效的KPI考核体系。最后，招商方面，选择契合文化的经销商，在提升传统经销商准入门槛的同时，针对新市场将导入加盟商模式，加速核心产品的招商布局。通过厂家运作终端建立示范效应，吸引更多优质经销商加入。

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》，持续提升品牌影响力和关注度。

整体而言，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PE24/19/15，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1137	1290	2018	2296
应收款项	186	158	189	228
存货净额	2312	2361	2201	2644
其他流动资产	132	2	2	3
流动资产合计	3768	3812	4410	5171
固定资产	670	656	637	615
无形资产及其他	150	144	138	132
投资性房地产	96	96	96	96
长期股权投资	14	9	5	(1)
资产总计	4699	4717	5287	6014
短期借款及交易性金融负债	644	850	850	850
应付款项	365	283	330	397
其他流动负债	982	530	630	746
流动负债合计	1991	1663	1810	1992
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	53	53	53	53
长期负债合计	53	53	53	53
负债合计	2044	1716	1863	2045
少数股东权益	171	169	167	164
股东权益	2484	2831	3258	3805
负债和股东权益总计	4699	4717	5287	6014

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.43	1.15	1.40	1.81
每股红利	0.15	0.11	0.14	0.18
每股净资产	7.36	8.40	9.67	11.29
ROIC	5%	12%	16%	20%
ROE	6%	14%	15%	16%
毛利率	75%	80%	81%	81%
EBIT Margin	13%	28%	29%	30%
EBITDA Margin	16%	31%	31%	33%
收入增长	12%	17%	19%	21%
净利润增长率	79%	169%	23%	29%
资产负债率	47%	40%	38%	37%
息率	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%
P/E	63.2	23.5	19.1	14.9
P/B	3.7	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	41.4	18.0	15.1	12.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1638	1925	2296	2768
营业成本	416	379	436	515
营业税金及附加	225	250	292	352
销售费用	480	481	606	728
管理费用	299	276	304	338
财务费用	0	14	12	5
投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)
资产减值及公允价值变动	(18)	0	0	0
其他收入	1	0	0	0
营业利润	202	525	645	831
营业外净收支	2	6	6	6
利润总额	204	531	651	837
所得税费用	62	149	182	234
少数股东损益	(1)	(4)	(5)	(6)
归属于母公司净利润	144	386	473	608

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	144	386	473	608
资产减值准备	(4)	0	(0)	(0)
折旧摊销	49	60	64	68
公允价值变动损失	18	0	0	0
财务费用	0	14	12	5
营运资本变动	251	(424)	275	(300)
其它	3	(2)	(2)	(3)
经营活动现金流	461	21	811	374
资本开支	(39)	(40)	(40)	(40)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	167	(35)	(36)	(34)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(49)	(39)	(47)	(61)
其它融资现金流	66	206	0	0
融资活动现金流	(32)	167	(47)	(61)
现金净变动	596	153	727	279
货币资金的期初余额	541	1137	1290	2018
货币资金的期末余额	1137	1290	2018	2296
企业自由现金流	414	(15)	773	330
权益自由现金流	480	181	764	326

相关研究报告

- 《舍得酒业-600702-舍得保持高增长，产品矩阵成型》——2018-08-20
 《舍得酒业-600702-2018 年一季报点评：回款现金表现优异，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

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

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