



2018-08-22

公司点评报告

买入/维持

舍得酒业(600702)

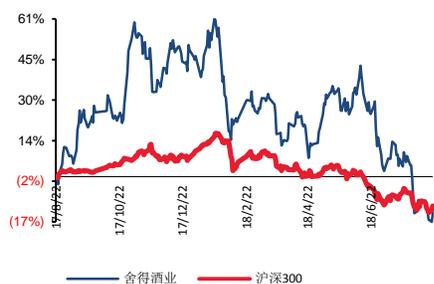
目标价: 41.0 元

昨收盘: 26.89 元

日常消费 食品、饮料与烟草

舍得实际高增长，持续发力是关键

■ 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)	9,070/9,070
12 个月最高/最低(元)	50.41/25.80

相关研究报告:

舍得酒业(600702)《灵活调整市场策略，迎接中秋旺季销售》
--2018/07/23

舍得酒业(600702)《高端酒回款大增，利润爆发有待时日》
--2018/04/26

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695133

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1440513090001

事件：公司发布 2018 年中报，实现收入 10.18 亿元、归母净利润 1.66 亿、扣非归母净利润 1.27 亿，同比增长 15.82%、166.05%、112.65%，EPS 为 0.49 元/股。单二季度收入 4.98 亿、归母净利润 0.83 亿元，扣非归母净利润 0.46 亿元，分别同比增长 10.06%、286.41%、123%。

会计政策调整下、上半年实际酒类增速远高于报表，单二季度酒类现金回款持平

公司上半年实现酒类收入 8.43 亿，中高档酒收入 8.16 亿，增长 17.84%，低档酒 0.26 亿、下滑 68.74%仍在调整，其中舍得酒报表收入 6.64 亿元。因 17 年 10 月起公司收入会计政策调整，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，计入其他应付款项。二季度末其他应付款 5.41 亿进一步增加，细分项中尚未结算的折扣 4.22 亿元，自会计政策调整以来新高，上半年从收入中计提出来的尚未结算的折扣约 2.57 亿(含税)，加回后今年上半年酒类收入为 11 亿增长 41.52% (去年上半年尚未做会计调整，报表酒类收入 7.77 亿元)、舍得收入 8.69 亿增长 84.75%。

可以看到公司单二季度应收票据减少 0.59 亿、应收账款减少 0.01 亿、预收款淡季回落 2.52 亿，销售商品、提供劳务收到的现金 5.36 亿，经过测算白酒带来的现金回款(含税) 4.36 亿，同比增长 3.7%基本持平，与此前我们草根跟踪的情况相符。

白酒分区域来看省内收入 2.32 亿元、省外收入 5.99 亿元、电商 0.12 亿元，同比增长 22%、2.22%、645.37%，上半年新增经销商 267 家，退出经销商 77 家，年中共有经销商 1592 家，较 2018 年第一季度增加 142 家。

市场费用下降系会计政策调整后统计口径的变化，净利率稳步上升

公司 Q2 毛利率 69.5%同比下降 12.2%，我们估计和此会计调整、计提较多收入有关，营业税金比例增加 6.6%、和去年 5 月消费税基调整有关。上半年销售费用绝对额下降 3.59%，单二季度降幅达 9%，主要系上半年广宣及市场开发费率下降 59.32%，这个也和会计政策调整相关，此前以实物(酒)作为折扣的部分同时计入收入和销售费用，调整后根据权责发生制、收入和费用中均剔除这部分；上半年职工薪酬

大幅上涨 98.96%，销售团队总人数相对稳定，薪酬大幅上涨和公司实施薪酬改革，加大激励、月度兑现有关。管理费用下降 36.9%，主要去年员工内退计提 0.92 亿元，刨除去后同增 23.6%，综合下来上半年期间费用率下降 14.3%。上半年转让江油厂区土地使用权取得收益等非经常性损益 0.45 亿元、净利率为 16.3%。

盈利预测与评级：

公司自 16 年以来经过经销模式调整、大招商、大步扩充销售团队的阶段后，今年针对此前出现的问题进行了更为合理的修正，提高经销商门槛、对联盟体（终端）进行星级考核、提出千商计划的培养，组织模式上裂变出渠道和消费者两个团队、使得针对消费者的活动和市场费用更好的落地，销售业务人员实施末尾淘汰、从简单的销售额挂钩的考核指标发展为更为综合全面 KPI 体系。

淡季经过挺价、费用模式的调整、管控市场秩序，目前舍得终端成交价格上涨 20-40 元不等，8 月渠道库存回归合理，公司近期也进入到中秋订货会阶段。公司除了山东、河南、东北、川渝等传统优势市场外，也在聚焦下一步的潜力亿元市场，市场布局梯队化。下半年沱牌触底回升、目前两个月的销售势头较上半年环比大幅改善。集团股权转让事宜和股票回购计划也在稳步推进中，未来股权激励可期。我们维持前期预测，2018~2020 年收入 22.04、30.19、38.01 亿元，净利润 3.50、5.52、7.22 亿元，EPS 为 1.04、1.64、2.14 元/股，给予明年 25 倍 PE，目标价 41 元，买入评级。

风险提示

市场竞争加剧，舍得销售不及预期

■ 主要财务指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1638.44	2203.70	3019.07	3801.01
同比增长	12.10%	34.50%	37.00%	25.90%
净利润(百万元)	143.57	350.39	552.49	722.19
同比增长	79.01%	144.05%	57.68%	30.72%
摊薄每股收益(元)	0.43	1.04	1.64	2.14
PE	63	26	16	13

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com

上海销售	李洋洋	18616341722	liyongyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。