

公司点评
舍得酒业 (600702)
食品饮料 | 饮料制造
中高档产品持续放量，费用下行推高净利

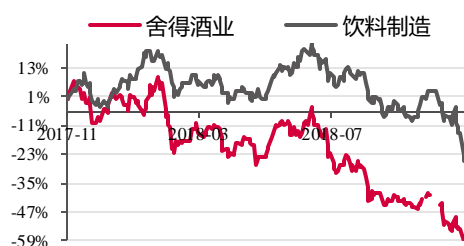
2018年11月01日

评级 **谨慎推荐**

评级变动 首次

合理区间 **18.72-22.88 元**
交易数据

当前价格 (元)	19.99
52周价格区间 (元)	18.61-51.52
总市值 (百万)	6742.63
流通市值 (百万)	6742.63
总股本 (万股)	33730.00
流通股 (万股)	33730.00

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
舍得酒业	-28.35	-38.77	-54.47
饮料制造	-25.49	-27.46	-22.74

陈博

 执业证书编号: S0530517080001
 chenbo@cfzq.com

张昕奕

zhangxy@cfzq.com

分析师

0731-84403422

研究助理
相关报告

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	1461.58	1638.44	2099.66	2661.32	3250.80
净利润 (百万元)	80.20	143.57	350.61	493.48	640.04
每股收益 (元)	0.24	0.43	1.04	1.46	1.90
每股净资产 (元)	6.89	7.36	8.10	9.12	10.45
P/E	84.07	46.96	19.23	13.66	10.53
P/B	2.90	2.71	2.47	2.19	1.91

资料来源: 贝格数据, 财富证券

事件: 舍得酒业 (600702) 公布了 2018 年三季度报告。

投资要点:
➤ 公司简介。

公司成立于 1993 年, 1996 年在上海证券交易所上市, 旗下拥有沱牌、舍得两大知名白酒品牌, 主业为白酒的酿造及销售, 主导产品“沱牌曲酒”是中国名酒和四川白酒酿造业的“六朵金花”之一。自 2016 年营销与产品体系改革以来, 公司逐步构建了以舍得为核心, 沱牌为重点, 吞之乎、陶醉、沱小九为培育性品牌的产品体系。

➤ 中高端系列增长强劲, 三季度业绩符合预期。

公司 2018 年前三季度实现营收 15.89 亿元 (+27.82%), 归母净利润 2.73 亿元 (+186.01%), 扣非归母净利润 2.37 亿元 (+163.40%)。单三季度实现营收 5.71 亿元 (+56.77%), 归母净利润 1.07 亿元 (+223.55%), 受益于中高端核心单品强势增长, 业绩符合市场预期。

公司主营的酒类业务前三季度实现营收 13.24 亿元, 同比增长 18.62%。中高档酒收入 12.86 亿元, 同比增长 28.17%, 其中舍得酒贡献了 10.46 亿元的收入, 同比增长 51.09%, 对比其他次高端品牌营收 20%-40% 的增长, 舍得系列的业绩十分亮眼; 低档酒营收仅有 0.38 亿元, 同比下滑 66.52%。公司营收公司自去年 10 月份开始, 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。剔除会计政策变更影响后, 酒类业务收入 15.54 亿元, 同比增长 39.25%, 保持稳健增长。

2018 年前三季度, 经营活动产生的现金流量净额由于公司宣传费、市场开发费等支出增加同比减少 20.55% 至 2.56 亿元; 销售商品提供劳务收到的现金 20.52 亿元, 同比增长 43.94%, 总体而言经营状况良好。

➤ 产品结构持续优化, 营销及管理效率大幅提升。

报告期内, 公司聚焦中高端产品“舍得”系列, 重点推进该系列的 品牌文化及营销团队建设, 并一手打造了自建 IP“舍得智慧讲堂”。进入 2018 年以来, 高毛利的“舍得”系列在全国的品牌效应被持续放大, 其收入占比的上升也拉动整体毛利持续改善。2018 年前三季度, 次高端舍得系列在酒类业务营收中的占比提升 16.98 个百分点至

78.84%，低档酒占酒类营收总额 20%左右，产品结构升级明显。

尽管产品结构持续优化，但报告期内毛利较低的玻瓶业务快速增长，前三季度贡献营收 2.65 亿元（2017 年全年营收仅为 0.1 亿元），占公司营收总额的 16.68%，该业务毛利率在 30%左右，因此整体毛利率同比下降 3.22 个百分点至 72.12%。但预计酒类业务毛利率在舍得系列放量和年初提价的基础上有所提升。

公司历经一系列营销改革后，整体效率大幅改善，销售费用率同比下降 6.44 个百分点至 25.18%，管理费用率同比下降 6.6 个百分点至 12%。费用下行叠加会计政策变更对收入的影响，最终公司销售净利率提升 10.94 个百分点至 18.62%。

➤ 省内外市场发展稳健，经销商队伍继续扩张。

随着公司营销公司 2018 年前三季度分别实现省内与省外收入 3.22 亿元、9.83 亿元，同比增长 25.31%、15.01%，省外市场相比上半年增速有所提升。2018 年前三季度公司酒类产品新增经销商 344 家，退出经销商 138 家，较年初净增加 206 家。

➤ 投资评级与盈利预测。

目前次高端白酒市场在持续扩容的同时，各大品牌也进入激烈的竞争期。比对其他竞品，舍得酒业目前的经营亮点如下：

（1）沱牌舍得品牌力强劲，核心产品打开业绩提升空间。随着越来越多的白酒品牌进入次高端的战场，消费者对所购产品的品牌价值愈加重视。公司旗下的“沱牌”、“舍得”分别以 309 亿元、220 亿元的品牌价值跻身世界品牌实验室的“2017 年品牌价值 500 强”名单。2017 年起依靠中高端产品“舍得”的高效推广，公司业绩回到正轨，未来随着品牌文化复苏，以及省内市场深耕与全国化招商计划完成，消费者对舍得品牌认可度将继续提升，核心产品仍有继续放量的空间。

（2）民营机制颇具优势，省内外市场深度耕耘。公司目前销售团队分为销售发展与市场发展两部分，销售发展团队负责渠道管控，市场发展团队负责消费者培育，同时根据发展阶段差异对不同地区因地制宜地开展营销策略，专业化程度更高，策略针对性更强，全面提升战略市场推广效率。公司属民营企业，给予地区营销团队与经销商的自由度较大，考核机制灵活，全力加速新市场布局，目前公司已有 1500 多家经销商充分覆盖了战略市场，渠道利润稳定。

（3）回购股份用于股权激励。2018 年 8 月公司发布公告，拟 6 个月内斥资 1 亿至 3 亿元，以集中竞价方式回购公司股份（不超过 45 元/股），回购股份拟用于员工股权激励。未来激励制度的充分落地将调动员工积极性，同时回购股份也凸显公司对舍得发展前景的信心。

综合以上，我们看好公司未来的发展，预计公司 2018-2020 年营收分别是 21.00/26.61/32.51 亿元，净利润分别是 3.51/4.93/6.40 亿元，EPS 分别是 1.04/1.46/1.90 元，对应当前股价 PE 为 19/14/11 倍。参考公司基本面情况以及未来业绩的增长空间，给予公司 2018 年 18-22 倍 PE，未来 6-12 个月股价合理区间为 18.72-22.88 元。由于目前公司业

绩良好，在股价上已有所体现，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

➤ 风险提示：食品安全问题风险；市场竞争加剧风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438