

产品升级，品牌营销，舍得持续健康增长

2019年03月01日

强烈推荐/维持

舍得酒业

财报点评

——舍得酒业（600702）年报点评

刘畅	首席分析师	执业证书编号：
	Tel: 010-66554017 Email: liuchang@dxzq.net.cn	S1480517120001

事件：

公司发布2018年年报，公司2018年实现营业收入22.12亿元，同比增长35.02%；归母净利润为3.42亿元，同比增长138.05%；扣非归母净利润为2.95亿元，同比增长118.46%。

公司18Q4实现营业收入6.23亿元，同比增长57.70%；归母净利润为0.69亿元，同比增长42.86%；扣非归母净利润0.58亿元，同比增长28.69%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入（百万元）	452.46	364.15	395.2	520.29	497.92	570.88	623.21
增长率（%）	28.03%	14.04%	9.05%	21.95%	10.05%	56.77%	57.70%
毛利率（%）	81.60%	79.71%	72.35%	69.46%	69.37%	76.93%	73.91%
期间费用率（%）	56.06%	54.87%	38.99%	33.90%	32.22%	43.88%	47.11%
营业利润率（%）	11.66%	15.34%	4.31%	19.53%	25.81%	22.64%	13.31%
净利润（百万元）	21.48	33.14	46.63	86.38	93.66	115.79	77.06
增长率（%）	95.38%	04.76%	83.64%	111.45%	335.95%	249.43%	65.25%
每股盈利（季度，元）	0.06	0.10	0.14	0.25	0.25	0.32	0.20
资产负债率（%）	39.95%	43.90%	43.50%	42.09%	38.06%	41.36%	43.94%
净资产收益率（%）	0.91%	1.36%	1.76%	3.15%	3.30%	4.39%	2.84%
总资产收益率（%）	0.55%	0.76%	0.99%	1.82%	2.05%	2.58%	1.59%

观点：

- **销售略低预期，盈利水平显著提升。**收入方面，公司2018年实现营业收入22.12亿元，同比增长35.02%；18Q4实现营业收入6.23亿元，同比增长57.70%；预收款有所增加，同比增长28.65%。盈利方面，2018年公司营业利润同比增长119.15%，归母净利润为3.42亿元，同比增长138.05%；扣非归母净利润为2.95亿元，同比增长118.46%；销售毛利率为72.63%；销售净利率为16.86%，相较2017年提升了将近一倍。公司盈利能力显著提升，这也体现了公司不断进行营销改革，推进渠道扁平化的成效。总体来说，公司收入保持健康增长，利润增速回落。
- **核心大单品助力中高档持续提升，白酒库存有望持续改善。**2018年，公司实现酒类收入18.50亿元，其中中高档白酒实现收入17.89亿元，同比增长28.24%；低端白酒实现收入0.60亿元，同比下降40.6%，

中高档白酒收入已经占到白酒收入的96.70%。可见公司产品结构调整已基本到位，已经形成以次高端舍得系列为绝对核心，中端陶醉系列、低端低档沱牌系列为战略支撑的产品结构。产品库存方面，成品酒库存有所缓解，其中舍得系列库存同比下降5.68%，沱牌系列库存同比下降22.14%；半成品酒库存有所提升，产能利用率仍较低。但是，我们判断，未来随着公司渠道扁平化的不断推进，产品销路好转，营销效率提升，白酒库存有望持续消化改善。

- **渠道扁平化进程推进，舍得全国化进程加快。**自天洋入主舍得以来，一直推进渠道扁平化改革的“厂商1+1”模式，以透视到市场上的每一个营销动作和细分市场。经过两年多的持续演绎，针对不同市场采取不同的营销模式，营销团队执行效率和终端掌控能力显著提升，舍得对核心渠道的掌控力及服务水平已经有了质的飞跃。公司还通过赠酒+舍的智慧之旅+品鉴会+品牌荣誉大使四大工程，拥有了自己的忠实用户。截止到2018年底，公司全国经销商数量超过1600家，舍得核心网络初步形成。2018年，公司销售费用有所增加，这与舍得在管理及销售团队、产品策略等一系列调整有关，未来随着渠道打通，效率提升，销售费用有望改善。同时，2018年舍得酒业省内销售4.24亿元，占比22.93%；省外销售13.88亿元，占比75.05%，省外占比进一步提升，舍得全国化进程进一步加快。
- **品牌营销多点开花，2019年有望持续健康发展。**公司一直以来十分重视品牌建设，不仅打造了《舍得智慧讲堂》，正在建设沱牌舍得酒文化体验中心项目也即将竣工，公司打造的中国首部以酒为媒的大型诗乐舞剧《大国芬芳》实现成都首演、北美巡演，并压轴亮相“2019年央视春晚”，文化水准可见一斑。2019年，公司将继续坚定走“可持续、高质量发展之路”，坚持聚焦舍得、加速全国化布局的方针，进一步强化核心烟酒店联盟体运作，尝试C2M营销模式。公司还将进一步应用数字化技术进行进销存管理，加强市场调研，用数字技术实施精准营销。同时，2019年初公司率先执行“控货”和“规范价格”两项举措，展现了公司良性的渠道和坚挺的渠道价格标杆，伴随着“舍得”品牌自身的深厚内涵与中华传统文化的有力赋能，舍得文化国酒有望在19年持续健康发展。

结论：

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 2019-2021 年收入分别为 24.2 亿、35.5 亿和 45.5 亿，同比增长 30%/35%/25%；净利润分别为 5.24 亿、8.43 亿和 10.84 亿，同比增长 40.5%/60.8%/28.7%。维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：食品安全的风险，行业竞争加剧

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	3768	3647	4799	5666	7322	营业收入	1638	2212	2876	3883	4853
货币资金	1137	911	1438	1553	1553	营业成本	416	606	673	906	1307
应收账款	43	135	158	213	266	营业税金及附加	225	319	318	399	474
其他应收款	10	41	54	72	90	营业费用	480	610	719	883	994
预付款项	89	41	41	41	41	管理费用	299	271	489	614	691
存货	2312	2371	2950	3574	5105	财务费用		0	-2	-3	-4
其他流动资产	44	1	1	1	1	资产减值损失	18.05	8.91	20.00	8.00	8.00
非流动资产合计	931	1196	1301	1439	1594	公允价值变动收益	0.11	0.05	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	14	116	100	100	100	投资净收益	-0.11	1.78	10.00	0.00	0.00
固定资产	506	619	598	616	665	营业利润	202	442	669	1076	1384
无形资产	150	140	126	112	98	营业外收入	6.14	6.08	6.00	6.00	6.00
其他非流动资产	0.40	0.32	0.34	0.33	0.33	营业外支出	3.86	7.74	7.00	7.00	7.00
资产总计	4699	4842	6020	7025	8836	利润总额	204	441	668	1075	1383
流动负债合计	1991	2075	2696	3156	4257	所得税	62	68	144	232	299
短期借款	644	664	1092	1373	2181	净利润	142	373	524	843	1084
应付账款	153	174	184	248	358	少数股东损益	-1	31	10	11	11
预收款项	192	247	247	247	247	归属母公司净利润	144	342	514	832	1073
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	396	639	745	1157	1470
非流动负债合计	53	52	5	0	0	EPS (元)	0.43	1.02	1.52	2.47	3.18
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2044	2128	2701	3156	4257	成长能力					
少数股东权益	171	199	209	219	230	营业收入增长	12.10%	35.02%	30.00%	35.00%	25.00%
实收资本(或股本)	337	337	337	337	337	营业利润增长	11.80%	119.15	51.31%	60.72%	28.68%
资本公积	841	846	846	846	846	归属于母公司净利润	50.37%	138.05	50.37%	61.89%	29.01%
未分配利润	1060	1387	1610	2025	2610	获利能力					
归属母公司股东权	2484	2516	3150	3690	4388	毛利率(%)	0.00%	74.52%	76.60%	76.67%	73.07%
负债和所有者权	4699	4842	6031	7036	8847	净利率(%)	8.67%	16.86%	18.22%	21.70%	22.34%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位: 百万元						3.06%	7.06%	8.54%	11.84%	12.15%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)					
						5.78%	13.58%	16.32%	22.55%	24.46%	
经营活动现金流	426	443	172	351	-184	偿债能力					
净利润	142	373	524	843	1084	资产负债率(%)	44%	44%	45%	45%	48%
折旧摊销	193.36	196.63	77.43	84.50	89.52	流动比率	1.89	1.76	1.78	1.80	1.72
财务费用	0	0	-2	-3	-4	速动比率	0.73	0.61	0.69	0.66	0.52
应收账款减少	0	0	-22	-55	-53	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.38	0.46	0.53	0.59	0.61
投资活动现金流	276	-309	-195	-229	-251	应收账款周转率	48	25	20	21	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.12	13.52	16.05	17.95	16.01
长期股权投资减少	0	0	15	-1	-1	每股指标(元)					
投资收益	0	2	10	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.43	1.02	1.52	2.47	3.18
筹资活动现金流	-171	-419	551	-7	436	每股净现金流(最新)	1.57	-0.85	1.56	0.34	0.00
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.36	7.46	9.34	10.94	13.01
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	65.30	27.20	18.25	11.27	8.74
资本公积增加	39	4	0	0	0	P/B	3.77	3.73	2.98	2.54	2.14
现金净增加额	531	-285	527	115	0	EV/EBITDA	22.46	14.29	12.13	7.95	6.81

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。

研究助理简介

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法律责任。

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。