

**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)

2019年03月04日

## 定增彰显大股东信心，舍得即将展翅翱翔

**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:

2019年3月1日晚间，公司发布《2019年度非公开发行A股股票预案》，拟非公开发行股份数量不超过发行前公司总股本(剔除已回购的股份)的20%，即约6675.13万股，拟募资不超过人民币25亿。

### 评论:

#### ■ 定增彰显大股东决心，募资主要用于酿酒配套及营销等项目

根据定增方案，公司拟以不低于定价基准日前20个交易日交易均价的90%的价格，向沱牌舍得集团等不超过10名的特定合格投资者发行不超过66,751,328股，合计募资不超过人民币25亿元。扣除发行费用后，所募资金将用于酿酒配套工程技改项目、营销体系建设项目、信息化建设项目及补充流动资金。此外，大股东沱牌舍得集团承诺认购此次非公开发行股票，认购股份数量不低于此次实际发行股份总数的30%。我们认为大股东认购本次定增方案不低于30%的承诺是其看好公司未来的表现，也是公司积极抢占次高端先机的体现。

在本轮行业复苏中，由于消费升级及中产阶级的崛起等因素，高端、次高端的产品受益最明显，但高端酒存在稀缺性且难以放量，供应紧张（特别是贵州茅台）局面难以改善，我们认为次高端将承接部分高端酒消费人群。此外，由于消费升级、酒企提价及中国白酒面子文化等，部分中高端酒产品将逐渐升级到次高端价位带，这给次高端扩容带来了良好的机会。

**表 1: 拟募资 25 亿的项目及资金分配一览**

序号	项目名称	实际投资总额 (万元)	募集资金拟投入金额 (万元)
1	酿酒配套工程技术改造项目	182,005.30	100,479.00
2	营销体系建设项目	42,500.00	42,500.00
3	信息化建设项目	32,235.00	32,021.00
4	补充流动资金	75,000.00	75,000.00
合计		331,740.30	250,000.00

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

#### ■ 限制性股票方案实施，舍得开始新征程

公司于2月26日发布限制性股票激励计划授予结果公告，共授予公司362人778.1万股，授予价格为10.51元/股，登记日为2019年2月25日，该限制性股票限售期为自授予登记完成之日起18个月、30个月、42个月、54个月。四个解除限售期比例分别为30%、30%、20%、20%。

该方案对业绩存在考核，以 2017 年为基数，未来 4 年（即 2019-2022）归母净利润增长目标分别为 260%、350%、460%、600%（即归母净利润目标分别为 5.2 亿、6.5 亿、8.1 亿、10.1 亿），当年完成目标低于 80%，不能解禁限售比例；当年完成目标介于 80%至 100%，按实际完成目标率解禁限售比例；当年完成目标 100%以上，则可以完全解禁限售比例。

此次限制性股票激励对象涉及范围广，除了管理层还包括中层管理人员及核心骨干，我们认为这有利于提升管理层经营积极性并激活民营企业活力。高增长目标与管理层利益挂钩对管理层既是压力也是动力。

### ■ 年报业绩符合预期，舍得保持较高增速

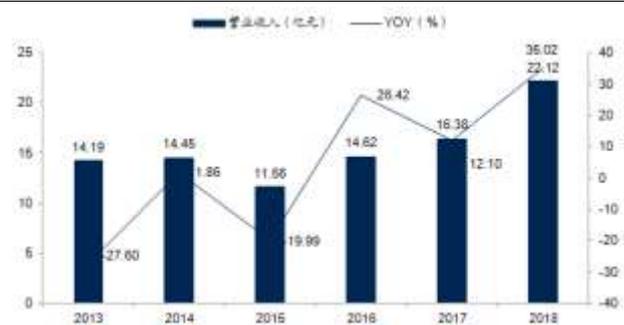
公司 2018 年年营收 22.12 亿（+35.02%）；归母净利润 3.42 亿（+138.05%），业绩符合预期，营收超预期源自玻瓶业务并表带来的高增长。分业务来看，18 年白酒营收 18.50 亿（占比 84%，同增 24%），玻瓶 3.39 亿（占比 15%，同增 3204%）；分产品来看，占总收入比超 80%中高档酒营收 17.89 亿（+28.30%），低档酒因调整收入不断下降，产品结构不断优化；具体来看，舍得酒营收 14.42 亿，若剔除之前会计政策变更因素，舍得酒营收为 15.90 亿（+45.20%）。分渠道来看，公司经销营收 18.13 亿（+22.10%），电商营收 0.37 亿（+240.46%）。从区域来看，占比约 23%的省内营收为 4.24 亿（+25.44%），占比超 75%的省外营收为 13.88 亿（+21.12%）。18 年公司共有 1630 家经销商，同增 228 家，其中省内 295 家，省外 1335 家。

### ■ 产品矩阵成型释放活力，万事俱备只欠东风

目前公司聚焦舍得品牌，提升沱牌品牌，形成以舍得为核心品牌，沱牌为重点品牌，吞之乎、陶醉、沱小九为培育性品牌的品牌矩阵，建立分品牌分事业部的运作体系。公司通过全国性渠道对消费者促销活动组织、策划及实施，加强贵宾团队配置，通过赠酒+舍得智慧之旅+品鉴会+品牌荣誉大使四大工程，培育忠实用户；聚焦烟酒店及团购渠道，拓展餐饮及现代零售渠道、电商渠道；建立万家联盟体烟酒店，进一步强化核心烟酒店联盟体运作，提升对核心渠道的掌控力和服务水平，尝试 C2M 营销模式。

整体而言，我们看好公司次高端产品结构持续优化，预测 2019-2021 年 EPS 1.84/2.30/2.83 元，对应 PE16/13/10，维持“买入”评级。

图 1：2013A-2018A 营收（亿元）及增速（%）



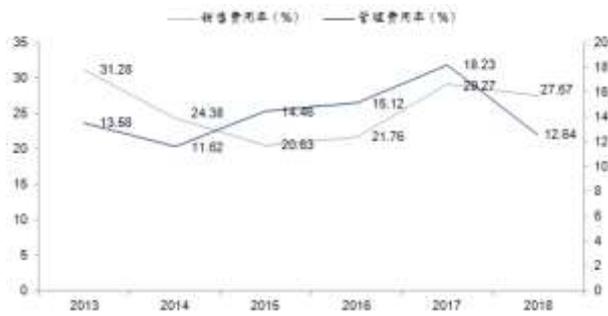
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2013A-2018A 归母净利润（亿元）及增速（%）



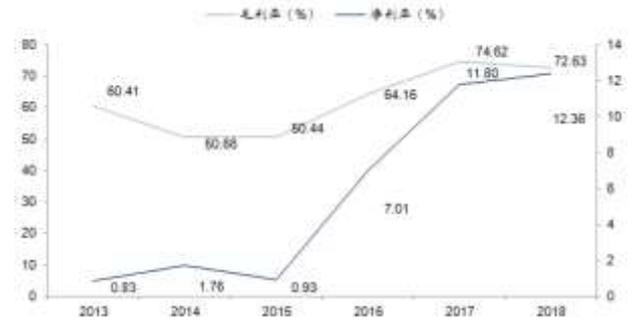
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3: 2013A-2018A 销售、管理费用率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2013A-2018A 毛利率及净利率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 2: 可比公司估值

公司	投资评级	市值 (亿)	股价 (元) 2019-02-19	EPS			PE		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020
山西汾酒	买入	455	52.51	1.73	2.29	2.93	30.35	22.93	17.92
洋河股份	买入	1739	115.40	5.43	6.59	7.95	21.25	17.51	14.52
酒鬼酒	买入	66	20.17	0.81	1.13	1.51	24.90	17.85	13.36
平均				2.66	3.34	4.13	25.50	19.43	15.26
舍得酒业	买入	97	28.78	1.01	1.84	2.30	28.50	15.70	12.51

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

注: 舍得酒业年报已披露 2018 年年报, 山西汾酒、洋河股份及酒鬼酒尚未披露

表 3: 2019E-2021E 主要业务拆分预测一览

产品	项目	2019E	2020E	2021E
白酒部分	中高档酒营收 (亿)	22.19	27.29	33.30
	YoY (%)	24.00%	23.00%	22.00%
	低档酒营收 (亿)	0.48	0.43	0.43
	YoY (%)	-20.00%	-10.00%	0.00%
玻瓶部分	营收 (亿)	4.41	5.30	6.09
	YoY (%)	30.00%	20.00%	15.00%
整体	营收 (亿)	27.27	33.18	39.96
	YoY (%)	23.26%	21.67%	20.44%

资料来源:wind, 国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	911	1563	1719	1901
应收款项	323	299	409	547
存货净额	2371	2093	2790	3645
其他流动资产	42	3	3	4
<b>流动资产合计</b>	<b>3647</b>	<b>3958</b>	<b>4922</b>	<b>6097</b>
固定资产	741	776	805	830
无形资产及其他	140	135	129	123
投资性房地产	199	199	199	199
长期股权投资	116	111	107	101
<b>资产总计</b>	<b>4842</b>	<b>5178</b>	<b>6162</b>	<b>7351</b>
短期借款及交易性金融负债	664	700	700	700
应付款项	347	377	457	547
其他流动负债	1064	731	879	1046
<b>流动负债合计</b>	<b>2075</b>	<b>1808</b>	<b>2035</b>	<b>2293</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	52	52	52	52
<b>长期负债合计</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>
<b>负债合计</b>	<b>2128</b>	<b>1860</b>	<b>2088</b>	<b>2345</b>
少数股东权益	199	245	305	378
股东权益	2516	3073	3770	4627
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4842</b>	<b>5178</b>	<b>6162</b>	<b>7351</b>

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.01	1.84	2.30	2.83
每股红利	0.20	0.18	0.23	0.28
每股净资产	7.46	9.12	11.19	13.73
ROIC	11%	21%	24%	25%
ROE	14%	20%	21%	21%
毛利率	73%	84%	84%	85%
EBIT Margin	18%	30%	32%	33%
EBITDA Margin	21%	33%	34%	35%
收入增长	35%	23%	22%	20%
净利润增长率	138%	81%	25%	23%
资产负债率	48%	41%	39%	37%
息率	0.7%	0.6%	0.8%	1.0%
P/E	28.4	15.7	12.5	10.2
P/B	3.9	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	25.2	12.9	10.5	8.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2212</b>	<b>2727</b>	<b>3318</b>	<b>3996</b>
营业成本	606	447	521	608
营业税金及附加	319	382	474	575
销售费用	610	736	879	1047
管理费用	271	333	397	465
财务费用	0	11	6	3
投资收益	2	2	2	2
资产减值及公允价值变动	(9)	0	0	0
其他收入	42	0	0	0
营业利润	442	820	1042	1299
营业外净收支	(2)	6	6	6
<b>利润总额</b>	<b>441</b>	<b>826</b>	<b>1048</b>	<b>1305</b>
所得税费用	68	149	199	261
少数股东损益	31	58	74	92
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>342</b>	<b>619</b>	<b>775</b>	<b>952</b>

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>342</b>	<b>619</b>	<b>775</b>	<b>952</b>
资产减值准备	(9)	0	0	0
折旧摊销	62	71	76	81
公允价值变动损失	9	0	0	0
财务费用	0	11	6	3
营运资本变动	(153)	37	(580)	(736)
其它	34	47	59	74
<b>经营活动现金流</b>	<b>285</b>	<b>773</b>	<b>329</b>	<b>370</b>
资本开支	(109)	(100)	(100)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(210)</b>	<b>(95)</b>	<b>(96)</b>	<b>(94)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(69)	(62)	(77)	(95)
其它融资现金流	(164)	36	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(301)</b>	<b>(26)</b>	<b>(77)</b>	<b>(95)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(226)</b>	<b>653</b>	<b>156</b>	<b>181</b>
货币资金的期初余额	1137	911	1563	1719
货币资金的期末余额	911	1563	1719	1901
企业自由现金流	146	688	242	285
权益自由现金流	(18)	714	238	282

## 相关研究报告

- 《舍得酒业-600702-营收超预期源自玻瓶，舍得一直在路上》 ——2019-02-20
- 《舍得酒业-600702-业绩符合预期，产品矩阵成型》 ——2018-10-26
- 《舍得酒业-600702-重大事件快评：回购股票彰显公司决心，产品矩阵成型释放活力》 ——2018-08-22
- 《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

## 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