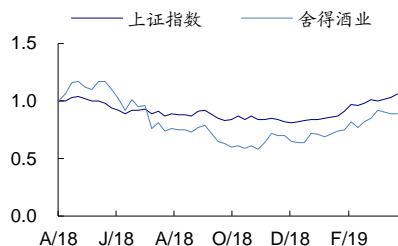


证券研究报告—动态报告
食品饮料
饮料
舍得酒业(600702)
买入
2019年一季报

(维持评级)

2019年04月26日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	337/330
总市值/流通(百万元)	10,294/10,057
上证综指/深圳成指	3,124/9,908
12个月最高/最低(元)	44.81/18.61

相关研究报告:

《舍得酒业-600702-重大事件快评: 定增彰显大股东信心, 舍得即将展翅翱翔》——2019-03-04

《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

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

联系人: 孙山山

电话: 13751048798

E-MAIL: sunss@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

业绩符合预期, 结构持续优化

● 业绩符合预期, 毛利率稳步提升

公司 2019Q1 营收 6.97 亿 (+34.06%), 归母净利润 1.01 亿 (+21.53%), 业绩符合预期。19Q1 毛利率 74.76% (+5.3pcts), 主因产品结构不断优化及中高档酒保持较快增长等所致。19Q1 净利率 15.49% (-1.11pcts), 主因销售费用率 26.09% (+5.8pcts)、管理费用率 11.08% (+0.25pcts) 等所致。19Q1 销售费用 1.82 亿 (+50.5%), 主因加大广告费用投放力度等所致。管理费用 0.77 亿 (+37.44%), 主因摊销股权激励费用、工程转固后折旧费用以及厂房修理费增加等所致。研发费用 592 万 (+5268.29%), 主因公司加大玻瓶、酒类等新产品项目研发投入增加所致。19Q1 预收款 1.50 亿, 同比期初下降 39.21%, 主因上期预收款本期确认收入所致。19Q1 经营性现金流净额-1093 万 (-104.40%), 主因本期采购支付货款及预付广告款增加、销售收到货款 8.05 亿 (-8.56%) 等所致。

● 结构持续优化, 中高档较高增长

从产品来看, 19Q1 占比近 83% 的中高档酒营收 5.77 亿 (+36.01%), 低档酒营收 1584 万 (+15.78%), 预计 19Q1 舍得系列仍保持 30% 以上增速; 中高档酒占主业比重从 96.80% 提升至 97.30%, 产品结构持续优化。从渠道来看, 占比近 97% 的经销渠道营收 5.74 亿 (+32.95%), 电商渠道营收 1905 万 (+200.28%)。从区域来看, 占比近 74% 的省外营收 4.36 亿 (+35.08%), 省内营收 1.38 亿 (+26.65%)。截止 2019Q1, 公司共有 1638 家经销商, 净增加 8 家。

● 渠道精耕细作, 双品牌共前行

目前公司聚焦舍得品牌, 加速全国化布局, 提升沱牌品牌, 恢复沱牌大众名酒形象和地位, 同时做好吞之乎、陶醉、沱小九等培育性工作。公司在全国性渠道通过赠酒+舍得智慧之旅+品鉴会等方式培育忠实用户; 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, 强化核心烟酒店联盟体运作。此外, 控股子公司天马玻璃拟募集 2.83 亿在未来 18 个月内建成年产 6 万吨高档玻瓶, 预计明年后将增厚公司收入和利润。

● 投资建议

我们看好公司产品结构不断优化, 预测 2019-2021 年 EPS 1.49/1.87/2.30 元, 对应 PE20/16/13, 维持“买入”评级。

● 风险提示

食品安全问题; 白酒行业需求放缓; 核心产品销售不及预期;

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,638	2,212	2,686	3,245	3,895
(+/-%)	12.1%	35.0%	21.4%	20.8%	20.0%
净利润(百万元)	144	342	503	632	774
(+/-%)	79.0%	138.1%	47.3%	25.5%	22.5%
摊薄每股收益(元)	0.43	1.01	1.49	1.87	2.30
EBIT Margin	13.4%	18.4%	27.7%	28.2%	28.4%
净资产收益率(ROE)	5.8%	13.6%	17.0%	17.9%	18.3%
市盈率(PE)	63.67	30.12	20.43	16.28	13.29
EV/EBITDA	41.7	26.5	14.9	12.5	10.7
市净率(PB)	3.68	4.09	3.46	2.91	2.43

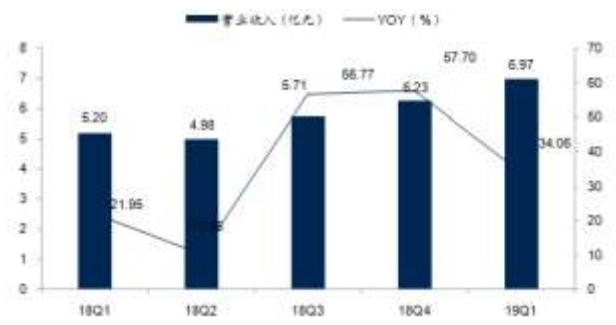
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

关键财务指标

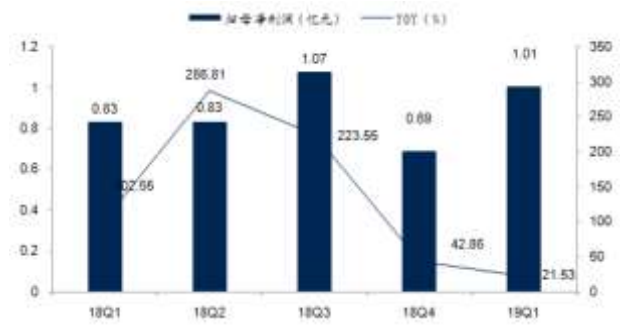
公司近五个季度营收、归母净利润呈现稳步增长态势，主因公司进行全国化扩张投放市场费用等所致。

图 1: 2018Q1-2019Q1 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: 2018Q1-2019Q1 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)

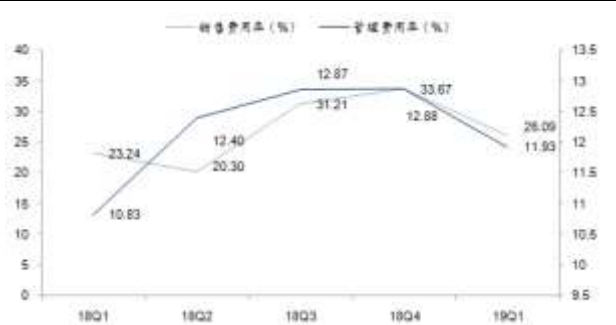


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

公司近五个季度销售费用率、管理费用率呈现稳步上升趋势，主因公司全国化扩张增加费用投放等所致。

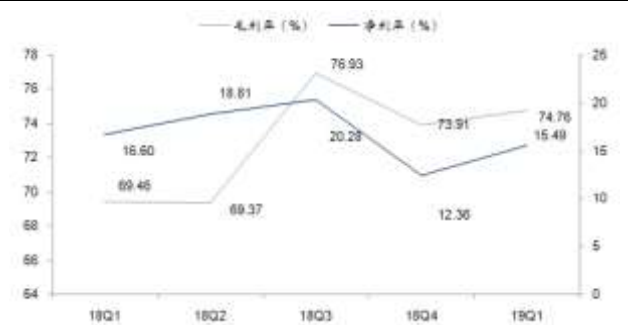
公司近五个季度毛利率、净利率呈现稳步上升趋势，主因产品结构不断优化等所致。

图 3: 2018Q1-2019Q1 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: 2018Q1-2019Q1 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

可比公司估值对比

舍得酒业属于次高端白酒，我们选择同属于次高端的山西汾酒、酒鬼酒作比较，因山西汾酒尚未披露 18 年年报，故我们比较 2018 年-2020 年 EPS 和 PE。

表 1: 可比公司估值

公司	投资 评级	市值 (亿)	股价(元) 2019-04-25	EPS			PE		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020
山西汾酒	买入	503	58.04	1.73	2.29	2.93	33.55	25.34	19.81
酒鬼酒	买入	76	23.44	0.69	0.89	1.14	33.97	26.34	20.56
平均				1.21	1.59	2.04	33.76	25.84	20.19
舍得酒业	买入	103	30.52	1.01	1.49	1.87	30.12	20.43	16.28

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

注: 舍得酒业、酒鬼酒已披露 2018 年年报, 山西汾酒尚未披露

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	911	1459	1506	1517	营业收入	2212	2686	3245	3895
应收款项	323	294	400	534	营业成本	606	445	519	614
存货净额	2371	2115	2791	3667	营业税金及附加	319	392	477	576
其他流动资产	42	3	3	4	销售费用	610	766	922	1102
流动资产合计	3647	3871	4700	5721	管理费用	271	339	411	496
固定资产	741	776	805	830	财务费用	0	12	8	8
无形资产及其他	140	135	129	123	投资收益	2	2	2	2
投资性房地产	199	199	199	199	资产减值及公允价值变动	(9)	0	0	0
长期股权投资	116	111	107	101	其他收入	42	0	0	0
资产总计	4842	5091	5940	6975	营业利润	442	735	910	1101
短期借款及交易性金融负债	664	700	700	700	营业外净收支	(2)	6	6	6
应付款项	347	381	457	550	利润总额	441	741	916	1107
其他流动负债	1064	748	901	1083	所得税费用	68	185	220	255
流动负债合计	2075	1829	2058	2333	少数股东损益	31	52	65	78
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	342	503	632	774
其他长期负债	52	52	52	52					
长期负债合计	52	52	52	52	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2128	1881	2110	2386	净利润	342	503	632	774
少数股东权益	199	241	292	355	资产减值准备	(9)	0	0	0
股东权益	2516	2969	3538	4234	折旧摊销	62	71	76	81
负债和股东权益总计	4842	5091	5940	6975	公允价值变动损失	9	0	0	0
					财务费用	0	12	8	8
关键财务与估值指标					营运资本变动	(153)	41	(553)	(735)
每股收益	1.01	1.49	1.87	2.30	其它	34	42	52	62
每股红利	0.20	0.15	0.19	0.23	经营活动现金流	285	657	206	183
每股净资产	7.46	8.81	10.50	12.56	资本开支	(109)	(100)	(100)	(100)
ROIC	11%	17%	20%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	14%	17%	18%	18%	投资活动现金流	(210)	(95)	(96)	(94)
毛利率	73%	83%	84%	84%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	28%	28%	28%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	30%	31%	30%	支付股利、利息	(69)	(50)	(63)	(77)
收入增长	35%	21%	21%	20%	其它融资现金流	(164)	36	0	0
净利润增长率	138%	47%	26%	22%	融资活动现金流	(301)	(14)	(63)	(77)
资产负债率	48%	42%	40%	39%	现金净变动	(226)	548	47	11
息率	0.7%	0.5%	0.6%	0.8%	货币资金的期初余额	1137	911	1459	1506
P/E	30.1	20.4	16.3	13.3	货币资金的期末余额	911	1459	1506	1517
P/B	4.1	3.5	2.9	2.4	企业自由现金流	146	570	119	98
EV/EBITDA	26.5	14.9	12.5	10.7	权益自由现金流	(18)	598	113	92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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，并向客户发布的行为。

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