

舍得酒业 (600702)

大股东认购彰显发展信心，“舍得+沱牌”双轮驱动业绩增长

事件：公司发布非公开预案（修订稿），修订稿中补充公司控股股东沱牌舍得集团承诺认购本次非公开发行股票，认购股份数量不低于本次实际发行股份总数的30%。

定增新规下，公司定增有望加速落地。公司定增发行价格由不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90%调整至80%，定增对象由不超过10名提高至35名。除大股东锁定期36个月外，其余对象锁定期缩短至6个月。在定增新规下，定价和发行对象更加灵活，定增有望加速落地，为公司增长注入资源。

定增将助力公司提升竞争力，大股东认购彰显发展信心。公司此次募集资金不超过25亿，拟改造酿酒配套工程、加快营销体系和信息化建设，从而提升公司产品品质、运营效率和品牌影响力。大股东对定增的认购，也彰显了大股东看好公司和白酒行业的发展前景。定增完成后，大股东持股至少29.90%（目前29.88%），公司控制权不会发生变化。

公司产品结构不断完善，舍得向上出击，沱牌降维打击。公司拥有舍得和沱牌两大知名品牌，在全国拥有广泛的群众基础。两个品牌通过不同定位，能够最大限度的发挥品牌优势，完善公司产品矩阵。**次高端方面，公司聚焦舍得大单品，主打品味舍得和智慧舍得。**通过差异化营销，主打“老酒文化”，不断强化公司核心竞争力，产品结构改善明显。19年前三季度公司中高档酒实现收入15.27亿元，同比+18.74%，占比97.21%，较去年同期提升0.06pct。**大众酒方面，公司已在19年秋糖发布光瓶酒新品T68，主打100元以下大众酒市场，打响沱牌复兴战略。**我们认为沱牌具备高性价比优势，一是沱牌本身是名优产品，更重要的是基酒使用老酒，保证产品品质。未来随着公司对沱牌消费群体的唤醒和开发，预计沱牌销量将实现高速增长，未来有望占据公司一半左右的销售占比。

公司内部机制改革效率有望释放，定增完成后公司发展有望迈入新台阶。天洋自15年8月入主舍得后，为公司治理和营销机制注入了新的活力。16-18年公司营收由14.62亿元增长至35.02亿元，三年平均增速24.51%，较入主前业绩大幅提升。公司于18年实施股权激励计划，随着公司对行业运营的日趋成熟，经营和管理效率有望持续提升。待定增落地后，公司竞争力或将日益凸显。凭借10万吨以上优质陈年基酒，公司老酒定位将快速发展，业绩有望持续高增。

盈利预测：结合公司18年和19年前三季度财报，以及我们对公司未来业绩的判断，我们将19年和20年营收由32.00/40.00亿元下调至27.34/32.47亿元，同比+23.57%/18.78%，净利润由6.00/8.00亿元下调至4.32/5.16亿元，同比+26.50%/19.42%，维持公司“买入”评级。

风险提示：食品安全风险；新品推广不及预期等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,638.44	2,212.30	2,733.84	3,247.38	4,045.05
增长率(%)	12.10	35.02	23.57	18.78	24.56
EBITDA(百万元)	250.24	462.34	595.90	710.73	920.72
净利润(百万元)	143.57	341.78	432.35	516.31	664.55
增长率(%)	79.02	138.05	26.50	19.42	28.71
EPS(元/股)	0.43	1.01	1.28	1.53	1.97
市盈率(P/E)	62.96	26.45	20.91	17.51	13.60
市净率(P/B)	3.64	3.59	2.82	2.46	2.12
市销率(P/S)	5.52	4.09	3.31	2.78	2.23
EV/EBITDA	61.22	16.11	14.48	11.99	10.18

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	26.82元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	337.04
流通A股股本(百万股)	329.52
A股总市值(百万元)	9,039.33
流通A股市值(百万元)	8,837.70
每股净资产(元)	8.36
资产负债率(%)	45.05
一年内最高/最低(元)	35.00/23.41

作者

刘畅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《舍得酒业-公司点评:季报业绩保持高增长，全国化布局加速》2018-10-22
- 《舍得酒业-公司深度研究:产业逻辑，讲清舍得的投资价值》2018-06-06
- 《沱牌舍得-公司点评:沱小九：夯实沱牌大众名酒，填补品类空缺》2018-01-23



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,137.25	910.97	1,230.23	1,461.32	1,820.27
应收票据及应收账款	176.24	281.52	326.00	431.73	579.54
预付账款	88.65	40.90	111.28	65.03	155.10
存货	2,312.47	2,370.87	2,925.03	2,919.57	3,976.50
其他	53.74	42.34	49.17	70.00	65.28
流动资产合计	3,768.36	3,646.60	4,641.71	4,947.66	6,596.70
长期股权投资	13.98	115.76	165.76	195.76	220.76
固定资产	505.53	619.06	674.68	836.83	1,049.37
在建工程	164.93	121.64	171.82	515.02	997.78
无形资产	149.81	140.29	139.44	152.79	147.57
其他	96.32	199.01	184.93	178.47	171.56
非流动资产合计	930.58	1,195.76	1,336.63	1,878.86	2,587.04
资产总计	4,698.94	4,842.36	5,978.34	6,826.52	9,183.74
短期借款	644.17	664.00	695.39	761.00	1,686.04
应付票据及应付账款	365.44	346.89	599.62	560.27	806.49
其他	981.86	1,064.43	1,132.78	1,427.97	1,743.73
流动负债合计	1,991.47	2,075.32	2,427.79	2,749.24	4,236.26
长期借款	0.00	0.00	72.00	76.12	289.59
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	52.60	52.29	36.05	46.98	45.11
非流动负债合计	52.60	52.29	108.05	123.10	334.70
负债合计	2,044.07	2,127.61	2,535.84	2,872.34	4,570.96
少数股东权益	170.91	198.71	238.07	285.08	345.58
股本	337.30	337.30	337.04	337.04	337.04
资本公积	841.40	845.73	845.73	845.73	845.73
留存收益	2,146.66	2,478.27	2,867.39	3,332.07	3,930.16
其他	(841.40)	(1,145.26)	(845.73)	(845.73)	(845.73)
股东权益合计	2,654.87	2,714.75	3,442.50	3,954.18	4,612.77
负债和股东权益总	4,698.94	4,842.36	5,978.34	6,826.52	9,183.74

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	142.11	372.89	432.35	516.31	664.55
折旧摊销	49.18	66.23	40.82	48.77	58.07
财务费用	(0.19)	(1.11)	(0.58)	(2.49)	4.69
投资损失	0.11	(1.78)	(1.90)	1.36	(0.55)
营运资金变动	407.74	95.14	(356.93)	198.37	(723.07)
其它	(173.37)	(88.20)	39.46	47.11	60.62
经营活动现金流	425.59	443.18	153.22	809.43	64.30
资本支出	(203.15)	224.99	212.01	586.53	775.03
长期投资	(205.93)	101.78	50.00	30.00	25.00
其他	685.14	(636.26)	(455.97)	(1,215.45)	(1,572.75)
投资活动现金流	276.06	(309.50)	(193.97)	(598.93)	(772.72)
债权融资	644.17	664.00	767.39	837.12	1,975.63
股权融资	39.10	(295.20)	299.87	2.51	(4.67)
其他	(854.23)	(787.55)	(707.25)	(819.04)	(903.60)
筹资活动现金流	(170.96)	(418.75)	360.01	20.59	1,067.37
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	530.69	(285.07)	319.26	231.09	358.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,638.44	2,212.30	2,733.84	3,247.38	4,045.05
营业成本	415.90	605.61	720.86	846.33	1,062.33
营业税金及附加	225.00	318.59	369.07	429.30	525.86
营业费用	479.63	609.97	697.13	860.56	1,051.71
管理费用	298.67	270.88	352.67	405.92	497.54
研发费用	0.00	8.70	24.60	27.60	32.36
财务费用	0.35	0.02	(0.58)	(2.49)	4.69
资产减值损失	18.05	8.91	16.43	14.46	13.27
公允价值变动收益	0.11	0.05	0.10	0.11	0.12
投资净收益	(0.11)	1.78	1.90	(1.36)	0.55
其他	(1.00)	(54.55)	(4.00)	2.50	(1.34)
营业利润	201.85	442.34	555.67	664.45	857.97
营业外收入	6.14	6.08	6.30	6.17	6.18
营业外支出	3.86	7.74	5.04	5.55	6.11
利润总额	204.13	440.68	556.92	665.07	858.04
所得税	62.02	67.79	85.21	101.76	133.00
净利润	142.11	372.89	471.71	563.31	725.05
少数股东损益	(1.47)	31.11	39.36	47.00	60.50
归属于母公司净利润	143.57	341.78	432.35	516.31	664.55
每股收益(元)	0.43	1.01	1.28	1.53	1.97

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	12.10%	35.02%	23.57%	18.78%	24.56%
营业利润	11.80%	119.15%	25.62%	19.58%	29.13%
归属于母公司净利润	79.02%	138.05%	26.50%	19.42%	28.71%
获利能力					
毛利率	74.62%	72.63%	73.63%	73.94%	73.74%
净利率	8.76%	15.45%	15.81%	15.90%	16.43%
ROE	5.78%	13.58%	13.49%	14.07%	15.57%
ROIC	5.57%	18.12%	20.72%	20.06%	23.13%
偿债能力					
资产负债率	43.50%	43.94%	42.42%	42.08%	49.77%
净负债率	-18.57%	-9.10%	-13.44%	-15.79%	3.37%
流动比率	1.89	1.76	1.91	1.80	1.56
速动比率	0.73	0.61	0.71	0.74	0.62
营运能力					
应收账款周转率	12.63	9.67	9.00	8.57	8.00
存货周转率	0.73	0.94	1.03	1.11	1.17
总资产周转率	0.38	0.46	0.51	0.51	0.51
每股指标(元)					
每股收益	0.43	1.01	1.28	1.53	1.97
每股经营现金流	1.26	1.31	0.45	2.40	0.19
每股净资产	7.37	7.47	9.51	10.89	12.66
估值比率					
市盈率	62.96	26.45	20.91	17.51	13.60
市净率	3.64	3.59	2.82	2.46	2.12
EV/EBITDA	61.22	16.11	14.48	11.99	10.18
EV/EBIT	76.14	18.62	15.55	12.87	10.86

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com