舍得酒业（600702）股权激励方案点评

实施股权激励，考核目标积极

强推（上调）

目标价：29 元

当前价：22.38 元

事项：

- 公司发布限制性股权激励草案，拟授予的限制性股票数量合计不超过 919.3 万股，占公司总股本的 2.73%，授予价格为每股 10.51 元。拟授予激励对象为董事、高管、中层管理人员及核心骨干，合计人数为 421 人。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，解除限售比例分别为 30%、30%、20%、20%。解除限售期的相应考核年度为 2019-2022 年，公司层面业绩考核要求是剔除本限制性股票激励计划成本影响后的归母净利润增长率目标值为相比 2017 年分别增长 260%、350%、460%、600%。个人层面也设置了严密的个人绩效考核体系。

评论：

- **回购之后实施股权激励，中层骨干覆盖面广，长期激励效应可期。**根据公告显示，公司拟实施限制性股权激励方案，拟授予的限制性股票数量合计不超过 919.3 万股，占公司总股本的 2.73%，授予价格为每股 10.51 元。拟授予激励对象为董事、高管、中层管理人员及核心骨干。我们认为此次股权激励方案力度较大，覆盖面较广，授予价格相对当前股价折半，加上前期经过深度调整，当前股价已处于相对底部，具有较大吸引力。激励对象包括董、高、中层及核心骨干，共计 421 人，约占员工总数的 10%，覆盖面广，有望充分盘活各方面活力，调动积极性。此前今年 8 月公司发布股权回购计划，拟回购股份用于员工股权激励或员工持股计划。目前已完成 1132 万股回购，回购平均价格为 26.49 元/股。
- **双重考核，压力动力并举，业绩考核目标积极。**此次限制性股权激励方案解除限售要求采取双重考核。公司层面：2019-2022 年剔除本限制性股票激励计划成本影响后的归母净利润增长率目标值相比 2017 年分别增长 260%、350%、460%、600%，即 2022 年剔除股权激励摊销成本后归母净利润要达到 10.05 亿元，5 年复合增速达 47.58%。若按我们 18 年净利润预测计算，公司 19-22 年剔除股权激励摊销成本后归母净利润增速分别为 33.56%、25.00%、24.22%和 25.00%。个人层面亦设置了严密绩效考核体系，须考核合格才可解除限售。我们认为采用公司层面和个人层面双重考核，有望实现良好利益绑定，在压力和动力并举的情况下，各方面活力有望得以充分释放，业绩改善空间也有望进一步打开。
- **改制两年各项变革稳步推进，未来成长可期。**公司自天洋入驻以来，积极进行生产、销售、管理等各方面变革。今年公司重新确立厂商“1+1”模式，积极进行营销渠道建设，进一步聚焦四川、河南、河北和山东市场，逐步形成基地市场，加大全国化布局力度。前三季度公司业绩持续改善，根据草根调研反馈，舍得增长表现良好，库存问题逐步改善。此外，参考洋河等酒企高管持股后业绩持续改善，水井坊递延奖金计划出台后业绩大幅改善，公司此次股权激励也有望充分激发活力，中长期业绩成长可期。
- **投资建议：**公司聚焦次高端舍得及精细化渠道运作方向正确，重在落地执行效果，净利率稳步提升。我们维持公司 2018-2020 年归母净利润预测为 3.87/4.91/6.04 亿元，对应 PE 为 20/15/12 倍，考虑到公司回购之后实施股权激励，覆盖面广，利润考核目标也较为积极，短期提振市场信心，中长期有助于激发经营活力，给予明年 20 倍 PE，调整目标价至 29 元，上调至“强推”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行风险；次高端竞争加剧；渠道扩张不及预期。

主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	1,638	2,061	2,404	2,719
同比增速(%)	12.1%	25.8%	16.6%	13.1%
净利润(百万)	144	387	491	604
同比增速(%)	79.5%	168.5%	27.1%	22.9%
每股盈利(元)	0.43	1.15	1.46	1.79
市盈率(倍)	52	20	15	12
市净率(倍)	3	3	2	2

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 18 年 11 月 30 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com
执业编号：S0360518090003

联系人：张燕

电话：021-20572507
邮箱：zhangyan1@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	33,730
已上市流通股(万股)	33,730
总市值(亿元)	75.49
流通市值(亿元)	75.49
资产负债率(%)	41.4
每股净资产(元)	7.2
12 个月内最高/最低价	51.44/18.61

市场表现对比图(近 12 个月)

相关研究报告

《舍得酒业（600702）：聚焦舍得拓展渠道，深度布局次高端》
2018-04-24

《舍得酒业（600702）：预收款创历史新高，费用投放效率提升》
2018-04-26

《舍得酒业（600702）2018 年三季报点评：聚焦主力舍得，盈利继续改善》
2018-10-26

未经许可，禁止转载

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,137	1,681	2,795	3,518
应收票据	134	134	134	134
应收账款	43	40	47	38
预付账款	89	119	135	145
存货	2,312	2,319	1,758	1,702
其他流动资产	54	54	54	54
流动资产合计	3,768	4,346	4,922	5,590
其他长期投资	77	77	77	77
长期股权投资	14	14	14	14
固定资产	506	439	378	323
在建工程	165	165	165	165
无形资产	150	150	150	150
其他非流动资产	20	20	20	20
非流动资产合计	931	864	803	748
资产合计	**4,699**	**5,210**	**5,725**	**6,338**
短期借款	644	671	671	671
应付票据	212	212	212	212
应付账款	153	205	176	189
预收款项	192	242	300	302
其他应付款	459	459	459	459
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	330	330	330	330
流动负债合计	1,991	2,120	2,149	2,164
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	53	53	53	53
非流动负债合计	53	53	53	53
负债合计	**2,044**	**2,172**	**2,201**	**2,216**
归属母公司所有者权益	2,484	2,870	3,362	3,966
少数股东权益	171	167	162	156
所有者权益合计	**2,655**	**3,037**	**3,524**	**4,122**
负债和股东权益	**4,699**	**5,210**	**5,725**	**6,338**

现金流量表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	**401**	**493**	**1,090**	**698**
现金收益	206	426	523	628
存货影响	-137	-7	561	56
经营性应收影响	-199	-27	-23	-1
经营性应付影响	329	101	29	15
其他影响	202	0	0	0
投资活动现金流	**151**	**23**	**23**	**23**
资本支出	-52	23	23	23
股权投资	206	0	0	0
其他长期资产变化	-2	0	0	0
融资活动现金流	**44**	**27**	**1**	**2**
借款增加	-192	27	0	0
财务费用	0	1	1	2
股东融资	187	0	0	0
其他长期负债变化	49	0	0	0

利润表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**1,638**	**2,061**	**2,404**	**2,719**
营业成本	416	557	633	681
营业税金及附加	225	283	330	373
销售费用	480	453	517	571
管理费用	299	237	276	299
财务费用	0	-1	-1	-2
资产减值损失	18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	**202**	**531**	**648**	**797**
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	**205**	**531**	**648**	**797**
所得税	62	149	162	199
净利润	**143**	**383**	**486**	**598**
少数股东损益	-1	-4	-5	-6
归属母公司净利润	**144**	**387**	**491**	**604**
NOPLAT	158	382	485	596
EPS(摊薄)（元）	0.43	1.15	1.46	1.79

主要财务比率

	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	12.1%	25.8%	16.6%	13.1%
EBIT 增长率	-5.9%	142.1%	21.9%	22.8%
归母净利润增长率	79.5%	168.5%	27.1%	22.9%
获利能力				
毛利率	74.6%	73.0%	73.7%	75.0%
净利率	8.7%	18.6%	20.2%	22.0%
ROE	5.8%	13.5%	14.6%	15.2%
ROIC	5.1%	10.9%	12.2%	13.0%
偿债能力				
资产负债率	43.5%	41.7%	38.5%	35.0%
债务权益比	26.2%	23.8%	20.5%	17.6%
流动比率	189.2%	205.0%	229.1%	258.4%
速动比率	73.1%	95.6%	147.2%	179.7%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
应收帐款周转天数	9	7	7	5
应付帐款周转天数	133	133	100	100
存货周转天数	2,002	1,500	1,000	900
每股指标(元)				
每股收益	0.43	1.15	1.46	1.79
每股经营现金流	1.19	1.46	3.23	2.07
每股净资产	7.36	8.51	9.97	11.76
估值比率				
P/E	52	20	15	12
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	31	14	12	10

资料来源：公司公告，华创证券预测

食品饮料组团队介绍

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学硕士。曾任职于招商证券。2018 年加入华创证券研究所。2015-2017 连续三年新财富。水晶球。金牛奖食品饮料行业最佳分析师第一名。2018 年金牛奖食品饮料行业最佳分析师第二名。

组长、高级分析师：方振

复旦大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

研究员：张燕

上海社会科学院硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500