新时代证券-研究所晨报（20201102）

● 总量研究

策略研究：经济复苏加速，2020Q3A 股营收利润双升

A 股 ROE 普遍回升。2020 年三季度全部 A 股 ROE（TTM）小幅上升 0.29 个百分点至 8.07%，全部 A 股（剔除金融两油）ROE（TTM）小幅回升 0.19 个百分点至 6.92%。全部 A 股（剔除金融）ROE（TTM）回升 0.37 个百分点至 7.10%。从 ROE 分解来看，全部 A 股销售净利率回升 0.29 个百分点，资产周转率下降 0.15 个百分点，权益乘数上升 3.02 个百分点，ROE 的回升主要源于销售净利率的回升。全部 A 股（剔除金融）销售净利率小幅回升 0.22 个百分点，资产周转率回升 0.21 个百分点，权益乘数上升 0.56 个百分点。

● 公司研究

香飘飘：调整目标，蓄势来年

业绩不及预期，营收下滑影响盈利。公司 2020Q1-Q3 营收 18.93 亿（-20.47%），归母净利润 0.44 亿（-66.35%）；其中 2020Q3 营收 9.02 亿（-10.13%），归母净利润 1.08 亿（-0.30%），业绩不及预期。2020Q1-Q3 毛利率为 37.32%（-1.9pct），其中 2020Q3 毛利率 42.10%（-0.21pct），系营收下降所致；2020Q1-Q3 净利率为 2.35%（-3.21pct），其中 2020Q3 净利率为 12.02%（+1.19%），系 Q3 销售费用率下降 0.42pct 等所致。2020Q3 合同负债期末余额 2.78 亿，环比增加 2.07 亿，同比下降 0.30 亿，系预收经销商货款增加所致。2020Q1-Q3 经营性现金流净额-1.76 亿，其中 2020Q3 为 5.59 亿（+12.02%），2020Q3 销售回款 12.17 亿（-10.12%）。

盈利预测评级：我们看好公司产品不断推陈出新及渠道精细化运作，结合三季报调整 2020-2022 年 EPS 分别为 0.67/0.81/0.98 元（前值分别为 0.96/1.23/1.54 元），当前股价对应 PE 分别为 45/37/31，维持“强烈推荐”评级。

今世缘：重回高增长，国缘持续拉升

业绩略超预期，Q3 收入利润均超 20%。公司 2020Q1-Q3 总营收 41.95 亿（+1.93%），归母净利润 13.13 亿（+1.52%）；其中 2020Q3 营收 12.81 亿（+20.99%），归母净利润 2.94 亿（+32.70%），扣非净利润 2.87 亿（+33.73%），2020Q1-Q3 营收+△预收款为 44.77 亿（+4.53%），业绩略超预期。

盈利预测评级：Q3 公司顺利转正，省内外均实现正增长，主要群体消费基本恢复正常，我们认为短期库存良性、产品价格稳定及销售确定性高，中期国缘占比持续提升带动产品结构持续优化，长期跟随苏酒构建周边板块机会，Q4 有望延续两位数增长。结合三季报，我们调整公司 2020-2022 年 EPS 为 1.22/1.53/1.90 元（前值分别为 1.31/1.64/2.10 元），当前股价对应 PE 分别为 35/28/22 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产业资本大幅净减持 北上资金大幅净流出。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
休闲服务	-0.24%	纺织服装	-3.37%
电气设备	-0.4%	食品饮料	-2.92%
汽车	-0.76%	轻工制造	-2.75%
银行	-0.85%	传媒	-2.67%
采掘	-1.36%	非银金融	-2.66%

相关报告

《经济复苏加速，2020Q3A 股营收利润双升》2020-10-31

《重回高增长，国缘持续拉升》2020-10-31

《调整目标，蓄势来年》2020-11-01

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 策略研究：经济复苏加速，2020Q3A 股营收利润双升 3
2、 公司研究 4
2.1、 香飘飘：调整目标，蓄势来年 4
2.2、 今世缘：重回高增长，国缘持续拉升 4

1、 总量研究

1.1、 策略研究：经济复苏加速，2020Q3A 股营收利润双升

A 股 ROE 普遍回升。2020 年三季度全部 A 股 ROE（TTM）小幅上升 0.29 个百分点至 8.07%，全部 A 股（剔除金融两油）ROE（TTM）小幅回升 0.19 个百分点至 6.92%。全部 A 股（剔除金融）ROE（TTM）回升 0.37 个百分点至 7.10%。从 ROE 分解来看，全部 A 股销售净利率回升 0.29 个百分点，资产周转率下降 0.15 个百分点，权益乘数上升 3.02 个百分点，ROE 的回升主要源于销售净利率的回升。全部 A 股（剔除金融）销售净利率小幅回升 0.22 个百分点，资产周转率回升 0.21 个百分点，权益乘数上升 0.56 个百分点。

业绩概览：经济复苏加速，2020Q3A 股营收利润双升。2020 年三季度全 A 营收和归母净利润累计同比增速继续改善，全 A 非金融两油营收和归母净利润累计同比增速接近转正。全部 A 股 2020Q3 营收累计同比增速为 1.03%，营收增速年内首次转正；归母净利润累计同比增速为-6.11%，降幅较 Q2 大幅收窄。全部 A 股剔除金融两油 2020 年三季度营收累计同比增速为 4.08%，归母净利润累计同比增速为-1.06%。总体来看，国内三季度经济延续回升趋势，上市公司营收增速和归母净利润环比增速均有不同程度的提升。

2020Q3 各上市板块营收同比增速由负转正，归母净利润继续回暖。分上市板来看， 2020 年三季度主板营收累计同比为 0.37%，同比增速年内首次转正；创业板（剔除温氏乐视）营收累计同比增速为 1.29%，同样由负转正。2020 年三季度主板归母净利润累计同比增速为-9.33%，降幅有所收窄；创业板（剔除温氏乐视）归母净利润累计同比增速为 20.34%，自二季度转正以来，继续延续上升趋势。在经历了“最长梅雨季”以及部分地区疫情出现反复的情况下，2020 年三季度各上市板块营收增速及归母净利润增速均继续上升，反映出经济复苏的动能较强，我们对四季度的经济展望依然维持乐观的判断。

复苏进行时，周期和可选消费开始发力。分板块来看，2020 年三季度各板块营收增速和净利润增速均有不同程度的上升。营收方面，消费板块的营收增速上升幅度最大，可选消费的营收增速较二季度上升了 9.21 个百分点，必选消费的营收增速较二季度上升了 4.17 个百分点。净利润方面，成长板块的归母净利润增速继续维持在 20%以上，为所有板块最高，依然显示出较高的景气度。周期板块和可选消费板块归母净利润同比增速的跌幅较二季度大幅收窄。

2020 年三季度周期、成长、金融、必选消费和可选消费板块营收累计同比增速分别为-9.94%、2.53%、6.94%、4.87%、-2.74%，增速环比分别变动 1.24、2.07、1.21、4.17、9.21 个百分点。各板块营收累计同比增速均有所上升，消费板块回升较大，周期和金融板块小幅回升。从利润端来看，2020 年三季度周期、成长、金融、必选消费和可选消费板块归母净利润累计同比增速分别为-17.35%、20.72%、-7.99%、12.10%、-13.99%，增速环比分别变动 40.89、-0.03、4.95、7.25、22.66 个百分点。成长和必选消费板块依然强势，可选消费和周期板块改善幅度最大。这表明经济的内生动能正在增强，经济复苏仍将是四季度的主旋律。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 公司研究

2.1、 香飘飘：调整目标，蓄势来年

业绩不及预期，营收下滑影响盈利。公司 2020Q1-Q3 营收 18.93 亿（-20.47%），归母净利润 0.44 亿（-66.35%）；其中 2020Q3 营收 9.02 亿（-10.13%），归母净利润 1.08 亿（-0.30%），业绩不及预期。2020Q1-Q3 毛利率为 37.32%（-1.9pct），其中 2020Q3 毛利率 42.10%（-0.21pct），系营收下降所致；2020Q1-Q3 净利率为 2.35%（-3.21pct），其中 2020Q3 净利率为 12.02%（+1.19%），系 Q3 销售费用率下降 0.42pct 等所致。2020Q3 合同负债期末余额 2.78 亿，环比增加 2.07 亿，同比下降 0.30 亿，系预收经销商货款增加所致。2020Q1-Q3 经营性现金流净额-1.76 亿，其中 2020Q3 为 5.59 亿（+12.02%），2020Q3 销售回款 12.17 亿（-10.12%）。

消费场景受限致果汁茶下滑，西北和华南实现正增长。分产品来看，受制于消费场景，Q3 公司全品系几乎度出现下滑，2020Q1-Q3 冲泡系列营收 12.95 亿（-12.89%），其中经典产品营收下滑 17.6%至 8.07 亿（Q3 同减 8%），好料产品营收下滑 17.6%4.18 亿（Q3 同减 10%），增量珍珠系列实现营收 0.68 亿。2020Q1-Q3 即饮类营收 5.74 亿（-34%），其中果汁茶营收同减 39%至 4.69 亿（Q3 同减 39%），液体奶茶自然增长 6%至 1.05 亿（Q3 基本持平）。分区域来看，受制于消费场景，Q3 主要区域尚未完全恢复增长，实现正增长的有西北（Q3 同增 7%）、华南（Q3 同增 75%）。优化经销商，截止 20Q3 末净减 180 个经销商至 1346 个。

调整考核指标稳军心，果汁茶蓄势来年。因今年疫情影响，公司调整股权激励考核指标，2020 年只考核收入指标，不低于 2017 年营收增速的 40%（即营收 36.96 亿）方可完成目标。2021 年恢复考核利润指标，不低于 2017 年营收增速的 65%、利润增速的 40%。随着消费场景逐步恢复，新品持续推出，安徽模式和成都模式持续发力，为来年公司发展打下坚实基础。

盈利预测、估值与评级：我们看好公司产品不断推陈出新及渠道精细化运作，结合三季报调整 2020-2022 年 EPS 分别为 0.67/0.81/0.98 元（前值分别为 0.96/1.23/1.54 元），当前股价对应 PE 分别为 45/37/31，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：食品安全问题；果汁茶销售不及预期；省外扩张不及预期。

2.2、 今世缘：重回高增长，国缘持续拉升

业绩略超预期，Q3 收入利润均超 20%。公司 2020Q1-Q3 总营收 41.95 亿（+1.93%），归母净利润 13.13 亿（+1.52%）；其中 2020Q3 营收 12.81 亿（+20.99%），归母净利润 2.94 亿（+32.70%），扣非净利润 2.87 亿（+33.73%），2020Q1-Q3 营收+△预收款为 44.77 亿（+4.53%），业绩略超预期。2020Q3 末合同负债 6.34 亿，同比增加 1.60 亿，环比增加 2.82 亿，系预收款确认时点所致。2020Q1-Q3 经营性现金流净额为 6.51 亿（+18.36%），其中 2020Q3 为 6.77 亿（+168.65%），系 Q3 销售回款 17.41 亿（+34.34%）所致。2020Q1-Q3 购建固定资产等支付的现金为 2.54 亿（+136.78%），系南厂区陶坛酒库二期等技改项目建设增加所致。

国缘占比 75%，南京大区增速超 30%。毛利率 2020Q1-Q3 为 71.69%（-0.78pct），其中 Q3 为 76.78%（+2.84pct），系产品结构优化所致。净利率 2020Q1-Q3 为 31.32%（-0.15pct），其中 Q3 为 22.96%（+2.01pct），系毛利率提升 2.84pct、销售费用率增加 7.27pct 等所致。分产品来看，2020Q1-Q3 特 A+营收 25.58 亿（+10.98%），其中 Q3 营收 8.69 亿（+37.7%），预计四开增速超 35%，国缘系列占比 75%。预计前三

季度 V 系列营收超 2 个亿。2020Q1-Q3 特 A 营收 11.96 亿（-7.13%），其中 Q3 营收 2.99 亿（-5.1%），预计今世缘系列下滑幅度继续收窄。分区域来看，2020Q1-Q3 省内营收 39.02 亿（+1.74%），其中 Q3 营收 11.96 亿（+22.29%）；前三季度省内均实现正增长，Q3 淮安大区/南京大区/苏南大区/苏中大区/盐城大区/淮海大区营收增速分别为 26%/37%/11%/15%/12%/19%，南京大区依旧表现亮眼（Q3 为 3.31 亿）。2020Q1-Q3 省外营收 2.83 亿（+6.41%），其中 Q3 营收 0.84 亿（+6.33%），前三季度省内外比重为 93:7。

盈利预测、估值与评级：Q4 望延续两位数增长，品牌势能持续释放。Q3 公司顺利转正，省内外均实现正增长，主要群体消费基本恢复正常，我们认为短期库存良性、产品价格稳定及销售确定性高，中期国缘占比持续提升带动产品结构持续优化，长期跟随苏酒构建周边板块机会，Q4 有望延续两位数增长。结合三季报，我们调整公司 2020-2022 年 EPS 为 1.23/1.53/1.89 元（前值分别为 1.31/1.64/2.10 元），当前股价对应 PE 分别为 35/28/22 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情拖累消费；核心产品增长不及预期；省外扩张不及预期

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/