民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 10 月 23 日

客户观点反馈

当前阶段 A 股企业盈利预期将继续上修，流动性预期将趋于平稳，A 股市场将重回震荡向上趋势，当前阶段重点关注受益于经济复苏、三季报超预期同时受益于“十四五”的顺周期成长方向。重点仍然聚焦光伏、汽车、电子、军工、白酒、家电、保险等。

个股观点

【民生食品饮料】洋河股份（002304）2020年三季报点评：营收与业绩增速回正，调整已至尾声（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

一、事件概述

10 月 21 日洋河股份发布三季报，报告期内公司实现营收 189.14 亿元，同比-10.35%；实现归母净利润 71.86 亿元，同比+0.55%；基本 EPS 为 1.19 元。20Q3 单季度公司实现营收 54.85 亿元，同比+7.57%；实现归母净利润 17.85 亿元，同比+14.07%。

二、分析与判断

Q3 营收与业绩增速回正，渠道调整已至尾声。营收和业绩增速再次转正，20Q3 单季度公司营收同比/环比+7.57%/+31.84%，归母净利同比/环比+14.07%/+27.61%，收入和业绩端的同比增速是洋河自 19Q3 后的再次转正，主要系同年基数较低，同时叠加公司各方面调整举措已现成效，渠道利益得以重新梳理，Q3 迎合消费需求回暖，积极把握“中秋+国庆”的双节动销旺季。从合同负债来看，期末合同负债余额为 38.69 亿元，较 20Q2 期末环比减少 7866 万元，主要是受公司调整接近尾声后所要求的打款节奏影响。从现金流来看，20Q3 经营活动产生的现金流净额为 22.89 亿元，同比+2.69%，较 20Q2 环比回正，公司回款改善明显。

Q3 毛利率较同期基本持平，金融资产升值提升盈利能力。从毛利率来看，公司前三季度销售毛利率为 73.2%，同比+1.53ppt，主要系整体产品结构进一步优化带动产品盈利能力上升；其中 20Q3 单季度销售毛利率较同期下降 0.78ppt 至 73.16%，主要系新品货折影响所致，Q3 毛利率未呈现毛利率上行趋势，预计未来有所改观。从净利率来看，20Q3 公司净利率同比提高 1.86ppt 至 32.54%，其中期间费用率同比提高 2.63ppt 至 28.52%，主要系由研发费用率提高（+2.38ppt）所致，中银证券上市股价上涨带动公允价值变动净收益 3.26 亿元（占当期净利润 18.29%）贡献净利润。20Q3 公司实现扣非归母净利润 13.68 亿元，同比+2.25%。

M6+推广与股票回购进展顺利，推动洋河加速走出低谷。M6+上市以来价盘稳定，验证公司新兴厂商生态模式的可行性，随着市场接受度的提高未来产品有望持续放量，M6+有望率先站稳 600 元以上价格带，叠加系列产品中其他单品的升级渠道（M3 升级版也有望于不久的未来正式面市），焕新的梦系列将为持续为公司提供业绩增量支撑。10 月 8 日公司发布回购进展，截至 9 月 30 日公司回购预案的下限金额已达成，完成 10.02 亿元回购，新股权激励将加速公司驶离谷底。

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生军工】中航高科（600862）2020 三季报点评：复材业务增长显著，看好长期发展

【民生食品饮料】洋河股份（002304）2020 年三季报点评：营收与业绩增速回正，调整已至尾声

【民生食品饮料】养元饮品（603156）2020 年三季报点评：疫情负面影响逐步消退，Q3 业绩环比复苏显著

【民生金融】平安银行(000001):两市首份银行三季报，利润增速触底回升

三、盈利预测与投资建议

预计 20-22 年公司实现营业收入 237.3/268.8/299 亿元，同比+2.6%/13.3%/11.2%；预计 20-22 年公司归属母公司净利润为 77.8/90.2/102.5 亿元，同比+5.4%/15.9%/13.7%，对应 EPS 为 5.16/5.98/6.80 元，对应 PE 为 31/27/23 倍。公司估值水平低于白酒板块 2020 年 45 倍 PE（wind 一致预期，算数平均法），考虑到公司各项调整举措已见成效，中长期成长性仍然乐观，维持“推荐”评级。

四、风险提示

疫情冲击超预期，新品销售不及预期，食品安全问题等。

【民生食品饮料】养元饮品（603156）2020年三季报点评：疫情负面影响逐步消退，Q3业绩环比复苏显著（于杰，分析师 S0100519010004，18611233880）

一、事件概述

10 月 21 日公司发布 2020 年三季报，1~9 月实现营业收入 30.19 亿元，同比-38.14%；实现归母净利润 11.68 亿元，同比-32.48%，实现基本 EPS 为 0.92 元。

二、分析与判断

经营情况逐步好转，Q3 业绩降幅大幅收窄。2020 年前三季度，公司实现营收/归母净利润 30.19/11.68 亿元，同比分别-38.14%/ -32.48%；合 20Q3 单季度实现营收/归母净利润 12.36/4.61 亿元，同比分别-13.26%/ -0.26%。总体看，公司前三季度业绩同比大幅下滑的原因是今年春节前置及疫情导致礼赠需求明显下滑。具体包括：（1）2020 年春节提前导致旺季销售收入计入 19 年较多；（2）核心产品礼品属性较强，疫情导致需求下滑较大。20Q3 疫情影响逐步消退，下游动销恢复叠加补库存需求使业绩降幅大幅收窄。

分地区看，前三季度华东/华中/西南/华北/华南/东北/西北地区收入普降，同比-34.76%/-42.99%/-38.74%/-35.59%/-31.91%/-53.11%/-39.11%，均下降明显，主要是 20H1 尤其是 20Q1 拖累。20Q3 单季度，华东/华中/西南/华北/华南/东北/西北地区收入同比分别+23.53%/-7.30%/-23.29%/-16.05%/+26.03%/-37.63%/-57.35%/-3.30%。疫情消退后核心市场动销快速恢复，其中华东、华南市场收入恢复同比增长；华中、西北市场收入小幅下滑，其他地区收入下滑明显。

下游动销受阻致各项支出无法有效摊薄，新品研发力度大幅加强。前三季度公司毛利率为 50.63%，同比-1.22ppt（Q3 为 49.93%，同比-2.83%），下游动销受阻、各项成本无法有效摊薄预计是毛利率下滑主要原因。前三季度，公司期间费用率为 17.77%，同比+1.41ppt（Q3 为 16.60%，同比-2.69ppt）。其中销售费用率 15.43%，同比-0.74ppt（Q3 为 14.75%，同比-3.31ppt），原因是疫情期间暂停部分广告投放，叠加产品销量下降导致运输、促销、销售人员工资等费用相应减少。管理费用率 2.41%，同比+1.47ppt（Q3 为 1.61%，同比+0.61ppt），原因是受疫情影响公司停工停产期间车间人员工资及折旧费用计入管理费用。研发费用率 0.64%，同比+0.25ppt（Q3 为 0.74%，同比+0.29ppt），今年公司新品研发力度显著加强，持续推出核桃咖啡、卡慕宁、每日养元植物奶等新品。财务费用率-0.70%，同比+0.43ppt（Q3 为-0.49%，同比-0.28ppt）。

渠道去库存接近尾声，引入红牛安奈吉培养中期第二增长曲线。由于公司核心产品“六个核桃”的礼赠属性较强，因此受疫情冲击明显。20Q2 起公司着手进行渠道去库存动作，目前渠道库存基本恢复合理水平，未来公司主业经营将逐步恢复正常，不过考虑到明年春节较今年晚、春节备货错期，因此 20Q4 收入端仍有一定压力，预计 21Q1 起公司将体现出业绩弹性，21 年全年有望重拾增长。

今年 9 月孙公司鹰潭智慧健饮品有限公司获得红牛安奈吉饮料系列产品经销商资质，在长江以北地区全渠道进行独家经销。我们认为此次合作将实现双方共赢：

一方面，安奈吉将借助养元在北方强大的分销网络实施快速扩张；另一方面，养元也将借助安奈吉进一步增强产品布局、强化经销体系尤其是上线城市经销商盈利能力，有利于持续加固厂商关系，同时也能够在一定程度上缓解核心业务短期增长乏力的困局，培养中期第二增长曲线。

三、盈利预测与投资建议

预计 20-22 年公司实现营收 52.30/65.15/73.16 亿元，同比-29.9%/+24.6%/+12.3%；实现归属上市公司净利润 19.22/22.08/24.25 亿元，同比-28.7%/+14.9%/+9.8%，对应 EPS 为 1.52/1.74/1.92 元，目前股价对应 PE 为 16/14/13 倍。考虑到公司核心业务明年有望重回增长以及代理安奈吉有望逐步带来业绩增量，估值水平有望得到逐步修复。维持“推荐”评级。

四、风险提示

疫情反复影响礼赠市场，成本大幅波动，安奈吉销售情况不及预期等。

【民生金融】平安银行(000001):两市首份银行三季报，利润增速触底回升（郭其伟，分析师 S0100519090001，18588460632）

前三季度利润降幅收窄。10 月 21 日公司发布 2020 年三季报，这是两市首份银行三季报。前三季度公司实现归母净利润同比增速-5.18%，较上半年的-11.20%上升一个台阶。在上半年依据金融支持实体的要求降低利润增速以后，股份行压力最大的时间点已经过去了，未来的宏观环境会更加友好，利润增速有望继续上升。

不良双降，对公风险出清。资产质量让人眼前一亮。“不良”双降，不良率环比下降 33bp 到 1.32%，刷新从 2016 年以来的新低；不良贷款环比下降 5.77%。公司在 Q3 大量核销不良贷款和逾期贷款，同时适当降低信贷成本，从而带动利润增速触底反弹。拨备覆盖率 218%，环比增加 3pct，站稳在 200%以上。从结构上看，对公贷款控总量调结构，清理存量不良贷款。对公不良率（含贴现）环比大幅下降 45bp 到 1.31%。这是 2016 年以来首次低于总体不良率，对公存量信用风险基本出清。零售贷款保持较快增长，向低风险的持证抵押贷款倾斜，同时加快处置不良。零售不良率环比下降 24bp 到 1.33%，疫情影响正式解除。

消费复苏有望改善净息差。前三季度营业收入和拨备前利润增速分别为 13.22%和 15.95%，较上半年下降 1.30pct 和 0.27pct。主要是因为净息差的贡献减弱。Q3 单季净息差为 2.48%，环比下降 11bp。其中生息资产收益率下降 22bp，贷款利率下降 32bp。随着居民消费回归正常化，消费贷款未来应该能恢复较快增长，有望重新提振净息差。计息负债成本率下降 12bp，存款利率下降 15bp，连续第二季度大幅下降，公司的吸存能力已经毋庸置疑。在 Q3 公司用低成本的同业负债，置换对公高成本的结构性存款和保证金存款，个人定期存款定价同步下降。

投资建议：看好公司上升行情，维持“推荐”评级

公司整体基本面优秀，指标全方面改善。公司作为多元股东控股企业，业务调整灵活，业绩改善的阻力较小。现在公司静态 PB 1.22 倍，只是刚刚回到疫情前的水平。但是和去年相比，信用包袱减轻，存款这个老大难问题也得到解决，发展潜力有增无减。考虑到疫情影响减弱，公司基本面改善速度较快，我们提高业绩预测，预计 2020-2022 年归母净利润增速分别为-1.47%、10.20%、12.01%。维持“推荐”评级。

风险提示：

疫情二次冲击，明年一季度贷款重定价。

【民生军工】中航高科（600862）2020三季报点评：复材业务增长显著，看好长期发展（王一川，分析师 S0100518020001，13811614600）

一、事件概述

10 月 22 日，公司发布 2020 年三季报，实现营业收入 23.37 亿元，同比增加 9.18%；实现归母净利润 4.01 亿元，同比提升 18.46%。

二、分析与判断

复材业务前三季度业绩大幅提升，全年有望快速增长。2020 年前三季度，公司实现营业收入 23.37 亿元，同比增加 9.18%；实现归母净利润 4.01 亿元，同比提升 18.46%；不考虑房地产业务剥离影响，前三季度净利润同比增长 87.38%。单季度来看，Q3 实现营收为 5.68 亿元，同比下降 18.08%；归母净利润为 0.79 亿元，同比下降 11.04%，业绩下降的主要原因是公司剥离房地产业务，对于业绩影响较大。报告期内，期间费用率为 12.27%，较去年同期下降 0.29pct。利润率方面，公司毛利率为 30.48%，较去年同期下降 0.38pct；ROE 为 9.39%，同比增加 0.68pct。

航空预浸料龙头，卡位优势显著。公司于 2019 年底彻底置出房地产业务，复材业务成为绝对核心主业。背靠航空工业及航材院、航空制造研究院，公司在技术支持和销售渠道领域优势显著。另外，公司是我国最早参与航空预浸料的企业，经过多年的经验积累，目前已建立完整的树脂体系。从产业链角度看，公司卡位预浸料中间环节，在我国航空预浸料领域占据主导地位。

军民机预浸料需求提升，看好复材业务持续高增长。报告期内，复材业务实现营收 22.48 亿元，同比增长 26.75%；归母净利润为 4.19 亿元，同比增长 62.93%，主要系复合材料业务收入增长和整体毛利率提升所致。目前，我国新型军机碳纤维复材用量占比不断提升，随着新机型批产进度持续推进，碳纤维复材需求大幅增长，预计“十四五”期间我国军机碳纤维复材需求量将达到 11090 吨，年均需求为 2218 吨。公司民机产品已参与 C919 验证并获得 C929 前机身工作包 RFP。我们预计未来 20 年我国国产大飞机碳纤维复材需求量达到 48290 吨，年均需求为 2415 吨。我们认为随着我国军民机复材需求持续提升，公司复材业务将持续高增长。

三、投资建议

公司是我国航空预浸料龙头，房地产业务剥离后，复材业务成为核心主业，我们看好公司长期发展。预计公司 2020～2022 年 EPS 分别为 0.35、0.47 和 0.63 元，对应 PE 为 71X、54X 和 40X，可比公司平均估值为 80X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示

新型军机批产进度不及预期；复材制造技术迭代导致预浸料需求下降

- **风险提示**

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。