新时代证券-研究所晨报（20200901）

● 公司研究

五粮液：量价均衡策略奏效，需求侧将迎新常态

公司公布 2020 年中报，实现营收 307.68 亿元/+13.32%；归母净利润 108.55 亿元/+16.28%。高端品牌寡头格局确定，预计未来 5 年 CAGR10%左右，我们坚持品牌稀缺的底层逻辑，新进品牌或可分享细分小众市场，公司机制改革成效内化优势的长效性，中期普五量价均衡机制基本确立，价位站上千元必将迎来新常态。

盈利预测及投资建议：我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 204.51/247.01/285.50 亿元，同比增长 17.5/20.8/15.6%，当前股价对应 PE 为 44.9/37.2/32.2X，维持“强烈推荐”评级。

扬农化工：半年业绩符合预期，新项目新产品打开发展空间

2020 年上半年公司实现营业收入 59.17 亿元，同比增长 12.45%，归母净利润 8.27 亿元，同比下滑 2.78%；单季度来看，2020 年第二季度，公司实现归母净利润 3.81 亿，同比下滑 6.16%。公司是我国农化行业的标杆企业，在两化合并背景下，公司有望不断整合国内优质农化资产，在原药研发、制剂销售等方面与先正达等优质企业进行长期的深度合作。

盈利预测及投资建议：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.93、14.27、15.45 亿元，当前股价对应 PE 分别为 25、21、19 倍，维持“强烈推荐”评级。

三七互娱：海内外手游业务协同发展，上半年净利同增 65%超预期

公司上半年实现营收 79.89 亿元，同比增长 31.59%；实现归母净利润 17.00 亿元，同比增长 64.53%，超过公司之前的业绩预告上限（14-15 亿元）。公司实现扣非后净利润 14.65 亿元，同比增长 54.31%。公司推进精品化、多元化和平台化策略效果显著，维持看好公司买量龙头市场地位及自研和出海游戏发展，维持“强烈推荐”评级。

盈利预测及投资建议：预计 2020-2022 年公司净利润分别为 30.54 亿元、34.61 亿元、40.19 亿元，同比增长 44.4%、13.3%、16.1%，对应 EPS 分别为 1.45/1.64/1.90 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 25/22/19 倍，维持“强烈推荐”评级。

宁波银行：借助金融科技精准赋能，营收利润保持高增长

大零售战略持续推进，个贷规模稳健增长，6 月末个贷总额 1,972.39 亿元，较年初增长 9.76%。公司地处江南富庶之地，主要聚焦我国经济最活跃、融资需求最旺盛的地区；坚持“大银行做不好，小银行做不了”的策略，形成自己独到的特征；聚焦优质客户的筛选，从服务等各方面吸引客户，上调至“强烈推荐”评级。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

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	
食品饮料	1.09%	休闲服务	-3.55%
有色金属	0.9%	非银金融	-1.07%
纺织服装	0.85%	交通运输	-0.97%
轻工制造	0.84%	传媒	-0.96%
国防军工	0.77%	钢铁	-0.9%

相关报告

《量价均衡策略奏效，需求侧将迎新常态》2020-08-30

《半年报业绩符合预期，新项目新产品打开发展空间》2020-08-31

《海内外手游业务协同发展，上半年净利同增 65%超预期》2020-08-31

《借助金融科技精准赋能，营收利润保持高增长》2020-08-31

内容目录

1、 公司研究 3
1.1、 五粮液：量价均衡策略奏效，需求侧将迎新常态 3
1.2、 扬农化工：半年业绩符合预期，新项目新产品打开发展空间 3
1.3、 三七互娱：海内外手游业务协同发展，上半年净利同增 65%超预期 4
1.4、 宁波银行：借助金融科技精准赋能，营收利润保持高增长 5

1、 公司研究

1.1、 五粮液：量价均衡策略奏效，需求侧将迎新常态

事件：公司公布 2020 年中报，实现营收 307.68 亿元/+13.32%；归母净利润 108.55 亿元/+16.28%。其中，2020Q2 实现营收 105.29 亿元/+10.13%；归母净利润 31.51 亿元/+10.16%。预收账款 40.8 亿元/-16.9%，Q2 收入+Δ预收款变化 98.41 亿元，同增 8.6%，判断系直营团购、数字酒证、新零售等的自营类增量所致；销售回款 159 亿元/+55%，主要系票据打款减少，应收款项减少 28.7 亿元至 123.6 亿元所致；阶段性量价目标致业绩略低于预期。

分量价关系逐步理顺，普五批价稳步上涨趋势已基本确立；趋势的确立将强化渠道（终端）备货积极性，正向循环。分产品看，2020H1 公司酒类收入 281.7 亿元/+10.81%，非酒（塑料制品等）收入 26 亿元/+50%。公司坚持“1+3”品牌战略，加强“三个优化”和“三个转型”，克服疫情不利影响，逐步构建了从总部到区域经销商的量价均衡控制机制，普五批价从 900 元附近稳步抬升至 960 元附近：一、量方面，优化调整渠道供给量的结构与节奏；以经销商覆盖区域实际销售情况均衡配额量，按需分批次小批量配给，减量分销配额，增量直营团购（预计全年规划团购目标占比约 20%），同时联合新浪网推进“数字酒证”交易拉升老酒投资、收藏升值预期；二、价方面：强化厂商合作长期共赢意识与行动的一致性，控盘分利，以数字化手段监控市场产品进出库流量，引导价格提升预期。另外，五粮浓香系列酒升级聚焦五粮特曲、五粮醇、五粮春、尖庄四大全国性战略品牌，着力培育 5 亿级、10 亿级、20 亿级、50 亿级大单品，而高线光瓶尖庄卡位 40-50 元，有望持续承接光瓶需求流量。

Q2 经营现金流环比改善，盈利能力稳步提升。2020H1 公司毛利率 74.54%，同升 0.72pct，其中酒类毛利率 80.27%，同升 2.11pct，主要系八代五粮液换代提价所致；净利率 36.96%，同升 0.84pct。Q2 毛利率 70.7%，同升 0.5pct，主要是非酒类收入高增拖累毛利；税金附加占比 13.9%，同降 0.40pct；销售费用率 13.8%，同降 0.60pct；管理费用率 5.9%，同升 0.6pct；净利率 31.44%，同升 0.11pct。Q2 经营性现金流 23.70 亿元/+400%，较一季度-12.02 亿元环比持续改善。

盈利预测及投资建议：普五成交价站上千元价位将迎需求新常态，维持“强烈推荐”评级。高端品牌寡头格局确定，预计未来 5 年 CAGR10%左右，我们坚持品牌稀缺的底层逻辑，新进品牌或可分享细分小众市场，公司机制改革成效内化优势的长效性，中期普五量价均衡机制基本确立，价位站上千元必将迎来新常态；预计 2020-2022 年归母净利润分别为 204.51/247.01/285.50 亿元，同比增长 17.5/20.8/15.6%，当前股价对应 PE 为 44.9/37.2/32.2X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济持续下行影响高端白酒需求，疫情时间拉长致商务活动频次降低等风险。

1.2、 扬农化工：半年业绩符合预期，新项目新产品打开发展空间

事件：公司公告 2020 年半年报，2020 年上半年公司实现营业收入 59.17 亿元，同比增长 12.45%，归母净利润 8.27 亿元，同比下滑 2.78%；单季度来看，2020 年第二季度，公司实现归母净利润 3.81 亿，同比下滑 6.16%。

农化行业景气度略有下滑，中化作物业绩表现靓丽。受国际油价暴跌影响，2020

年上半年农药价格持续走低，公司杀虫剂销售均价下滑 18.18%，除草剂销售均价下滑 6.84%，尽管部分原材料价格也有所下降，但公司销售毛利率仍同比下降 2.52 个百分点，三费方面同比基本持平，公司半年业绩符合预期。

2019 年公司收购的中化作物及农研公司业绩表现靓丽，其 2020 年上半年合计实现扣非净利润 3.07 亿，远超收购时的 2020 年业绩承诺 9756 万，扬农自身卓越的农化生产技术与中化作物创新研发、销售渠道协同效应显现，长期发展可期。

优嘉三期稳步推进，新产品陆续推出。近几年以来，江浙沿海地区化工新建项目审批趋严，公司主要生产基地位于江苏南通的国家级化工园区，具有产业链配套完善、交通便捷、人才丰富、政策支持等诸多优势。目前公司优嘉三期项目工程已开始试生产，未来仍有总投资超 20 亿的四、五期建设规划，将打造世界领先的农化生产基地。

公司持续推进沈阳科创的新产品产业化落地，截止 2020 年 6 月 30 日，300 吨乙唑螨腈项目已基本建成，500 吨氟环唑项目工程进度约 85%，公司产品线进一步丰富。未来公司还将承接扬农集团的苯醚甲环唑、丙环唑、氟啶脲等原药产品的生产，充分发挥公司在农药生产领域优势，成为全球领先的农化供应商。

盈利预测和评级：国内农化标杆企业开启发展新篇章，维持“强烈推荐”评级。公司是我国农化行业的标杆企业，在两化合并背景下，公司有望不断整合国内优质农化资产，在原药研发、制剂销售等方面与先正达等优质企业进行长期的深度合作，自身在原药品种、制剂种类等方面也有不断丰富的空间，公司将保持长期稳健增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.93、14.27、15.45 亿元，当前股价对应 PE 分别为 25、21、19 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品价格大幅下跌，新项目投产不及预期，安全生产事故。

1.3、 三七互娱：海内外手游业务协同发展，上半年净利同增 65%超预期

事件：公司发布 2020 上半年报告，利润水平超越业绩预告上限。公司 8 月 30 日发布 2020 年上半年报告，公司上半年实现营收 79.89 亿元，同比增长 31.59%；实现归母净利润 17.00 亿元，同比增长 64.53%，超过公司之前的业绩预告上限（14-15 亿元）。公司实现扣非后净利润 14.65 亿元，同比增长 54.31%。二季度单季实现归母净利润 9.71 亿元，同比增长 67.7%。

手游业务收入增速达 37%，海内外业务协同发展，现金流充裕。从国内市场来看，公司手游业务收入增速迅猛，达到 74.12 亿元，同比增长 36.59%。公司国内手机游戏业务的市场占有率进一步提升至 10.51%。各大运营数据亮眼，国内手机游戏的最高月流水超过 18 亿元，新增注册用户数超过 1.32 亿，最高月活跃数用户超过 8200 万。从海外市场来看，公司海外业务营业收入同比增长 94.77%，覆盖 200 多个国家和地区，多款国内上线游戏海外取得优异成绩，协同发展效应凸显。《狂野西境》、《P&C》等重点游戏也已在在欧美市场推出。财务方面来看，公司营业成本增速低于营收增速，经营活动净现金流 24.5 亿元，现金流充裕。

公司自研、代理产品储备均较为丰富，多年自研投入或迎来收获期。公司目前储备有多款自研产品，包括《代号 NB》、《代号 DL》等。另外，公司储备了丰富的国内代理产品，包括《代号 JZ》、《代号 XN》、《王牌高校》、《一千克拉女王》等，品类涵盖 SLG、卡牌、模拟等。我们认为，公司现有储备游戏无论从数量还是品类来看，都处于较为丰富的水平。公司打造自主的发行系统、买量优化系统和游戏引

擎已多年，2020H1 总研发投入 6.45 亿元，同比增长 102.48%，未来两至三年或为自研游戏的收获期。

盈利预测和评级：公司推进精品化、多元化和平台化策略效果显著，维持看好公司买量龙头市场地位及自研和出海游戏发展，维持“强烈推荐”评级。我们维持长期看好未来公司精品化策略提升的发行能力、多元化策略的多方面提效和不断拓展的产品矩阵与商业模式壁垒。预计 2020-2022 年公司净利润分别为 30.54 亿元、34.61 亿元、40.19 亿元，同比增长 44.4%、13.3%、16.1%，对应 EPS 分别为 1.45/1.64/1.90 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 25/22/19 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：游戏监管风险，市场竞争风险，新产品质量不及预期等风险。

1.4、 宁波银行：借助金融科技精准赋能，营收利润保持高增长

宁波银行于 2020 年 8 月 28 日披露 2020 年中报业绩。资产规模稳步扩张：截至 6 月末，公司资产总额 15,104.70 亿元，增长 14.63%。主因公司加大实体经济服务力度、践行普惠金融，扩大贷款投放规模。营收结构进一步优化，发放贷款及垫款占比提高 133BP 至 40.04%。大零售战略持续推进，个贷规模稳健增长，6 月末个贷总额 1,972.39 亿元，较年初增长 9.76%。坚持将民营小微企业作为服务的重点对象，对公业务进一步夯实，6 月末企业贷款总额 3,533.92 亿元，较年初增长 15.87%。

公司各项主营业务持续向好，2020 年上半年营业收入 199.81 亿元，同比增长 23.40%，为所有上市银行营收同比增速的次高，远超同业平均；归母净利润 78.43 亿元，同比增长 14.60%；拨备前利润 130.22 亿元，同比增加 22.65%；年化加权平均净资产收益率为 17.47%。公司实现利息收入 256.92 亿元，同比增长 17.99%，主因是生息资产规模持续扩大、结构进一步优化，其中贷款利息收入 141.52 亿元，占全部利息收入的 55.08%，同比增长 31.47%。

NIM 略微下行，整体保持稳定：上半年公司 NIM 同比下降 3BP 至 1.78%，生息资产收益率降幅略高于计息负债成本率降幅，一是由于公司主动让利，加大对实体经济的支持力度；二是存款成本较为刚性，负债端成本率下降较慢。负债端成本率 2.22%，较去年同期下降 6BP，除存款外的成本率均降低，负债端成本率优势巩固。生息资产收益率 4.51%，较去年同期下行 13BP，其中证券投资、存放同业、存放央行款项的平均收益率降幅较大，贷款收益率反而有所上升。

中间业务收入进一步扩张：上半年公司非息收入 86.74 亿元，同比增加 29.61%；其中手续费及佣金净收入 52.02 亿元，同比大幅增长 46.48%。主因银行卡、代理类业务增速较快，同比分别增长 47%和 54%。投资收益 35.57 亿,同比增加 5.02%。

资产质量总体稳定：公司信贷资产规模平稳增长，不良贷款总体可控，各项监管指标符合监管要求。6 月末，不良贷款余额 49.47 亿，较年初增加 8.06 亿，不良贷款率为 0.79%，较年初小幅增加 1BP，仍维持较低的不良水平；公司拨备覆盖率 506.02%，虽较年初下滑 18.06 个百分点，但仍为所有上市银行首位。资本充足率为 14.57%；一级资本充足率为 11.43%；核心一级资本充足率为 9.98%。

投资建议：公司自身的地理位置、对客户的筛选、经营策略以及区域经济的总体发展等因素形成优势网络，使其综合利用获利。公司地处江南富庶之地，主要聚焦我国经济最活跃、融资需求最旺盛的地区；坚持“大银行做不好，小银行做不了”的策略，形成自己独到的特征；聚焦优质客户的筛选，从服务等各方面吸引客户，上调至“强烈推荐”评级。

风险提示：转型带来经营风险；监管趋严下政策风险；疫情冲击下市场风险。

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/