新时代证券-研究所晨报（20200729）

● 总量研究

策略研究：北上资金持续流出，公募基金高位回落

上周 A 股市场资金合计净流出 10.36 亿元，前一期 A 股市场资金合计净流入 700.94 亿元，资金面环比下降，外资大规模流出和公募基金发行金额高位回落。陆港通资金：净流出 247.51 亿元，增持消费和金融等板块。融资余额：融资余额小幅上升，两融交易活跃度下降。基金发行：上周公募基金发行金额环比小幅下降。产业资本：上周产业资本减持金额上升。IPO 发行：上周 IPO 募资至 119.91 亿元。

● 公司研究

水井坊：积极应对疫情，下半年蓄势待发

公司 2020H1 营收 8.04 亿（-52.41%），归母净利润为 1.03 亿（-69.64%）；其中 2020Q2 营收 0.75 亿（-90.13%），归母净利润-0.88 亿（-172.59%），业绩符合预期，主因二季度疫情缓解下公司控制发货节奏及动销加快带来低库存所致，目前经销商库存低至 1 个多月。2020H1 毛利率为 82.38%（+0.2pct），主因高档酒占比持续提升带来产品结构优化所致；净利率为 12.82%（-7pct），主因销售费用率、管理费用率分别增加 4.57pct、8.81pct 等所致。管理费用 1.31 亿（+3.15%），主因公司数字化转型相关投入增加及相应的折旧摊销增加所致。高档酒占比继续提升，各区逐步恢复，其中东区表现出色。多项措施并举应对疫情，全年仍有望完成目标。

盈利预测评级：预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.76/2.05/2.44 元，当前股价对应 PE 分别为 38/33/28 倍，维持“推荐”评级。

● 行业研究

6 张牌照凸显稀缺，行业仍有 10 倍空间，免税板块蓄势成“涨”

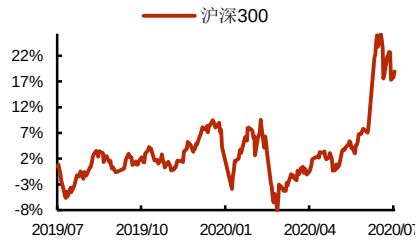
免税牌照稀缺，国内现存 6 张，未来或有序增加。6 家免税公司牌照范围、经营特色各有不同，行业为“一超多强”格局。在免税政策不断放松，国人海外免税消费快速回流的大背景下，国内免税行业仍然处于快速成长期，且将呈现加速增长趋势。我们预计，离岛免税规模预计将从 136 亿元增至 2022 年的 700 亿元，到 2025 年或增至 1300 亿元，5 年内规模放大 10 倍左右。具体到相关公司，受益标的包括中国中免、格力地产、凯撒旅业、众信旅游、王府井、海航基础等具有牌照的公司或者与牌照方深度合作的公司。中国中免是离岛免税政策最大的受益者。

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	
食品饮料	3.37%	非银金融	-0.01%
农林牧渔	2.92%	医药生物	0.29%
休闲服务	2.62%	有色金属	0.33%
电子	1.79%	交通运输	0.36%
化工	1.61%	建筑材料	0.4%

相关报告

《北上资金持续流出，公募基金高位回落》2020-07-28

《6 张牌照凸显稀缺，行业仍有 10 倍空间，免税板块蓄势成“涨”》2020-07-27

《积极应对疫情，下半年蓄势待发》2020-07-27

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 策略研究：北上资金持续流出，公募基金高位回落 3
2、 公司研究 4
2.1、 水井坊：积极应对疫情，下半年蓄势待发 4
3、 行业研究 4
3.1、 6 张牌照凸显稀缺，行业仍有 10 倍空间，免税板块蓄势成“涨” 4

1、 总量研究

1.1、 策略研究：北上资金持续流出，公募基金高位回落

上周 A 股市场资金合计净流出 10.36 亿元，前一期 A 股市场资金合计净流入 700.94 亿元，资金面环比下降，外资大规模流出和公募基金发行金额高位回落。陆港通资金：净流出 247.51 亿元，增持消费和金融等板块。上周陆股通净流出 247.51 亿元（前值净流出 191.16 亿元），其中深股通净流出 91.43 亿元（前值净流出 140.15 亿元），沪股通净流出 156.08 亿元（前值净流出 51.01 亿元）。从资金净流入的行业来看，陆股通资金上周资金净流入较高的行业为家用电器、化工、银行、房地产和农林牧渔，分别净流入 17.80、4.40、2.24、1.40 和 0.53 亿元，净流出较高的行业为食品饮料、电气设备、休闲服务、非银金融和医药生物，分别净流出 58.33、21.28、17.97、16.61 和 14.68 亿元。

融资余额：融资余额小幅上升，两融交易活跃度下降。截至 7 月 24 日，融资余额为 13411.20 亿元，较上周上升 63.29 亿元（前值上升 334.50 亿元），较前值余额小幅上升。上周两融日均交易金额为 1285.33 亿元，前值为 1693.12 元；上周融资融券交易额占比全部 A 股成交额均值为 10.86%，前值 11.97%，两融交易占比较前值略有下降。

基金发行：上周公募基金发行金额环比小幅下降。上周公募基金发行 651.84 亿元，前值金额为 1031.63 亿元，周发行金额环比小幅下降。截止 2020 年 7 月 25 日，公募基金与 6 月同期发行 1358.04 亿元相比资金规模上升。

产业资本：上周产业资本减持金额上升。上周产业资本净减持 245.41 亿元（前一期产业资本净减持 145.41 亿元）。分板块来看，主板净减持 66.88 亿元，中小板净减持 124.26 亿元，创业板净减持 54.27 亿元，主板减持金额下降，中小企业板和创业板减持金额均上升。

IPO 发行：上周 IPO 募资至 119.91 亿元。上周 IPO 募集资金为 114.11 亿元，前值募集资金 179.74 亿元。本周预计 11 家公司上市发行，预计募集资金为 83.46 亿元。

主要指数基金申赎情况。上周创业板、中证 500 指数、沪深 300 以及上证 50 基金净申购金额分别为-19.45、-35.42、-56.33 和-23.83 亿元，合计净赎回 135.03 亿元。相比前值创业板、中证 500、沪深 300 和上证 50 净申购 30.11、-12.20、-99.65 和-20.37 亿元，总计净赎回 102.11 亿元，基金净赎回金额增加。

市场资金价格情况。上周央行公开市场操作 1600 亿元，到期量 3300 亿元。资金价格方面，短期利率小幅下降，上周银行间质押式回购加权利率（R007）和存款类机构质押式回购加权利率（DR007）分别下降 37.15 和 13.71 个 BP，分别报 2.0954%、2.1025%。SHIBOR 隔夜、1 周、2 周及 1 个月利率分别上升-48.50、-8.00、-18.90 和 4.70 个 BP。长端利率小幅下降，国债到期收益率 1 年期、10 年期利率分别上升 1.90 和-8.95 个 BP 报 2.2446%、2.8612%。

风险提示：产业资本大幅净减持 北上资金大幅净流出

2、 公司研究

2.1、 水井坊：积极应对疫情，下半年蓄势待发

业绩符合预期，疫情缓解加快动销带来低库存。公司 2020H1 营收 8.04 亿（-52.41%），归母净利润为 1.03 亿（-69.64%）；其中 2020Q2 营收 0.75 亿（-90.13%），归母净利润-0.88 亿（-172.59%），业绩符合预期，主因二季度疫情缓解下公司控制发货节奏及动销加快带来低库存所致，目前经销商库存低至 1 个多月。2020H1 毛利率为 82.38%（+0.2pct），主因高档酒占比持续提升带来产品结构优化所致；净利率为 12.82%（-7pct），主因销售费用率、管理费用率分别增加 4.57pct、8.81pct 等所致。管理费用 1.31 亿（+3.15%），主因公司数字化转型相关投入增加及相应的折旧摊销增加所致。合同负债期末余额为 5.04 亿，环比期初下降 2.3 亿；其中经销商合同负债 0.48 亿（环比期初下降 3.23 亿），市场支持费用 4.57 亿（环比期初增加 0.94 亿）。经营性现金流净额为-2.02 亿（-140.06%），主因疫情影响下销售收入下降、销售商品现金流入减少等所致。

高档酒占比继续提升，各区逐步恢复，其中东区表现出色。分产品来看，高档酒营收 7.80 亿（-51.40%），其占比为 97%（+2pct），其中预计井台装和臻酿八号合计下滑超 50%；中档酒营收 0.23 亿（-42.02%）。分区域来看，2020H1 各区域均已恢复正增长，系疫情缓解下各区域动销逐步恢复所致，各区均保持两位数以上增速。其中东区营收 2.47 亿（+31%），表现最亮眼，系东区所在区域恢复速度较快所致；其余各区如北区、南区、西区及中区增速分别为 17%、14%、15%、14%。

多项措施并举应对疫情，全年仍有望完成目标。当前公司积极应对疫情，主要采取以下措施：第一，坚持“简单化、精细化、数字化、区域化”四化策略，明确未来目标实施路径；第二，稳定渠道通路，及时调整考核方式，促进宴席销售回升；第三，实施数字化战略，了解市场真实需求，助力门店动销；第四，聚焦新兴渠道，获取和转化消费者，推动业务发展；第五，关注门店发展，强化团队能力建设。此外，公司打造井台明星产品，围绕“井台 12”等展开营销活动，深耕江苏等核心市场，提升品牌知名度。

盈利预测与评级：展望下半年，考虑消费进一步回暖叠加中秋国庆补偿性需求，我们认为公司全年仍有望完成持平目标。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.76/2.05/2.44 元，当前股价对应 PE 分别为 38/33/28 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：疫情拖累白酒消费；国家政策对白酒调整；省外扩张不及预期。

3、 行业研究

3.1、 6 张牌照凸显稀缺，行业仍有 10 倍空间，免税板块蓄势成“涨”

免税牌照稀缺，国内现存 6 张，未来或有序增加。中国的免税行业始于 1980 年，至今已有 40 年的发展历史。免税品经营属于国家授权特定机构专营的业务，获得免税品经营资质须经财政部、国税总局、海关总署等三个部门的审核批准，牌照具有稀缺性，获取难度很大。发展至今，中国免税行业保持着特许经营下的有限竞争格局，目前全国拥有免税牌照的仅有 6 家公司，分别为中免（含日上、海免）、深免、珠免、中出服、港中旅（中侨）、王府井。随着免税消费快速增长，我国免税行业政策走向宽松，特别是近 3 年来，出入境口岸、离岛、市内等各类免税店的经营政策大幅放宽，市场呈现适度竞争格局，未来牌照预计将有序增加。

6 家免税公司牌照范围、经营特色各有不同，行业为“一超多强”格局。 6 家免税公司虽都具有免税牌照，但各自牌照所允许的经营区域并不相同。中国中免具有免税全牌照，可以经营机场、口岸免税店，离岛免税店，市内免税店；深免集团和珠免集团主要经营机场、口岸免税店；中出服主要经营机场、口岸免税店，市内免税店；港中旅（中侨）主要经营市内免税店；王府井尚未明确经营区域，但大概率以市内免税店为主。不同免税公司的发展特色、经营重点和业绩情况各有不同，行业呈现“一超多强”格局。中免是国内最大免税企业，市占率 91%，收入 11 年增 20 倍，业绩长牛。中出服是我国最大的入境市内免税运营商，未来将加快扩张，计划到 2023 年免税店增至 56 家，销售额达 100 亿。珠免集团主要经营珠海口岸店，是我国第二大免税企业，市占率 4.1%；公司盈利强劲，净利润近 7 亿，净利率超 25%。深免集团主营深圳口岸免税店，总资产达 52 亿；利润贡献主要来自 8 个深圳口岸店。王府井尚未开展免税业务。

行业规模仍有 10 倍空间，免税牌照方及与参股公司未来可期。在免税政策不断放松，国人海外免税消费快速回流的大背景下，国内免税行业仍然处于快速成长期，且将呈现加速增长趋势。我们预计，离岛免税规模预计将从 136 亿元增至 2022 年的 700 亿元，到 2025 年或增至 1300 亿元，5 年内规模放大 10 倍左右。具体到相关公司，受益标的包括中国中免、格力地产、凯撒旅业、众信旅游、王府井、海航基础等具有牌照的公司或者与牌照方深度合作的公司。中国中免是离岛免税政策最大的受益者。

风险提示：政策风险、疫情及宏观经济风险、汇率风险

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/