积极应对疫情，下半年蓄势待发

——2020 年中报点评

公司点评

● 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。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

财务摘要和估值指标

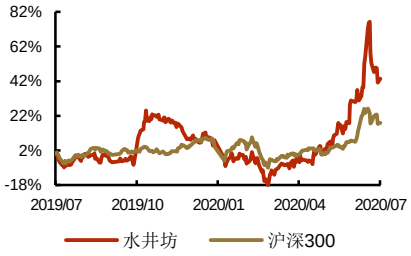
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,819	3,539	3,761	4,257	4,941
增长率(%)	37.6	25.5	6.3	13.2	16.1
净利润(百万元)	579	826	861	1,003	1,192
增长率(%)	72.7	42.6	4.2	16.5	18.8
毛利率(%)	81.9	82.9	83.1	83.8	84.1
净利率(%)	20.6	23.3	22.9	23.6	24.1
ROE(%)	31.2	39.1	38.0	35.6	34.0
EPS(摊薄/元)	1.19	1.69	1.76	2.05	2.44
P/E(倍)	56.5	39.6	38.0	32.6	27.5
P/B(倍)	17.6	15.5	14.5	11.6	9.3

推荐（维持评级）

孙山山（分析师）
sunshanshan@xsdzq.cn
证书编号：S0280520030002

市场数据	时间 2020.07.27
收盘价(元):	66.98
一年最低/最高(元):	38.51/86.49
总股本(亿股):	4.89
总市值(亿元):	327.23
流通股本(亿股):	4.88
流通市值(亿元):	327.07
近 3 月换手率:	84.2%

股价一年走势



相关报告

《疫情不改长期趋势，稳扎稳打向前进》2020-04-25

《品牌打造具有行业引领性，关注公司长期成长性》2019-07-23

《二季度淡季不淡，期待 2018Q3 财年开门红》2018-07-25

《白酒的渠道，洋酒的品位，战略聚焦下的次高端轮回》2018-07-15

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**2449**	**3043**	**2723**	**3370**	**3714**
现金	1026	1243	1184	1345	1683
应收票据及应收账款合计	34	29	66	34	79
其他应收款	4	8	2	9	5
预付账款	6	34	19	38	27
存货	1345	1520	1332	1809	1777
其他流动资产	35	209	120	135	142
非流动资产	**749**	**903**	**918**	**1000**	**1104**
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	522	531	572	658	759
无形资产	70	123	122	129	136
其他非流动资产	157	249	223	213	208
资产总计	**3198**	**3946**	**3641**	**4370**	**4818**
流动负债	**1310**	**1810**	**1351**	**1525**	**1286**
短期借款	0	0	352	57	0
应付票据及应付账款合计	402	478	0	0	0
其他流动负债	908	1332	999	1468	1286
非流动负债	**31**	**24**	**25**	**26**	**25**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	31	24	25	26	25
负债合计	**1341**	**1834**	**1376**	**1551**	**1311**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	489	489	489	489	489
资本公积	400	400	400	400	400
留存收益	969	1237	1323	1427	1557
归属母公司股东权益	1857	2112	2264	2819	3506
负债和股东权益	**3198**	**3946**	**3641**	**4370**	**4818**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
	1144	**1296**	**1131**	**1795**	**1550**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**431**	**868**	**375**	**1041**	**1055**
净利润	579	826	861	1003	1192
折旧摊销	47	63	49	57	68
财务费用	-13	-23	-4	-3	-18
投资损失	0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-182	1	-548	-16	-188
其他经营现金流	-0	1	18	0	1
投资活动现金流	**-132**	**-214**	**-81**	**-140**	**-173**
资本支出	132	215	24	82	102
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	2	-57	-58	-70
筹资活动现金流	**-303**	**-436**	**-706**	**-445**	**-487**
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	1	0	0	0
其他筹资现金流	-303	-437	-706	-445	-487
现金净增加额	**-4**	**217**	**-412**	**457**	**395**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2819**	**3539**	**3761**	**4257**	**4941**
营业成本	511	606	635	689	786
营业税金及附加	428	562	598	681	795
营业费用	854	1064	1125	1269	1467
管理费用	270	250	260	289	331
研发费用	2	2	1	2	3
财务费用	-13	-23	-4	-3	-18
资产减值损失	0	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	16	31	22	24	24
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	**780**	**1102**	**1166**	**1352**	**1598**
营业外收入	1	3	2	2	2
营业外支出	50	4	24	22	20
利润总额	**732**	**1100**	**1145**	**1332**	**1581**
所得税	153	274	284	329	389
净利润	**579**	**826**	**861**	**1003**	**1192**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	**579**	**826**	**861**	**1003**	**1192**
EBITDA	749	1125	1167	1364	1605
EPS（元）	1.19	1.69	1.76	2.05	2.44

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	37.6	25.5	6.3	13.2	16.1
营业利润(%)	74.8	41.2	5.9	15.9	18.2
归属于母公司净利润(%)	72.7	42.6	4.2	16.5	18.8
获利能力					
毛利率(%)	81.9	82.9	83.1	83.8	84.1
净利率(%)	20.6	23.3	22.9	23.6	24.1
ROE(%)	31.2	39.1	38.0	35.6	34.0
ROIC(%)	66.4	90.9	58.6	64.1	63.4
偿债能力					
资产负债率(%)	41.9	46.5	37.8	35.5	27.2
净负债比率(%)	-53.6	-57.6	-35.6	-44.8	-47.3
流动比率	1.9	1.7	2.0	2.2	2.9
速动比率	0.8	0.7	0.9	0.9	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	46.2	112.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.2	1.4	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.19	1.69	1.76	2.05	2.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	1.95	0.77	2.13	2.16
每股净资产(最新摊薄)	3.80	4.32	4.63	5.77	7.18
估值比率					
P/E	56.5	39.6	38.0	32.6	27.5
P/B	17.6	15.5	14.5	11.6	9.3
EV/EBITDA	42.4	28.0	27.3	23.1	19.3

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

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

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017 年 9 月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

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/