



二季度转增，边际看持续改善

投资评级：买入（维持）

事件

公司中报，1H20 营业总收入 29.1 亿 (-4.7% YoY)，归母净利 10.2 亿 (-4.9% YoY)。

报告日期：2020-08-10

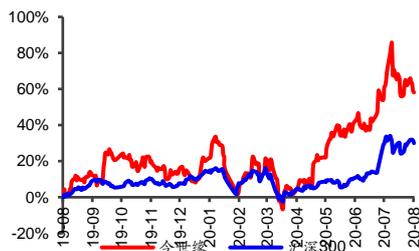
主要观点

收盘价 (元)	42.38
近 12 个月最高/最低 (元)	50.53/24.54
总股本 (百万股)	1,254
流通股本 (百万股)	1,254
流通股比例 (%)	100
总市值 (亿元)	532
流通市值 (亿元)	532

2Q20 营业总收入 11.4 亿，+3.76%，归母净利 4.4 亿，+1.91%，同比转增符合预期。

产品结构持续上移，渠道折扣增加毛利率短期走弱。1H20 公司特 A+ 类次高端产品营收 16.9 亿元，同增 0.9%，快于整体增长，次高端产品营收占比进一步提升至 57%，其中预计国缘四开实现双位数增长，高端 V 系列铺货叠加加铺局加快，带动产品结构整体上移，但 1H20 毛利率 69.45%，同降 2.51pcts，或系公司给予经销商折扣增加所致。

公司价格与沪深 300 走势比较



信用政策放宽支持渠道，短期现金流承压。2Q20 预收款余额 3.5 亿元，环比 4Q19 降 9.5 亿元，同比 2Q19 增约 0.4 亿元，1H20 经营净现金流同比由正转负，应收款同增 37.1%，主要系疫情背景下公司对经销商信用政策放宽，后续基于消费场景持续恢复、及渠道库存已低，预计现金流将逐季改善；2Q20，公司销售费用同降 35.5%，主要系疫情期间广告费用及促销活动减少，管理费用同增 17.6%，主要系新建五万吨陶坛库转固计提折旧。

分析师：文献

区域质态持续提升，省内南下省外扩张。1H20，省内市场实现营收 27.1 亿元，同降 5.3%，苏中、苏南、淮海大区分别同增 -2.6%、-4.0%、4.7%，表现好于大本营淮安及省会南京大区，叠加苏中、苏南大区经销商数量持续领先，反应公司区域质态仍有较大提升空间，当前公司省内布局初步完成，中南部渗透空间仍大；1H20，省外市场实现营收 1.99 亿元，逆势同增 6.3%，2020 年公司省外以山东、北京、上海为首规划 5 个销售口径亿级市场，看好公司省外市场迎来质的突破。

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：姚启璠

执业证书号：S0010120040033

电话：13795262443

邮箱：yaoqf@hazq.com

下半年环比持续改善，全年挑战双位数增长，维持“买入”评级。基于 1H20 收入端仍有约 5% 下滑，小幅下调 2020~2022 年业绩预测，预计营收同增 8%、24%、21%，EPS 1.25、1.56、1.89 元，PE 为 33.8、27.1、22.4 倍，预计下半年业绩边际持续向好。我们认为，产品端，公司产品结构顺应行业结构性增长，渠道端，公司继续发挥团购优势，加强品牌流行性，区域端，公司省内南下空间仍大，省外正在质变的关键期，因此维持“买入”评级。

相关报告

《今世缘首次覆盖：省内深度发展，国缘系快速成长》

风险提示：1) 消费升级节奏不及预期，次高端白酒发展低于预期；2) 江苏省内苏南、苏中大区表现不及预期；3) 省外开拓进度不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4874	5241	6490	7839
收入同比(%)	30%	8%	24%	21%
归属母公司净利润	1458	1573	1961	2371
净利润同比(%)	27%	8%	25%	21%
毛利率(%)	72.8%	71.8%	74.0%	75.3%
ROE(%)	20.2%	18.9%	20.1%	20.7%
每股收益(元)	1.16	1.25	1.56	1.89
P/E	36.46	33.80	27.11	22.42
P/B	7.38	6.38	5.45	4.64
EV/EBITDA	17	22	17	14

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	6,491	7,964	9,067	10,126	
现金	1,607	2,356	2,892	3,302	
应收账款	46	65	84	91	
其他应收款	14	20	22	26	
预付账款	24	26	32	44	
存货	2,151	2,757	3,058	3,416	
其他流动资产	2,650	2,739	2,979	3,247	
非流动资产	3,571	3,774	4,667	5,952	
长期投资	15	12	13	13	
固定资产	1,026	961	896	831	
无形资产	129	121	113	105	
其他非流动资产	2,401	2,680	3,645	5,002	
资产总计	10,062	11,738	13,734	16,078	
流动负债	2,778	3,367	3,940	4,565	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	197	241	257	299	
其他流动负债	2,580	3,126	3,683	4,266	
非流动负债	78	36	41	49	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	78	36	41	49	
负债合计	2,856	3,403	3,981	4,614	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	
资本公积	717	717	717	717	
留存收益	5,222	6,364	7,782	9,493	
归属母公司股东	7,206	8,335	9,753	11,464	
负债和股东权	10,062	11,738	13,734	16,078	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	1,307	1,184	1,012	995	
净利润	1,458	1,573	1,961	2,371	
折旧摊销	104	74	73	73	
财务费用	1	(30)	(39)	(46)	
投资损失	(173)	(173)	(173)	(173)	
营运资金变动	(2)	(404)	(955)	(1,373)	
其他经营现金	(80)	144	144	144	
投资活动现金	(1,163)	176	172	173	
资本支出	0	0	0	0	
长期投资	(4)	3	(1)	(1)	
其他投资现金	(1,159)	173	173	173	
筹资活动现金	(436)	(402)	(504)	(613)	
短期借款	(20)	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	(1)	0	0	0	
其他筹资现金	(415)	(402)	(504)	(613)	
现金净增加额	(292)	958	680	554	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	4,874	5,241	6,490	7,839	
营业成本	1,325	1,476	1,689	1,933	
营业税金及附加	881	948	1,173	1,417	
销售费用	853	825	1,071	1,333	
管理费用	207	236	292	353	
财务费用	(50)	(30)	(39)	(46)	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收	144	144	144	144	
投资净收益	173	173	173	173	
营业利润	1,951	2,104	2,622	3,167	
营业外收入	3	3	3	3	
营业外支出	13	13	13	13	
利润总额	1,942	2,095	2,612	3,157	
所得税	484	522	651	786	
净利润	1,458	1,573	1,961	2,371	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	1,458	1,573	1,961	2,371	
EBITDA	2,021	2,148	2,655	3,193	
EPS (元)	1.16	1.25	1.56	1.89	

主要财务比率		2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	30.28%	7.55%	23.82%	20.78%	
营业利润	28.72%	7.83%	24.59%	20.80%	
归属于母公司净利	26.71%	7.87%	24.71%	20.88%	
获利能力					
毛利率(%)	72.81%	71.84%	73.98%	75.34%	
净利率(%)	29.92%	30.01%	30.22%	30.25%	
ROE(%)	20.23%	18.87%	20.11%	20.68%	
ROIC(%)	51.32%	169.39%	91.87%	102.54%	
偿债能力					
资产负债率(%)	28.38%	28.99%	28.99%	28.70%	
净负债比率(%)	11.81%	6.00%	5.24%	5.93%	
流动比率	2.34	2.37	2.30	2.22	
速动比率	1.56	1.55	1.53	1.47	
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.48	0.51	0.53	
应收账款周转率	117.30	135.98	121.06	123.45	
存货周转率	28.44	23.91	26.08	28.21	
每股指标(元)					
每股收益(最新摊	1.16	1.25	1.56	1.89	
每股经营现金流	1.04	0.94	0.81	0.79	
每股净资产(最新	5.74	6.64	7.77	9.14	
估值比率					
P/E	36.5	33.8	27.1	22.4	
P/B	7.4	6.4	5.5	4.6	
EV/EBITDA	17.20	21.85	17.21	13.84	

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。