

二季度边际改善明显，全年仍有望完成目标

——口子窖跟踪点评

公司点评

● 2020Q2 边际改善明显，渠道调整稳步推进

由于 2020Q1 公司未对渠道压货致一季度收入和利润出现较大幅度下滑，故 2020Q2 渠道库存压力较小，为后续经销商补库存预留空间。据渠道反馈，4 月市场已恢复 70%-80%，5 月环比 4 月继续改善，预计 2020Q2 持平有一定压力。今年公司将加大在品牌和渠道的投入力度，在皖南地区重视团购渠道，皖北地区重视酒店宴席渠道，预计 2020H2 效果将显现。自去年 10 月公司主动对渠道进行调整以来，各项举措有序展开，若无疫情一季度效果将出现，但疫情打乱公司调整节奏。随着疫情逐步好转，我们认为公司有望在 2020Q3 调整到位。

● 新品推广新老经销商一视同仁，500-1000 元价格带将推新品

去年三季度公司推出新品初夏和仲秋，市场反应良好，但由于包装产能未跟上致销量受影响，目前该问题已完全解决。公司要求老经销商推广新品须单独成立公司、单独团队、单独考核，个别空白区域直接招聘新经销商。关于新品，对新老经销商均有量化考核要求，年底考核不合格将面临淘汰。此外，公司将在 500-1000 元价格带推新品，有望在 2020 年中秋节前上市，该新品将填补公司在 500-1000 元价格带空白，利于公司享受消费升级下价格带上移的红利。当前公司口子 5 年+6 年占比仍超 50%，口子 10 年以上占比有望进一步提升。

● 仍享省内消费升级红利，全年仍有望完成目标

当前公司各项举措有序展开，一季度轻装上阵，后续有望逐季改善，全年仍有望完成目标。从中长期来看，公司与古井贡酒仍是省内消费升级的主要受益者。我们认为随着省内棚改加速，公司携省内消费升级红利及省内渠道下沉提速，有望继续提升市场份额，预测 2020-2022 年 EPS 分别为 2.89/3.17/3.56 元，当前股价对应 PE 分别为 17/15/14 倍，维持“强烈推荐”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)	4,269	4,672	4,720	4,997	5,522
增长率(%)	18.5	9.4	1.0	5.9	10.5
净利润(百万元)	1,533	1,720	1,733	1,902	2,138
增长率(%)	37.6	12.2	0.7	9.8	12.4
毛利率(%)	74.4	75.0	74.6	75.1	75.6
净利率(%)	35.9	36.8	36.7	38.1	38.7
ROE(%)	24.9	24.5	22.1	20.9	20.3
EPS(摊薄/元)	2.55	2.87	2.89	3.17	3.56
P/E(倍)	18.8	16.8	16.6	15.2	13.5
P/B(倍)	4.7	4.1	3.7	3.2	2.7

强烈推荐（维持评级）

孙山山（分析师）

sunshanshan@xsdzq.cn

证书编号：S0280520030002

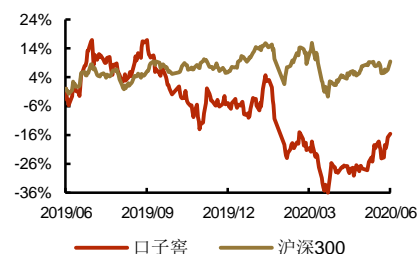
王言海（联系人）

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号：S0280118100002

市场数据	时间 2020.06.01
收盘价(元):	48.05
一年最低/最高(元):	34.8/68.88
总股本(亿股):	6.0
总市值(亿元):	288.3
流通股本(亿股):	6.0
流通市值(亿元):	288.3
近 3 月换手率:	73.15%

股价一年走势



相关报告

《最坏时刻已经过去，轻装上阵再出发》
2020-04-27

《渠道做深，Q2 营收提速，结构稳步上移》
2019-08-28

《年报业绩超预期，2019 持续受益省内主流价位升级迭代》
2019-04-18

《深耕安徽，聚焦中高端消费者培育，期待省外突破》
2018-06-24

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6411	6888	7429	8463	10164	营业收入	4269	4672	4720	4997	5522
现金	1272	1533	4112	4561	6158	营业成本	1094	1169	1198	1245	1350
应收票据及应收账款合计	847	647	18	4	20	营业税金及附加	680	710	713	749	823
其他应收款	4	2	5	2	5	营业费用	336	396	382	402	442
预付账款	6	34	0	25	4	管理费用	179	219	217	225	246
存货	2016	2333	2123	2506	2513	研发费用	5	5	3	4	5
其他流动资产	2266	2339	1171	1366	1463	财务费用	-8	-13	-50	-96	-120
非流动资产	2431	2613	2550	2580	2699	资产减值损失	7	-4	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	35	9	11	14
固定资产	1362	1625	1614	1663	1775	其他收益	1	1	1	1	1
无形资产	464	445	471	497	518	投资净收益	84	60	53	61	65
其他非流动资产	605	544	465	421	406	营业利润	2060	2278	2320	2541	2856
资产总计	8842	9501	9979	11043	12862	营业外收入	5	2	4	4	4
流动负债	2602	2365	2010	1802	2202	营业外支出	4	8	4	5	5
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	2061	2272	2320	2540	2855
应付票据及应付账款合计	616	677	0	0	0	所得税	528	552	587	637	717
其他流动负债	1986	1687	2010	1802	2202	净利润	1533	1720	1733	1902	2138
非流动负债	73	125	125	125	125	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	-0	-0	-0	归属母公司净利润	1533	1720	1733	1902	2138
其他非流动负债	73	125	125	125	125	EBITDA	2135	2362	2359	2543	2842
负债合计	2675	2490	2135	1927	2327	EPS(元)	2.55	2.87	2.89	3.17	3.56
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	600	600	600	600	600						
资本公积	977	977	977	977	977						
留存收益	4591	5435	6362	7323	8355						
归属母公司股东权益	6167	7012	7845	9117	10535						
负债和股东权益	8842	9501	9979	11043	12862						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E						
	1144	1296	1131	1795	1550						
现金流量表(百万元)						主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1120	1297	2259	1269	2483	成长能力					
净利润	1533	1720	1733	1902	2138	营业收入(%)	18.5	9.4	1.0	5.9	10.5
折旧摊销	112	135	124	134	148	营业利润(%)	32.0	10.6	1.8	9.5	12.4
财务费用	-8	-13	-50	-96	-120	归属于母公司净利润(%)	37.6	12.2	0.7	9.8	12.4
投资损失	-84	-60	-53	-61	-65	获利能力					
营运资金变动	-459	-537	515	-599	395	毛利率(%)	74.4	75.0	74.6	75.1	75.6
其他经营现金流	25	52	-9	-11	-14	净利率(%)	35.9	36.8	36.7	38.1	38.7
投资活动现金流	-749	-95	1170	-285	-286	ROE(%)	24.9	24.5	22.1	20.9	20.3
资本支出	273	137	-63	30	119	ROIC(%)	30.8	54.1	65.8	57.0	69.8
长期投资	-560	-50	0	0	0	偿债能力					
其他投资现金流	-1036	-8	1106	-256	-167	资产负债率(%)	30.3	26.2	21.4	17.4	18.1
筹资活动现金流	-450	-900	-851	-534	-600	净负债比率(%)	-19.6	-20.8	-51.4	-49.2	-57.7
短期借款	0	0	0	0	0	流动比率	2.5	2.9	3.7	4.7	4.6
长期借款	0	0	-0	0	0	速动比率	0.8	1.9	2.6	3.3	3.5
普通股增加	0	0	0	0	0	营运能力					
资本公积增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
其他筹资现金流	-450	-900	-850	-534	-600	应收账款周转率	5.4	6.3	0.0	0.0	0.0
现金净增加额	-79	302	2578	449	1597	应付账款周转率	1.7	1.8	0.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	2.55	2.87	2.89	3.17	3.56
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	6.11	3.77	2.11	4.14
						每股净资产(最新摊薄)	10.28	11.69	13.07	15.19	17.56
						估值比率					
						P/E	18.8	16.8	16.6	15.2	13.5
						P/B	4.7	4.1	3.7	3.2	2.7
						EV/EBITDA	12.9	10.6	10.0	9.0	7.5

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管理委员会批复，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	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@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/>