

# 高端化再启新篇章，利润增长喜超预期，强化激励管理改善



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

- **19年完美收官，全年业绩喜超预期。**公司19年实现营收279.84亿元，同增5.30%；实现扣非后归母净利润13.47亿元，同增27.83%，利润增长超市场预期。基本EPS 1.37元/股，拟10股派5.5元。Q4营收达30.87亿元，同比增长5.20%；扣非后归母净利润为-9.51亿元，同比下降27.16%。

## 核心观点

- **产品结构持续升级，ASP提升驱动增长，山东、华北、华南亮点突出。**分产品看，19年青岛品牌和其他品牌啤酒分别实现收入173.81亿元(+7.83%)，102.38亿元(+1.21%)。分量价看，啤酒销量同增0.18%达805万千升，其中青岛品牌和其他品牌销量分别同比变动+3.49%、-2.95%，青岛品牌中奥古特、鸿运当头、经典1903、纯生等高端产品共实现销量185.6万千升，同增7.08%，产品进一步聚焦中高端；受益于提价、结构改善、增值税下调等因素，产品ASP提升5.08%，其中青岛品牌吨价上升4.20%，其他品牌吨价提升4.29%。分区域看，大本营山东优势明显，收入高基数下仍录得8.11%的较快增长；华南改善明显，收入增长8.44%，市场份额逐步恢复，净利润1.67亿元，保持正值；华北收入增速5.77%，狙击竞品成效明显。
- **员工成本上升致管理费用率上行，吨价提升带动盈利改善。**虽然玻瓶、进口大麦等成本有所上涨，但受益于产品吨价快速提升，公司19年毛利率同比提升1.26pct至38.96%。销售费用率同比微降0.08pct至18.24%；管理费用率(含研发费用)同比上升1.51pct达6.80%，主要系产能整合优化、员工费用增加所致；税金及附加比率同降0.49pct至8.27%。毛利率提升、税金率下降助力净利率同比提升1.02pct达6.89%，盈利能力稳步增强。
- **股权激励方案落地，看好长期机制改革。**公司近日发布股权激励草案，拟授予1350万股(占总股本1%)给董事、高管、核心骨干等，授予价格为21.73元。考核周期为20-22年，以16-18年净利润均值为基准，要求20-22年公司净利润增幅分别达50%、70%、90%。我们认为公司设定以利润为核心的考核指标，凸显了企业重心逐渐从销量向利润转移，将进一步加快产品高端化进程；也将核心员工的利益与公司深度捆绑，有望强化激励砥砺前行。

## 财务预测与投资建议

- 受新冠肺炎疫情影响，我们判断今年餐饮、夜场等啤酒消费渠道将有一定程度受损，下调产品销量及收入预测；考虑到公司关厂计划推进可能导致人员成本上升，上调管理费用率预测。调整预测公司20-22年每股收益分别为1.44、1.67、1.95元(原20-21年预测为1.61、1.89元)。结合可比公司估值，给予公司20年38倍市盈率，对应目标价54.72元，维持增持评级。

## 风险提示

- 疫情影响久于预期，吨价提升不及预期，原料价格持续上涨，行业竞争加剧。

## 公司主要财务信息

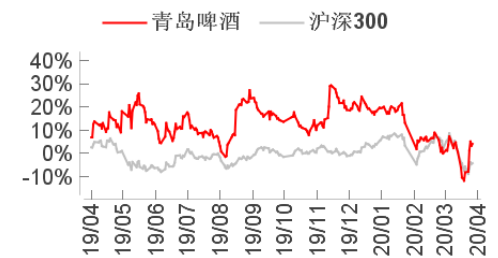
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,575	27,984	28,161	29,545	30,817
同比增长(%)	1.1%	5.3%	0.6%	4.9%	4.3%
营业利润(百万元)	2,359	2,698	3,162	3,664	4,250
同比增长(%)	18.4%	14.4%	17.2%	15.9%	16.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,422	1,852	1,938	2,254	2,627
同比增长(%)	12.6%	30.2%	4.6%	16.3%	16.5%
每股收益(元)	1.05	1.37	1.44	1.67	1.95
毛利率(%)	37.7%	39.0%	39.6%	40.4%	40.9%
净利率(%)	5.4%	6.6%	6.9%	7.6%	8.5%
净资产收益率(%)	8.1%	10.0%	9.9%	10.8%	11.8%
市盈率	42.2	32.4	31.0	26.6	22.8
市净率	3.3	3.1	3.0	2.8	2.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2020年03月27日)	44.45元
目标价格	54.72元
52周最高价/最低价	55.19/37.68元
总股本/流通A股(万股)	135,098/69,591
A股市值(百万元)	60,051
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2020年03月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	13.39	1.62	-11.89	9.62
相对表现	11.83	10.80	-4.13	10.51
沪深300	1.56	-9.18	-7.76	-0.89



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 叶书怀  
021-63325888-3203  
yeshuhuai@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517090002

**证券分析师** 蔡琪  
021-63325888-6079  
caiqi@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519080001

## 相关报告

聚焦升级吨价领先，管理改善盈利提升： 2019-10-28  
结构升级吨价提升，增值税率下调增厚利润，中报业绩喜超预期： 2019-08-15

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 投资建议

受新冠肺炎疫情影响，我们判断今年餐饮、夜场等啤酒消费渠道将有一定程度受损，下调产品销量及收入预测；考虑到公司关厂计划推进可能导致人员成本上升，上调管理费用率预测。调整预测公司 19-21 年每股收益分别为 1.44、1.67、1.95 元（原 20-21 年预测为 1.61、1.89 元）。结合可比公司估值，给予公司 20 年 38 倍市盈率，对应目标价 54.72 元，维持增持评级。

图表 1: 可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
燕京啤酒	000729	6.04	0.09	0.12	0.14	67.11	50.33	43.14
重庆啤酒	600132	45.40	1.29	1.17	1.39	35.07	38.69	32.73
珠江啤酒	002461	6.78	0.22	0.23	0.27	30.16	29.05	25.41
华润啤酒	0291.HK	35.85	0.40	0.89	1.19	89.63	40.15	30.12
百威英博	BUD.N	42.99	4.12	3.06	3.93	10.43	14.05	10.94
百润股份	002568	33.83	0.58	0.76	1.03	58.30	44.24	32.91
调整后平均						48	38	30

资料来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 20 年 3 月 27 日收盘价；百威英博的股价及每股收益单位为美元）

## 风险提示

- **疫情影响久于预期风险。**一季度受新冠肺炎疫情影响，餐饮、夜场等啤酒消费渠道基本停滞。若疫情持续的时间过长，将影响公司的产品动销及全年的业绩表现。
- **吨价提升不及预期风险。**目前啤酒行业基本处于量稳价增状态，收入与利润的主要增长点在于吨价的提升。若居民消费升级速度放缓，吨价提升幅度较小，企业业绩可能低于预期。
- **原料价格持续上涨的风险。**玻璃瓶、进口大麦等原材料占生产成本比重较高，如果采购价出现持续性上涨，企业不提价或提价幅度不足以覆盖原料价格涨幅，将对盈利能力产生负面影响。
- **行业竞争加剧风险。**目前啤酒行业仍处于供过于求、产能过剩阶段，如果需求增速放缓，市场竞争加剧，那么企业将面临较大的经营压力，费用投放可能增加，损伤盈利能力。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	12,536	15,302	18,601	20,662	22,991	营业收入	26,575	27,984	28,161	29,545	30,817
应收账款	111	151	152	159	166	营业成本	16,556	17,080	16,999	17,599	18,216
预付账款	174	117	118	124	129	营业税金及附加	2,327	2,313	2,380	2,437	2,493
存货	2,651	3,182	2,667	2,867	2,985	营业费用	4,869	5,104	5,136	5,361	5,418
其他	2,289	2,250	2,250	2,254	2,257	管理费用	1,406	1,902	1,914	1,953	2,000
<b>流动资产合计</b>	<b>17,760</b>	<b>21,002</b>	<b>23,789</b>	<b>26,066</b>	<b>28,529</b>	财务费用	(497)	(484)	(666)	(773)	(861)
长期股权投资	370	377	377	377	377	资产减值损失	146	114	(21)	47	43
固定资产	10,296	10,221	9,902	9,598	9,296	公允价值变动收益	54	57	57	57	57
在建工程	380	0	152	301	449	投资净收益	21	25	25	25	25
无形资产	2,600	2,559	2,106	1,674	1,263	其他	515	662	662	662	662
其他	2,669	3,154	1,613	1,600	1,591	<b>营业利润</b>	<b>2,359</b>	<b>2,698</b>	<b>3,162</b>	<b>3,664</b>	<b>4,250</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,315</b>	<b>16,311</b>	<b>14,150</b>	<b>13,549</b>	<b>12,975</b>	营业外收入	16	35	35	35	35
<b>资产总计</b>	<b>34,075</b>	<b>37,312</b>	<b>37,939</b>	<b>39,616</b>	<b>41,505</b>	营业外支出	14	6	6	6	6
短期借款	296	271	271	271	271	<b>利润总额</b>	<b>2,361</b>	<b>2,727</b>	<b>3,191</b>	<b>3,693</b>	<b>4,279</b>
应付账款	2,246	2,167	2,157	2,233	2,311	所得税	819	798	1,085	1,256	1,455
其他	9,544	10,916	10,608	10,643	10,644	<b>净利润</b>	<b>1,543</b>	<b>1,929</b>	<b>2,106</b>	<b>2,437</b>	<b>2,824</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>12,087</b>	<b>13,354</b>	<b>13,036</b>	<b>13,147</b>	<b>13,227</b>	少数股东损益	139	77	168	183	198
长期借款	1	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,404</b>	<b>1,852</b>	<b>1,938</b>	<b>2,254</b>	<b>2,627</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.05	1.37	1.44	1.67	1.95
其他	3,298	4,045	3,861	3,861	3,861						
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,298</b>	<b>4,045</b>	<b>3,861</b>	<b>3,861</b>	<b>3,861</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>15,385</b>	<b>17,399</b>	<b>16,897</b>	<b>17,009</b>	<b>17,088</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	719	742	910	1,093	1,291	<b>成长能力</b>					
股本	1,351	1,351	1,351	1,351	1,351	营业收入	1.1%	5.3%	0.6%	4.9%	4.3%
资本公积	3,444	3,444	3,444	3,444	3,444	营业利润	18.4%	14.4%	17.2%	15.9%	16.0%
留存收益	13,020	14,189	15,384	16,766	18,378	归属于母公司净利润	12.6%	30.2%	4.6%	16.3%	16.5%
其他	155	187	(47)	(47)	(47)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>18,690</b>	<b>19,913</b>	<b>21,042</b>	<b>22,607</b>	<b>24,417</b>	毛利率	37.7%	39.0%	39.6%	40.4%	40.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>34,075</b>	<b>37,312</b>	<b>37,939</b>	<b>39,616</b>	<b>41,505</b>	净利率	5.4%	6.6%	6.9%	7.6%	8.5%
						ROE	8.1%	10.0%	9.9%	10.8%	11.8%
						ROIC	6.6%	8.0%	7.9%	8.6%	9.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	45.2%	46.6%	44.5%	42.9%	41.2%
净利润	1,543	1,929	2,106	2,437	2,824	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	745	630	483	462	438	流动比率	1.47	1.57	1.82	1.98	2.16
财务费用	(497)	(484)	(666)	(773)	(861)	速动比率	1.25	1.33	1.62	1.76	1.93
投资损失	(21)	(25)	(25)	(25)	(25)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(5,403)	(432)	267	(115)	(63)	应收账款周转率	83.5	87.6	83.3	85.0	84.8
其它	7,626	2,399	1,032	(10)	(13)	存货周转率	6.5	5.8	5.8	6.4	6.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,992</b>	<b>4,017</b>	<b>3,197</b>	<b>1,977</b>	<b>2,300</b>	总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
资本支出	94	79	98	101	101	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	13	(15)	(0)	0	0	每股收益	1.05	1.37	1.44	1.67	1.95
其他	(924)	(411)	81	81	81	每股经营现金流	2.96	2.98	2.37	1.46	1.70
<b>投资活动现金流</b>	<b>(817)</b>	<b>(348)</b>	<b>179</b>	<b>182</b>	<b>182</b>	每股净资产	13.31	14.20	14.91	15.94	17.13
债权融资	98	(201)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	42.2	32.4	31.0	26.6	22.8
其他	(739)	(568)	(77)	(99)	(153)	市净率	3.3	3.1	3.0	2.8	2.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(641)</b>	<b>(769)</b>	<b>(77)</b>	<b>(99)</b>	<b>(153)</b>	EV/EBITDA	16.7	15.3	14.6	13.0	11.4
汇率变动影响	17	4	0	0	0	EV/EBIT	23.3	19.6	17.4	15.0	12.8
<b>现金净增加额</b>	<b>2,551</b>	<b>2,904</b>	<b>3,299</b>	<b>2,061</b>	<b>2,329</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

