

## 步入业绩释放阶段，增长符合预期

公司点评

● **事件：**公司公布2020年业绩快报，报告期内实现销量782.3万千升，同降2.8%，实现营收277.6亿元/-0.8%，归母净利润22.0亿元/+18.86%；其中2020Q4销量88万千升/+3.0%，营收33.38亿元/+8.12%，归母净利润-7.77亿元/-5.87%。

● **报表验证高端化，业绩增长符合预期。**2020年疫情冲击餐饮行业，啤酒销量受损，公司在加快高端啤酒（精酿、奥古特等）市场渗透和罐化率提升的同时，持续优化管理体系，实施精准营销，全年实现销量、收入和利润总额分别增长-2.8/-0.8/+18.8%，均优于行业水平；2020年啤酒行业销量/收入/利润总额分别增长-7.0/-6.1/+0.5%。报告期内吨酒价格3548元，同增2.1%，主要系高端化和罐化率提升所致。2020Q4公司啤酒销量88.1万千升，同增3.0%；收入33.38亿元，同增8.1%，经营保持稳健增长。

● **产品结构持续优化，盈利能力稳中有升。**报告期内公司净利率7.93%，较2019年提高1.31pct，主要系产品结构优化所致。其中2020Q4销量占比12%，较2019Q4提升1pct，吨价3788元/+4.9%，测算四季度毛利率提升约3-5pct至32-35%；净利润亏损7.8亿元，较2019年多亏损0.43亿元，判断主要系四季度啤酒消费淡季，销量占比约10-12%，重资产属性下，折旧摊销+员工薪资固定稀释毛利，毛利率较全年平均水平低约10pct；叠加计提关厂、股权激励等费用所致。

● **高端化和关厂提效共振，公司进入业绩释放阶段。**啤酒行业格局稳定，佐餐需求下降致量增乏力，关厂提效+高端化已成行业共识，长期核心看点在于高端单品储备和精细化管理水平。公司作为本土啤酒企业，目前已成功培育了奥古特、青岛啤酒鸿运当头、青岛啤酒经典1903、全麦白啤等高端产品，预计2020年高端销量超过190万千升。同时，公司在2020年推出股权激励，激发团队活力，将有助于提升促销费用有效性和营销效率；另外公司计划在未来3-5年关厂10家，优化产能结构，降低产品成本。

● **上调评级至“强烈推荐”。**我们调整2020-2022年盈利预测，调整前归母净利润分别为19.81/23.74/29.41亿元，同增6.9/19.9/23.9%，调整后归母净利润分别为22.01/26.50/30.84亿元，同增18.9/20.4/16.4%，EPS分别为1.61/1.94/2.26元，当前股价对应2020-2022年的PE分别为48/40/34倍，上调评级至“强烈推荐”。

● **风险提示：**原料价格持续上涨、高端啤酒竞争加剧等风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,575	27,984	27,760	31,680	35,485
增长率(%)	1.1	5.3	-0.8	14.1	12.0
净利润(百万元)	1,422	1,852	2,201	2,650	3,084
增长率(%)	12.6	30.2	18.9	20.4	16.4
毛利率(%)	37.7	39.0	38.7	39.2	40.5
净利率(%)	5.4	6.6	7.9	8.4	8.7
ROE(%)	8.4	9.7	10.9	12.0	12.5
EPS(摊薄/元)	1.04	1.36	1.61	1.94	2.26
P/E(倍)	73.8	56.6	47.7	39.6	34.0
P/B(倍)	5.8	5.5	5.1	4.6	4.2

## 强烈推荐（调高评级）

王言海（分析师）

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号：S0280520080003

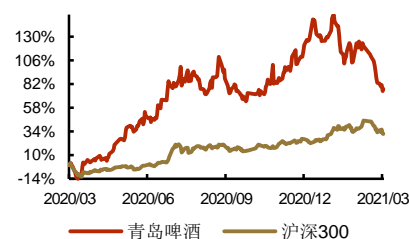
张向伟（联系人）

zhangxiangwei@xsdzq.cn

证书编号：S0280119090008

市场数据	时间 2021.03.05
收盘价(元):	76.9
一年最低/最高(元):	36.4/110.7
总股本(亿股):	7.09
总市值(亿元):	545.31
流通股本(亿股):	6.96
流通市值(亿元):	535.16
近3月换手率:	70.88%

### 股价一年走势



### 相关报告

《疫情短期冲击销量，龙头抗风险能力优于行业》2020-04-30

《业绩增长符合预期，股权激励释放团队活力，助力高端化》2020-03-30

《锁定中高端卡位，复星助力有望重塑辉煌》2019-07-08

## 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
<b>流动资产</b>	<b>17760</b>	<b>21002</b>	<b>18318</b>	<b>21286</b>	<b>23388</b>	<b>营业收入</b>	<b>26575</b>	<b>27984</b>	<b>27760</b>	<b>31680</b>	<b>35485</b>
现金	12536	15302	13107	14334	17686	营业成本	16556	17080	17028	19247	21119
应收票据及应收账款合计	165	226	41	233	51	营业税金及附加	2327	2313	2221	2376	2697
其他应收款	298	86	295	140	347	营业费用	4869	5104	4515	5069	5749
预付账款	174	117	171	158	211	管理费用	1386	1881	1943	2218	2484
存货	2651	3182	2302	4078	2821	研发费用	20	21	21	24	27
其他流动资产	1937	2088	2402	2342	2273	财务费用	-497	-484	-437	-466	-535
<b>非流动资产</b>	<b>16315</b>	<b>16311</b>	<b>17228</b>	<b>17791</b>	<b>18118</b>	资产减值损失	147	-121	1	-4	-13
长期投资	370	377	399	423	448	公允价值变动收益	54	57	56	56	56
固定资产	10327	10222	9420	10219	10829	其他收益	523	603	603	603	603
无形资产	2600	2559	2308	2064	1758	投资净收益	21	25	63	42	38
其他非流动资产	3018	3153	5101	5085	5084	<b>营业利润</b>	<b>2378</b>	<b>2698</b>	<b>3250</b>	<b>3976</b>	<b>4713</b>
<b>资产总计</b>	<b>34075</b>	<b>37312</b>	<b>35546</b>	<b>39077</b>	<b>41506</b>	营业外收入	16	35	35	35	35
<b>流动负债</b>	<b>12087</b>	<b>13354</b>	<b>9967</b>	<b>11260</b>	<b>11032</b>	营业外支出	14	6	50	50	50
短期借款	296	271	271	271	271	<b>利润总额</b>	<b>2380</b>	<b>2727</b>	<b>3240</b>	<b>3961</b>	<b>4698</b>
应付票据及应付账款合计	2572	2388	2624	3002	3193	所得税	819	798	871	1109	1392
其他流动负债	9218	10695	7071	7986	7569	<b>净利润</b>	<b>1561</b>	<b>1929</b>	<b>2350</b>	<b>2852</b>	<b>3305</b>
<b>非流动负债</b>	<b>3298</b>	<b>4045</b>	<b>4045</b>	<b>4045</b>	<b>4045</b>	少数股东损益	139	77	149	202	221
长期借款	1	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1422</b>	<b>1852</b>	<b>2201</b>	<b>2650</b>	<b>3084</b>
其他非流动负债	3298	4045	4045	4045	4045	EBITDA	3175	3399	3782	4595	5363
<b>负债合计</b>	<b>15385</b>	<b>17399</b>	<b>14012</b>	<b>15305</b>	<b>15077</b>	EPS(元)	1.04	1.36	1.61	1.94	2.26
少数股东权益	719	742	891	1093	1313						
股本	1351	1351	1364	1364	1364						
资本公积	3444	3444	3444	3444	3444						
留存收益	13020	14189	15596	17304	19283						
归属母公司股东权益	17970	19172	20643	22679	25115						
<b>负债和股东权益</b>	<b>34075</b>	<b>37312</b>	<b>35546</b>	<b>39077</b>	<b>41506</b>						

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3992</b>	<b>4017</b>	<b>-170</b>	<b>2810</b>	<b>4767</b>
净利润	1561	1929	2350	2852	3305
折旧摊销	1153	1115	970	1029	1129
财务费用	-497	-484	-437	-466	-535
投资损失	-21	-25	-63	-42	-38
营运资金变动	2081	1954	-2875	-448	1021
其他经营现金流	-286	-473	-115	-115	-115
<b>投资活动现金流</b>	<b>-817</b>	<b>-348</b>	<b>-1709</b>	<b>-1435</b>	<b>-1303</b>
资本支出	762	1155	-1104	538	303
长期投资	-425	-198	-22	-25	-24
其他投资现金流	-480	610	-2836	-921	-1025
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-641</b>	<b>-769</b>	<b>-315</b>	<b>-148</b>	<b>-113</b>
短期借款	14	-25	0	0	0
长期借款	-0	-0	0	-0	-0
普通股增加	0	0	13	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-654	-743	-329	-148	-113
<b>现金净增加额</b>	<b>2551</b>	<b>2904</b>	<b>-2195</b>	<b>1227</b>	<b>3351</b>

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1.1	5.3	-0.8	14.1	12.0
营业利润(%)	19.3	13.5	20.5	22.3	18.5
归属于母公司净利润(%)	12.6	30.2	18.9	20.4	16.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.7	39.0	38.7	39.2	40.5
净利率(%)	5.4	6.6	7.9	8.4	8.7
ROE(%)	8.4	9.7	10.9	12.0	12.5
ROIC(%)	18.5	27.2	27.2	30.8	40.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	45.2	46.6	39.4	39.2	36.3
净负债比率(%)	-48.9	-56.0	-41.7	-42.9	-51.3
流动比率	1.5	1.6	1.8	1.9	2.1
速动比率	1.2	1.3	1.5	1.4	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	152.7	143.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.7	6.9	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.36	1.61	1.94	2.26
每股经营现金流(最新摊薄)	2.77	2.39	-0.12	2.06	3.49
每股净资产(最新摊薄)	13.17	14.05	15.12	16.62	18.40
<b>估值比率</b>					
P/E	73.8	56.6	47.7	39.6	34.0
P/B	5.8	5.5	5.1	4.6	4.2
EV/EBITDA	30.0	27.4	25.2	20.5	17.0

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

**王言海**，现任职于新时代证券，大消费组组长，食品饮料首席分析师，执业证书编号为：S0280520080003。7年酒类消费品专业咨询经验，2018年入职新时代证券，曾深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

## 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	<b>梁爽</b> 销售总监 固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	<b>阎喜蒙</b> 销售副总监 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	<b>丁培培</b> 销售经理 邮箱：dingpei@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/>