

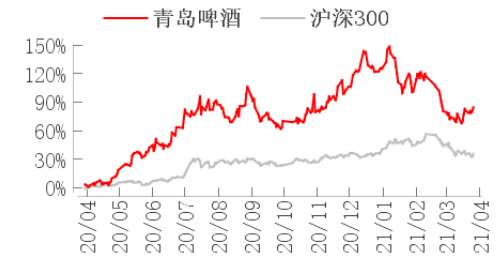
# 20 年平稳收官，结构升级吨价提升； 21 年蓄势待发，看好 Q1 盈利弹性



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月26日)	81.5 元
目标价格	98.43 元
52 周最高价/最低价	110.7/43.42 元
总股本/流通 A 股(万股)	136,418/135,098
A 股市值(百万元)	111,181
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021 年 03 月 29 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.41	2.35	-17.77	84.74
相对表现	5.31	4.57	-24.42	64.08
沪深 300	-1.9	-2.22	6.65	20.66



资料来源: WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 叶书怀  
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

**联系人** 周翰  
021-63325888\*7524  
zhouhan@orientsec.com.cn

**相关报告**

三季度需求复苏量价齐升,毛销差扩大盈利改善	2020-10-29
Q2 销量表现亮眼,控费严格盈利增强	2020-08-31
聚焦升级吨价提升,机制理顺成长可期	2020-04-30

- **Q4 疫情影响逐渐消弭,业绩表现与预告一致。**公司公布 20 年年报,20 年实现营收 277.60 亿元,同比下滑 0.8%;归母净利润 22.01 亿元,同比增长 18.9%;扣非归母净利润 18.16 亿元,同比增长 34.8%,基本 EPS 为 1.63 元/股。其中 20Q4 实现营收 33.37 亿元,同比增长 8.1%;归母净利润 -7.77 亿元,亏损扩大 5.9%;扣非归母净利润-8.62 亿元,亏损收窄 9.4%。

## 核心观点

- **吨价稳步上行,产品结构持续改善。分量价看,**公司 20 年销量 782 万千升(-2.8%),吨价同比增长 1.9%;其中 20Q4 销量 88 万千升(+3.0%),吨价同比增长 4.9%,增速较 Q2/Q3 的 0.8%/1.8%提升明显,预计主要受益于淡季提价策略以及产品结构升级。**分品牌看,**20 年青岛品牌收入 172.5 亿元(-0.7%),占啤酒收入比重提升 0.2pct,量价分别同比-4.2%/+3.7%,其中奥古特等高端品牌销量 179 万千升(-3.4%),占青岛品牌比重同比+0.4pct,产品结构保持升级趋势。**分地区看,**20 年山东、华北、华南、华东、东南、海外等收入分别变动-1.5%、3.5%、-4.7%、1.6%、-0.1%,华北和华东保持增长,华东和东南地区减亏明显,对整体盈利改善有一定贡献。公司 21 年销量目标积极,叠加吨价提升,营收增速有望达到双位数。
- **毛利率上行费用率下降,盈利能力改善明显。**结构升级和提价带动全年销售毛利率提升至 40.4%(+1.5pct)。销售费用率 18.0%(-0.3pct),主因社保费用和运输费减少;管理费用率 6.0%(-0.7pct),税金及附加比例 8.0%(-0.3pct),销售净利率提升 1.5pct 至 8.4%。展望 21 年,虽麦芽、包材等有成本上涨压力,但预计公司将通过提价、结构升级、管理改善有效消化。
- **一季度有望迎来开门红,看好盈利改善空间。**公司春节动销良好,高端酒、听装酒、小瓶酒增速快于整体,结构继续升级。中长期,行业格局改善与消费升级的趋势延续;公司目前普低档产品占比仍偏高,在提价+结构升级驱动下,吨价仍有较大提升空间;叠加费用管控强化,看好盈利改善空间。

**财务预测与投资建议:**根据年报,上调收入及费用预测,预测公司 21-23 年每股收益分别为 1.93、2.35、2.75 元(原 21-22 年预测为 2.01、2.33 元),结合可比公司估值,给予 21 年 51 倍 PE,对应目标价 98.43 元,维持增持评级。

**风险提示:**吨价提升不及预期、原料价格持续上涨、食品安全事件风险。

## 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	27,984	27,760	30,550	32,293	33,693
同比增长(%)	5.3%	-0.8%	10.1%	5.7%	4.3%
营业利润(百万元)	2,698	3,250	3,809	4,648	5,446
同比增长(%)	13.5%	20.5%	17.2%	22.0%	17.2%
归属母公司净利润(百万元)	1,852	2,201	2,629	3,208	3,753
同比增长(%)	30.2%	18.9%	19.4%	22.0%	17.0%
每股收益(元)	1.36	1.61	1.93	2.35	2.75
毛利率(%)	39.0%	40.4%	40.3%	41.1%	41.9%
净利率(%)	6.6%	7.9%	8.6%	9.9%	11.1%
净资产收益率(%)	10.0%	11.1%	12.2%	13.6%	14.6%
市盈率	60.0	50.5	42.3	34.7	29.6
市净率	5.8	5.4	4.9	4.5	4.1

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,

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

根据年报，上调收入及费用预测，预测公司 21-23 年每股收益分别为 1.93、2.35、2.75 元（原 21-22 年预测为 2.01、2.33 元），结合可比公司估值，给予 21 年 51 倍 PE，对应目标价 98.43 元，维持增持评级。

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		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
燕京啤酒	000729	7.24	0.08	0.12	0.18	87.2	59.5	39.9
重庆啤酒	600132	106.71	1.66	1.93	2.34	64.1	55.2	45.6
珠江啤酒	002461	9.58	0.30	0.35	0.38	31.9	27.3	25.2
华润啤酒	0291	60.80	0.77	1.23	1.63	78.7	49.5	37.3
百威亚太	1876	23.55	0.30	0.60	0.74	78.1	39.1	31.9
百润股份	002568	100.83	0.94	1.22	1.59	107.6	82.4	63.5
<b>调整后平均</b>							<b>51</b>	<b>39</b>

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2021 年 3 月 26 日收盘价，华润啤酒和百威亚太的最新价格以及每股收益的单位为港元）

## 风险提示

- **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。
- **食品安全事件风险。**若啤酒行业发生食品安全事件，则可能对公司产品销售、营业收入以及利润均产生不利影响。

**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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	15,302	18,467	20,554	23,533	26,647	营业收入	27,984	27,760	30,550	32,293	33,693
应收票据、账款及款项融资	226	125	138	146	152	营业成本	17,080	16,541	18,244	19,023	19,565
预付账款	117	240	264	279	291	营业税金及附加	2,313	2,219	2,442	2,581	2,693
存货	3,182	3,281	3,123	3,307	3,482	营业费用	5,104	4,985	5,434	5,546	5,618
其他	2,175	2,515	2,506	2,467	2,471	管理费用及研发费用	1,902	1,700	1,702	1,671	1,609
<b>流动资产合计</b>	<b>21,002</b>	<b>24,628</b>	<b>26,585</b>	<b>29,731</b>	<b>33,044</b>	财务费用	(484)	(471)	(562)	(644)	(733)
长期股权投资	377	374	374	374	374	资产、信用减值损失	114	129	129	129	129
固定资产	10,221	10,302	10,275	10,197	10,091	公允价值变动收益	57	55	55	56	55
在建工程	179	340	246	197	173	投资净收益	25	25	23	24	24
无形资产	2,559	2,504	2,056	1,628	1,222	其他	662	512	569	581	554
其他	2,975	3,367	3,097	3,164	3,174	<b>营业利润</b>	<b>2,698</b>	<b>3,250</b>	<b>3,809</b>	<b>4,648</b>	<b>5,446</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,311</b>	<b>16,886</b>	<b>16,047</b>	<b>15,561</b>	<b>15,034</b>	营业外收入	35	15	22	24	20
<b>资产总计</b>	<b>37,312</b>	<b>41,514</b>	<b>42,633</b>	<b>45,292</b>	<b>48,078</b>	营业外支出	6	25	15	15	18
短期借款	271	703	423	466	531	<b>利润总额</b>	<b>2,727</b>	<b>3,240</b>	<b>3,816</b>	<b>4,656</b>	<b>5,447</b>
应付票据及应付账款	2,388	2,372	2,743	2,846	2,914	所得税	798	913	1,037	1,265	1,480
其他	10,695	12,435	11,394	11,700	11,829	<b>净利润</b>	<b>1,929</b>	<b>2,327</b>	<b>2,779</b>	<b>3,391</b>	<b>3,967</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>13,354</b>	<b>15,510</b>	<b>14,560</b>	<b>15,012</b>	<b>15,274</b>	少数股东损益	77	126	150	183	214
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,852</b>	<b>2,201</b>	<b>2,629</b>	<b>3,208</b>	<b>3,753</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.36	1.61	1.93	2.35	2.75
其他	4,045	4,636	4,636	4,636	4,636						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,045</b>	<b>4,636</b>	<b>4,636</b>	<b>4,636</b>	<b>4,636</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>17,399</b>	<b>20,146</b>	<b>19,197</b>	<b>19,648</b>	<b>19,910</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	742	746	896	1,079	1,293	成长能力					
股本	1,351	1,364	1,364	1,364	1,364	营业收入	5.3%	-0.8%	10.1%	5.7%	4.3%
资本公积	3,444	3,396	3,675	3,675	3,675	营业利润	13.5%	20.5%	17.2%	22.0%	17.2%
留存收益	14,189	15,622	17,500	19,525	21,835	归属于母公司净利润	30.2%	18.9%	19.4%	22.0%	17.0%
其他	187	240	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>19,913</b>	<b>21,368</b>	<b>23,436</b>	<b>25,644</b>	<b>28,168</b>	毛利率	39.0%	40.4%	40.3%	41.1%	41.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>37,312</b>	<b>41,514</b>	<b>42,633</b>	<b>45,292</b>	<b>48,078</b>	净利率	6.6%	7.9%	8.6%	9.9%	11.1%
						ROE	10.0%	11.1%	12.2%	13.6%	14.6%
						ROIC	8.0%	9.4%	10.3%	11.7%	12.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	46.6%	48.5%	45.0%	43.4%	41.4%
净利润	1,929	2,327	2,779	3,391	3,967	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	630	740	490	474	458	流动比率	1.57	1.59	1.83	1.98	2.16
财务费用	(484)	(471)	(562)	(644)	(733)	速动比率	1.33	1.38	1.61	1.76	1.94
投资损失	(25)	(25)	(23)	(24)	(24)	营运能力					
营运资金变动	606	3,958	(448)	230	(10)	应收账款周转率	87.6	86.8	96.0	94.2	93.6
其它	1,360	(1,575)	(95)	(133)	(79)	存货周转率	5.8	5.1	5.7	5.9	5.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,017</b>	<b>4,953</b>	<b>2,141</b>	<b>3,295</b>	<b>3,579</b>	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(101)	(812)	98	101	101	每股指标(元)					
长期投资	(15)	13	0	0	0	每股收益	1.36	1.61	1.93	2.35	2.75
其他	(232)	(688)	79	80	80	每股经营现金流	2.97	3.63	1.57	2.42	2.62
<b>投资活动现金流</b>	<b>(348)</b>	<b>(1,488)</b>	<b>177</b>	<b>181</b>	<b>181</b>	每股净资产	14.05	15.12	16.52	18.01	19.70
债权融资	172	109	(42)	0	0	估值比率					
股权融资	0	(35)	280	0	0	市盈率	60.0	50.5	42.3	34.7	29.6
其他	(940)	(430)	(469)	(497)	(646)	市净率	5.8	5.4	4.9	4.5	4.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(769)</b>	<b>(356)</b>	<b>(231)</b>	<b>(497)</b>	<b>(646)</b>	EV/EBITDA	32.2	26.0	24.5	20.4	17.7
汇率变动影响	4	(24)	-0	-0	-0	EV/EBIT	41.4	32.9	28.2	22.9	19.4
<b>现金净增加额</b>	<b>2,904</b>	<b>3,086</b>	<b>2,087</b>	<b>2,979</b>	<b>3,114</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)