新时代证券 New Times Securities

业绩超预期，非即饮高增

公司点评

● 事件：中报业绩超预期增长

公司公布 2020 年中报，实现啤酒销量 46.52 万千升/-3.64%；实现营收 17.51 亿元/-4.45%；归母净利润 2.46 亿元/+3.06%。2020Q2 实现营收 11.96 亿元/+19.66%，环比增长 115%；归母净利润 2.12 亿元/+38.47%，环比增长 521%，扣非归母净利润 2.02 亿元/+45%，销售回款 12.97 亿元/+13.2%；销售恢复明显，业绩超预期增长。

● 多措并施，发力非即饮渠道，弥补疫情损失

2020H1 公司啤酒收入 17.26 亿元/-3.56%，其中高档啤酒收入 3.34 亿元/+22%，占比 19.4%，同升 4.1pct；主流和大众啤酒收入分别为 11.34 亿元和 2.57 亿元，分别同比-12.3%和+15.9%。疫情期间餐饮业受损严重，2020 年 1-7 月餐饮收入 1789 亿元/-29.6%，针对啤酒即饮需求下降，公司积极拓展 O2O、到家线上业务，加大商超、便利店、电商等非即饮渠道资源投放，如与京东到家、美团外卖、饿了么等平台进行深度合作，增加线上产品分销。同时以 K1664、乐堡等国际高端品牌为抓手，积极推动本地产品高端化、提高罐化率（目前罐化率约 15%+），如 2020H1 国宾醇麦销量同比增长 30%+，罐装产品销量同比增长接近 40%；2020H1 商超等非即饮渠道（占比约 30%）预计增长超过 20%。分区域看，2020Q2 重庆、四川和湖南分别为 8.2 亿元/+13.54%、2.3 亿元/+26.31%和 1.3 亿元/+88.08%。

● 高端化逻辑进一步得到验证，盈利能力稳步上升

2020Q2 公司净利率 21.3%，同升 4.28pct，毛利率 46.12%，同升 2.69pct，主要系高毛利的乐堡等高档啤酒占比提升 5pct 至 20.7%，产品结构优化和罐化率提升所致。税金及附加占比 7.4%，同升 0.26pct；销售费用率 9.7%，同降 6.35pct，主要系疫情期间户外等广告宣传费用下降所致；管理费用率 5.7%，同升 2.07pct，主要系公司进行资产重组，支付项目咨询费用所致。2020H1 经营性现金流 6.55 亿元/+38.90%。

● 嘉士伯中国资产注入，夯实公司西部龙头地位，维持“强烈推荐”评级

啤酒行业已进入二次增长曲线，量稳价升，结构优化逻辑清晰；嘉士伯国际品牌加持公司高端化进程，预计嘉士伯资产注入后，品牌上将收获乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖等区域强势品牌，区域上扩展至新疆、宁夏、云南、广东、华东等全国市场，或可将重庆地区经验复制至云南、新疆和宁夏新基地市场，西部市场占有率仍有进一步提升空间。我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 5.42/6.84/7.81 亿元，同比增长-17.6/26.9/13.6%；当前股价对应 PE 分别为 61/48/42X，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：疫情时间拉长持续冲击餐饮消费，原料价格持续上涨等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,467	3,582	3,445	3,852	4,060
增长率(%)	9.2	3.3	-3.8	11.8	5.4
净利润(百万元)	404	657	542	687	781
增长率(%)	22.6	62.6	-17.6	26.9	13.6
毛利率(%)	39.9	41.7	41.9	42.3	42.4
净利率(%)	11.7	18.3	15.7	17.8	19.2
ROE(%)	36.3	48.2	41.4	41.9	39.0
EPS(摊薄/元)	0.83	1.36	1.12	1.42	1.61
P/E(倍)	81.2	49.9	60.6	47.8	42.0
P/B(倍)	28.7	23.1	25.6	21.7	18.1

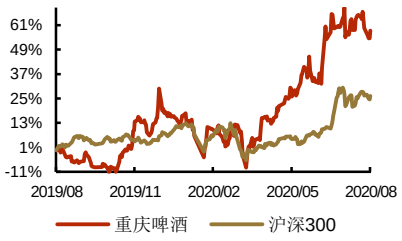
强烈推荐（维持评级）

孙山山（分析师）
sunshanshan@xsdzq.cn
证书编号：S0280520030002

张向伟（联系人）
zhangxiangwei@xsdzq.cn
证书编号：S0280119090008

市场数据	时间 2020.08.14
收盘价(元):	69.45
一年最低/最高(元):	39.49/76.23
总股本(亿股):	4.84
总市值(亿元):	336.12
流通股本(亿股):	4.84
流通市值(亿元):	336.12
近 3 月换手率:	42.49%

股价一年走势



相关报告

《资产注入如期落地，夯实西部龙头地位》2020-06-20

《疫情短期冲击销量，不改变高端化逻辑》2020-04-19

《西南啤酒龙头，嘉士伯赋能，未来持续受益高端化》2020-02-23

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1486**	**1717**	**1207**	**1651**	**1754**
现金	967	1254	743	1084	1235
应收票据及应收账款合计	67	58	62	72	70
其他应收款	82	21	78	33	84
预付账款	11	12	10	15	11
存货	337	364	308	438	347
其他流动资产	23	7	7	7	7
非流动资产	**1811**	**1797**	**1674**	**1745**	**1738**
长期投资	186	246	365	482	600
固定资产	1235	1152	974	989	919
无形资产	254	246	186	122	68
其他非流动资产	137	153	149	151	150
资产总计	**3298**	**3514**	**2881**	**3396**	**3492**
流动负债	**1739**	**1510**	**966**	**1247**	**1066**
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	425	448	0	0	0
其他流动负债	1314	1063	966	1247	1066
非流动负债	**396**	**493**	**493**	**493**	**493**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	396	493	493	493	493
负债合计	**2136**	**2003**	**1459**	**1739**	**1559**
少数股东权益	17	93	140	147	120
股本	484	484	484	484	484
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	710	952	760	675	592
归属母公司股东权益	1145	1419	1283	1510	1813
负债和股东权益	**3298**	**3514**	**2881**	**3396**	**3492**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**744**	**706**	**119**	**969**	**719**
净利润	421	729	589	694	754
折旧摊销	174	174	138	146	159
财务费用	18	9	8	20	17
投资损失	-72	-79	-76	-75	-75
营运资金变动	141	-132	-542	179	-133
其他经营现金流	62	5	4	5	-3
投资活动现金流	**-18**	**-22**	**58**	**-147**	**-73**
资本支出	144	129	-242	-46	-125
长期投资	21	18	-119	-119	-118
其他投资现金流	146	126	-303	-312	-317
筹资活动现金流	**-449**	**-398**	**-688**	**-480**	**-495**
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-449	-398	-688	-480	-495
现金净增加额	**278**	**285**	**-511**	**342**	**150**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3467**	**3582**	**3445**	**3852**	**4060**
营业成本	2083	2089	2002	2222	2340
营业税金及附加	280	270	276	277	284
营业费用	455	492	448	505	527
管理费用	154	162	152	154	162
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	18	9	8	20	17
资产减值损失	93	-22	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	17	28	18	22	21
投资净收益	72	79	76	75	75
营业利润	**480**	**658**	**651**	**766**	**830**
营业外收入	4	171	4	5	5
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	**482**	**827**	**654**	**770**	**834**
所得税	61	99	65	75	79
净利润	**421**	**729**	**589**	**694**	**754**
少数股东损益	17	72	47	7	-26
归属母公司净利润	**404**	**657**	**542**	**687**	**781**
EBITDA	627	964	762	888	958
EPS（元）	0.83	1.36	1.12	1.42	1.61

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	9.2	3.3	-3.8	11.8	5.4
营业利润(%)	43.7	36.9	-1.0	17.6	8.4
归属于母公司净利润(%)	22.6	62.6	-17.6	26.9	13.6
获利能力					
毛利率(%)	39.9	41.7	41.9	42.3	42.4
净利率(%)	11.7	18.3	15.7	17.8	19.2
ROE(%)	36.3	48.2	41.4	41.9	39.0
ROIC(%)	63.2	177.0	87.0	161.5	161.1
偿债能力					
资产负债率(%)	64.8	57.0	50.6	51.2	44.6
净负债比率(%)	-28.2	-50.7	-18.2	-36.2	-38.8
流动比率	0.9	1.1	1.2	1.3	1.6
速动比率	0.6	0.9	0.9	1.0	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	73.9	57.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.5	4.8	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.83	1.36	1.12	1.42	1.61
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	1.82	0.25	2.00	1.48
每股净资产(最新摊薄)	2.37	2.93	2.65	3.12	3.75
估值比率					
P/E	81.2	49.9	60.6	47.8	42.0
P/B	28.7	23.1	25.6	21.7	18.1
EV/EBITDA	51.8	33.3	42.9	36.4	33.6

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	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@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/