

# 业绩符合预期，结构升级持续深化

## 青岛啤酒(600600)

评级:	买入	股票代码:	600600
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	110.7/36.4
目标价格:		总市值(亿)	1,049.06
最新收盘价:	76.9	自由流通市值(亿)	1,049.06
		自由流通股数(百万)	1,364.18

### 事件概述

公司发布业绩快报，2020年实现营业收入277.6亿元，同比微降0.8%；归母净利润22.0亿元，同比+18.86%；扣非归母净利润18.2亿元，同比+34.79%；每股收益1.63元。

### 分析判断:

#### ► 受疫情影响量跌价升，产品结构持续优化

2020年在啤酒行业面临疫情的巨大冲击下，公司积极应对，收入同比基本持平，拆分来看主因量跌价升。销量端来看，公司2020年实现销量782.3万千升，同比-2.8%，下降幅度远低于行业平均水平(-7%)；吨价端来看，公司2020年吨价达到3548.5元，同比提升2%，得益于公司不断推进创新驱动和产品结构优化升级，其中纯生、1903、奥古特等高端产品占比持续提升，以及听装酒、精酿等高附加值产品不断发展。

#### ► 吨成本下行+精细化管理，盈利能力不断提升

公司2020年实现归母净利润22亿，同比增长18.86%，达到历史高位，大概率受益于吨成本下降以及不断推进精细化管理。成本端来看，前三季度毛利率提升1.8pct，吨成本平均下降1.4%左右，预计全年将延续毛利率提升、吨成本下降趋势，主要受产品结构优化以及包材等原材料价格下降推动。费用端来看，公司2020年积极推进开源节流、降本增效、持续优化费用精细化管理体系，提升促销费用有效性和营销效率，预计费用率同比下降较多。综合来看，公司2020年净利率达到7.93%，同比提升1.31pct，盈利能力和经营水平不断提升。

#### ► 市场加速恢复，青啤激励落地迎成长机遇

随着疫情持续好转，啤酒消费需求也在加速恢复，预计啤酒行业将迎来较为可观的反弹。青岛啤酒作为国内高端啤酒的先行者，随着股权激励落地，将有效激发核心管理层的积极性和创造性，彰显公司对于长远发展的信心。同时公司不断推进中高端、听装和精酿产品发展，优化产品结构，提升整体啤酒吨价；同时费用投放和内部管理不断推进降本增效和精细化管理，因此我们长期看好公司盈利能力持续提升，进一步强化其在啤酒行业，特别是中高端啤酒领域的竞争力。

### 投资建议:

参考公司业绩快报，我们调整了盈利预测，预计公司2020-2022年收入分别为277.6/304.8/317.2亿元，同比-0.8%/+9.8%/+4.1%，上次预测同比+2.5%/+6.3%/+3.7%；归母净利润分别为22.0/28.3/33.9亿元，同比+18.9%/+28.5%/+19.7%，上次预测同比+17.0%/+19.4%/+13.8%；对应EPS分别为1.63/2.09/2.51元；当前股价对应PE分别为47/37/31倍，维持“买入”评级。

### 风险提示:

原材料价格上涨、疫情影响超预期、行业竞争加剧

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,575	27,984	27,760	30,483	31,719
YoY (%)	1.1%	5.3%	-0.8%	9.8%	4.1%
归母净利润(百万元)	1,422	1,852	2,201	2,828	3,387
YoY (%)	12.6%	30.2%	18.9%	28.5%	19.7%
毛利率 (%)	37.7%	39.0%	39.9%	40.5%	41.5%
每股收益(元)	1.05	1.37	1.63	2.09	2.51
ROE	7.9%	9.7%	10.3%	11.7%	12.3%
市盈率	73.05	56.09	47.19	36.73	30.68

资料来源:wind、华西证券研究所

**分析师：寇星**

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	27,984	27,760	30,483	31,719	净利润	1,929	2,293	2,946	3,528
YoY (%)	5.3%	-0.8%	9.8%	4.1%	折旧和摊销	785	653	658	637
营业成本	17,080	16,684	18,138	18,555	营运资金变动	1,954	546	417	379
营业税金及附加	2,313	2,249	2,439	2,537	经营活动现金流	4,017	3,432	3,935	4,437
销售费用	5,104	4,949	5,335	5,265	资本开支	-907	-439	-430	-412
管理费用	1,881	1,721	1,768	1,776	投资	-198	-410	-410	-410
财务费用	-484	-500	-450	-400	投资活动现金流	-348	-824	-805	-780
资产减值损失	-121	-26	-45	-35	股权募资	0	0	0	0
投资收益	25	28	37	44	债务募资	257	0	0	0
营业利润	2,698	3,210	3,895	4,669	筹资活动现金流	-769	0	0	0
营业外收支	29	30	33	35	现金净流量	2,904	2,608	3,130	3,657
利润总额	2,727	3,240	3,928	4,704	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	798	947	982	1,176	<b>成长能力</b>				
净利润	1,929	2,293	2,946	3,528	营业收入增长率	5.3%	-0.8%	9.8%	4.1%
归属于母公司净利润	1,852	2,201	2,828	3,387	净利润增长率	30.2%	18.9%	28.5%	19.7%
YoY (%)	30.2%	18.9%	28.5%	19.7%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.37	1.63	2.09	2.51	毛利率	39.0%	39.9%	40.5%	41.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	6.9%	8.3%	9.7%	11.1%
货币资金	15,302	17,910	21,040	24,698	总资产收益率 ROA	5.0%	5.5%	6.5%	7.2%
预付款项	117	138	155	146	净资产收益率 ROE	9.7%	10.3%	11.7%	12.3%
存货	3,182	2,890	3,260	3,275	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	2,401	2,790	3,069	3,421	流动比率	<b>1.57</b>	<b>1.74</b>	<b>1.92</b>	<b>2.15</b>
流动资产合计	21,002	23,729	27,524	31,540	速动比率	1.33	1.52	1.69	1.92
长期股权投资	377	387	397	407	现金比率	1.15	1.32	1.47	1.69
固定资产	10,222	9,957	9,663	9,395	资产负债率	46.6%	44.3%	42.2%	39.4%
无形资产	2,559	2,442	2,357	2,262	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	16,311	16,141	15,974	15,824	总资产周转率	0.75	0.70	0.70	0.67
资产合计	37,312	39,869	43,498	47,364	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	271	271	271	271	每股收益	1.37	1.63	2.09	2.51
应付账款及票据	2,388	2,486	2,686	2,702	每股净资产	14.19	15.82	17.91	20.42
其他流动负债	10,695	10,860	11,344	11,665	每股经营现金流	2.97	2.54	2.91	3.28
流动负债合计	13,354	13,618	14,301	14,638	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	4,045	4,045	4,045	4,045	PE	56.09	47.19	36.73	30.68
非流动负债合计	4,045	4,045	4,045	4,045	PB	3.59	5.08	4.48	3.93
负债合计	17,399	17,663	18,346	18,683					
股本	1,351	1,351	1,351	1,351					
少数股东权益	742	834	951	1,092					
股东权益合计	19,913	22,206	25,152	28,680					
负债和股东权益合计	37,312	39,869	43,498	47,364					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

寇星，华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。