

青岛啤酒 (600600.SH)

Q4 销量逆势增长，产品结构优化

事件：公司发布 2020 年业绩快报。2020 年公司实现销量 782.3 万吨，同比-2.8%；营收 277.6 亿元，同比-0.8%；归母净利润 22.0 亿元，同比+18.9%。单 Q4 公司实现销量 88.1 万吨，同比+3.0%；收入 33.4 亿元，同比+8.1%；归母净利润-7.8 亿元，较去年同期增亏 0.43 亿元。

Q4 销量实现增长，产品结构改善。2020 年公司实现销量 782.3 万吨，同比-2.8%；全国规模以上啤酒企业产量同比-7.0%，公司销售好于行业整体水平。单 Q4 面临点状疫情反复，公司依然实现销量 88.1 万吨，同比+3%。公司 2020 年吨酒价同比+2.1%，单 Q4 吨酒价同比+4.9%，主要源于一方面公司 2020 年对部分产品进行换包装升级或提价，贡献吨酒价提升；另一方面公司多措并举积极开拓国内产品市场，加快听装酒和精酿产品等高附加值产品的发展，不断推进创新驱动和产品结构优化升级。2020 年公司在高端市场推出新品白啤、皮尔森等，终端动销表现良好。

降本增效，股份支付费用增加，营业利润逆势增长。公司 2020 年实现营业收入 32.5 亿元，同比+20.5%；归母净利润 22.0 亿元，同比+18.86%，盈利能力持续改善。我们认为来源于以下几个方面：1) 公司产品结构改善、听装酒占比提升，推动毛利率改善；2) 积极推动成本端降本增效，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；3) 2020 年社保减免政策下，公司员工成本减少。Q4 公司归母净利润增亏 0.43 亿元，主要源于公司 Q4 增加经销商销售费用对付，计提部分产能优化产生的减值损失。此外，考虑 2020 年 6 月进行首次限制性股票激励授予，公司预计 2020 年计入股份支付成本约 1.2 亿元，加回后预计公司营业利润同比增速为 24.9%。

展望未来：产品结构提升+产能优化，盈利能力持续改善。公司 2021 年受益餐饮端恢复，预计销量能够恢复至 2019 年水平，同时产品结构持续升级，纯生、白啤等高档啤酒销量占比提升。此外公司继续推动产能优化，关闭亏损产能，新建枣庄 100 万吨生产基地（一期工程 60 万吨），提升生产效率。

盈利预测：公司产品结构改善、渠道费用效率提升，同时考虑 2021 年公司股份支付费用增加叠加成本压力上行，预计公司 2021/22 年营收 302.8/317.5 亿元，同比+9.1%/4.8%；归母净利润 26.1/30.4 亿元，同比+18.7%/16.4%。当前市值对应 2021/22 年 PE 为 39.8/34.2 倍，EV/EBITDA 为 20.3/17.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复影响终端动销；原材料价格上行；行业竞争加剧。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,575	27,984	27,760	30,279	31,745
增长率 yoy (%)	1.1	5.3	-0.8	9.1	4.8
归母净利润(百万元)	1,422	1,852	2,201	2,613	3,041
增长率 yoy (%)	12.6	30.2	18.8	18.7	16.4
EPS 最新摊薄(元/股)	1.05	1.37	1.63	1.93	2.25
净资产收益率(%)	8.4	9.7	10.3	11.1	11.6
P/E(倍)	73.0	56.1	47.2	39.8	34.2
P/B(倍)	5.8	5.4	4.9	4.4	4.0

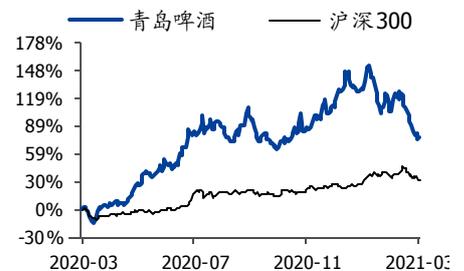
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
最新收盘价	76.90
总市值(百万元)	104,905.66
总股本(百万股)	1,364.18
其中自由流通股(%)	51.01
30 日日均成交量(百万股)	5.56

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 沈阳

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

相关研究

- 《青岛啤酒 (600600.SH)：Q3 高质量发展，业绩稳健增长》2020-10-30
- 《青岛啤酒 (600600.SH)：Q2 业绩超预期，管理改善加速高端化》2020-08-30
- 《青岛啤酒 (600600.SH)：积极应对疫情，产品结构改善明显》2020-04-30

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	17760	21002	23969	29410	30206
现金	12536	15302	18898	24171	25076
应收票据及应收账款	165	226	218	215	209
其他应收款	298	86	99	134	101
预付账款	174	117	135	153	149
存货	2651	3182	2530	2649	2583
其他流动资产	1937	2088	2088	2088	2088
非流动资产	16315	16311	15989	15654	15225
长期投资	370	377	404	431	459
固定资产	10327	10222	10176	10086	9951
无形资产	2600	2559	2308	2064	1758
其他非流动资产	3018	3153	3101	3074	3058
资产总计	34075	37312	39958	45064	45431
流动负债	12087	13354	13707	16515	14123
短期借款	296	271	480	400	300
应付票据及应付账款	2572	2388	2863	3119	2713
其他流动负债	9218	10695	10364	12995	11110
非流动负债	3298	4045	4045	4045	4045
长期借款	1	0	0	0	0
其他非流动负债	3298	4045	4045	4045	4045
负债合计	15385	17399	17752	20560	18168
少数股东权益	719	742	833	942	1069
股本	1351	1351	1351	1351	1351
资本公积	3444	3444	3444	3444	3444
留存收益	13020	14189	15564	17197	19098
归属母公司股东权益	17970	19172	21372	23563	26195
负债和股东权益	34075	37312	39958	45064	45431

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3992	4017	3465	5815	1356
净利润	1561	1929	2292	2721	3168
折旧摊销	1153	1115	903	944	969
财务费用	-497	-484	-454	-498	-527
投资损失	-21	-25	-25	-25	-25
营运资金变动	2081	1954	796	2719	-2183
其他经营现金流	-286	-473	-47	-47	-47
投资活动现金流	-817	-348	-510	-538	-469
资本支出	762	1155	-349	-362	-456
长期投资	-425	-198	-27	-27	-27
其他投资现金流	-480	610	-886	-927	-953
筹资活动现金流	-641	-769	641	-4	17
短期借款	14	-25	209	-80	-100
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	-654	-743	432	76	118
现金净增加额	2551	2904	3596	5273	905

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	26575	27984	27760	30279	31745
营业成本	16556	17080	16278	17349	17789
营业税金及附加	2327	2313	2304	2513	2635
营业费用	4869	5104	4969	5450	5778
管理费用	1386	1881	1915	2120	2095
研发费用	20	21	28	30	32
财务费用	-497	-484	-454	-498	-527
资产减值损失	147	121	28	127	133
其他收益	523	603	488	500	500
公允价值变动收益	54	57	57	57	57
投资净收益	21	25	25	25	25
资产处置收益	10	59	-10	-10	-10
营业利润	2378	2698	3251	3759	4382
营业外收入	16	35	24	23	20
营业外支出	14	6	35	2	2
利润总额	2380	2727	3240	3780	4400
所得税	819	798	948	1058	1232
净利润	1561	1929	2292	2721	3168
少数股东损益	139	77	91	109	127
归属母公司净利润	1422	1852	2201	2613	3041
EBITDA	3175	3399	3652	4104	4652
EPS (元)	1.05	1.37	1.63	1.93	2.25

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	1.1	5.3	-0.8	9.1	4.8
营业利润(%)	19.3	13.5	20.5	15.6	16.6
归属于母公司净利润(%)	12.6	30.2	18.8	18.7	16.4
获利能力					
毛利率(%)	37.7	39.0	41.4	42.7	44.0
净利率(%)	5.4	6.6	7.9	8.6	9.6
ROE(%)	8.4	9.7	10.3	11.1	11.6
ROIC(%)	6.2	6.9	7.6	8.2	8.7
偿债能力					
资产负债率(%)	45.2	46.6	44.4	45.6	40.0
净负债比率(%)	-48.9	-56.0	-65.6	-81.2	-76.7
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.8	2.1
速动比率	1.2	1.3	1.5	1.6	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	152.7	143.3	125.0	140.0	150.0
应付账款周转率	6.7	6.9	6.2	5.8	6.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.37	1.63	1.93	2.25
每股经营现金流(最新摊薄)	2.95	2.97	2.56	4.30	1.00
每股净资产(最新摊薄)	13.30	14.19	15.82	17.44	19.39
估值比率					
P/E	73.0	56.1	47.2	39.8	34.2
P/B	5.8	5.4	4.9	4.4	4.0
EV/EBITDA	29.7	27.1	24.3	20.3	17.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com