

青岛啤酒 (600600.SH)

业绩符合预期，盈利能力改善

事件：公司发布 2020 年报。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%；扣非归母净利润 18.2 亿元，同比+34.8%。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。

疫情影响下非即饮占比增加，下半年销量恢复性增长。公司 2020 年主品牌青岛啤酒实现销量 387.9 万吨，同比-4.2%；其中高端产品销量 179.2 万吨，同比-3.4%；其他品牌销量 394 万吨，同比-1.5%。由于餐饮、夜场渠道受到疫情影响较大，公司 2020 年现饮渠道销售占比约为 45% (2019 年为 60%)，因而中高端产品销量下滑幅度更大。2020 年下半年随着疫情逐步恢复，公司主品牌销量同比+5.7%，其他品牌销量同比持平，体现出公司加快渠道恢复及产品结构升级。

持续推动产品结构升级，华东、东南地区表现亮眼。公司持续推动产品结构升级，2020 年主品牌吨酒价同比+3.7%，白啤、琥珀拉格等新品销售良好。同时公司已在全国布局 200 多家“1903 青岛啤酒吧”，满足消费者个性化、场景化、高端化需求。分区域看，2020 年华东、东南地区毛利率分别同比提升 5.5pct、5.4pct，主要源于公司产品结构优化及价格调整。此外公司 2020 年在部分区域进行渠道变革，推行大客户模式，经销商数量下降 1163 家。

全年盈利能力改善，Q4 成本压力显现，销售费用增加。公司 2020Q4 成本压力显现，吨酒成本同比+5.1%；费用端 Q4 增加费用投放，销售费用率同比提升 0.5pct，预计增加渠道促销导致。Q4 公司新增 1.27 亿元股份支付费用，但减少职工安置支出约 4 亿元，因而管理费用下滑 8.4 pct。公司 Q4 计提资产减值 1.2 亿元，预计源于实施 100 万吨啤酒扩建项目合并产能导致；此外少数股东损益减亏 0.6 亿。如剔除资产减值、关厂安置费用及股权激励费用影响，2020 年调整后净利润约为 24.1 亿元，同比+7%，盈利能力改善。

盈利预测：受益疫情恢复，公司 2021 年产品销售结构、关厂进展逐步恢复正常，通过“增量、调结构、调价格、提费效”实现高质量发展。我们预计公司 2021/22/23 年分别实现收入 299.2/312.1/322.5 亿元，归母净利润 25.8/30.0/33.7 亿元，同比 +17.1%/16.2%/12.5%。当前市值对应 PE 43.1/37.1/33.0 倍，调整后 EV/EBITDA 分别为 21.7/19.7/18.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复影响动销；原材料价格上涨；行业竞争激烈。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	27,984	27,760	29,917	31,208	32,247
增长率 yoy (%)	5.3	-0.8	7.8	4.3	3.3
归母净利润 (百万元)	1,852	2,201	2,577	2,996	3,370
增长率 yoy (%)	30.2	18.9	17.1	16.2	12.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.36	1.61	1.89	2.20	2.47
净资产收益率 (%)	9.7	10.9	11.2	11.7	11.8
P/E (倍)	60.0	50.5	43.1	37.1	33.0
P/B (倍)	5.80	5.39	4.79	4.33	3.89

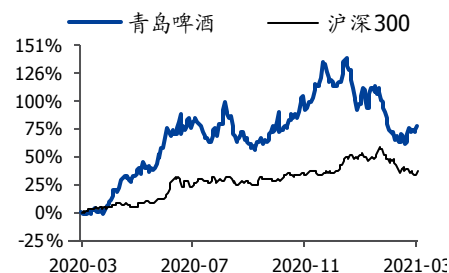
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

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	81.50
总市值(百万元)	111,180.90
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)	6.20

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 沈旻

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

相关研究

- 《青岛啤酒 (600600.SH)：Q4 销量逆势增长，产品结构优化》2021-03-07
- 《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



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	21002	24628	40457	32505	47180
现金	15302	18467	34750	27110	41420
应收票据及应收账款	226	125	207	178	213
其他应收款	86	74	97	111	128
预付账款	117	240	112	185	122
存货	3182	3281	2850	2480	2856
其他流动资产	2088	2441	2441	2441	2441
非流动资产	16311	16886	16564	16128	15695
长期投资	377	374	390	406	422
固定资产	10222	10303	10287	10216	10093
无形资产	2559	2504	2258	1951	1663
其他非流动资产	3153	3705	3629	3555	3517
资产总计	37312	41514	57021	48634	62874
流动负债	13354	15510	28333	17319	28524
短期借款	271	703	480	400	300
应付票据及应付账款	2388	2372	3264	2893	3055
其他流动负债	10695	12435	24589	14027	25169
非流动负债	4045	4636	4636	4636	4636
长期借款	0	0	-0	-0	-0
其他非流动负债	4045	4636	4636	4636	4636
负债合计	17399	20146	32969	21955	33161
少数股东权益	742	746	853	978	1118
股本	1351	1364	1364	1364	1364
资本公积	3444	3675	3675	3675	3675
留存收益	14189	15622	17232	19104	21211
归属母公司股东权益	19172	20622	23199	25700	28596
负债和股东权益	37312	41514	57021	48634	62874

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4017	4953	16359	-7374	14559
净利润	1929	2327	2684	3121	3511
折旧摊销	1115	1123	927	974	991
财务费用	-484	-471	-724	-776	-813
投资损失	-25	-25	-25	-25	-25
营运资金变动	1954	2251	13542	-10622	10941
其他经营现金流	-473	-251	-45	-45	-45
投资活动现金流	-348	-1488	-534	-468	-487
资本支出	1155	1295	-338	-451	-449
长期投资	-198	-470	-16	-16	-16
其他投资现金流	610	-662	-888	-935	-952
筹资活动现金流	-769	-356	458	202	238
短期借款	-25	432	-223	-80	-100
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
普通股增加	0	13	0	0	0
资本公积增加	0	231	0	0	0
其他筹资现金流	-743	-1032	681	282	338
现金净增加额	2904	3086	16283	-7640	14310

利润表 (百万元)

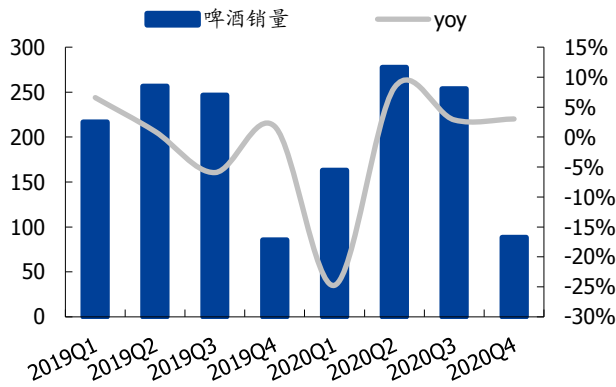
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	27984	27760	29917	31208	32247
营业成本	17080	16541	17472	17854	18142
营业税金及附加	2313	2219	2453	2590	2676
营业费用	5104	4985	5445	5711	5901
管理费用	1881	1678	1953	1936	1898
研发费用	21	21	30	31	32
财务费用	-484	-471	-724	-776	-813
资产减值损失	-121	-131	120	119	123
其他收益	603	517	500	500	500
公允价值变动收益	57	55	55	55	55
投资净收益	25	25	25	25	25
资产处置收益	59	-5	-10	-10	-10
营业利润	2698	3250	3739	4313	4858
营业外收入	35	15	24	23	20
营业外支出	6	25	35	2	2
利润总额	2727	3240	3728	4334	4876
所得税	798	913	1044	1214	1365
净利润	1929	2327	2684	3121	3511
少数股东损益	77	126	107	125	140
归属母公司净利润	1852	2201	2577	2996	3370
EBITDA	3399	3851	3892	4407	4860
EPS (元)	1.36	1.61	1.89	2.20	2.47

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	5.3	-0.8	7.8	4.3	3.3
营业利润(%)	13.5	20.5	15.0	15.4	12.6
归属于母公司净利润(%)	30.2	18.9	17.1	16.2	12.5
获利能力					
毛利率(%)	39.0	40.4	41.6	42.8	43.7
净利率(%)	6.6	7.9	8.6	9.6	10.5
ROE(%)	9.7	10.9	11.2	11.7	11.8
ROIC(%)	6.9	7.6	7.6	8.1	8.3
偿债能力					
资产负债率(%)	46.6	48.5	57.8	45.1	52.7
净负债比率(%)	-56.0	-62.0	-123.9	-83.4	-123.3
流动比率	1.6	1.6	1.4	1.9	1.7
速动比率	1.3	1.3	1.3	1.7	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	143.3	158.0	180.0	162.0	165.0
应付账款周转率	6.9	6.9	6.2	5.8	6.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.61	1.89	2.20	2.47
每股经营现金流(最新摊薄)	2.94	3.63	11.99	-5.41	10.67
每股净资产(最新摊薄)	14.05	15.12	17.01	18.84	20.96
估值比率					
P/E	60.0	50.5	43.1	37.1	33.0
P/B	5.8	5.4	4.8	4.3	3.9
EV/EBITDA	29.2	25.1	24.9	22.0	19.9

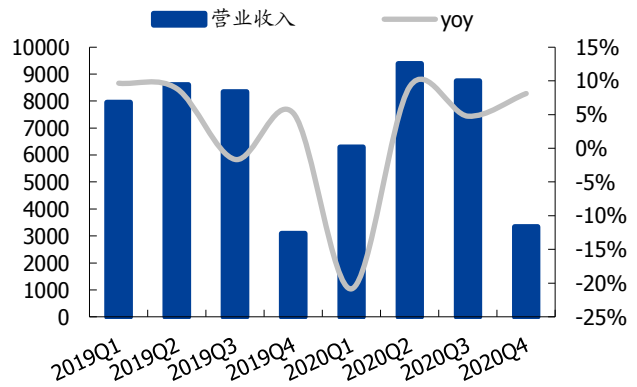
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司单季度啤酒销量及增速(万吨)



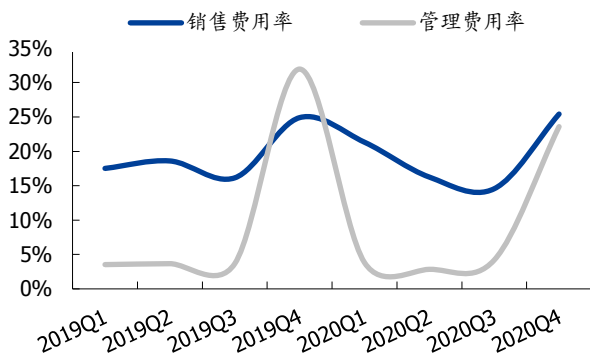
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 公司单季度营收及增速(百万元)



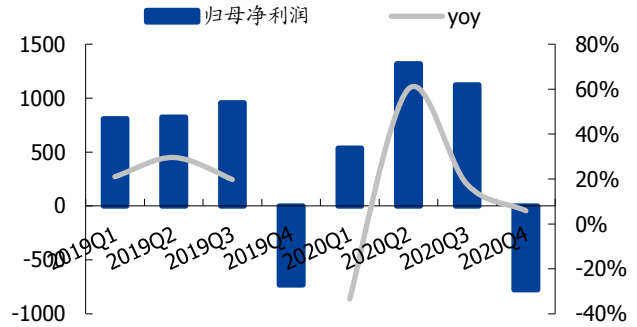
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司单季度费用率变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司单季度归母净利润及增速(百万元)



资料来源: 公司公告, 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