

# 青岛啤酒 (600600)

公司研究/点评报告

## 创新营销作用显著，利润端改善趋势延续

—青岛啤酒 (600600) 2020 年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 03 月 29 日

### 一、事件概述

3 月 25 日公司发布 2020 年年报，预计 2020 年实现营收 277.60 亿元，同比-0.80%；实现归母净利润 22.01 亿元，同比+18.86%，基本 EPS 为 1.63 元。拟每股派发现金红利人民币 0.75 元（含税）。

### 二、分析与判断

#### 疫情冲击影响全年销量，营销创新作用显著

2020 年公司实现营收 277.60 亿元，同比-0.80%；合 20Q4 单季度实现营收 33.38 亿元，同比+8.12%。销量方面，2020 年公司共实现销售 782.3 万千升，同比-2.82%；合 20Q4 单季度实现销售 88.10 万千升，同比+3.07%。分地区看，山东/华北/华南/华东/东南/海外地区分别实现收入 180.26/64.90/32.69/28.03/8.22/5.61 亿元，同比分别-2.39%/+1.41%/-7.25%/-5.90%/-7.18%/-14.21%。总体看，疫情对公司 2020 年啤酒动销负面影响较明显，尤其是相对弱势以及即饮渠道占比较高的华东、华南等地区。但得益于公司加快线上渠道拓展，推进实施“无接触配送”服务、率先开发全国“无接触配送数字地图”，建立和完善“电商+门店+厂家直销”的立体销售平台，开辟了疫情形势下全新的营销渠道，北方核心基本盘总体保持了相对稳态。

#### 吨价上行趋势不改，毛利率及费用率双重改善推动盈利增长提速

2020 年公司实现归母净利润 22.01 亿元，同比+18.86%；合 20Q4 单季度实现归母净利润-7.77 亿元，同比+5.87%。吨价方面，2020 年公司销售吨价约 3548 元，同比+2.08%。其中高端产品实现销售 179.2 万千升，同比-3.57%，下滑幅度略高于整体，预计主要是即饮渠道受疫情冲击。但得益于中低端产品促销政策收紧，整体吨价仍呈现显著的提升趋势，也使得毛利率达 40.42%，同比+1.46ppt。成本及费用方面，公司持续优化费用并精细化管理体系，提升促销费用有效性和营销效率。全年期间费用率 22.38%，同比-0.92ppt，主要来自销售费用率（同比-0.28ppt）及管理费用率（同比-0.68ppt）的贡献。毛利率及费用率的双重改善推动了盈利端的增长提速。

#### 未来发展具备多重看点，看好公司盈利能力持续改善

**收入端**，近年来公司主品牌表现优秀，产品结构进一步优化，受疫情影响整体罐化率有所提升，二者共同贡献公司盈利能力，且未来有望形成长期趋势，加速公司产品高端化战略落地。**成本端**，2019 年公司表示计划未来 3-5 年关停整合 10 家左右亏损企业，今年由于疫情影响，关厂节奏放缓，但长期来看公司提高经营效率、淘汰落后产能、打开盈利空间的决心不变。在强大品牌力与股权激励释放经营活力的双加持下，看好公司未来盈利能力持续上行。

### 三、投资建议

预计 21-23 年公司实现收入为 307.70/326.47/345.41 亿元，同比+10.8%/+6.1%/+5.8%；实现归属上市公司净利润为 26.30/29.53/33.45 亿元，同比+19.5%/+12.3%/+13.3%，折合 EPS 为 1.93/2.16/2.45 元，对应 PE 为 42/38/33 倍。公司估值水平低于啤酒板块 2021 年 51 倍 PE（wind 一致预期，算数平均法），考虑到公司成长的确定性和龙头地位，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示

疫情影响超预期、成本价格上涨超预期、食品安全风险等。

推荐

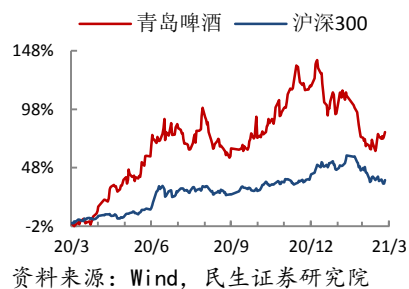
维持评级

当前价格： 81.50 元

交易数据 2021-3-26

近 12 个月最高/最低(元)	109.61/45.75
总股本(百万股)	1364.18
流通股本(百万股)	695.91
流通股比例(%)	51%
总市值(亿元)	1111.81
流通市值(亿元)	567.17

该股与沪深 300 走势比较



分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

电话：

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

1. 青岛啤酒 (600600) 2020 年业绩快报点评：营收及销量稳健增长，利润端逆势高增
2. 青岛啤酒 (600600) 2020 年三季报点评：Q3 实现量价齐升，未来发展具备多看点

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	27,760	30,770	32,647	34,541
增长率 (%)	-0.8%	10.8%	6.1%	5.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,201	2,630	2,953	3,345
增长率 (%)	18.9%	19.5%	12.3%	13.3%
每股收益 (元)	1.63	1.93	2.16	2.45
PE (现价)	50.0	42.3	37.7	33.2
PB	5.4	4.8	4.2	3.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	27,760	30,770	32,647	34,541
营业成本	16,541	18,385	19,409	20,407
营业税金及附加	2,219	2,431	2,579	2,729
销售费用	4,985	5,145	5,372	5,613
管理费用	1,678	1,809	1,858	1,848
研发费用	21	23	25	26
EBIT	2,316	2,977	3,405	3,918
财务费用	(471)	(266)	(326)	(393)
资产减值损失	(131)	6	2	10
投资收益	25	25	25	25
营业利润	3,250	3,909	4,385	4,965
营业外收支	(11)	50	60	70
利润总额	3,240	3,959	4,445	5,035
所得税	913	1,115	1,252	1,418
净利润	2,327	2,844	3,193	3,617
归属于母公司净利润	2,201	2,630	2,953	3,345
EBITDA	3,439	4,062	4,456	4,943
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	18467	22424	26893	32183
应收账款及票据	125	193	205	196
预付款项	240	195	207	243
存货	3281	3080	3908	3571
其他流动资产	552	552	552	552
流动资产合计	24628	28702	33642	38987
长期股权投资	374	399	424	449
固定资产	10303	10073	9988	9911
无形资产	2504	2211	1972	1746
非流动资产合计	16718	15350	14185	13116
资产合计	41346	44052	47827	52102
短期借款	703	703	703	703
应付账款及票据	2372	2688	2778	2944
其他流动负债	296	296	296	296
流动负债合计	15510	15372	15954	16613
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	3067	3067	3067	3067
非流动负债合计	4520	4520	4520	4520
负债合计	20030	19892	20474	21133
股本	1364	1364	1364	1364
少数股东权益	746	960	1200	1472
股东权益合计	21316	24160	27353	30969
负债和股东权益合计	41346	44052	47827	52102

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-0.8%	10.8%	6.1%	5.8%
EBIT 增长率	46.2%	28.5%	14.4%	15.1%
净利润增长率	18.9%	19.5%	12.3%	13.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	40.4%	40.3%	40.6%	40.9%
净利润率	7.9%	8.5%	9.0%	9.7%
总资产收益率 ROA	5.3%	6.0%	6.2%	6.4%
净资产收益率 ROE	10.7%	11.3%	11.3%	11.3%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.6	1.9	2.1	2.3
速动比率	1.4	1.7	1.9	2.1
现金比率	1.3	1.6	1.8	2.1
资产负债率	0.5	0.5	0.4	0.4
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.8	1.7	1.7	1.7
存货周转天数	70.3	62.2	64.7	65.7
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.6	1.9	2.2	2.5
每股净资产	15.1	17.0	19.2	21.6
每股经营现金流	3.6	2.6	3.1	3.8
每股股利	0.8	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	50.0	42.3	37.7	33.2
PB	5.4	4.8	4.3	3.8
EV/EBITDA	27.0	21.9	19.0	16.0
股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	2,327	2,844	3,193	3,617
折旧和摊销	1,255	1,091	1,053	1,035
营运资金变动	1,977	(261)	110	594
经营活动现金流	4,916	3,609	4,281	5,161
资本开支	1,275	(359)	(198)	(140)
投资	(470)	0	0	0
投资活动现金流	(1,488)	359	198	140
股权募资	282	0	0	0
债务募资	450	0	0	0
筹资活动现金流	(356)	(11)	(11)	(11)
现金净流量	3,073	3,958	4,468	5,290

## 分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

## 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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。