

公司研究

2020年表现符合预期，产品结构升级持续

——青岛啤酒（600600.SH）2020年度业绩点评

要点

事件：青岛啤酒发布2020年报，2020年公司实现营收277.6亿元，yoy+0.8%；归母净利润22.01亿元，yoy+18.86%。Q4单季实现营收33.38亿元，yoy+8.12%；Q4单季归母净利润7.77亿元。

销量增长态势好于行业水平，产品结构持续改善：

2020年公司实现销量782万千升，yoy-2.86%，吨酒价小幅提升1.9%至3495.9元/千升，吨酒价的提升主要由于1)公司对山东区域的经典、崂山系列提价；2)罐装化率提升。Q4单季实现销量88万千升，yoy+2.92%，表现好于行业平均水平。具体看产品结构，公司主品牌青岛啤酒共实现销量387.9万千升，yoy+4.2%；包括百年之旅、琥珀拉格、奥古特、鸿运当头、经典1903、纯生啤酒在内的高端产品实现销量179.2万千升，yoy+3.4%，其他品牌实现销量394万千升，yoy-1.5%。分地区看，公司主要销售区域山东/华北/华南/华东地区分别实现收入180.26/64.9/32.68/28.02亿元，yoy-1.49%/+3.53%/-4.73%/+1.58%。

2020年公司全年毛利率为40.42%，yoy+1.45pct，产品组合升级带动毛利率改善。其中，主品牌毛利率yoy+1.4pct至48.3%，其他品牌毛利率yoy+2.0pct至27.5%。费用端，公司费用管控能力良好，管理/销售费用率均有所下降，公司销售费用率17.96%，yoy-0.28pct，管理费用率6.04%，yoy-0.68pct。报告期内，受益于毛利改善和费用使用效率提升，公司净利率同比提升1.49pct至8.38%。

高端新品+创意线下活动，消费者对品牌的认知进一步增强：

回顾2020年，虽然新冠疫情对啤酒行业产生了较大冲击，但公司快速应变，积极调整营销策略，同时进行了有效的费用管控。产品上，公司开发并投放市场的百年之旅、琥珀拉格等超高端新品，持续引领超高端市场的消费潮流。在销售渠道上，公司实施“无接触配送”服务，开发“无接触配送数字地图”，实现线上销售与线下配送的接轨；同时积极拓展社区团购模式，建立和完善“电商+门店+厂家直销”的立体销售平台。在线下推广方面，已在全国布局200多家

“TSINGTAO1903 青岛啤酒吧”，以高端、个性和时尚的产品与消费者互动交流，不断满足消费者个性化、场景化、便捷化、高端化的需求。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司产品组合升级态势良好，我们上调2021-2022年净利润预测分别至26.1亿元（上调10.5%）和29.6亿元（上调11.9%）。

引入2023年净利润预测33.1亿元。维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争恶化；渠道掌控力减弱；原材料成本上涨。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	27,984	27,760	29,462	31,009	32,655
营业收入增长率	5.30%	-0.80%	6.13%	5.25%	5.31%
净利润（百万元）	1,852	2,201	2,610	2,955	3,313
净利润增长率	30.23%	18.86%	18.55%	13.22%	12.12%
EPS（元）	1.37	1.61	1.91	2.17	2.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.66%	10.67%	11.75%	12.33%	12.79%
P/E	61	52	44	39	35
P/B	5.9	5.5	5.1	4.8	4.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-29

买入（维持）

当前价：83.80元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.64
总市值(亿元)	1143.18
一年最低/最高(元)	43.42/110.70
近3月换手率	37.81%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	12.68	-15.99	45.80
绝对	5.82	-15.91	83.16

资料来源：Wind

相关研报

Q3业绩增长稳健，量价齐升符合预期——青岛啤酒（600600.SH）20年Q3业绩点评（2020-10-30）

二季度复苏效果明显，产品高端化趋势不变——青岛啤酒（600600.SH）2020H1业绩点评（2020-08-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	27,984	27,760	29,462	31,009	32,655
营业成本	17,080	16,541	17,365	18,051	18,773
折旧和摊销	1,102	1,105	1,687	1,746	1,822
税金及附加	2,313	2,219	2,355	2,479	2,610
销售费用	5,104	4,985	5,303	5,582	5,878
管理费用	1,881	1,678	1,781	1,874	1,974
研发费用	21	21	23	24	25
财务费用	-484	-471	-619	-759	-884
投资收益	25	25	25	25	25
营业利润	2,698	3,250	3,821	4,339	4,884
利润总额	2,727	3,240	3,826	4,344	4,889
所得税	798	913	1,078	1,224	1,377
净利润	1,929	2,327	2,748	3,120	3,512
少数股东损益	77	126	138	166	199
归属母公司净利润	1,852	2,201	2,610	2,955	3,313
EPS(按最新股本计)	1.37	1.61	1.91	2.17	2.43

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,017	4,953	5,011	4,459	4,908
净利润	1,852	2,201	2,610	2,955	3,313
折旧摊销	1,102	1,105	1,687	1,746	1,822
净营运资金增加	-1,116	-1,608	-1,234	-374	-476
其他	2,179	3,255	1,949	132	250
投资活动产生现金流	-348	-1,488	-1,511	-1,520	-1,721
净资本支出	-907	-1,275	-1,450	-1,550	-1,750
长期投资变化	377	374	0	-1	-1
其他资产变化	183	-587	-61	30	30
融资活动现金流	-769	-356	-360	229	234
股本变化	0	13	0	0	0
债务净变化	-4	452	-703	0	0
无息负债变化	2,018	2,295	2,027	1,229	1,305
净现金流	2,904	3,086	3,140	3,168	3,421

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	39.0%	40.4%	41.1%	41.8%	42.5%
EBITDA 率	12.2%	14.7%	16.7%	17.3%	18.0%
EBIT 率	8.2%	10.7%	11.0%	11.7%	12.4%
税前净利润率	9.7%	11.7%	13.0%	14.0%	15.0%
归母净利润率	6.6%	7.9%	8.9%	9.5%	10.1%
ROA	5.2%	5.6%	6.2%	6.5%	6.9%
ROE (摊薄)	9.7%	10.7%	11.8%	12.3%	12.8%
经营性 ROIC	55.0%	157.0%	-304.0%	-129.3%	-88.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	47%	49%	48%	48%	47%
流动比率	1.57	1.59	1.73	1.87	2.01
速动比率	1.33	1.38	1.51	1.66	1.80
归母权益/有息债务	65.36	27.67	530.29	574.86	624.56
有形资产/有息债务	108.95	48.16	929.98	1010.04	1098.23

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	37,312	41,514	44,563	47,704	51,148
货币资金	15,302	18,467	21,607	24,775	28,196
交易性金融资产	1,524	1,889	1,889	1,889	1,889
应收帐款	151	120	127	133	141
应收票据	75	6	6	6	7
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	3,182	3,281	3,445	3,581	3,724
其他流动资产	651	626	489	512	458
流动资产合计	21,002	24,628	27,814	31,158	34,686
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	377	374	374	375	376
固定资产	10,221	10,302	9,234	8,295	7,487
在建工程	179	340	990	1,530	2,040
无形资产	2,559	2,504	2,503	2,503	2,502
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	1,307
其他非流动资产	140	226	320	320	320
非流动资产合计	16,311	16,886	16,749	16,546	16,462
总负债	17,399	20,146	21,470	22,699	24,004
短期借款	271	703	0	0	0
应付账款	2,167	2,223	2,333	2,426	2,523
应付票据	221	149	157	163	170
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2,425	3,371	3,747	4,090	4,453
流动负债合计	13,354	15,510	16,087	16,637	17,220
长期借款	0	0	0	0	-1
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,488	4,007	4,754	5,433	6,155
非流动负债合计	4,045	4,636	5,383	6,062	6,784
股东权益	19,913	21,368	23,093	25,005	27,145
股本	1,351	1,364	1,364	1,364	1,364
公积金	4,845	5,076	5,076	5,076	5,076
未分配利润	12,788	14,221	15,807	17,554	19,494
归属母公司权益	19,172	20,622	22,209	23,955	25,895
少数股东权益	742	746	884	1,050	1,249

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	18.24%	17.96%	18.00%	18.00%	18.00%
管理费用率	6.72%	6.04%	6.04%	6.04%	6.04%
财务费用率	-1.73%	-1.70%	-2.10%	-2.45%	-2.71%
研发费用率	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
所得税率	29%	28%	28%	28%	28%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.55	0.75	0.89	1.01	1.13
每股经营现金流	2.97	3.63	3.67	3.27	3.60
每股净资产	14.19	15.12	16.28	17.56	18.98
每股销售收入	20.71	20.35	21.60	22.73	23.94

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	61	52	44	39	35
PB	5.9	5.5	5.1	4.8	4.4
EV/EBITDA	28.7	23.5	18.8	16.6	14.7
股息率	0.7%	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------