



2021年3月30日

青岛啤酒(600600):产品结构优化,盈利稳步提升

食品饮料

推荐(维持)当前股价:83.80元

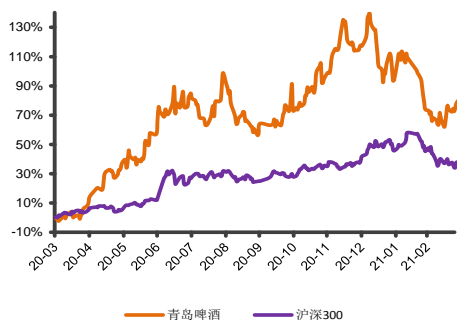
主要财务指标(单位:百万元)

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 27,760 | 30,536 | 32,678 | 33,990 |
| (+/-) | -0.8% | 10.0% | 7.0% | 4.0% |
| 营业利润 | 3,250 | 3,764 | 4,571 | 5,213 |
| (+/-) | 20.5% | 15.8% | 21.5% | 14.0% |
| 归属母公司 | 2,201 | 2,575 | 3,153 | 3,611 |
| 净利润 | | | | |
| (+/-) | 18.9% | 17.0% | 22.4% | 14.5% |
| EPS(元) | 1.61 | 1.89 | 2.31 | 2.65 |
| 市盈率 | 51.9 | 44.4 | 36.3 | 31.7 |

公司基本情况(最新)

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本/已流通股(亿股) | 13.64 / 6.96 |
| 流通市值(亿元) | 583 |
| 每股净资产(元) | 15.12 |
| 资产负债率(%) | 48.5 |

股价表现(最近一年)



资料来源:Wind, 华鑫证券研发部

分析师:万蓉

执业证书编号:S1050511020001

电话:021-54967577

邮箱:wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址:上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编:200030

电话:(86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

● 公司于3月28日下午发布2020年报。报告期内,公司实现营业收入277.60亿元,同比-0.8%;实现归属于上市公司股东的净利润22.01亿元,同比增18.86%;扣非后净利润18.16亿元,同比增34.79%;每股收益1.63元。其中Q4单季实现营业收入33.38亿元,同比增8.12%;归母净利润-7.77亿元,同比减5.87%;每股收益-0.57元。拟每10股派发现金红利0.75元(含税)。

● 产品结构优化,公司净利润增长。2020年,受新冠肺炎疫情的影响,国内啤酒行业实现啤酒产量3,411万千升,同比下降7.0%。公司逆流而上,报告期内实现产品销量782万千升,营业收入277.60亿元,同比减少0.8%;归母净利润22.01亿元,同比增长18.86%,主要得益于啤酒吨价提升1.9%至3,496元、成本下降以及期间费用率优化所致。其中Q4单季销量88.1万千升,同比+3.0%;收入33.38亿元,同比+8.1%,经营保持稳健增长。分产品来看,青岛主品牌收入172.51亿元,同比-0.75%,毛利率上升1.41pct至48.25%;其他品牌收入100.87亿元,同比-1.47%,毛利率上升2pct至27.54%,主要是成本控制有效。分地区来看,华北、华东地区营业收入小幅增长,分别为64.90、28.03亿元,同比+3.53%/+1.58%,毛利率增1.46/5.49pct;山东、华南、东南地区营业收入微降,分别为180.26、32.69和8.23亿元,同比-1.49%/-4.73%/-0.06%,毛利率增0.6/1.75/5.4pct,华东地区、东南地区毛利率大幅增加主要是产品结构优化及提价所致。

● 期间费用率控制良好,毛利率/净利率稳中有升。全年期间费用率22.38%,同比下降0.92pct,其中销售费用率17.96%,同比下降0.28pct,主要是政府减免社保费用和运输费用减少导致;管理费用率6.12%,同比下降0.68pct,主要是政府减免社保费用导致;财务费用率和研发费用率基



本保持稳定。综合毛利率上升 1.46pct 至 40.42%。公司净利率上升 1.31pct 至 7.93%。

● **公司未来看点。**(1) 公司产品结构优化,主品牌青岛啤酒共实现销量 387.9 万千升,其中“百年之旅、琥珀拉格、奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒”等高端产品共实现销量 179.2 万千升。公司不断提升中高端产品占比,引领高端产品消费潮流;(2) 公司启动实施了青岛啤酒智慧产业示范园 100 万千升啤酒扩建项目、青岛啤酒厂智能制造示范工厂等改扩建项目,大幅提高公司高端产品供应能力;(3) 青岛啤酒厂获世界经济论坛评为全球首家啤酒饮料行业工业互联网“灯塔工厂”,公司积极向数字化生产转型,提升产业链、供应链现代化水平,形成优势产业集群;(4) 公司培育多渠道专业经销商,不断完善覆盖全国主要市场的销售网络及遍及全球一百余个国家和地区的经销网络,巩固基地市场优势地位的同时提高新兴市场的占有率。

● **盈利预测:** 我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 305.36、326.78 和 339.90 亿元, EPS 分别为 1.89、2.31 和 2.65 元,当前股价对应 PE 分别为 44.4、36.3 和 31.7 倍,考虑到公司行业龙头的地位,高端产品存在超预期的可能,给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示:** 新冠疫情导致经济下行,消费需求下滑的风险;原材料价格波动风险;食品安全问题。



图表 1: 公司盈利预测

| 资产负债表(百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 利润表(百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产: | | | | | 营业收入 | 27,760 | 30,536 | 32,678 | 33,990 |
| 货币资金 | 18,467 | 21,706 | 25,206 | 29,164 | 营业成本 | 16,541 | 18,368 | 19,496 | 20,179 |
| 应收款 | 199 | 424 | 454 | 472 | 营业税金及附加 | 2,219 | 2,219 | 2,219 | 2,219 |
| 存货 | 3,281 | 3,163 | 3,358 | 3,475 | 销售费用 | 4,985 | 5,649 | 5,947 | 6,084 |
| 其他流动资产 | 2,681 | 2,815 | 2,956 | 3,104 | 管理费用 | 1,678 | 1,771 | 1,863 | 1,903 |
| 流动资产合计 | 24,628 | 28,109 | 31,973 | 36,215 | 财务费用 | -471 | -734 | -861 | -1,002 |
| 非流动资产: | | | | | 研发费用 | 21 | 31 | 33 | 34 |
| 金融类资产 | 0.60 | 0.66 | 0.73 | 0.80 | 费用合计 | 6,213 | 6,717 | 6,981 | 7,020 |
| 固定资产+在建工程 | 10,642 | 10,942 | 11,323 | 11,706 | 资产减值损失 | -129 | -90 | -63 | -44 |
| 无形资产+商誉 | 3,811 | 4,192 | 4,611 | 5,072 | 公允价值变动 | 55 | 58 | 61 | 64 |
| 其他非流动资产 | 2,432 | 2,675 | 2,943 | 3,237 | 投资收益 | 25 | 27 | 28 | 29 |
| 非流动资产合计 | 16,886 | 17,810 | 18,878 | 20,016 | 营业利润 | 3,250 | 3,764 | 4,571 | 5,213 |
| 资产总计 | 41,514 | 45,919 | 50,851 | 56,231 | 加: 营业外收入 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债: | | | | | 减: 营业外支出 | 25 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 703 | 738 | 775 | 814 | 利润总额 | 3,240 | 3,764 | 4,571 | 5,213 |
| 应付账款、票据 | 2,372 | 2,704 | 2,870 | 2,971 | 所得税费用 | 913 | 1,060 | 1,288 | 1,469 |
| 其他流动负债 | 12,435 | 13,642 | 15,005 | 16,504 | 净利润 | 2,327 | 2,704 | 3,284 | 3,745 |
| 流动负债合计 | 15,510 | 17,084 | 18,651 | 20,289 | 少数股东损益 | 126 | 128 | 131 | 133 |
| 非流动负债: | | | | | 归母净利润 | 2,201 | 2,575 | 3,153 | 3,611 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 4,636 | 4,868 | 5,111 | 5,367 | 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 非流动负债合计 | 4,636 | 4,868 | 5,111 | 5,367 | 成长性 | | | | |
| 负债合计 | 20,146 | 21,952 | 23,762 | 25,656 | 营业收入增长率 | -0.8% | 10.0% | 7.0% | 4.0% |
| 所有者权益 | | | | | 营业利润增长率 | 20.5% | 15.8% | 21.5% | 14.0% |
| 股本 | 1,364 | 1,364 | 1,364 | 1,364 | 归母净利润增长率 | 18.9% | 17.0% | 22.4% | 14.5% |
| 资本公积金 | 3,675 | 3,675 | 3,675 | 3,675 | 总资产增长率 | 11.3% | 10.6% | 10.7% | 10.6% |
| 未分配利润 | 14,221 | 15,881 | 17,891 | 20,178 | 盈利能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 746 | 746 | 746 | 746 | 毛利率 | 40.4% | 39.8% | 40.3% | 40.6% |
| 所有者权益合计 | 21,368 | 23,999 | 25,637 | 28,298 | 营业利润率 | 11.7% | 12.3% | 14.0% | 15.3% |
| 负债和所有者权益 | 41,514 | 45,251 | 49,399 | 53,954 | 三项费用/营收 | 22.4% | 22.0% | 21.4% | 20.7% |
| | | | | | EBIT/销售收入 | 11.7% | 12.4% | 14.1% | 15.4% |
| | | | | | 净利润率 | 8.4% | 8.9% | 10.0% | 11.0% |
| | | | | | ROE | 10.9% | 11.6% | 12.8% | 13.2% |
| 现金流量表(百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 营运能力 | | | | |
| 净利润 | 2327 | 2704 | 3284 | 3745 | 总资产周转率 | 66.9% | 66.5% | 64.3% | 60.4% |
| 折旧与摊销 | 1123 | 979 | 1047 | 1117 | 资产结构 | | | | |
| 财务费用 | -288 | -734 | -861 | -1002 | 资产负债率 | 48.5% | 47.8% | 46.7% | 45.6% |
| 存货的减少 | -101 | 118 | -194 | -118 | 现金流质量 | | | | |
| 营运资本变化 | 2352 | 107 | 136 | 82 | 经营净现金流/净利润 | 2.13 | 1.44 | 1.28 | 1.25 |
| 其他非现金部分 | -498 | 713 | 779 | 852 | 每股数据(元/股) | | | | |
| 经营活动现金净流量 | 4953 | 3886 | 4190 | 4677 | 每股收益 | 1.61 | 1.89 | 2.31 | 2.65 |
| 投资活动现金净流量 | -1488 | -1360 | -1428 | -1499 | 每股净资产 | 15.66 | 17.08 | 18.79 | 20.74 |
| 筹资活动现金净流量 | -356 | 713 | 738 | 781 | | | | | |
| 现金流量净额 | 3,086 | 3,239 | 3,500 | 3,958 | | | | | |

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期个股相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 推荐 | >15% |
| 2 | 审慎推荐 | 5%---15% |
| 3 | 中性 | (-) 5%--- (+) 5% |
| 4 | 减持 | (-) 15%--- (-) 5% |
| 5 | 回避 | < (-) 15% |

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期行业相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| 2 | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| 3 | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>