

青岛啤酒 (600600)

高端化竞争力不断夯实，费用精细化下盈利能力持续改善

事件：公司发布 2020 年年报，2020 年公司实现营业收入 277.60 亿元，同比-0.80%；实现归母净利润 22.01 亿元，同比+18.86%。其中，20Q4 实现营收 33.38 亿元，同比+8.12%；实现归母净利润-7.77 亿元。

高端化布局持续完善，产能建设支撑结构转型。疫情影响下国内啤酒行业整体承压，全年啤酒行业累计产量 3411 万千升(-7.0%)，在此背景下公司全年实现产品销量 782 万千升(-2.86%)，全年营收 277.60 亿元(-0.80%)，录得较小降幅。公司整体表现优于行业，主因一方面公司积极应对疫情影响，通过到家业务、提高流通渠道铺市、推动罐化率提升等措施，扩大非即饮占比(20 年 55%)，助力销量快速恢复。另一方面，公司持续推动产品结构升级，报告期内实现吨价 3549.84 元(+2.12%)。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，占比 46.20%。此外，公司加快数字化生产转型和智能制造以及工业互联网推进的步伐，启动 100 万千升啤酒扩建项目与其他改扩建项目，有力支持销售供应与高端化转型。

结构优化升级叠加费用精细控制，盈利能力保持良好增长。2020 年公司归母净利率为 7.93%(+1.31pct)，实现利润的逆势增长。盈利能力的提升，一方面来源于消费升级背景下公司产品结构优化带来毛利率改善，在“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略下，公司加码超高端市场，开发并投放市场的“百年之旅、琥珀拉格”等新产品推进创新驱动和产品结构优化升级，20 年毛利率为 40.42%(+1.46pcts)，保持了在国内啤酒中高端产品市场的竞争优势；另一方面，公司积极降本增效，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，2020 年公司销售/管理费用率为 17.96%/6.12%，同比-0.28pcts/-0.68pct。

行业恢复和消费升级带来新增长机会，高质量发展下盈利空间持续打开。我们认为后疫情时期啤酒行业销量恢复与消费结构持续升级是公司未来增长的主要机遇，通过增量、调结构、调价格、提费效实现可持续高质量发展是发展战略。在行业高端化竞争中公司优势明显，一方面，公司具备向高端化进发的品牌及市场基础，持续推新构建清晰完善的上行产品布局，渠道端 TSINGTAO1903 青岛啤酒吧创新渠道模式，培育多元消费场景，提高品牌力。另一方面，公司生产线优化改造，布局高端产品生产，也为产品线丰富升级奠定坚实基础。此外，公司积极推动连片发展，优化管理效率，为公司盈利能力提升打开空间。

盈利预测：由于公司年报披露，故更新盈利预测，预计公司 2021-2022 年营收由 307.68/331.63 亿元调整至 306.80/328.76 亿元，同比增长 10.52%/7.16%，净利润由 27.78/34.22 亿元调整至 28.06/35.62 亿元，同比增长 27.45%/26.95%，EPS 分别为 2.06/2.61 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：疫情持续、政策风险、食品安全风险、销量不及预期等

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	27,983.76	27,759.71	30,679.80	32,875.93	34,983.59
增长率(%)	5.30	(0.80)	10.52	7.16	6.41
EBITDA(百万元)	2,909.77	3,653.29	4,372.13	5,411.32	6,736.45
净利润(百万元)	1,852.10	2,201.32	2,805.63	3,561.72	4,451.59
增长率(%)	30.23	18.86	27.45	26.95	24.98
EPS(元/股)	1.36	1.61	2.06	2.61	3.26
市盈率(P/E)	61.72	51.93	40.75	32.10	25.68
市净率(P/B)	5.96	5.54	5.04	4.50	3.93
市销率(P/S)	4.09	4.12	3.73	3.48	3.27
EV/EBITDA	17.68	31.39	20.34	15.72	12.16

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	83.8 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	709.11
流通 A 股股本(百万股)	695.91
A 股总市值(百万元)	59,423.72
流通 A 股市值(百万元)	58,317.56
每股净资产(元)	15.12
资产负债率(%)	48.53
一年内最高/最低(元)	110.70/43.75

作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
吴文德	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003	
wuwende@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《青岛啤酒-公司点评:结构升级持续推进，利润弹性不断释放》2021-03-08
- 2 《青岛啤酒-季报点评:结构升级持续推进，看行业龙头的再升级》2020-10-30
- 3 《青岛啤酒-半年报点评:产品结构持续升级，二季度业绩恢复超预期》2020-09-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	15,301.98	18,466.88	23,411.75	27,354.38	30,604.38
应收票据及应收账款	226.17	125.16	281.01	155.75	301.13
预付账款	117.16	239.88	85.14	257.37	103.73
存货	3,181.77	3,281.03	2,724.14	3,717.26	2,943.75
其他	2,174.74	2,515.17	2,529.87	2,415.32	2,458.45
流动资产合计	21,001.82	24,628.12	29,031.90	33,900.09	36,411.44
长期股权投资	376.64	374.33	374.33	374.33	374.33
固定资产	10,222.03	10,302.63	9,943.45	9,545.91	9,112.35
在建工程	178.99	339.81	239.88	191.93	145.16
无形资产	2,558.57	2,503.84	2,302.11	2,100.37	1,898.64
其他	2,974.32	3,365.46	2,998.98	3,085.07	3,099.75
非流动资产合计	16,310.57	16,886.07	15,858.76	15,297.62	14,630.23
资产总计	37,312.38	41,514.19	44,890.66	49,197.72	51,041.67
短期借款	270.91	703.27	287.00	385.00	269.00
应付票据及应付账款	2,388.00	2,372.09	2,706.58	2,495.66	2,795.12
其他	10,694.87	12,434.58	14,310.33	15,558.01	13,208.54
流动负债合计	13,353.78	15,509.95	17,303.90	18,438.67	16,272.66
长期借款	0.21	0.00	0.50	1.00	1.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4,045.02	4,636.19	3,993.01	4,224.74	4,284.65
非流动负债合计	4,045.23	4,636.19	3,993.51	4,225.74	4,286.15
负债合计	17,399.01	20,146.13	21,297.41	22,664.41	20,558.81
少数股东权益	741.79	746.09	928.18	1,122.05	1,383.74
股本	1,350.98	1,364.18	1,364.18	1,364.18	1,364.18
资本公积	3,444.32	3,675.29	3,675.29	3,675.29	3,675.29
留存收益	17,633.23	19,296.86	21,300.88	24,047.08	27,734.94
其他	(3,256.95)	(3,714.37)	(3,675.29)	(3,675.29)	(3,675.29)
股东权益合计	19,913.37	21,368.05	23,593.24	26,533.31	30,482.86
负债和股东权益总计	37,312.38	41,514.19	44,890.66	49,197.72	51,041.67

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,929.12	2,326.97	2,805.63	3,561.72	4,451.59
折旧摊销	1,114.78	1,122.61	720.83	727.23	732.07
财务费用	(355.96)	(287.55)	(502.34)	(510.00)	(511.83)
投资损失	(24.51)	(25.24)	(24.88)	(25.06)	(24.97)
营运资金变动	3,689.43	3,574.84	2,144.67	361.73	(1,226.08)
其它	(2,336.30)	(1,758.20)	237.09	248.87	316.69
经营活动现金流	4,016.55	4,953.42	5,381.02	4,364.49	3,737.47
资本支出	14.30	698.17	703.18	(151.73)	(9.91)
长期投资	6.16	(2.31)	0.00	0.00	0.00
其他	(368.22)	(2,183.60)	(442.84)	(70.16)	(112.31)
投资活动现金流	(347.77)	(1,487.74)	260.34	(221.89)	(122.22)
债权融资	293.32	745.36	309.07	414.62	301.26
股权融资	516.86	488.64	541.42	510.00	511.83
其他	(1,578.90)	(1,590.10)	(1,546.98)	(1,124.59)	(1,178.35)
筹资活动现金流	(768.72)	(356.09)	(696.48)	(199.97)	(365.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,900.07	3,109.59	4,944.87	3,942.63	3,249.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	27,983.76	27,759.71	30,679.80	32,875.93	34,983.59
营业成本	17,080.44	16,540.61	17,374.40	17,928.33	18,238.66
营业税金及附加	2,313.32	2,219.07	2,423.70	2,564.32	2,711.23
营业费用	5,103.51	4,984.55	5,522.36	5,884.79	6,227.08
管理费用	1,881.05	1,678.05	1,863.37	1,968.15	1,954.23
研发费用	21.09	21.47	24.54	26.30	27.99
财务费用	(484.17)	(470.92)	(502.34)	(510.00)	(511.83)
资产减值损失	(121.05)	(130.55)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
公允价值变动收益	56.75	55.09	55.00	55.00	55.00
投资净收益	24.51	25.24	24.88	25.06	24.97
其他	(589.58)	(412.98)	(159.75)	(160.12)	(159.94)
营业利润	2,697.89	3,250.08	4,153.64	5,194.09	6,516.21
营业外收入	34.66	14.59	30.00	32.00	40.00
营业外支出	5.64	25.12	5.00	10.00	10.00
利润总额	2,726.91	3,239.55	4,178.64	5,216.09	6,546.21
所得税	797.79	912.58	1,190.91	1,460.51	1,832.94
净利润	1,929.12	2,326.97	2,987.73	3,755.59	4,713.27
少数股东损益	77.01	125.65	182.09	193.87	261.69
归属于母公司净利润	1,852.10	2,201.32	2,805.63	3,561.72	4,451.59
每股收益（元）	1.36	1.61	2.06	2.61	3.26

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	5.30%	-0.80%	10.52%	7.16%	6.41%
营业利润	13.47%	20.47%	27.80%	25.05%	25.45%
归属于母公司净利润	30.23%	18.86%	27.45%	26.95%	24.98%
获利能力					
毛利率	38.96%	40.42%	43.37%	45.47%	47.87%
净利率	6.62%	7.93%	9.14%	10.83%	12.72%
ROE	9.66%	10.67%	12.38%	14.02%	15.30%
ROIC	39.97%	116.49%	-868.26%	-123.10%	-112.74%
偿债能力					
资产负债率	46.63%	48.53%	47.44%	46.07%	40.28%
净负债率	-75.37%	-82.93%	-97.92%	-101.53%	-99.41%
流动比率	1.57	1.59	1.68	1.84	2.24
速动比率	1.33	1.38	1.52	1.64	2.06
营运能力					
应收账款周转率	143.26	158.03	151.07	150.54	153.14
存货周转率	9.59	8.59	10.22	10.21	10.50
总资产周转率	0.78	0.70	0.71	0.70	0.70
每股指标（元）					
每股收益	1.36	1.61	2.06	2.61	3.26
每股经营现金流	2.94	3.63	3.94	3.20	2.74
每股净资产	14.05	15.12	16.61	18.63	21.33
估值比率					
市盈率	61.72	51.93	40.75	32.10	25.68
市净率	5.96	5.54	5.04	4.50	3.93
EV/EBITDA	17.68	31.39	20.34	15.72	12.16
EV/EBIT	28.46	45.00	24.35	18.16	13.64

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com