

业绩符合预期，高端化布局有望打开盈利空间

——青岛啤酒（600600）2020 年报点评



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

事件：青岛啤酒发布 2020 年年报，2020 全年实现营业收入 277.60 亿元，同比下降 0.80%，归属于上市公司股东的净利润 22.01 亿元，同比增长 18.86%，基本每股收益 18.63 元。

点评

❖ 业绩符合预期，吨价稳步提升

销量方面，2020 年年公司实现啤酒销量 782.3 万千升，受疫情影响同比下降 2.84%，仍优于行业 7.04% 的降幅。具体来看，主品牌青岛啤酒实现销量 387.9 万千升，同比下滑 4.25%，其中高端产品实现销量 179.2 万千升，同比下滑 3.45%；崂山等其他品牌实现销量 394 万千升，同比下滑 1.41%。毛利率方面，啤酒业务毛利率从 38.96% 提高到 40.42%，主要系受益于营业成本下行、产品提价以及罐化率提升。吨价来看，吨酒价从 19 年的 3431 元/吨增加到 20 年的 3549 元/吨，同比增长 3.44%；吨成本下降 0.88% 至 2076 元/吨。从区域角度来看，山东、华北、华南、华东、东南分别实现销售收入 180.26、64.90、32.69、28.03、8.23 亿元，分别同比 -1.49%、+3.53%、-4.72%、+1.59%、0.00%，除山东和华南地区受疫情影响销量承压，华北、华东地区保持稳健增长。

❖ 费用率持续优化，销售净利率率持续提升

公司净利率为 8.38%，同比提高 1.49 个百分点，主要系盈利改善叠加费用率不断优化所致。费用方面，期间费用率为 22.38%，同比下降 0.85 个百分点，其中销售费用率为 17.96%，同比下降 0.28 个百分点，主要系政府减免社会保险费以及运费减少；管理费用率为 6.04%，同比下降 0.68 个百分点，主要系政府减免社保以及内退福利（从 2019 年的 4.17 亿下降到 2020 年 0.26 亿）。未来随着公司产品结构的持续优化以及效率的提升，盈利能力有望持续改善。

❖ 产品结构优化升级，多方面布局有望打开盈利空间

受到疫情影响，公司建立和完善“电商+门店+厂家直销”的立体销售平台，加快线上消费渠道拓展。在产品上，深化实施“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，推进创新驱动和产品结构优化升级。布局超高端，上市“百年之旅、琥珀拉格”等产品，极大提升公司产品形象和市场竞争力。公司在年内推出股权激励计划，以 21.18 元/股向 627 名激励对象授予 1320 万股限制性股票，良好的激励机制有望提升公司整体运营效率。

❖ 维持公司“增持”评级

回顾全年，公司在疫情冲击下多措并举经营彰显韧性，业绩整体符合预期，优于啤酒行业表现；展望明年，随着消费场景恢复，青啤动销有望逐步恢复正

📌 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	食品饮料
报告时间	2021/03/29
前收盘价	83.80 元
公司评级	增持评级

📌 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002
ouyangyujian@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道
177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

常。由于 2020 年一季度在疫情影响下销量同比下滑较大，根据历年一季度销量情况，我们认为 2021 年一季度公司整体销量有望实现 20%以上的增速。中长期来看，青啤在高端领域具备品牌、资金等先发优势，未来凭借优质渠道、高端产品持续发力，仍将呈现马太效应下的强者恒强。预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 302.47、319.60、336.15 亿元；归属母公司净利润分别为 26.79、31.56、36.85 亿元；EPS 分别为 1.96、2.31、2.70 元/股，对应当前 PE 分别为 42.67、36.23、31.02 倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；疫情带来的不确定性风险；食品安全风险。

盈利预测与估值

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	27759.71	30247.22	31960.21	33614.89
+/-%	-0.80	8.96	5.66	5.18
归属母公司股东				
净利润(百万)	2201.32	2679.04	3155.51	3685.31
+/-%	18.86	21.70	17.78	16.79
EPS(元)	1.61	1.96	2.31	2.70
PE	51.93	42.67	36.23	31.02

资料来源：公司公告，川财证券研究所，盈利预测截止日期 2021/03/29

报表预测						现金流量表（人民币，百万）					
利润表（人民币，百万）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	27983.76	27759.71	30247.22	31960.21	33614.89	经营性现金净流量	4015.45	4948.89	4273.77	4123.42	4745.50
减:营业成本	17080.44	16540.61	17902.95	18840.93	19777.41	投资性现金净流量	-347.77	-1487.74	229.15	226.29	218.24
营业税金及附加	2313.32	2219.07	2417.92	2492.90	2521.12	筹资性现金净流量	-768.72	-356.09	-1021.80	-334.49	-369.93
营业费用	5103.51	4984.55	5384.01	5433.24	5546.46	现金流量净额	2903.00	3081.20	3481.12	4015.22	4593.81
管理费用	1881.05	1678.05	1754.34	1853.69	1848.82						
财务费用	-484.17	-470.92	-350.43	-453.43	-550.28						
资产减值损失	-121.05	-130.55	-200.00	-200.00	-180.00	财务分析和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
加:投资收益	24.51	25.24	0.00	0.00	0.00	盈利能力					
公允价值变动损益	56.75	55.09	55.34	55.73	55.39	毛利率	38.96%	40.42%	40.81%	41.05%	41.16%
其他经营损益	-256.10	-281.00	155.00	180.00	230.00	销售净利率	5.91%	7.58%	9.42%	10.50%	11.54%
营业利润	2035.82	2738.24	3548.78	4228.62	4936.76	ROE	9.66%	10.67%	11.84%	12.62%	13.27%
加:其他非经营损益	29.02	-10.54	0.00	0.00	0.00	ROA	4.82%	6.22%	7.98%	8.60%	8.88%
利润总额	2064.84	2727.70	3548.78	4228.62	4936.76	ROIC					
减:所得税	410.40	624.21	699.55	872.66	1057.49	成长能力					
净利润	1654.44	2103.50	2849.23	3355.96	3879.27	销售收入增长率	5.30%	-0.80%	8.96%	5.66%	5.18%
减:少数股东损益	77.01	125.65	170.19	200.46	193.96	净利润增长率	18.63%	27.14%	35.45%	17.78%	15.59%
归属母公司股东净利润	1852.10	2201.32	2679.04	3155.51	3685.31						
资产负债表（人民币，百万）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本结构					
货币资金	12081.33	14663.77	18144.90	22160.11	26753.92	资产负债率	28.72%	29.21%	18.66%	24.14%	16.85%
应收和预付款项	343.33	365.04	666.88	422.08	722.54	流动比率	1.98	2.08	3.56	2.83	4.32
存货	3181.77	3281.03	3714.07	3647.52	4079.97	速动比率	1.56	1.70	2.95	2.41	3.74
其他流动资产	2088.47	2441.27	2441.27	2441.27	2441.27	经营效率					
长期股权投资	376.64	374.33	374.33	374.33	374.33	总资产周转率	0.86	0.78	0.75	0.73	0.68
投资性房地产	36.50	27.18	27.18	27.18	27.18	存货周转率	5.37	5.04	4.82	5.17	4.85
固定资产和在建工程	10401.03	10642.43	10808.45	10974.47	11120.49	业绩和估值					
无形资产和开发支出	3865.68	3810.95	3810.95	3810.95	3810.95	EPS	1.36	1.61	1.96	2.31	2.70
其他非流动资产	108.11	143.93	100.80	57.67	57.67	BPS	14.05	15.12	16.59	18.33	20.35
资产总计	32482.86	35749.95	40088.83	43915.60	49388.33	PE	61.72	51.93	42.67	36.23	31.02
短期借款	270.91	703.27	0.00	0.00	0.00	PB	5.96	5.54	5.05	4.57	4.12
应付和预收款项	8663.72	8939.41	6681.21	9801.87	7523.20						
长期借款	0.21	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他负债	395.15	800.20	800.20	800.20	800.20						
负债合计	9329.99	10442.89	7481.41	10602.07	8323.40						
股本	1350.98	1364.18	1364.18	1364.18	1364.18						
资本公积	3444.32	3395.72	3395.72	3395.72	3395.72						
留存收益	14376.28	15862.06	17872.15	20239.73	23004.82						
归属母公司股东权益	19171.58	20621.96	22632.05	24999.63	27764.72						
少数股东权益	741.79	746.09	916.28	1116.74	1310.70						
股东权益合计	19913.37	21368.05	23548.33	26116.37	29075.42						
负债和股东权益合计	29243.36	31810.94	31029.74	36718.44	37398.83						

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004