

## 2020 年年报点评：业绩基本符合市场预期，产品结构升级，盈利能力进一步释放 买入（维持）

2021 年 04 月 02 日

证券分析师 何长天  
执业证号：S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	27,760	30,529	32,144	34,547
同比（%）	-0.8%	10.0%	5.3%	7.5%
归母净利润（百万元）	2,201	2,625	3,271	4,342
同比（%）	18.9%	19.2%	24.6%	32.8%
每股收益（元/股）	1.61	1.92	2.40	3.18
P/E（倍）	51.93	43.55	34.95	26.33

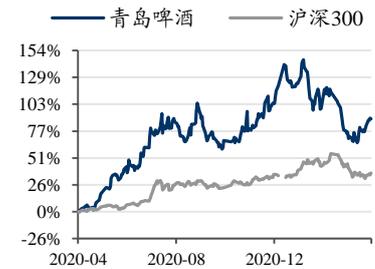
### 事件：

公司发布 2020 年年度报告，全年营业收入 277.6 亿元，同比下降 0.8%；归母净利润 22.01 亿元，同比增长 18.86%；全年总销量 782 万千升，同比下降 2.84%。Q4 营收 33.38 亿元，同比增长 8.12%，归母净利润 -7.77 亿元。

### 投资要点

- **业绩基本符合预期，产品结构升级：**受到疫情影响，公司 2020 年 Q1 营同比下降 20.86%，Q2、Q3、Q4 三个季度营收分别同比增长 9.15%、4.76%、8.12%。公司 2020 年主品牌青岛的销量为 387.9 万千升，占总销量的 49.6%，同比下降 4.25%；其中奥古特、鸿运当头、纯生等高端品牌销量为 179.2 万升，占总销量的 22.9%。其他品牌销量为 394 万千升，同比下降 1.41%。公司 2020 产品均价同比上涨 2.12%，未来高端产品占比提升有望带动产品均价继续上行。说明公司在疫情过后渠道恢复较快，产品结构优化升级。公司加快数字化转型和智能制造以及工业互联网的推进，启动 100 万千升啤酒扩建项目，提高高端产品供应能力
- **毛利稳步提升，控本效果明显：**公司在 2020 年毛利率上升至 40.4%，增加了 2pct。分地区来看，华东地区与东南地区的毛利率均上升超过 5pct，分别达到 30.9%与 29.6%；华北地区与华南地区毛利率增幅分别为 1.4pct 与 1.7pct，达到 34.9%与 35.1%；在最重要的山东地区毛利增幅为 0.6pct，达到 35.2%。各地区毛利全方位增加说明公司成本管控取得一定成效。受到新冠疫情影响，政府减免社保费用，公司产品运输费用减少，2020 年销售费用同比下降 2.33%，管理费用同比下降 10.79%。公司在啤酒行业整体产能过剩的情况下，通过关厂降本增效的方式，在未来关闭 10 家工厂提升产能利用率。2021 年，包材面临价格上涨压力，公司为维持利润水平不排除涨价的可能。
- **消费场景升级，经销网络优化：**公司在 2020 年投入“百年之旅，琥珀拉格”等超高端新型产品，向高端市场持续发力。通过在全国布局 200 多家“TSINGTAO1903 青岛啤酒吧”，公司以高端化、个性化、时尚化的方式与消费者互动交流，给消费者带来沉浸式体验。公司品牌价值在 2020 年达到 1792.85 亿元，保持中国啤酒行业第一的品牌地位。通过遍布在全球一百多个国家的经销商网络，公司提高对客户的掌握能力，巩固基础市场开拓新兴市场，推动公司市场运营能力和盈利能力的提升。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	84.43
一年最低/最高价	43.63/110.70
市净率(倍)	5.59
流通 A 股市值(百万元)	58755.99

### 基础数据

每股净资产(元)	15.12
资产负债率(%)	48.53
总股本(百万股)	1364.18
流通 A 股(百万股)	695.91

### 相关研究

- 1、《青岛啤酒 (600600)：结构升级继续向好，盈利改善空间较大》2020-10-30
- 2、《青岛啤酒 (600600)：高端化趋势不改，Q2 业绩超预期》2020-08-31
- 3、《青岛啤酒 (600600)：升级提效望共振，百年青啤谋复兴》2020-06-04

- **盈利预测与投资评级：**我们预计在公司智能化建设以及精细化管理的驱动下，产品结构持续优化，均价有望进一步提升。我们将2021年-2022年的EPS上调为1.92元(+0.1)、2.40元(+0.31)，2023年EPS为3.18元，预计2021年-2023年公司营收同比增速为10%、5.3%、7.5%，归母净利润同比增速为19.2%、24.6%、32.8%，对应PE为43.55、34.95、26.33，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新冠疫情不稳定风险；宏观经济下行压力风险；食品安全风险

青岛啤酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>24,628</b>	<b>26,812</b>	<b>30,010</b>	<b>34,679</b>	<b>营业收入</b>	<b>27,760</b>	<b>30,529</b>	<b>32,144</b>	<b>34,547</b>
现金	18,467	19,944	23,417	27,791	减:营业成本	16,541	18,364	18,762	19,192
应收账款	125	135	163	177	营业税金及附加	2,219	2,440	2,570	2,762
存货	3,281	3,894	3,436	4,062	营业费用	4,985	5,037	5,304	5,597
其他流动资产	2,755	2,839	2,993	2,649	管理费用	1,700	1,916	1,889	1,926
<b>非流动资产</b>	<b>16,886</b>	<b>16,916</b>	<b>16,161</b>	<b>15,822</b>	研发费用	21	23	24	26
长期股权投资	374	391	408	425	财务费用	-471	-489	-561	-675
固定资产	10,303	10,633	10,241	10,201	资产减值损失	-131	0	0	0
在建工程	340	293	247	218	加:投资净收益	25	32	26	27
无形资产	2,504	2,258	1,951	1,663	其他收益	517	487	533	535
其他非流动资产	3,365	3,341	3,314	3,315	资产处置收益	-5	5	17	19
<b>资产总计</b>	<b>41,514</b>	<b>43,728</b>	<b>46,171</b>	<b>50,501</b>	<b>营业利润</b>	<b>3,250</b>	<b>3,825</b>	<b>4,808</b>	<b>6,377</b>
<b>流动负债</b>	<b>15,510</b>	<b>15,972</b>	<b>15,708</b>	<b>16,242</b>	加:营业外净收支	-11	38	5	13
短期借款	703	703	703	703	<b>利润总额</b>	<b>3,240</b>	<b>3,863</b>	<b>4,814</b>	<b>6,391</b>
应付账款	2,372	2,920	2,480	3,047	减:所得税费用	913	1,088	1,356	1,800
其他流动负债	12,435	12,349	12,525	12,492	少数股东损益	126	150	187	248
<b>非流动负债</b>	<b>4,636</b>	<b>4,636</b>	<b>4,636</b>	<b>4,636</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,201</b>	<b>2,625</b>	<b>3,271</b>	<b>4,342</b>
长期借款	0	0	-0	-0	EBIT	2,728	3,329	4,206	5,665
其他非流动负债	4,636	4,636	4,636	4,636	EBITDA	3,851	4,409	5,354	6,843
<b>负债合计</b>	<b>20,146</b>	<b>20,609</b>	<b>20,344</b>	<b>20,878</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	746	896	1,083	1,330	每股收益(元)	1.61	1.92	2.40	3.18
归属母公司股东权益	20,622	22,224	24,744	28,292	每股净资产(元)	15.12	16.29	18.14	20.74
<b>负债和股东权益</b>	<b>41,514</b>	<b>43,728</b>	<b>46,171</b>	<b>50,501</b>	发行在外股份(百万股)	1364	1364	1364	1364
					ROIC(%)	40.4%	48.6%	76.5%	131.0%
					ROE(%)	10.9%	12.0%	13.4%	15.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	40.4%	39.8%	41.6%	44.4%
经营活动现金流	4,953	3,085	3,962	5,235	销售净利率(%)	7.9%	8.6%	10.2%	12.6%
投资活动现金流	-1,488	-1,031	-299	-742	资产负债率(%)	48.5%	47.1%	44.1%	41.3%
筹资活动现金流	-356	-576	-189	-120	收入增长率(%)	-0.8%	10.0%	5.3%	7.5%
现金净增加额	3,086	1,477	3,473	4,374	净利润增长率(%)	20.6%	19.2%	24.6%	32.8%
折旧和摊销	1,123	1,080	1,149	1,178	P/E	51.93	43.55	34.95	26.33
资本开支	1,295	13	-771	-356	P/B	5.54	5.14	4.62	4.04
营运资本变动	2,251	-203	11	239	EV/EBITDA	25.95	22.35	17.79	13.27

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>