

青岛啤酒 (600600)

证券研究报告

2021年03月08日

结构升级持续推进，利润弹性不断释放

事件：公司预计 2020 年实现营收 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，单四季度营收 33.38 亿元，同比+8.13%，净利润-7.77 亿元。

罐化率和结构提升，疫情背景下公司逆势增长，竞争力持续夯实。20 年疫情影响下整体行业承压，中国啤酒规模以上企业累计产量同比-7.0%。在此背景下公司录得较小降幅，全年销量 782.3 万千升，同比-2.82%，20Q4 公司业绩持续恢复，实现营收 33.38 亿元，同比+8.13%；销量 88.1 万千升，同比+3.04%。公司在疫情背景下快速恢复，主因公司积极应对，持续发力听装酒和精酿产品等高附加值产品。一方面，疫情期间公司加大流通渠道建设，罐化率不断提升；另一方面，公司在主推奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒等高端产品基础上，持续创新优化白啤、IPA、皮尔森等新特产品，不断推进创新驱动和产品结构优化升级。20 年公司千升酒价预计为 3549 元，同比+3.44%。展望 21 年，在餐饮渠道恢复以及两大赛事背景下，叠加公司产品结构持续优化和营销精细化，公司收入有望快速增长。

产品结构优化叠加费用精细控制，利润逆势增长。2020 年公司归母净利率为 7.93%，同比提升 1.31pct，Q4 归母净利率同比提升 0.50pct。盈利能力的提升，一方面来自于产品结构的优化升级及高附加值产品发展带来的毛利率改善。2020 年前三季度公司毛利率为 41.98%，同比提升 1.81pcts。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 年前三季度公司销售费用率为 16.94%，同比下降 0.47pcts，实现利润的逆势增长。未来随着公司产品结构的持续优化，以及产能优化和效率提升的推进，公司盈利能力有望持续改善。

高端化协同产能优化提效，高质量发展下看好盈利空间持续打开。我们认为结构升级仍将是公司未来增长的主要逻辑。公司高端化进程不断推进，一方面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。近年来公司持续推动品类扩张：白啤更换全新包装，“百年之旅”、“琥珀拉格”加码超高端啤酒市场等，均表明公司在不断夯实高端产品矩阵。渠道端，TSINGTAO1903 青岛啤酒吧创新渠道模式，培育多元消费场景。另一方面，公司生产线优化改造，产能优化提效，布局高端产品生产，提升产品品质口感，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：根据公司业绩快报我们略调整盈利预测，预计公司 2021-2022 年营收由 311.23/350.27 亿元调整为 307.68/331.63 亿元，同比增长 10.84%/7.78%，净利润由 27.95/33.64 亿元调整为 27.78/34.22 亿元，同比增长 26.20%/23.19%，EPS 分别为 2.04/2.51 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；业绩快报为初步核算结果，以年报披露数据为准。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,575.26	27,983.76	27,759.71	30,768.28	33,163.17
增长率(%)	1.13	5.30	(0.80)	10.84	7.78
EBITDA(百万元)	2,503.80	2,909.77	3,515.50	4,333.51	5,246.47
净利润(百万元)	1,422.20	1,852.10	2,201.32	2,778.02	3,422.32
增长率(%)	12.60	30.23	18.85	26.20	23.19
EPS(元/股)	1.04	1.36	1.61	2.04	2.51
市盈率(P/E)	73.76	56.64	47.66	37.76	30.65
市净率(P/B)	5.84	5.47	5.18	4.81	4.41
市销率(P/S)	3.95	3.75	3.78	3.41	3.16
EV/EBITDA	13.20	17.68	23.81	19.06	15.27

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	76.9 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)	54,530.84
流通 A 股市值(百万元)	53,515.76
每股净资产(元)	15.62
资产负债率(%)	46.08
一年内最高/最低(元)	110.70/36.40

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-季报点评:结构升级持续推进，看行业龙头的再升级》2020-10-30
- 2 《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
- 3 《青岛啤酒-公司研究简报:服务意识领跑行业，品牌价值持续绽放》2020-08-13

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	12,535.74	15,301.98	20,051.80	21,131.46	23,680.33
应收票据及应收账款	164.51	226.17	142.08	271.51	178.05
预付账款	173.56	117.16	131.49	155.58	142.20
存货	2,651.22	3,181.77	2,053.12	3,522.76	2,478.46
其他	2,235.27	2,174.74	2,246.66	2,034.85	2,413.30
流动资产合计	17,760.31	21,001.82	24,625.15	27,116.16	28,892.34
长期股权投资	370.49	376.64	376.64	376.64	376.64
固定资产	10,326.69	10,222.03	9,796.52	9,360.29	8,904.65
在建工程	379.89	178.99	143.40	134.04	110.42
无形资产	2,599.69	2,558.57	2,353.42	2,148.26	1,943.10
其他	2,638.20	2,974.32	2,715.78	2,757.74	2,793.85
非流动资产合计	16,314.96	16,310.57	15,385.75	14,776.97	14,128.66
资产总计	34,075.27	37,312.38	40,010.90	41,893.13	43,021.00
短期借款	296.16	270.91	287.00	385.00	269.00
应付票据及应付账款	2,572.42	2,388.00	2,507.35	2,619.40	2,784.68
其他	9,218.29	10,694.87	12,700.84	12,387.02	11,182.00
流动负债合计	12,086.87	13,353.78	15,495.19	15,391.43	14,235.67
长期借款	0.63	0.21	0.50	1.00	1.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,297.81	4,045.02	3,363.25	3,568.70	3,658.99
非流动负债合计	3,298.44	4,045.23	3,363.75	3,569.70	3,660.49
负债合计	15,385.31	17,399.01	18,858.95	18,961.12	17,896.16
少数股东权益	719.48	741.79	911.82	1,110.83	1,327.31
股本	1,350.98	1,350.98	1,364.18	1,364.18	1,364.18
资本公积	3,444.19	3,444.32	3,444.32	3,444.32	3,444.32
留存收益	16,464.67	17,633.23	18,875.95	20,456.99	22,433.35
其他	(3,289.37)	(3,256.95)	(3,444.32)	(3,444.32)	(3,444.32)
股东权益合计	18,689.95	19,913.37	21,151.95	22,932.01	25,124.84
负债和股东权益总计	34,075.27	37,312.38	40,010.90	41,893.13	43,021.00

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,561.01	1,929.12	2,201.32	2,778.02	3,422.32
折旧摊销	1,153.43	1,114.78	726.27	730.74	734.42
财务费用	(512.57)	(355.96)	(502.34)	(510.00)	(511.83)
投资损失	(20.52)	(24.51)	(22.51)	(23.51)	(23.01)
营运资金变动	8,578.30	3,689.43	2,271.47	(1,178.05)	(208.24)
其它	(6,767.64)	(2,336.30)	225.03	254.01	271.48
经营活动现金流	3,992.01	4,016.55	4,899.24	2,051.21	3,685.13
资本支出	(81.74)	14.30	741.77	(125.44)	(40.29)
长期投资	(5.41)	6.16	0.00	0.00	0.00
其他	(729.59)	(368.22)	(262.61)	(260.06)	(49.57)
投资活动现金流	(816.74)	(347.77)	479.16	(385.50)	(89.86)
债权融资	297.21	293.32	295.18	396.10	283.83
股权融资	505.48	516.86	328.17	510.00	511.83
其他	(1,443.42)	(1,578.90)	(1,251.93)	(1,492.16)	(1,842.06)
筹资活动现金流	(640.73)	(768.72)	(628.57)	(586.05)	(1,046.40)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,534.53	2,900.07	4,749.82	1,079.66	2,548.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	26,575.26	27,983.76	27,759.71	30,768.28	33,163.17
营业成本	16,555.77	17,080.44	16,465.80	17,350.49	18,356.21
营业税金及附加	2,326.54	2,313.32	2,220.78	2,492.23	2,653.05
营业费用	4,868.83	5,103.51	4,941.23	5,538.29	5,803.56
管理费用	1,386.38	1,881.05	1,387.99	1,938.40	1,989.79
研发费用	19.76	21.09	22.21	24.61	26.53
财务费用	(497.12)	(484.17)	(502.34)	(510.00)	(511.83)
资产减值损失	147.03	(121.05)	10.00	(100.00)	(100.00)
公允价值变动收益	54.17	56.75	55.00	55.00	55.00
投资净收益	20.52	24.51	22.51	23.51	23.01
其他	(684.20)	(589.58)	(155.03)	(157.02)	(156.02)
营业利润	2,377.56	2,697.89	3,291.57	4,112.77	5,023.88
营业外收入	15.92	34.66	30.00	32.00	40.00
营业外支出	13.72	5.64	5.00	10.00	10.00
利润总额	2,379.77	2,726.91	3,316.57	4,134.77	5,053.88
所得税	818.76	797.79	945.22	1,157.73	1,415.09
净利润	1,561.01	1,929.12	2,371.35	2,977.03	3,638.79
少数股东损益	138.81	77.01	170.03	199.01	216.48
归属于母公司净利润	1,422.20	1,852.10	2,201.32	2,778.02	3,422.32
每股收益(元)	1.04	1.36	1.61	2.04	2.51

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	1.13%	5.30%	-0.80%	10.84%	7.78%
营业利润	19.34%	13.47%	22.01%	24.95%	22.15%
归属于母公司净利润	12.60%	30.23%	18.85%	26.20%	23.19%
获利能力					
毛利率	37.70%	38.96%	40.68%	43.61%	44.65%
净利率	5.35%	6.62%	7.93%	9.03%	10.32%
ROE	7.91%	9.66%	10.88%	12.73%	14.38%
ROIC	17.94%	39.97%	116.37%	-268.67%	-676.59%
偿债能力					
资产负债率	45.15%	46.63%	47.13%	45.26%	41.60%
净负债率	-65.48%	-75.37%	-93.40%	-90.42%	-93.12%
流动比率	1.47	1.57	1.59	1.76	2.03
速动比率	1.25	1.33	1.46	1.53	1.86
营运能力					
应收账款周转率	152.68	143.26	150.77	148.79	147.54
存货周转率	10.54	9.59	10.61	11.04	11.05
总资产周转率	0.82	0.78	0.72	0.75	0.78
每股指标(元)					
每股收益	1.04	1.36	1.61	2.04	2.51
每股经营现金流	2.93	2.94	3.59	1.50	2.70
每股净资产	13.17	14.05	14.84	16.00	17.44
估值比率					
市盈率	73.76	56.64	47.66	37.76	30.65
市净率	5.84	5.47	5.18	4.81	4.41
EV/EBITDA	13.20	17.68	23.81	19.06	15.27
EV/EBIT	24.20	28.46	30.01	22.93	17.76

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