消费升级与娱乐研究中心

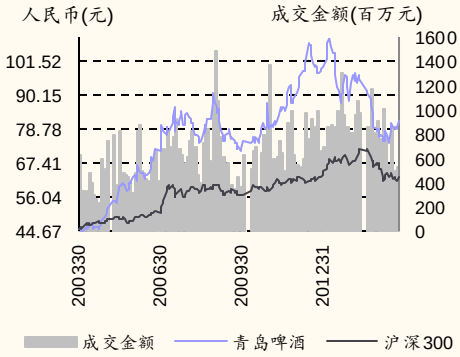
青岛啤酒 (600600.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：81.50 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	13.64
已上市流通 A 股(亿股)	6.96
流通港股(亿股)	6.55
总市值(亿元)	1,111.81
年内股价最高最低(元)	109.61/44.67
沪深 300 指数	5038
上证指数	3418



相关报告

1.《Q3 业绩符合预期，边际利润加速改善-青岛啤酒三季报点评》，2020.11.1

2.《Q2 业绩超预期，经营效率加速改善-青岛啤酒中报点评》，2020.8.31

3.《业绩超预期，盈利能力加速提升-青岛啤酒年报点评》，2020.3.30

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

降本控费增强盈利能力，长期“结构升级+净利率改善”可期

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	1.37	1.61	1.99	2.34	2.73
每股净资产(元)	14.19	15.12	16.30	17.71	19.35
每股经营性现金流(元)	3.22	3.80	3.21	3.92	4.28
市盈率(倍)	37.20	61.60	41.01	34.82	29.80
净利润增长率(%)	30.2%	18.9%	23.1%	17.8%	16.8%
净资产收益率(%)	9.66%	10.67%	12.19%	13.22%	14.13%
总股本(百万股)	1,350.98	1,364.18	1,364.18	1,364.18	1,364.18

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 20 年营收 277.60 亿元，同比-0.8%；归母净利 22.01 亿元，同比+18.9%；扣非净利 18.16 亿元，同比+34.8%。其中 20Q4 营收 33.38 亿元，同比+8.1%；归母净利-7.77 亿元，较 19Q4 亏损幅度扩大 0.43 亿元；扣非净利-8.62 亿元，较 19Q4 亏损收窄 0.89 亿元，业绩符合预期。

经营分析

■ **20 年量减 2.8%，价增 1.9%，产品结构加速升级。**20 年公司啤酒销量 782.3 万千升，量同比-2.8%，吨价同比+1.9%。**1）分产品看**，20 年主品牌青岛、其他品牌收入同比-0.7%/-1.5%，销量同比-4.2%/-1.5%，预计定位中高端的主品牌受疫情影响偏重。其中青岛品牌吨价同比+3.7%，主要系：①“百年之旅、琥珀拉格、奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生”等高端产品实现销量 179.2 万千升，同比-3.4%，占比提升带动产品结构改善；②Q2 重点市场经典等主产品的提价政策落地。**2）分地区看**，20 年山东/华北/华南/华东地区收入同比-1.5%/+3.5%/-4.7%/+1.6%，华东、东南亏损收窄。**3）分季度看**，Q4 啤酒量同比+3.0%，价增约 5%，吨价加速上行主要受益于夜场、高档餐饮需求复苏+提价效应。

■ **降本控费增效，经营效率改善延续。**20 年净利率同比+1.5pcts，其中结构升级+生产成本降低带来毛利率同比+1.5pcts，疫情制约广告、促销费用投放导致销售费用率同比-0.3pct，政府减免社保致使管理费用率同比-0.7pct。20Q4 净利率同比+2.4pcts，其中毛利率同比-0.1pct，预计纸箱、玻璃瓶、麦芽等生产成本上涨；销售费用率同比+0.5pct，预计年末费用兑付增加；管理费用率同比-8.4pcts，股权激励费用增加但职工安置支出减少。

■ **21Q1 销量或将恢复至 19 年水平，静待边际利润弹性释放。**我们预计，青啤 1-2 月量增近 35%、价增中低个位数。考虑 20Q1 基数低，21Q1 销量有望恢复至 19 年同期水平，预计全年销量增速 5-7%，对应销售口径利润增速 15%+。中长期看，股权激励落地有望激发企业活力，人员调整+产能优化升级（未来 3-5 年内计划关闭 10 家左右低效厂）助推公司实现更高质量的成长。

盈利预测

■ 预计 21-23 年营业收入同比+9%/7%/6%，归母净利润同比+23.1%/17.8%/16.8%，对应 PE 分别为 41/35/30X，维持“买入”评级。

风险提示

■ 原材料价格变动、区域竞争态势恶化、食品安全问题

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**26,575**	**27,984**	**27,760**	**30,258**	**32,376**	**34,319**
增长率		5.3%	-0.8%	9.0%	7.0%	6.0%
主营业务成本	-16,556	-17,080	-16,541	-17,761	-18,584	-19,287
%销售收入	62.3%	61.0%	59.6%	58.7%	57.4%	56.2%
毛利	10,019	10,903	11,219	12,497	13,792	15,032
%销售收入	37.7%	39.0%	40.4%	41.3%	42.6%	43.8%
营业税金及附加	-2,327	-2,313	-2,219	-2,451	-2,622	-2,780
%销售收入	8.8%	8.3%	8.0%	8.1%	8.1%	8.1%
销售费用	-4,869	-5,104	-4,985	-5,507	-5,892	-6,246
%销售收入	18.3%	18.2%	18.0%	18.2%	18.2%	18.2%
管理费用	-1,386	-1,881	-1,678	-1,876	-2,040	-2,128
%销售收入	5.2%	6.7%	6.0%	6.2%	6.3%	6.2%
研发费用	-20	-21	-21	-21	-26	-27
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润（EBIT）	1,418	1,584	2,316	2,642	3,212	3,851
%销售收入	5.3%	5.7%	8.3%	8.7%	9.9%	11.2%
财务费用	497	484	471	473	546	645
%销售收入	-1.9%	-1.7%	-1.7%	-1.6%	-1.7%	-1.9%
资产减值损失	-146	-114	-132	-12	-4	-3
公允价值变动收益	54	57	55	56	65	70
投资收益	21	25	25	26	27	28
%税前利润	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%
营业利润	2,378	2,698	3,250	3,851	4,526	5,281
营业利润率	8.9%	9.6%	11.7%	12.7%	14.0%	15.4%
营业外收支	2	29	-11	35	38	40
税前利润	2,380	2,727	3,240	3,886	4,564	5,321
利润率	9.0%	9.7%	11.7%	12.8%	14.1%	15.5%
所得税	-819	-798	-913	-1,096	-1,287	-1,501
所得税率	34.4%	29.3%	28.2%	28.2%	28.2%	28.2%
净利润	1,561	1,929	2,327	2,790	3,277	3,820
少数股东损益	139	77	126	79	84	90
归属于母公司的净利润	**1,422**	**1,852**	**2,201**	**2,711**	**3,193**	**3,730**
净利率	5.4%	6.6%	7.9%	9.0%	9.9%	10.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,561	1,929	2,327	2,790	3,277	3,820
少数股东损益	139	77	126	79	84	90
非现金支出	1,300	1,236	1,253	988	1,050	1,122
非经营收益	-684	-766	-642	-112	-134	-158
营运资金变动	2,081	1,954	2,251	716	1,154	1,053
经营活动现金净流	**4,258**	**4,353**	**5,189**	**4,382**	**5,348**	**5,838**
资本开支	-703	-907	-1,275	-960	-1,014	-1,042
投资	-425	-198	-470	-99	-95	-95
其他	311	757	257	26	27	28
投资活动现金净流	**-817**	**-348**	**-1,488**	**-1,033**	**-1,082**	**-1,109**
股权募资	0	0	282	0	0	0
债权募资	0	-33	450	-425	-85	-349
其他	-623	-732	-1,111	-1,138	-1,316	-1,513
筹资活动现金净流	**-624**	**-765**	**-380**	**-1,563**	**-1,401**	**-1,862**
现金净流量	**2,817**	**3,241**	**3,321**	**1,785**	**2,865**	**2,868**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	12,536	15,302	18,467	20,252	23,117	25,985
应收款项	462	312	199	296	307	321
存货	2,651	3,182	3,281	3,455	3,462	3,488
其他流动资产	2,111	2,206	2,681	2,626	2,750	2,877
流动资产	17,760	21,002	24,628	26,629	29,636	32,670
%总资产	52.1%	56.3%	59.3%	61.0%	63.3%	65.4%
长期投资	399	414	402	497	592	687
固定资产	10,707	10,401	10,642	10,734	10,812	10,849
%总资产	31.4%	27.9%	25.6%	24.6%	23.1%	21.7%
无形资产	3,940	3,901	3,897	3,884	3,873	3,862
非流动资产	16,315	16,311	16,886	17,035	17,172	17,266
%总资产	47.9%	43.7%	40.7%	39.0%	36.7%	34.6%
资产总计	**34,075**	**37,312**	**41,514**	**43,664**	**46,808**	**49,936**
短期借款	297	293	745	682	497	48
应付款项	4,686	4,813	5,447	5,857	6,255	6,615
其他流动负债	7,104	8,248	9,318	9,770	10,503	11,193
流动负债	12,087	13,354	15,510	16,309	17,256	17,856
长期贷款	1	0	0	0	0	0
其他长期负债	3,298	4,045	4,636	4,289	4,486	4,686
负债	**15,385**	**17,399**	**20,146**	**20,598**	**21,742**	**22,542**
普通股股东权益	**17,970**	**19,172**	**20,622**	**22,241**	**24,157**	**26,396**
其中：股本	1,351	1,351	1,364	1,364	1,364	1,364
未分配利润	11,620	12,788	14,221	15,840	17,756	19,994
少数股东权益	719	742	746	825	909	999
负债股东权益合计	**34,075**	**37,312**	**41,514**	**43,664**	**46,808**	**49,936**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.053	1.371	1.614	1.987	2.341	2.735
每股净资产	13.302	14.191	15.117	16.304	17.708	19.349
每股经营现金净流	3.152	3.222	3.804	3.212	3.920	4.280
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.800	0.936	1.094
回报率						
净资产收益率	7.91%	9.66%	10.67%	12.19%	13.22%	14.13%
总资产收益率	4.17%	4.96%	5.30%	6.21%	6.82%	7.47%
投入资本收益率	4.85%	5.50%	7.47%	7.93%	8.96%	10.01%
增长率						
主营业务收入增长率	1.13%	5.30%	-0.80%	9.00%	7.00%	6.00%
EBIT增长率	7.69%	11.73%	46.18%	14.06%	21.59%	19.89%
净利润增长率	12.60%	30.23%	18.86%	23.14%	17.79%	16.83%
总资产增长率	10.01%	9.50%	11.26%	5.18%	7.20%	6.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.7	1.7	1.8	1.7	1.6	1.6
存货周转天数	55.6	62.3	71.3	71.0	68.0	66.0
应付账款周转天数	47.7	47.2	48.4	51.0	53.0	55.0
固定资产周转天数	141.8	133.3	135.5	124.3	115.9	108.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-71.92%	-83.02%	-91.77%	-93.29%	-98.27%	-102.29%
EBIT利息保障倍数	-2.9	-3.3	-4.9	-5.6	-5.9	-6.0
资产负债率	45.15%	46.63%	48.53%	47.17%	46.45%	45.14%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	17	24	29	73
增持	0	4	5	10	11
中性	1	2	3	4	11
减持	0	0	0	0	0
评分	**2.00**	**1.35**	**1.34**	**1.42**	**1.35**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

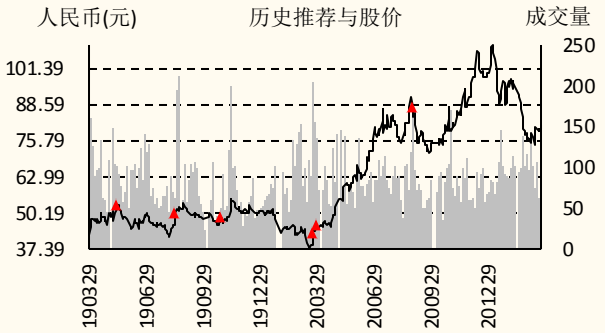
1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-05-15	买入	52.19	62.00～62.00
2	2019-08-16	买入	46.05	N/A
3	2019-10-29	买入	47.90	N/A
4	2020-03-24	买入	39.34	N/A
5	2020-03-30	买入	44.45	N/A
6	2020-08-31	买入	91.00	N/A
7	2020-11-01	买入	79.22	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402