

青岛啤酒 (600600.SH)

Q1 实现开门红，毛利率显著改善

事件：公司发布 2021 年一季报。公司 2021Q1 实现销量 219 万吨，同比 2020Q1+34.4%，较 2019Q1+1.1%；实现销售收入 89.3 亿元，同比 2020Q1+41.9%，较 2019Q1+12.3%；实现归母净利润 10.2 亿元，同比 2020Q1+90.3%，较 2019Q1+26.6%。业绩略超市场预期。

Q1 销量恢复强劲，产品结构优化。公司 2020Q1 全员发力推进“春耕行动”，积极构建消费场景及沉浸式体验模式，聚焦资源大力开拓线上线下渠道，不断完善终端市场布局，实现销量恢复性增长。同时公司积极推动产品结构优化，不断开发推出高质量的新特产品，加快向听装酒和精酿产品等高附加值产品的转型升级，2021Q1 青岛主品牌销量同比增长 44%，且 1903、纯生、白啤等高档啤酒销量增速更高，推动吨酒价同比 2020Q1 增长 5.6%，突破 4000 元/吨。

成本压力 Q1 尚未体现，降本增效制造费用减少。2021Q1 公司毛利率为 45.1%，同比 2020Q1 提升 5.1 pct。公司 2021Q1 吨酒成本同比-3.3%，预计源于销量恢复增长带来规模效应，以及公司继续推动产能优化及降本增效，制造费用减少抵消成本上涨压力。此外公司提前锁定大麦、包材采购成本，Q1 成本压力不明显，预计 Q2 包材成本上涨会有体现，但公司能够通过产品结构优化覆盖成长上涨压力。

毛销差扩大明显，盈利能力改善。销售费用投放增加，2021Q1 销售费用率为 22.3%，同比 2020Q1 提升 0.9pct，源于物流费用同比增长，以及品牌费用投放及员工薪酬增加。管理费用端，公司增加股权激励费用约 0.6 亿元，管理费用率保持平稳。毛销差同比提升 4.1pct 驱动下，公司归母净利润同比+90.3%，归母净利润率达到了 11.4%。

展望未来：公司 Q1 实现开门红，一线销售员工激励兑现，全年股权激励目标完成无忧，组织动能激发。全年来看，公司一方面推动崂山品牌换包装升级提升基地市场利润；另一方面加快向听装酒、精酿产品等高档啤酒升级，白啤、皮尔森等新品发展势头向上。我们预计公司产品结构改善叠加产能优化能够抵消 Q2 之后包材成本上涨压力，净利润保持稳定增长。

盈利预测：考虑公司 Q1 恢复强劲、产品结构优化，以及公司证明有能力应对成本上涨，我们上调 2021/22/23 年盈利预测归母净利润至 29.3/36.0/42.9 亿元，此前盈利预测为 25.8/30.0/33.7 亿元，当前市值对应 PE 为 43.9/35.7/30.0 倍；加回一次性产能优化费用后调整后 PE 为 38.4/32.3/28.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复影响动销，包材成本上行，行业竞争激烈。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	27,984	27,760	30,227	32,037	33,440
增长率 yoy（%）	5.3	-0.8	8.9	6.0	4.4
归母净利润（百万元）	1,852	2,201	2,929	3,599	4,286
增长率 yoy（%）	30.2	18.9	33.1	22.8	19.1
EPS 最新摊薄（元/股）	1.36	1.61	2.15	2.64	3.14
净资产收益率（%）	9.7	10.9	12.5	13.5	14.1
P/E（倍）	69.5	58.4	43.9	35.7	30.0
P/B（倍）	6.7	6.2	5.5	4.8	4.2

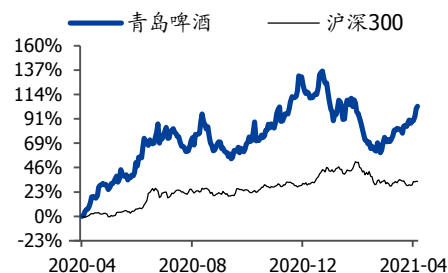
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 22 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
04 月 22 日收盘价	94.30
总市值(百万元)	128,642.44
总股本(百万股)	1,364.18
其中自由流通股(%)	51.01
30 日日均成交量(百万股)	4.36

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 沈旸

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

相关研究

- 1、《青岛啤酒（600600.SH）：业绩符合预期，盈利能力改善》2021-03-28
- 2、《青岛啤酒（600600.SH）：Q4 销量逆势增长，产品结构优化》2021-03-07
- 3、《青岛啤酒（600600.SH）：Q3 高质量发展，业绩稳健增长》2020-10-30

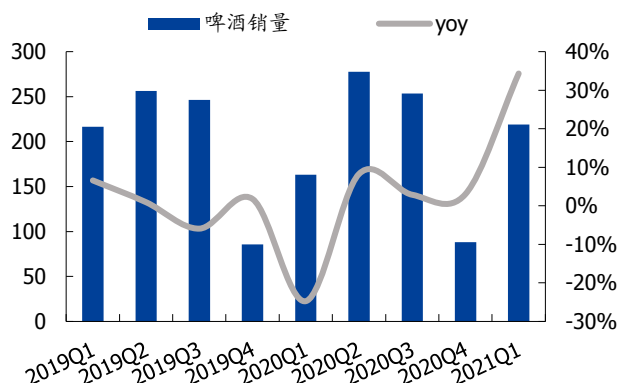


财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	21002	24628	26736	32489	35137	营业收入	27984	27760	30227	32037	33440
现金	15302	18467	21073	27054	29432	营业成本	17080	16541	17321	17758	17969
应收票据及应收账款	226	125	211	185	221	营业税金及附加	2313	2219	2297	2371	2408
其他应收款	86	74	99	115	133	营业费用	5104	4985	5471	5863	6119
预付账款	117	240	116	189	129	管理费用	1881	1678	1969	1980	1962
存货	3182	3281	2796	2505	2780	研发费用	21	21	30	32	33
其他流动资产	2088	2441	2441	2441	2441	财务费用	-484	-471	-518	-567	-625
非流动资产	16311	16886	16587	16265	15934	资产减值损失	-121	-131	121	122	127
长期投资	377	374	397	420	442	其他收益	603	517	500	500	500
固定资产	10222	10303	10290	10320	10292	公允价值变动收益	57	55	60	60	60
无形资产	2559	2504	2258	1951	1663	投资净收益	25	25	32	32	32
其他非流动资产	3153	3705	3642	3574	3537	资产处置收益	59	-5	-10	-10	-10
资产总计	37312	41514	43323	48754	51071	营业利润	2698	3250	4118	5061	6029
流动负债	13354	15510	14268	16444	14772	营业外收入	35	15	15	15	15
短期借款	271	703	480	400	300	营业外支出	6	25	10	10	10
应付票据及应付账款	2388	2372	3215	2908	2983	利润总额	2727	3240	4123	5066	6034
其他流动负债	10695	12435	10573	13136	11489	所得税	798	913	1072	1317	1569
非流动负债	4045	4636	4636	4636	4636	净利润	1929	2327	3051	3749	4465
长期借款	0	0	-0	-0	-0	少数股东损益	77	126	121	150	179
其他非流动负债	4045	4636	4636	4636	4636	归属母公司净利润	1852	2201	2929	3599	4286
负债合计	17399	20146	18904	21081	19408	EBITDA	3399	3851	4493	5348	6209
少数股东权益	742	746	868	1017	1196	EPS (元)	1.36	1.61	2.15	2.64	3.14
股本	1351	1364	1364	1364	1364	主要财务比率					
资本公积	3444	3675	3675	3675	3675	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	14189	15622	17452	19701	22380	成长能力					
归属母公司股东权益	19172	20622	23551	26656	30467	营业收入(%)	5.3	-0.8	8.9	6.0	4.4
负债和股东权益	37312	41514	43323	48754	51071	营业利润(%)	13.5	20.5	26.7	22.9	19.1
						归属于母公司净利润(%)	30.2	18.9	33.1	22.8	19.1
						获利能力					
						毛利率(%)	39.0	40.4	42.7	44.6	46.3
						净利率(%)	6.6	7.9	9.7	11.2	12.8
						ROE(%)	9.7	10.9	12.5	13.5	14.1
						ROIC(%)	6.9	7.6	9.3	10.3	10.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	46.6	48.5	43.6	43.2	38.0
						净负债比率(%)	-56.0	-62.0	-66.0	-80.2	-77.9
						流动比率	1.6	1.6	1.9	2.0	2.4
						速动比率	1.3	1.3	1.6	1.8	2.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	143.3	158.0	180.0	162.0	165.0
						应付账款周转率	6.9	6.9	6.2	5.8	6.1
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.36	1.61	2.15	2.64	3.14
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.94	3.63	2.13	4.81	2.14
						每股净资产(最新摊薄)	14.05	15.12	17.26	19.54	22.33
						估值比率					
						P/E	69.5	58.4	43.9	35.7	30.0
						P/B	6.7	6.2	5.5	4.8	4.2
						EV/EBITDA	34.3	29.7	25.4	21.4	18.4

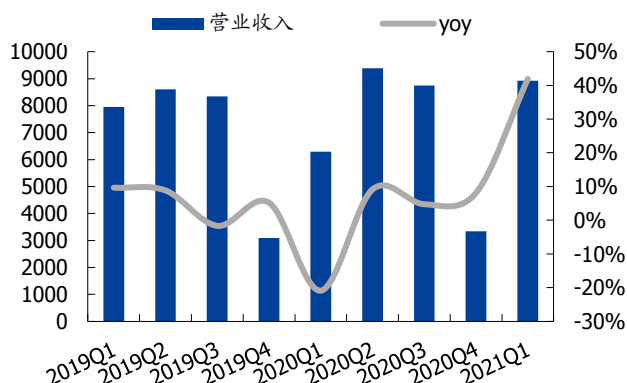
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 22 日收盘价

图表 1: 公司单季度啤酒销量及增速(万吨)



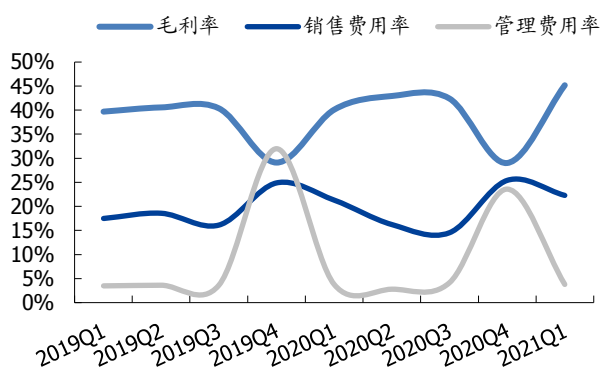
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 公司单季度营业收入及增速(百万元)



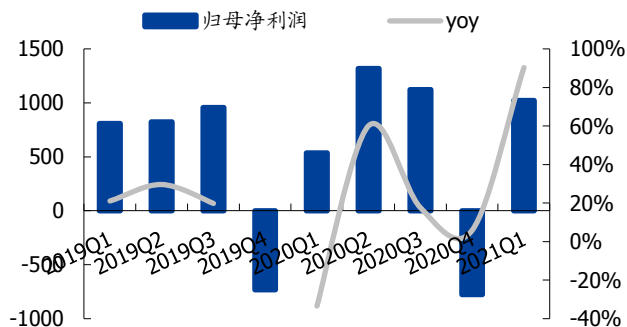
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司单季度费用率走势



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司单季度归母净利润及增速(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com