

2021年04月25日

证券分析师 何长天

执业证号：S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

## Q1 业绩符合预期，产品坚持高端化 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	27,760	30,791	33,870	36,695
同比（%）	-0.8%	10.9%	10.0%	8.3%
归母净利润（百万元）	2,201	2,786	3,403	4,012
同比（%）	18.9%	26.6%	22.2%	17.9%
每股收益（元/股）	1.61	2.04	2.49	2.94
P/E（倍）	57.39	45.34	37.12	31.48

### 事件：

公司发布 2021 年一季报，2021 年 Q1 共实现收入 89.28 亿元，同比增长 41.87%；归母净利润 10.22 亿元，同比增长 90.26%；扣非归母净利润 9.1 亿元，同比增长 97.35%。公司 Q1 表现符合我们的预期。

### 投资要点

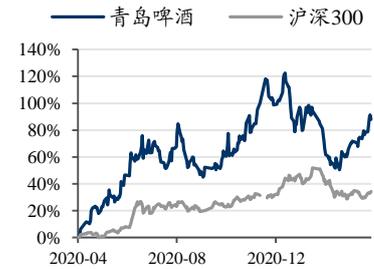
■ **Q1 利润大幅提升，盈利能力改善：**公司在 2021 年 Q1 收入同比增长 41.87%，已经从疫情中恢复；2021 年 Q1 销售毛利率为 45.13%，相较于 2020 年 Q1 提高了 5.07pct，相较于 2019 年 Q1 提高了 5.47pct；2021 年 Q1 净利润为 10.55 亿元，同比增长 90.35%，销售净利率为 11.81%，相较 2020 年 Q1 提高了 3pct，相较于 2019 年 Q1 提高了 1.2pct；销售费用率为 22.25%，同比增加 0.94pct，主要是由于销量上升带动物流费用增加，品牌费用投入及职工薪酬增长。**利润率的提升说明青岛啤酒的产品结构升级趋势较好，高端产品占比增加，公司整体的盈利能力增强。**由于公司 2021 年 Q1 销量大幅增加，本季度公司经营活动现金流入为 89.53 亿元，同比增长 48.83%，经营活动现金流净额为 24.66 亿元，同比增长 298.15%。

■ **Q1 吨价提升，产品结构优化：**2021 年 Q1 销量为 219 万千升，同比增长 35%，其中青岛啤酒主品牌销量同比增长 44%；1 季度产品吨价达到 4077 元/吨，同比提升 5.59%；吨成本为 2237 元，同比下降 3.44%。青岛啤酒持续布局高端产品，提供高端化、个性化、时尚化的消费服务，不断拓展销售渠道，完善产品布局。未来随着高端化的布局，青岛价格带有进一步上升的空间。

■ **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，高端产品持续发力，盈利能力将继续提升。我们将 2021 年-2023 年的 EPS 从 1.92/2.4/3.18 元调整为 2.04/2.49/2.94 元，2021 年-2023 年公司营收同比增速为 10.9%/10%/8.3%，归母净利润同比增速为 26.6%/22.2%/17.9%，对应 PE 为 45/37/31 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**新冠疫情不稳定风险；食品安全风险；原材料价格上涨风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	92.60
一年最低/最高价	47.98/110.70
市净率(倍)	5.82
流通 A 股市值(百万元)	64441.60

### 基础数据

每股净资产(元)	15.91
资产负债率(%)	47.70
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）：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》2021-04-02
- 2、《青岛啤酒（600600）：结构升级继续向好，盈利改善空间较大》2020-10-30
- 3、《青岛啤酒（600600）：高端化趋势不改，Q2 业绩超预期》2020-08-31

## 青島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>27,054</b>	<b>30,984</b>	<b>35,104</b>	<b>营业收入</b>	<b>27,760</b>	<b>30,791</b>	<b>33,870</b>	<b>36,695</b>
现金	18,467	20,355	23,934	28,074	减:营业成本	16,541	17,909	19,329	20,553
应收账款	125	138	177	185	营业税金及附加	2,219	2,461	2,707	2,933
存货	3,281	3,717	3,836	4,195	营业费用	4,985	5,529	6,082	6,589
其他流动资产	2,755	2,845	3,038	2,651	管理费用	1,700	1,932	1,990	2,046
<b>非流动资产</b>	<b>16,886</b>	<b>16,956</b>	<b>16,874</b>	<b>16,662</b>	研发费用	21	23	26	28
长期股权投资	374	391	408	425	财务费用	-471	-495	-572	-684
固定资产	10,303	10,671	10,941	11,026	资产减值损失	131	0	0	0
在建工程	340	295	261	232	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	548	556	540
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>44,010</b>	<b>47,859</b>	<b>51,766</b>	<b>营业利润</b>	<b>3,250</b>	<b>4,093</b>	<b>4,987</b>	<b>5,899</b>
<b>流动负债</b>	<b>15,510</b>	<b>16,084</b>	<b>17,086</b>	<b>17,546</b>	加:营业外净收支	-11	7	21	6
短期借款	703	703	703	703	<b>利润总额</b>	<b>3,240</b>	<b>4,100</b>	<b>5,008</b>	<b>5,905</b>
应付账款	2,372	2,789	2,774	3,145	减:所得税费用	913	1,155	1,411	1,663
其他流动负债	12,435	12,591	13,608	13,698	少数股东损益	126	159	194	229
<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>2,786</b>	<b>3,403</b>	<b>4,012</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	2,728	3,560	4,387	5,167
其他非流动负债	4,636	4,636	4,636	4,636	EBITDA	3,851	4,641	5,565	6,409
<b>负债合计</b>	<b>20,146</b>	<b>20,720</b>	<b>21,722</b>	<b>22,182</b>	<b>重要财务与估值指标</b>				
少数股东权益	746	905	1,099	1,328	每股收益(元)	1.61	2.04	2.49	2.94
归属母公司股东权益	20,622	22,385	25,038	28,255	每股净资产(元)	15.12	16.41	18.35	20.71
<b>负债和股东权益</b>	<b>41,514</b>	<b>44,010</b>	<b>47,859</b>	<b>51,766</b>	发行在外股份(百万股)	1364	1364	1364	1364
					ROIC(%)	40.4%	54.8%	84.6%	133.2%
					ROE(%)	10.9%	12.6%	13.8%	14.3%
					毛利率(%)	40.4%	41.8%	42.9%	44.0%
					销售净利率(%)	7.9%	9.0%	10.0%	10.9%
					资产负债率(%)	48.5%	47.1%	45.4%	42.9%
					收入增长率(%)	-0.8%	10.9%	10.0%	8.3%
					净利润增长率(%)	20.6%	26.6%	22.2%	17.9%
					P/E	57.39	45.34	37.12	31.48
					P/B	6.13	5.64	5.05	4.47
					EV/EBITDA	29.07	23.73	19.19	16.05

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>