

## 青岛啤酒 (600600)

公司研究/点评报告

# 21H1 收入增速稳健，产品高端化助力利润高增

—青岛啤酒 (600600) 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 08 月 26 日

### 一、事件概述

8 月 25 日，公司发布 2021 年半年报，2021H1 实现营收 182.91 亿元，同比+16.66%；实现归母净利润 24.16 亿元，同比+30.22%，基本 EPS 为 1.78 元。

### 二、分析与判断

#### ➤ 21H1 收入稳健增长，产品高端化助力利润高增长

2021H1 公司实现营收/归母净利润 182.91/24.16 亿元，同比分别+16.66%/+30.22%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 93.63/13.94 亿元，同比分别-0.24%/+5.74%。总体看，21H1 公司营收端保持稳定增长，利润端受益于产品高端化持续推进，增速大幅高于收入端。单 Q2 营收同比略有下滑，净利润同比小幅增长，主要原因是去年疫情消退后，动销快速恢复叠加渠道主动补库存，造成业绩基数较高。

销量及吨价方面，21H1 公司共销售啤酒 476.9 万千升，同比+8.24%；销售均价为 3835 元/千升，同比+7.78%。合 Q2 单季度销售啤酒 257.9 万千升，同比-7.10%；销售均价为 3631 元/千升，同比+7.38%。其中，主品牌销售 252.8 万千升，同比+20.90%，主品牌增速较高带动产品结构持续升级，提高出厂吨价，并拉高整体毛利率水平。

#### ➤ 产品结构升级提高毛利率水平，期间费用率略有升高

21H1 公司毛利率为 44.40%，同比+2.64ppt (Q2 为 43.70%，同比+0.80ppt)，主要原因是主品牌产品销量高速增长带动整体产品结构持续优化升级。

21H1 期间费用率为 21.48%，同比+1.46ppt (Q2 为 17.88%，同比+0.09ppt)。其中销售费用率为 18.29%，同比+0.01ppt，原因是 (1) 销量增加及公司加大品牌宣传力度；

(2) 去年同期因新冠疫情影响政府减免社会保险费用。管理费用率为 3.89%，同比+0.68ppt (Q2 为 3.98%，同比+1.17ppt)，原因是 (1) 因实施限制性股票激励计划确认股份支付费用；(2) 去年同期因新冠疫情影响政府减免社会保险费用。研发费用率为 0.05%，同比持平 (Q2 为 0.05%，同比+0.01ppt)。财务费用率为-0.74%，同比+0.77ppt (Q2 为-0.65%，同比+0.64ppt)，原因是 21H1 办理理财产品等债务工具，其收益主要计入公允价值变动收益。

#### ➤ 推进产品结构升级，加强品牌宣传

21H1 公司以产品结构升级为导向，聚焦主力产品，率先研发具有独特风味的青岛啤酒“百年之旅、琥珀拉格”等系列艺术酿造产品，通过高品质的差异化产品组合引领了中国啤酒行业超高端发展和结构升级。在国际市场，公司提前谋划调整布局，以快速反应不断提升市场销量和国际影响力，21H1 海外市场销量同比+21.3%。公司继续积极推进实施“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，目前已在全国布局二百余家“TSINGTAO1903 青岛啤酒吧”，进一步打造啤酒沉浸式体验新高地，不断满足消费者个性化、场景化、便捷化、高端化等多层次需求。

### 三、投资建议

结合公司上半年业绩表现，我们上调此前盈利预测。预计 21-23 年公司实现收入为 307.70/334.78/362.55 亿元，同比+10.8%/+8.8%/+8.3%；实现归属上市公司净利润为 28.30/31.75/35.05 亿元，同比+28.5%/+12.2%/+10.4%，折合 EPS 为 2.07/2.33/2.57 元，对应 PE 为 43/38/35 倍。公司估值水平低于啤酒板块 2021 年 50 倍 PE (wind 一致预期，算数平均法)，考虑到公司成长的确定性和龙头地位，维持“推荐”评级。

推荐

维持评级

当前价格： 89.12 元

交易数据 2021-8-25

近 12 个月最高/最低(元)	109.61/46.44
总股本(百万股)	1364.18
流通股本(百万股)	695.91
流通股比例(%)	51%
总市值(亿元)	1286.42
流通市值(亿元)	656.25

该股与沪深 300 走势比较



分析师：于杰

执业证 S0100519010004

邮箱： yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号： S0100520080003

电话： 0755-22662016

邮箱： xionghang@mszq.com

相关研究

1. 青岛啤酒(600600)2020 年报点评：创新营销作用显著，利润端改善趋势延续
2. 青岛啤酒(600600)2021 年一季报点评：21Q1 经营业绩较疫情前增长，主业竞争优势巩固

#### 四、风险提示

疫情影响超预期、成本价格上涨超预期、食品安全风险等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	27,760	30,770	33,478	36,255
增长率 (%)	-0.8%	10.8%	8.8%	8.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,201	2,829	3,175	3,505
增长率 (%)	18.9%	28.5%	12.2%	10.4%
每股收益 (元)	1.63	2.07	2.33	2.57
PE (现价)	54.7	43.0	38.3	34.7
PB	5.9	5.2	4.6	4.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	27,760	30,770	33,478	36,255
营业成本	16,541	17,770	18,898	20,332
营业税金及附加	2,219	2,431	2,645	2,864
销售费用	4,985	5,154	5,904	6,358
管理费用	1,678	2,117	2,270	2,520
研发费用	21	23	25	28
EBIT	2,316	3,275	3,736	4,154
财务费用	(471)	(266)	(330)	(398)
资产减值损失	(131)	6	2	10
投资收益	25	25	25	25
营业利润	3,250	4,208	4,719	5,206
营业外收支	(11)	50	60	70
利润总额	3,240	4,258	4,779	5,276
所得税	913	1,199	1,346	1,486
净利润	2,327	3,058	3,433	3,790
归属于母公司净利润	2,201	2,829	3,175	3,505
EBITDA	3,439	4,360	4,787	5,179
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
货币资金	18467	22680	27252	33026
应收账款及票据	125	193	210	206
预付款项	240	189	201	242
存货	3281	2867	3937	3514
其他流动资产	552	552	552	552
流动资产合计	24628	28739	34040	39790
长期股权投资	374	399	424	449
固定资产	10303	10073	9988	9911
无形资产	2504	2211	1972	1746
非流动资产合计	16718	15350	14185	13116
资产合计	41346	44088	48225	52906
短期借款	703	703	703	703
应付账款及票据	2372	2598	2705	2933
其他流动负债	296	296	296	296
流动负债合计	15510	15194	15897	16788
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	3067	3067	3067	3067
非流动负债合计	4520	4520	4520	4520
负债合计	20030	19714	20417	21308
股本	1364	1364	1364	1364
少数股东权益	746	976	1234	1519
股东权益合计	21316	24375	27808	31598
负债和股东权益合计	41346	44088	48225	52906

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-0.8%	10.8%	8.8%	8.3%
EBIT 增长率	46.2%	41.4%	14.1%	11.2%
净利润增长率	18.9%	28.5%	12.2%	10.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	40.4%	42.3%	43.6%	43.9%
净利率	7.9%	9.2%	9.5%	9.7%
总资产收益率 ROA	5.3%	6.4%	6.6%	6.6%
净资产收益率 ROE	10.7%	12.1%	11.9%	11.7%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.6	1.9	2.1	2.4
速动比率	1.4	1.7	1.9	2.2
现金比率	1.3	1.6	1.8	2.1
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.8	1.7	1.7	1.7
存货周转天数	70.3	62.2	64.7	65.7
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.6	2.1	2.3	2.6
每股净资产	15.1	17.2	19.5	22.0
每股经营现金流	3.6	2.8	3.2	4.1
每股股利	0.8	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	54.7	43.0	38.3	34.7
PB	5.9	5.2	4.6	4.0
EV/EBITDA	30.0	22.7	19.8	17.2
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	2,327	3,058	3,433	3,790
折旧和摊销	1,255	1,091	1,053	1,034
营运资金变动	1,977	(220)	(27)	904
经营活动现金流	4,916	3,865	4,384	5,644
资本开支	1,275	(359)	(198)	(140)
投资	(470)	0	0	0
投资活动现金流	(1,488)	359	198	140
股权募资	282	0	0	0
债务募资	450	0	0	0
筹资活动现金流	(356)	(11)	(11)	(11)
现金净流量	3,073	4,213	4,572	5,773

## 分析师简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**熊航**，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。