

青岛啤酒 (600600.SH) 买入 (维持评级)

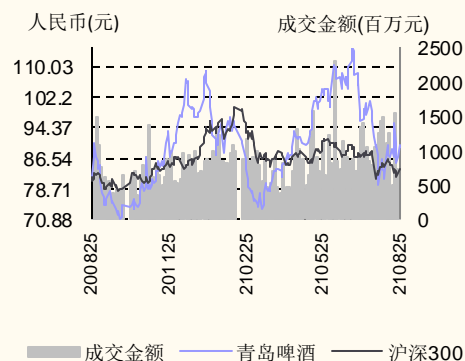
公司点评

市场价格(人民币): 89.12元

高端化进程加快, 静待提价催化

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)	1,216.02
年内股价最高最低(元)	114.81/70.88
沪深300指数	4898
上证指数	3540



公司基本情况(人民币)

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	27,984	27,760	30,258	32,376	34,351
营业收入增长率	5.30%	-0.80%	9.00%	7.00%	6.10%
归母净利润(百万元)	1,852	2,201	2,801	3,433	4,125
归母净利润增长率	30.2%	18.9%	27.2%	22.6%	20.1%
摊薄每股收益(元)	1.37	1.61	2.05	2.52	3.02
每股经营性现金流净额	3.04	3.61	3.43	4.01	4.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.66%	10.67%	12.58%	14.11%	15.39%
P/E	37.20	61.60	43	35	29
P/B	3.59	6.58	5.46	5.00	4.54

来源: 公司年报、国金证券研究所, 不考虑政府收储带来的补偿收益

业绩简评

■ 公司于8月25日发布中报, 21H1实现营业收入182.91亿元, 同比+16.66%, 归母净利24.16亿元, 同比+30.22%; 21Q2实现营业收入93.63亿元, 同比-0.24%, 归母净利13.94亿元, 同比+5.74%。

经营分析

■ 收入符合预期, 高档以上销量高增。1) 量: 21H1销量476.9万千升, 同比+8.2%, 对比19H1增长0.8%。21Q2销量257.9万千升, 同比-7.1%, 对比19H1增长0.6%, 剔除基数影响后呈现弱复苏态势。2) 价: 21H1吨收入同比+7.8%, Q2吨收入同比+7.7%, 预计系产品结构升级加速所致, 叠加局部区域、部分sku存在小幅提价。3) 产品结构: 21H1青岛主品牌同比+20.9% (对比19年增长7%), 主品牌占比提升5.6pct。H1高档以上销量同比+41.4%, 高端化速度好于预期。结合渠道反馈, 预计H1超高端增速45-60% (白啤翻倍), 纯生、1903均有亮眼表现。4) 区域: 21H1山东/华南/华北/华东地区营收同比+15.68%/+18.39%/+21.54%/+7.30%, 省外市场逐步恢复, 山东、华东净利润增速领先。

■ Q2成本端承压, 结构优化+费率改善增强盈利能力。Q2净利率同比+0.54pct至15.29%, 1) Q2毛利率同比+0.8pct, 预计受益于结构升级+局部提价, 吨成本同比+6%, 主要系玻璃瓶、纸箱等包材上涨的压力开始在成本端显现。2) Q2销售费率同比-1.73pct; H1销售费率持平, 但广告及业务推广费率仍同比+0.87pct, 预计系疫情后高端化的品牌宣传力度加大。3) Q2管理费率同比+1.17pct, 主要系股权激励费用确认所致, 叠加去年同期政府减免社保费用。

■ 建议降低短期销量预期, 静待Q3提价落地。1) 量: 受疫情反复+暴雨天气的影响, 需求短期表现疲软。全国7月啤酒产量同比-7%, 我们预计, 7月青啤销量同比-9% (对比19年下滑约8%), Q3销量或同比下行。2) 价: H2及22年原材料成本压力加重, 行业有望通过集体提价转嫁。渠道反馈, 1-7月预计有200多个sku完成局部区域的小幅提价; 8月16日起, 山东的青啤纯生终端供货价上调约5%, 预计将逐步传导至厂价, 后续其他区域、品种也存在提价的可能。3) 利: 利润仍是行业集体诉求, 大范围费用战的概率较低。中长期看, 股权激励+人员、产能优化有望助推经营效率向好。

盈利预测

■ 预计21-23年收入增速9%/7%/6%, 利润增速27%/23%/20% (不考虑政府收储带来的补偿收益), 对应EPS为2.05/2.52/3.02元, 对应PE为43/35/29X, 维持“买入”评级。

风险提示

■ 疫情反复风险、区域竞争加剧、食品安全问题、原材料成本上行超预期。

相关报告

1. 《Q1业绩超预期, 结构升级持续加速-青岛啤酒21年一季报点评》, 2021.4.23
2. 《降本增效, 长期结构升级+净利率改善可期-青岛啤酒年报点评》, 2021.3.29
3. 《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
4. 《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

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

liubenyuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	26,575	27,984	27,760	30,258	32,376	34,351	货币资金	12,536	15,302	18,467	20,161	22,919	25,866
增长率		5.3%	-0.8%	9.0%	7.0%	6.1%	应收账款	462	312	199	304	312	321
主营业务成本	-16,556	-17,080	-16,541	-17,656	-18,260	-18,721	存货	2,651	3,182	3,281	3,434	3,402	3,385
%销售收入	62.3%	61.0%	59.6%	58.4%	56.4%	54.5%	其他流动资产	2,111	2,206	2,681	2,802	2,929	3,058
毛利	10,019	10,903	11,219	12,602	14,116	15,630	流动资产	17,760	21,002	24,628	26,701	29,562	32,631
%销售收入	37.7%	39.0%	40.4%	41.7%	43.6%	45.5%	%总资产	52.1%	56.3%	59.3%	60.8%	62.7%	64.4%
营业税金及附加	-2,327	-2,313	-2,219	-2,421	-2,587	-2,745	长期投资	399	414	402	697	1,042	1,437
%销售收入	8.8%	8.3%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	固定资产	10,707	10,401	10,642	10,734	10,812	10,849
销售费用	-4,869	-5,104	-4,985	-5,446	-5,941	-6,355	%总资产	31.4%	27.9%	25.6%	24.4%	22.9%	21.4%
%销售收入	18.3%	18.2%	18.0%	18.0%	18.4%	18.5%	无形资产	3,940	3,901	3,897	3,884	3,873	3,862
管理费用	-1,386	-1,881	-1,678	-1,912	-2,007	-2,130	非流动资产	16,315	16,311	16,886	17,235	17,622	18,016
%销售收入	5.2%	6.7%	6.0%	6.3%	6.2%	6.2%	%总资产	47.9%	43.7%	40.7%	39.2%	37.3%	35.6%
研发费用	-20	-21	-21	-21	-23	-21	资产总计	34,075	37,312	41,514	43,936	47,183	50,647
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	297	293	745	489	323	48
息税前利润 (EBIT)	1,418	1,584	2,316	2,802	3,558	4,380	应付款项	4,686	4,813	5,447	6,285	6,598	6,844
%销售收入	5.3%	5.7%	8.3%	9.3%	11.0%	12.8%	其他流动负债	7,104	8,248	9,318	9,785	10,545	11,272
财务费用	497	484	471	478	553	646	流动负债	12,087	13,354	15,510	16,559	17,465	18,164
%销售收入	-1.9%	-1.7%	-1.7%	-1.6%	-1.7%	-1.9%	长期贷款	1	0	0	0	0	0
资产减值损失	-146	114	129	-12	-4	-3	其他长期负债	3,298	4,045	4,636	4,289	4,486	4,686
公允价值变动收益	54	57	55	56	65	70	负债	15,385	17,399	20,146	20,848	21,951	22,850
投资收益	21	25	25	130	140	160	普通股股东权益	17,970	19,172	20,622	22,264	24,323	26,798
%税前利润	0.9%	0.9%	0.8%	3.2%	2.9%	2.7%	其中：股本	1,351	1,351	1,364	1,364	1,364	1,364
营业利润	2,378	2,698	3,250	3,976	4,858	5,825	未分配利润	11,620	12,788	14,221	15,862	17,922	20,397
营业利润率	8.9%	9.6%	11.7%	13.1%	15.0%	17.0%	少数股东权益	719	742	746	825	909	999
营业外收支	2	29	-11	35	40	45	负债股东权益合计	34,075	37,312	41,514	43,936	47,183	50,647
税前利润	2,380	2,727	3,240	4,011	4,898	5,870	比率分析						
利润率	9.0%	9.7%	11.7%	13.3%	15.1%	17.1%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-819	-798	-913	-1,131	-1,381	-1,655	每股指标						
所得税率	34.4%	29.3%	28.2%	28.2%	28.2%	28.2%	每股收益	1.053	1.371	1.614	2.053	2.516	3.023
净利润	1,561	1,929	2,327	2,880	3,517	4,215	每股净资产	13.302	14.191	15.117	16.317	17.826	19.640
少数股东损益	139	77	126	79	84	90	每股经营现金净流	3.152	3.043	3.612	3.434	4.015	4.462
归属于母公司的净利润	1,422	1,852	2,201	2,801	3,433	4,125	每股股利	0.480	0.550	0.750	0.850	1.007	1.209
净利率	5.4%	6.6%	7.9%	9.3%	10.6%	12.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.91%	9.66%	10.67%	12.58%	14.11%	15.39%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	4.17%	4.96%	5.30%	6.38%	7.28%	8.14%
净利润	1,561	1,929	2,327	2,880	3,517	4,215	投入资本收益率	4.85%	5.50%	7.47%	8.47%	9.93%	11.22%
少数股东损益	139	77	126	79	84	90	增长率						
非现金支出	1,300	994	992	988	1,050	1,122	主营业务收入增长率	1.13%	5.30%	-0.80%	9.00%	7.00%	6.10%
非经营收益	-684	-766	-642	-178	-226	-272	EBIT 增长率	7.69%	11.73%	46.18%	20.98%	26.99%	23.09%
营运资金变动	2,081	1,954	2,251	995	1,135	1,021	净利润增长率	12.60%	30.23%	18.86%	27.25%	22.56%	20.15%
经营活动现金净流	4,258	4,111	4,928	4,685	5,477	6,086	总资产增长率	10.01%	9.50%	11.26%	5.83%	7.39%	7.34%
资本开支	-703	-907	-1,275	-1,003	-1,046	-1,065	资产管理能力						
投资	-425	-198	-470	-299	-345	-395	应收账款周转天数	1.7	1.7	1.8	1.7	1.6	1.6
其他	311	757	257	130	140	160	存货周转天数	55.6	62.3	71.3	71.0	68.0	66.0
投资活动现金净流	-817	-348	-1,488	-1,172	-1,251	-1,300	应付账款周转天数	47.7	47.2	48.4	52.0	53.0	54.0
股权募资	0	0	282	0	0	0	固定资产周转天数	141.8	133.3	135.5	124.3	115.9	108.4
债权募资	0	-33	450	-618	-66	-175	偿债能力						
其他	-623	-732	-1,111	-1,200	-1,402	-1,665	净负债/股东权益	-71.92%	-83.02%	-91.77%	-93.64%	-97.53%	-100.38%
筹资活动现金净流	-624	-765	-380	-1,818	-1,468	-1,840	EBIT 利息保障倍数	-2.9	-3.3	-4.9	-5.9	-6.4	-6.8
现金净流量	2,817	2,999	3,060	1,694	2,758	2,947	资产负债率	45.15%	46.63%	48.53%	47.45%	46.52%	45.12%

来源：公司年报、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，不作为或被视作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。

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