

主品牌快速扩容, 全国化扩张提速

投资要点

- **事件:** 公司发布2021年半年报, 实现营收182.9亿元, 同比增长16.7%; 实现归母净利润24.2亿元, 同比增长30.2%。其中21Q2实现营收93.6亿元, 同比下降0.3%, 实现归母净利润13.9亿元, 同比增长5.8%, Q2略超市场预期。
- **高端占比大幅提升, 全国化扩张情况良好。** 21H1实现啤酒销量477万吨, 同比增长8.24%; 主品牌啤酒实现销量253万吨, 同比增长21%, 其中高档啤酒实现销量137万吨, 同比大幅增长41.4%; 其他品牌啤酒实现销量224万吨, 同比下降3.2%。公司高端化转型升级持续顺利, 高端啤酒销量占比大幅提升7pp至29%, 主品牌销量占比也从去年同期47%提升至53%。得益于1) 以全麦白啤为代表的高端啤酒新品销量实现爆发; 2) 公司持续推进低端崂山啤酒向中端青岛经典的产品结构升级, 公司中高端啤酒实现快速扩容。分地区看, 公司沿黄沿海全国化扩张市场策略收效显著, 大本营山东地区与华北地区高基数下仍实现15%以上收入增速; 历史优势区域华南与东南区域复苏良好, 收入分别同比提升18.4%/30.5%。公司发挥覆盖全国主要市场的网络优势, 巩固提升传统核心基地市场, 突破战略带新兴市场, 目前已在全国布局超过200家青岛1903酒吧, 全国化扩张情况持续向好。
- **原材料成本上行叠加疫情影响, Q2收入端略微承压。** 21H1公司毛利率44.4%, 同比提升2.6pp, 受二季度末全国各地突发疫情影响, 现饮渠道受损严重, 叠加去年同期疫情恢复高基数效应, Q2收入端略微承压; 成本端压力主要系玻璃、包材等原材料价格上涨所致。费用率方面, 公司费用精准投放, 营销资源向主品牌倾斜, 销售费用率18.3%, 仍然保持去年同期水平; 受股权激励摊销费用增加影响, 管理费用率同比下降0.7pp至3.9%。产品结构持续优化, 带动21H1整体净利率上升1.2pp至13.6%。
- **啤酒行业进入高端化转型红利期, 公司三大增长逻辑持续兑现。** 啤酒行业在经历了自2017年起的转型培育期后, 目前高端化转型态势良好, 消费者培育初见成效叠加酒企高端化费用投放力度加大, 行业已步入高端化红利释放期。我们认为公司未来三大发展逻辑正持续兑现中: 1) 以全麦白啤为代表的高端啤酒新品业绩有望实现爆发, 同时传统纯生大单品仍在业内保持领先优势; 2) 公司拥有华北地区广阔的低端啤酒销量基础, 低端结构升级的持续推进将为公司释放大量业绩弹性; 3) 产能不断优化带动罐化率不断提升, 为公司整体盈利能力长期提升提供坚实保障。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为2.11元、2.63元、3.15元, 对应动态PE分别为42倍、34倍、28倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险, 新冠疫情出现反复风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	277.60	313.53	332.11	350.86
增长率	-0.80%	12.94%	5.93%	5.64%
归属母公司净利润(亿元)	22.01	28.74	35.87	42.97
增长率	18.86%	30.54%	24.84%	19.79%
每股收益EPS(元)	1.61	2.11	2.63	3.15
净资产收益率ROE	10.89%	13.05%	14.63%	15.64%
PE	55	42	34	28
PB	5.69	5.22	4.69	4.19

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn
联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn
联系人: 夏霖
电话: 021-58351959
邮箱: xiaji@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.64
流通A股(亿股)	6.96
52周内股价区间(元)	71.49-115.81
总市值(亿元)	1,216.02
总资产(亿元)	452.37
每股净资产(元)	16.26

相关研究

1. 青岛啤酒(600600):百年青啤栉风沐雨, 结构升级乘风破浪 (2021-06-22)

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	277.60	313.53	332.11	350.86	净利润	23.27	30.38	37.92	45.43
营业成本	165.41	179.67	186.39	192.85	折旧与摊销	11.23	11.78	12.19	12.80
营业税金及附加	22.19	23.51	24.24	24.91	财务费用	-4.71	-5.68	-6.33	-6.61
销售费用	49.85	56.28	58.12	59.82	资产减值损失	-1.31	-0.50	-0.50	0.00
管理费用	16.78	18.81	18.27	17.54	经营营运资本变动	15.65	8.12	-14.47	-16.07
财务费用	-4.71	-5.68	-6.33	-6.61	其他	5.41	0.16	-0.11	-0.58
资产减值损失	-1.31	-0.50	-0.50	0.00	经营活动现金流净额	49.53	44.26	28.71	34.97
投资收益	0.25	0.25	0.25	0.25	资本支出	-3.91	-4.00	-13.00	-15.00
公允价值变动损益	0.55	0.50	0.50	0.50	其他	-10.97	-1.25	-1.25	-1.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-14.88	-5.25	-14.25	-16.25
营业利润	32.50	42.19	52.67	63.09	短期借款	4.32	-7.03	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.11	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	32.40	42.19	52.67	63.09	股权融资	2.44	0.00	0.00	0.00
所得税	9.13	11.81	14.75	17.67	支付股利	-7.43	-8.81	-11.49	-14.35
净利润	23.27	30.38	37.92	45.43	其他	-2.89	2.85	6.33	6.61
少数股东损益	1.26	1.64	2.05	2.45	筹资活动现金流净额	-3.56	-12.98	-5.17	-7.74
归属母公司股东净利润	22.01	28.74	35.87	42.97	现金流量净额	30.86	26.03	9.29	10.98
资产负债表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	184.67	210.70	219.99	230.97	成长能力				
应收和预付款项	3.65	3.66	4.00	4.09	销售收入增长率	-0.80%	12.94%	5.93%	5.64%
存货	32.81	35.64	36.97	38.26	营业利润增长率	20.47%	29.81%	24.84%	19.79%
其他流动资产	25.15	25.13	25.50	25.87	净利润增长率	20.62%	30.54%	24.84%	19.79%
长期股权投资	3.74	3.74	3.74	3.74	EBITDA 增长率	17.22%	23.77%	21.21%	18.35%
投资性房地产	0.27	0.27	0.27	0.27	获利能力				
固定资产和在建工程	106.41	100.74	103.66	107.98	毛利率	40.42%	42.70%	43.88%	45.03%
无形资产和开发支出	38.11	36.08	34.06	32.03	三费率	22.30%	22.14%	21.10%	20.17%
其他非流动资产	20.32	22.24	24.15	26.06	净利率	8.38%	9.69%	11.42%	12.95%
资产总计	415.14	438.20	452.34	469.28	ROE	10.89%	13.05%	14.63%	15.64%
短期借款	7.03	0.00	0.00	0.00	ROA	5.61%	6.93%	8.38%	9.68%
应付和预收款项	48.26	51.20	53.51	55.42	ROIC	33.46%	58.29%	66.67%	57.70%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.06%	15.40%	17.62%	19.75%
其他负债	146.17	154.16	139.56	123.50	营运能力				
负债合计	201.46	205.36	193.07	178.93	总资产周转率	0.70	0.73	0.75	0.76
股本	13.64	13.64	13.64	13.64	固定资产周转率	2.71	3.12	3.35	3.46
资本公积	36.75	36.75	36.75	36.75	应收账款周转率	86.75	95.12	90.68	90.94
留存收益	156.22	176.15	200.53	229.15	存货周转率	5.11	5.24	5.13	5.12
归属母公司股东权益	206.22	223.75	248.12	276.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.17%	—	—	—
少数股东权益	7.46	9.10	11.15	13.60	资本结构				
股东权益合计	213.68	232.85	259.27	290.35	资产负债率	48.53%	46.86%	42.68%	38.13%
负债和股东权益合计	415.14	438.20	452.34	469.28	带息债务/总负债	3.49%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.59	1.73	1.95	2.26
					速动比率	1.38	1.51	1.70	1.97
					股利支付率	33.75%	30.64%	32.04%	33.39%
					每股指标				
					每股收益	1.61	2.11	2.63	3.15
					每股净资产	15.66	17.07	19.01	21.28
					每股经营现金	3.63	3.24	2.10	2.56
					每股股利	0.54	0.65	0.84	1.05
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	39.02	48.29	58.53	69.28					
PE	55.23	42.31	33.89	28.29					
PB	5.69	5.22	4.69	4.19					
PS	4.38	3.88	3.66	3.47					
EV/EBITDA	25.61	19.96	16.27	13.56					
股息率	0.61%	0.72%	0.95%	1.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn