

# 青岛啤酒 (600600.SH)

## 高端化加速，费效比改善

**事件：公司发布 2021 年中报。**2021 上半年公司营收 182.91 亿元，同比 +16.66%；实现销量 476.9 万吨，同比 +8.2%；归母净利润为 24.16 亿元，同增 30.22%。单 Q2 收入 93.63 亿元，同比 -0.24%；归母净利润 13.94 亿元，同比 +5.74%。业绩符合预期。

**结构升级明显，吨酒价加速提升。**公司单 Q2 实现收入 93.6 亿元，同比 -0.24%；其中销量 257.9 万吨，同比 -7.1%，推测高基数背景下，叠加疫情、天气影响因素影响；单 Q2 吨酒价同比 +8.0%，主要源于产品结构改善。公司上半年主品牌青岛实现产品销量 252.8 万吨，同比 +20.9%；其中高档及以上产品销量同比 +41.4%。主品牌、高档及以上销量占比分别达到 53%、28.8%，较 20H1 分别提升 5.6pct、6.8pct，达到历史较高水平。从区域看，公司山东、华南、华北、华东、东南、港澳及海外收入增速分别为 15.7%/18.4%/21.5%/7.3%/30.5%/27.1%，华北、东南增长表现亮眼。

**毛利率改善，费效比提升，盈利能力改善。**公司单 Q2 吨成本同比 +5.9%，原材料上涨压力凸显，但结构改善吨价增长覆盖吨成本上行，毛利率同比提升 0.8pct 至 43.7%。单 Q2 公司销售费用率同比下滑 1.7pct，源于公司在非基地市场聚焦听装小瓶、减少渠道费用，提升费效比成效显著。单 Q2 公司管理费用率同比提升 1.2pct，主要源于增加约 6 千万股权激励费用，以及去年疫情期间政府减免社保费用基数较低。综上公司 Q2 归母净利润 13.9 亿元，同比 +5.7%，盈利能力改善。分地区看，上半年山东、华东、东南地区净利润增速分别为 47.0%、35.3%、24.24%，高于整体增速。其中东南地区上半年实现盈利 6712 万元，去年同期仅为 266 万元，主要源于高档酒销量增长快推动毛利率改善明显。

**展望下半年高端化趋势持续，覆盖原材料上涨压力。**公司持续巩固提升传统核心基地市场，聚焦听装小瓶高端突破战略带新兴市场。产品结构上，持续推动崂山换包升级，重点推动纯生、白啤等高端产品增长，预计全年高端产品占比持续提升。考虑包材、麦芽等原材料价格上行，我们预计下半年有望通过提价、结构改善覆盖成本上涨压力。

**盈利预测：**我们预计 2021/22/23 年收入分别为 302.3/321.8/339.9 亿元，同比 +8.9%/6.4%/5.6%；由于 7 月土地征收补偿确认收入预计增加 7 个亿归母净利润，预计 2021/22/23 年归母净利润 37.0/37.6/46.4 亿元；加回关厂一次性减值调整后归母净利润 34.2/41.4/49.2 亿元，调整后对应 PE35.5/29.3/24.7 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情反复影响动销；高端产品增速不及预期；行业竞争加剧。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	27,984	27,760	30,234	32,178	33,994
增长率 yoy (%)	5.3	-0.8	8.9	6.4	5.6
归母净利润(百万元)	1,852	2,201	3,698	3,764	4,639
增长率 yoy (%)	30.2	18.9	68.0	1.8	23.3
EPS 最新摊薄(元/股)	1.36	1.61	2.71	2.76	3.40
净资产收益率(%)	9.7	10.9	15.3	13.7	14.6
P/E(倍)	65.6	55.2	32.9	32.3	26.2
P/B(倍)	6.34	5.90	5.00	4.41	3.83

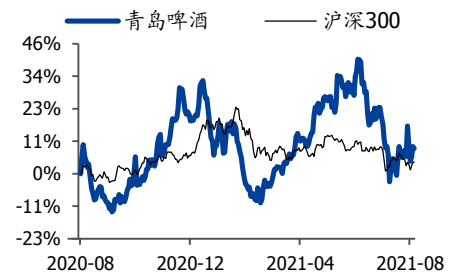
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价

买入(维持)

### 股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
8月25日收盘价(元)	89.12
总市值(百万元)	121,602.17
总股本(百万股)	1,364.48
其中自由流通股(%)	51.00
30日日均成交量(百万股)	9.49

### 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 沈阳

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

### 相关研究

- 《青岛啤酒(600600.SH)：青啤之变，渐入收获期》2021-05-10
- 《青岛啤酒(600600.SH)：Q1实现开门红，毛利率显著改善》2021-04-22
- 《青岛啤酒(600600.SH)：业绩符合预期，盈利能力改善》2021-03-28



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	21002	24628	27575	33466	36534
现金	15302	18467	21667	27410	30487
应收票据及应收账款	226	125	211	186	226
其他应收款	86	74	99	116	136
预付账款	117	240	116	206	118
存货	3182	3281	3042	3106	3126
其他流动资产	2088	2441	2441	2441	2441
<b>非流动资产</b>	16311	16886	16587	16267	15941
长期投资	377	374	397	420	442
固定资产	10222	10303	10290	10321	10293
无形资产	2559	2504	2258	1951	1663
其他非流动资产	3153	3705	3642	3575	3542
<b>资产总计</b>	37312	41514	44163	49732	52475
<b>流动负债</b>	13354	15510	14307	16450	14835
短期借款	271	703	480	400	300
应付票据及应付账款	2388	2372	3237	2911	3015
其他流动负债	10695	12435	10590	13139	11520
<b>非流动负债</b>	4045	4636	4636	4636	4636
长期借款	0	0	-0	-0	-0
其他非流动负债	4045	4636	4636	4636	4636
<b>负债合计</b>	17399	20146	18943	21087	19471
少数股东权益	742	746	899	1056	1250
股本	1351	1364	1364	1364	1364
资本公积	3444	3675	3675	3675	3675
留存收益	14189	15622	17933	20285	23184
归属母公司股东权益	19172	20622	24320	27589	31754
<b>负债和股东权益</b>	37312	41514	44163	49732	52475

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	4017	4953	3485	6312	3601
净利润	1929	2327	3852	3920	4833
折旧摊销	1115	1123	927	978	1001
财务费用	-484	-471	-527	-581	-643
投资损失	-25	-25	-32	-32	-32
营运资金变动	1954	2251	-685	2077	-1507
其他经营现金流	-473	-251	-50	-50	-50
<b>投资活动现金流</b>	-348	-1488	-546	-575	-593
资本支出	1155	1295	-321	-344	-348
长期投资	-198	-470	-23	-23	-23
其他投资现金流	610	-662	-890	-941	-964
<b>筹资活动现金流</b>	-769	-356	261	6	68
短期借款	-25	432	-223	-80	-100
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	13	0	0	0
资本公积增加	0	231	0	0	0
其他筹资现金流	-743	-1032	485	86	168
<b>现金净增加额</b>	2904	3086	3200	5744	3076

**利润表 (百万元)**

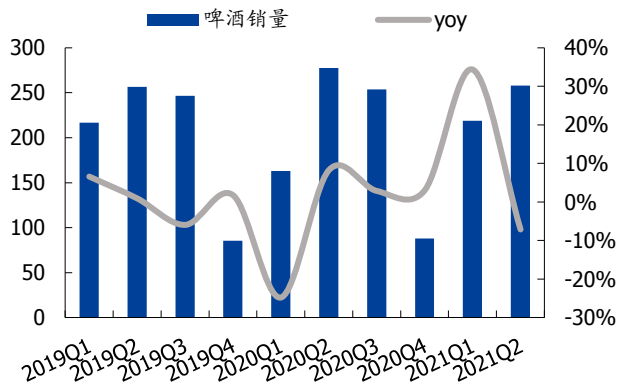
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	27984	27760	30234	32178	33994
营业成本	17080	16541	17388	17829	18074
营业税金及附加	2313	2219	2298	2381	2448
营业费用	5104	4985	5442	5824	6187
管理费用	1881	1678	1849	1859	1822
研发费用	21	21	30	32	34
财务费用	-484	-471	-527	-581	-643
资产减值损失	-121	-131	121	122	129
其他收益	603	517	500	500	500
公允价值变动收益	57	55	60	60	60
投资净收益	25	25	32	32	32
资产处置收益	59	-5	-10	-10	-10
<b>营业利润</b>	2698	3250	4215	5293	6526
营业外收入	35	15	1000	15	15
营业外支出	6	25	10	10	10
<b>利润总额</b>	2727	3240	5205	5298	6531
所得税	798	913	1353	1377	1698
<b>净利润</b>	1929	2327	3852	3920	4833
少数股东损益	77	126	153	157	193
<b>归属母公司净利润</b>	1852	2201	3698	3764	4639
EBITDA	3399	3851	5566	5566	6685
EPS (元)	1.36	1.61	2.71	2.76	3.40

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	5.3	-0.8	8.9	6.4	5.6
营业利润(%)	13.5	20.5	29.7	25.6	23.3
归属于母公司净利润(%)	30.2	18.9	68.0	1.8	23.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	39.0	40.4	42.5	44.6	46.8
净利率(%)	6.6	7.9	12.2	11.7	13.6
ROE(%)	9.7	10.9	15.3	13.7	14.6
ROIC(%)	6.9	7.6	11.7	10.5	11.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.6	48.5	42.9	42.4	37.1
净负债比率(%)	-56.0	-62.0	-66.3	-78.7	-77.9
流动比率	1.6	1.6	1.9	2.0	2.5
速动比率	1.3	1.3	1.7	1.8	2.2
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.61	2.71	2.76	3.40
每股经营现金流(最新摊薄)	2.94	3.63	2.55	4.63	2.64
每股净资产(最新摊薄)	14.05	15.12	17.83	20.22	23.28
<b>估值比率</b>					
P/E	65.6	55.2	32.9	32.3	26.2
P/B	6.3	5.9	5.0	4.4	3.8
EV/EBITDA	32.3	27.8	19.3	19.3	16.0

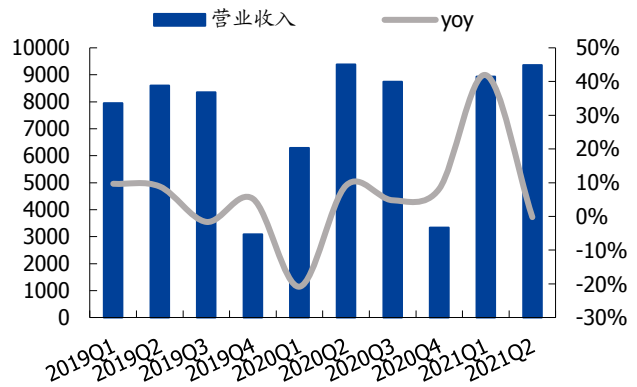
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价

图表 1: 公司单季度销量及增速(万吨)



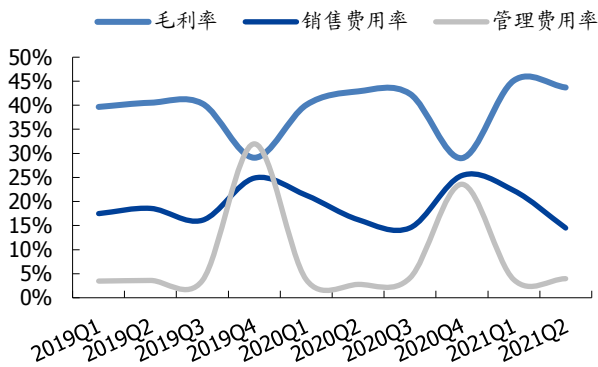
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 公司单季度收入及增速(百万元)



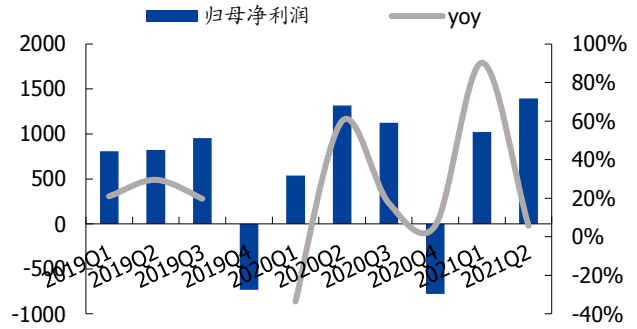
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司单季度毛利率及费用率



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

#### 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

#### 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：021-38124100

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