



2021年8月27日

青岛啤酒 (600600) : 产品结构持续优化, 盈利能力稳中有升

食品饮料

推荐 (维持) 当前股价: 89.69 元

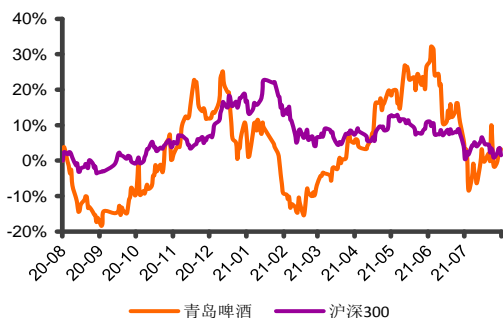
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	27,760	30,809	33,274	35,265
(+/-)	-0.8%	11.0%	8.0%	6.0%
营业利润	3,250	4,124	4,974	5,814
(+/-)	20.5%	26.9%	20.6%	16.9%
归属母公司净利润	2,201	2,800	3,401	3,994
(+/-)	18.9%	27.2%	21.5%	17.4%
EPS (元)	1.61	2.05	2.49	2.93
市盈率	55.6	43.7	36.0	30.6

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	13.64 / 6.96
流通市值 (亿元)	624
每股净资产 (元)	15.16
资产负债率 (%)	48.5

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

● 公司发布 2021 半年报。报告期内, 公司实现营业收入 182.9 亿元, 同比增长 16.66%; 实现归属于上市公司股东的净利润人民币 24.16 亿元, 同比增长 30.22%; 扣非后净利润 21.58 亿元, 同比增长 32.99%; 每股收益 1.78 元。其中 Q2 单季实现营业收入 93.63 亿元, 同比降 0.24%; 归母净利润 13.94 亿元, 同比增 5.74%; 每股收益 1.03 元。

● 产品结构优化, 实现量价齐升。2021 年上半年, 在行业消费升级趋势带动下, 全国啤酒市场实现了恢复性增长, 啤酒产量 1,889 万千升。公司实现产品销量 476.9 万千升, 同比 +8.2%, 其中主品牌青岛啤酒产品销量 252.8 万千升, 同比 +20.9%, 高档以上产品销量同比 +41.4%; 啤酒吨价 +6.99% 至 3,781 元, 实现量价齐升。分地区来看, 各区域均有不同程度的增长, 东南地区增速最快, 报告期内收入 4.8 亿元, 同比 +30.5%; 山东、华北、华南地区营业收入分别为 111.45、32.48 和 15.24 亿元, 同比 +15.68%/+21.54%/+18.39%。在国际市场, 公司提前谋划调整布局, 快速反应, 市场销量同比 +21.3%。Q2 收入低于预期, 主要是受全国各地突发疫情影响, 再叠加去年同期疫情恢复后的高基数所致。

● 期间费用率控制良好, 毛利率/净利率稳中有升。上半年销售费用率 18.29%, 与去年同期持平; 管理费用率 3.89%, 同比 +0.68pct, 主要是报告期内实施限制性股票激励计划确认股份支付费用, 以及去年同期因新冠疫情影响政府减免社会保险费用所致; 财务费用率 -0.77pct 至 -0.74%, 主要原因是报告期内办理理财产品等债务工具, 其收益计入公允价值变动收益所致。上半年毛利率 +2.64pct 至 44.40%, 净利率 +1.31pct 至 7.93%, 稳中有升; 其中 Q2 单季得益于产品结构优化与费用控制有效, 毛利率 +0.80pct 至 43.70%, 净利率 +0.53pct 至 15.29%, 再创新高, 盈利能力进一步增强。

● 公司未来看点。(1) 公司持续积极推进实施“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略, 优化产品结构, 加大品牌传播与渠道创新, 进一步打造啤酒沉浸式体验新高地,



引领高端产品消费潮流，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；（2）公司加快数字化转型提升协同效应，有望实现管理效率的持续优化提升；（3）公司培育多渠道专业经销商，不断完善覆盖全国主要市场的销售网络及遍及全球一百余个国家和地区的经销网络，巩固基地市场优势地位的同时提高新兴市场的占有率，作为行业龙头，有望以不断扩大的高质量发展成果保持在国内啤酒中高端产品市场的竞争优势。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 308.09、332.74 和 352.65 亿元，EPS 分别为 2.05、2.49 和 2.93 元，当前股价对应 PE 分别为 43.7、36.0 和 30.6 倍，考虑到公司行业龙头的地位，高端产品存在持续超预期的可能，给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；原材料价格波动风险；食品安全问题。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	27,760	30,809	33,274	35,265
货币资金	18,467	21,871	25,536	29,746	营业成本	16,541	17,925	19,195	20,170
应收款	199	428	462	490	营业税金及附加	2,219	2,219	2,219	2,219
存货	3,281	3,087	3,306	3,474	销售费用	4,985	5,700	6,089	6,348
其他流动资产	2,681	2,815	2,956	3,104	管理费用	1,678	1,787	1,897	1,975
流动资产合计	24,628	28,201	32,260	36,813	财务费用	-471	-583	-688	-805
非流动资产:					研发费用	21	31	33	35
金融类资产	0.60	0.66	0.73	0.80	费用合计	6,213	6,935	7,331	7,553
固定资产+在建工程	10,642	10,942	11,323	11,706	资产减值损失	-129	-90	-63	-44
无形资产+商誉	3,811	4,192	4,611	5,072	公允价值变动	55	58	61	64
其他非流动资产	2,432	2,675	2,943	3,237	投资收益	25	27	28	29
非流动资产合计	16,886	17,810	18,878	20,016	营业利润	3,250	4,124	4,974	5,814
资产总计	41,514	46,011	51,138	56,829	加: 营业外收入	15	0	0	0
流动负债:					减: 营业外支出	25	0	0	0
短期借款	703	738	775	814	利润总额	3,240	4,124	4,974	5,814
应付账款、票据	2,372	2,639	2,826	2,969	所得税费用	913	1,196	1,443	1,686
其他流动负债	12,435	13,642	15,005	16,504	净利润	2,327	2,928	3,532	4,128
流动负债合计	15,510	17,019	18,606	20,288	少数股东损益	126	128	131	133
非流动负债:					归母净利润	2,201	2,800	3,401	3,994
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	4,636	4,868	5,111	5,367	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	4,636	4,868	5,111	5,367	成长性				
负债合计	20,146	21,887	23,718	25,655	营业收入增长率	-0.8%	11.0%	8.0%	6.0%
所有者权益					营业利润增长率	20.5%	26.9%	20.6%	16.9%
股本	1,364	1,364	1,364	1,364	归母净利润增长率	18.9%	27.2%	21.5%	17.4%
资本公积金	3,675	3,675	3,675	3,675	总资产增长率	11.3%	10.8%	11.1%	11.1%
未分配利润	14,221	16,016	18,175	20,691	盈利能力				
少数股东权益	746	746	746	746	毛利率	40.4%	41.8%	42.3%	42.8%
所有者权益合计	21,368	23,457	25,968	28,897	营业利润率	11.7%	13.4%	14.9%	16.5%
负债和所有者权益	41,514	45,344	49,686	54,552	三项费用/营收	22.4%	22.5%	22.0%	21.4%
					EBIT/销售收入	11.7%	13.5%	15.0%	16.6%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	8.4%	9.5%	10.6%	11.7%
净利润	2327	2928	3532	4128	ROE	10.9%	12.5%	13.6%	14.3%
折旧与摊销	1123	979	1047	1117	营运能力				
财务费用	-288	-583	-688	-805	总资产周转率	66.9%	67.0%	65.1%	62.1%
存货的减少	-101	194	-219	-168	资产结构				
营运资本变化	2352	38	153	116	资产负债率	48.5%	47.6%	46.4%	45.1%
其他非现金部分	-498	713	779	852	现金流质量				
经营活动现金净流量	4953	4270	4603	5239	经营净现金流/净利润	2.13	1.46	1.30	1.27
投资活动现金净流量	-1488	-1360	-1428	-1499	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-356	494	490	470	每股收益	1.61	2.05	2.49	2.93
现金流量净额	3,086	3,404	3,665	4,210	每股净资产	15.66	17.19	19.03	21.18

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>