

证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

青岛啤酒(600600)

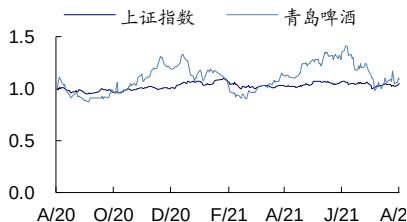
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,364/1,351
总市值/流通(百万元)	121,602/62,020
上证综指/深圳成指	3,540/14,697
12 个月最高/最低(元)	118.11/70.00

相关研究报告:

《青岛啤酒-600600-2020 年一季报点评: 业绩如期回落, 多举措促经营恢复》——2020-05-06
 《青岛啤酒-600600-2019 年年报点评: 结构升级卓有成效, 多举措促经营恢复》——2020-03-30
 《青岛啤酒-600600-2019 年半年报点评: 业绩超预期, 均价持续提升》——2019-08-16
 《青岛啤酒-600600-2019 年一季报点评: 业绩超预期, 量价齐升》——2019-04-30
 《青岛啤酒-600600-2018 年中报点评: 业绩符合预期, 提价见效旺季增量》——2018-08-29

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chengqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110001

证券分析师: 廖望州

电话:

E-MAIL: liaowangzhou@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

结构升级成效显著, 业绩弹性持续释放
● 公司 21H1 收入实现 16.7% 增长, 销量与吨价提升贡献均衡

公司 2021 年 H1 收入 182.91 亿元 (+16.7%), 期内销量实现 476.9 万千升 (+8.2%), 平均吨价 3835.43 元/千升 (+7.8%)。受高基数影响, 单 Q2 啤酒销量同比下降 7.15%, 得益于结构持续优化带动吨价上涨 7.44%, Q2 实现收入 93.63 亿元 (-0.24%), 同比微降。

● 聚焦产品结构升级与常态化提价, 高端化进程持续推进

高端品牌持续放量, 21H1 主品牌青岛啤酒销量实现 252.8 万千升 (+20.9%), 其中高档以上产品销量同比增长 41.4% 增至约 137 万千升, 主流产品增至约 115 万千升 (+3.1%); 第二品牌销量 224.1 万千升 (-3.26%)。公司高端化升级成效显著, 带动 H1 毛利率升至 44.40% (+2.64pcts)。销售费率管控得当同比平稳, 毛销差进一步扩大至 26.11% (+3.23%); 四费在去年同期较低基数下基本维持平稳(合计+1.46pcts), 净利率提升至 13.21% (+1.37pcts), 归母净利润 24.16 亿元 (+30.2%)。

● 山东优势地区稳健增长结构优化, 华北华南利润池收入高增

分地区看, 山东优势基地市场维持稳健增长, 21H1 收入同增 15.7%, 净利率同比改善至 11.14% (+2.4pcts); 华北、华南两大利润池分别实现收入高增 21.5% 与 18.4%, 净利率分别为 18.8% 与 15.0% 略有下滑 (-1.1pcts/-3.1pcts); 华东市场收入相对较缓同增 7.3%, 但受益于产品常态化升级与结构优化净利率率增 1.7pcts 至 8.1%。往日强势市场东南地区得益于管理改善收入高增 30.5%, 净利率率从 0.7% 回升至 14.0%; 港澳台及海外地区收入高增 (+27.1%) 但利润率同比下滑 (6.73pcts)。

投资建议: 维持买入评级

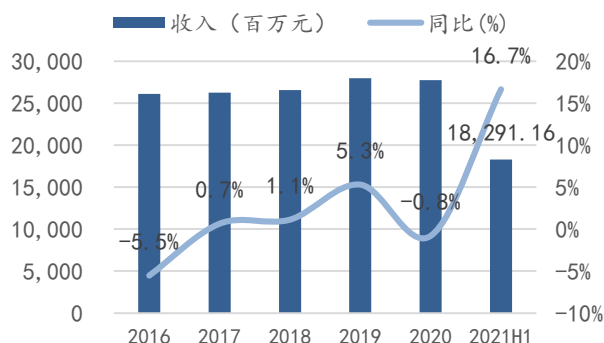
公司品牌与品质优势显著, 聚焦主品牌+崂山第二品牌, 加快产品结构优化升级与提价常态化, 且未来经营效率仍有改善空间, 预计销量总体平稳的基础上, 未来随着高端化的推进业绩弹性将加速释放, 我们上调盈利预测约 15%, 预计 2021-2023 年 EPS 至 1.99/2.38/2.80 (此前为 1.80/2.09/2.43) 元, 对应 PE 为 33/28/24 倍, 维持“买入”评级。

风险因素: 产品升级不达预期; 成本波动加大; 疫情影响加剧。

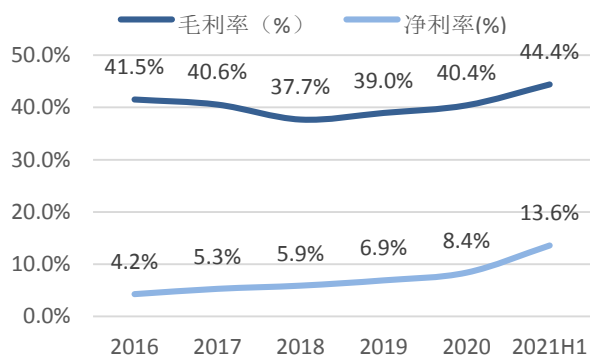
盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	27,760	30,165	32,053	33,689
(+/-%)	-0.8%	8.7%	6.3%	5.1%
净利润(百万元)	2,201	2,718	3,253	3,814
(+/-%)	18.9%	23.5%	19.7%	17.3%
摊薄每股收益(元)	1.61	1.99	2.38	2.80
EBIT Margin	8.4%	11.7%	13.2%	14.7%
净资产收益率(ROE)	10.7%	12.2%	13.3%	14.2%
市盈率(PE)	55.2	44.7	37.4	31.9
EV/EBITDA	41.2	30.0	26.1	23.1
市净率(PB)	5.90	5.44	4.97	4.52

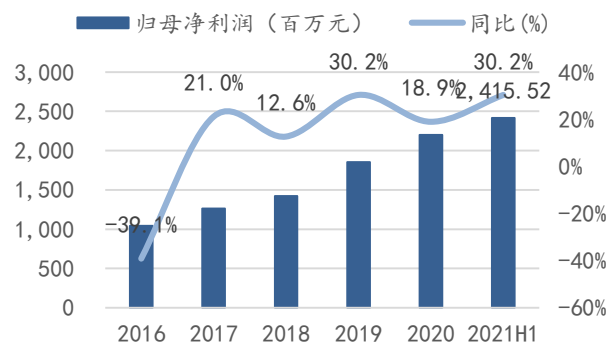
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

图 1: 青岛啤酒 2021H1 收入增速达 16.7%


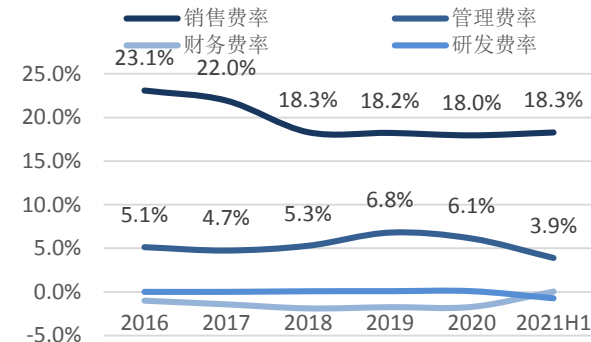
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 青岛啤酒 2021H1 毛利率为 44.4%


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 青岛啤酒 2021H1 利润增速达 30.2%


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 青岛啤酒 2021H1 销售费率为 18.3%


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司估值表 (截至 2021 年 8 月 25 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
0291. HK	华润啤酒	39.8	2062	-	1.24	1.37	-	42.46	38.54	6.84
600132. SH	重庆啤酒	48.7	708	2.23	2.31	2.92	53.5	63.2	50	-
002461. SZ	珠江啤酒	32.8	208	0.26	0.31	0.37	41.6	30.1	25.6	2.31
	平均	40.4	992.7	1.2	1.3	1.6	47.6	45.3	38.0	4.6
600600. SH	青岛啤酒	45.3	1216	1.61	1.99	2.38	55.2	44.7	37.4	5.88

资料来源: Wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	18467	20444	24226	28266	营业收入	27760	30165	32053	33689
应收款项	125	661	703	738	营业成本	16541	17194	17790	18192
存货净额	3281	3049	3169	3255	营业税金及附加	2219	2413	2564	2695
其他流动资产	866	302	321	337	销售费用	4985	5430	5770	6064
流动资产合计	24628	26345	30306	34485	管理费用	1678	1608	1703	1785
固定资产	10642	9655	8659	7665	财务费用	(471)	(458)	(536)	(634)
无形资产及其他	2504	2404	2304	2203	投资收益	25	1	1	1
投资性房地产	3365	3365	3365	3365	资产减值及公允价值变动	186	0	0	0
长期股权投资	374	374	374	374	其他收入	231	0	0	0
资产总计	41514	42144	45009	48093	营业利润	3250	3979	4764	5588
短期借款及交易性金融负债	745	500	500	500	营业外净收支	(11)	11	11	11
应付款项	2372	3558	3697	3797	利润总额	3240	3990	4775	5599
其他流动负债	12392	10195	10659	11019	所得税费用	913	1117	1337	1568
流动负债合计	15510	14253	14856	15317	少数股东损益	126	155	185	217
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2201	2718	3253	3814
其他长期负债	4636	4641	4650	4659					
长期负债合计	4636	4641	4650	4659	现金流量表 (百万元)				
负债合计	20146	18894	19507	19976		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	746	888	1059	1233	净利润	2201	2718	3253	3814
股东权益	20622	22362	24443	26884	资产减值准备	10	(8)	(11)	(12)
负债和股东权益总计	41514	42144	45009	48093	折旧摊销	1105	1157	1178	1187
					公允价值变动损失	(186)	0	0	0
					财务费用	(471)	(458)	(536)	(634)
					营运资本变动	1817	(753)	422	319
					其它	71	150	182	186
					经营活动现金流	5018	3264	5022	5493
					资本开支	(1337)	(63)	(70)	(80)
					其它投资现金流	(365)	0	0	0
					投资活动现金流	(1700)	(63)	(70)	(80)
					权益性融资	282	0	0	0
					负债净变化	(0)	0	0	0
					支付股利、利息	(793)	(978)	(1171)	(1373)
					其它融资现金流	1152	(245)	0	0
					融资活动现金流	(153)	(1224)	(1171)	(1373)
					现金净变动	3165	1977	3781	4040
					货币资金的期初余额	15302	18467	20444	24226
					货币资金的期末余额	18467	20444	24226	28266
					企业自由现金流	3263	2875	4573	4992
					权益自由现金流	4415	2960	4959	5448

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032