

2021年08月28日

证券分析师 何长天

执业证号：S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

## 2021年中报点评：业绩超市场预期，结构升级步伐持续增速

买入（维持）

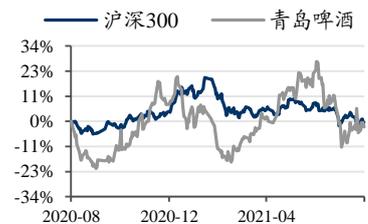
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	27,760	30,319	31,926	33,523
同比（%）	-0.8%	9.2%	5.3%	5.0%
归母净利润（百万元）	2,201	2,477	2,922	3,279
同比（%）	19.0%	13.0%	18.0%	12.0%
每股收益（元/股）	1.63	1.82	2.14	2.40
P/E（倍）	61.02	48.45	41.07	36.60

事件：青岛啤酒发布了2021半年度报告，2021H1公司实现产品销量476.9万千升，同增8.2%；实现收入182.9亿元，同增16.66%；实现归母净利润24.16亿元，同增30.22%。单Q2实现产品销量257.9万千升，同减7.06%；实现收入93.6亿元，同减2.45%；实现归母净利润13.94亿元，同增5.77%。

### 投资要点

- 产品结构升级提速，拉动业绩持续增长。2021H1公司销量实现高增长，其中主品牌实现产品销量252.8万千升，同增20.9%，快于整体销量增长，占总销量53%。高档以上产品销量实现同增41.4%。中高端的快速成长，主要系上半年公司在持续巩固传统核心基地市场的同时，加速中低端产品向中高端转化。吨酒价方面，上半年吨酒价同比提升7.8%至3835.2元/千升，单Q2吨酒价同比提升7.4%至3630.6元/千升。
- 高端化红利持续兑现，对冲原材料成本上涨。公司H1/Q2毛利率分别为44.40%/43.70%，同比+2.64pct/+0.80pct。包材，大麦成本上半年上涨，而毛利率仍有显著提升，主因产品销量增加和高端化加速带来的结构优化所致。费用率方面，H1/Q2销售费用率分别为18.29%/14.51%，同比+0.01pct/-1.73pct；管理费用率为3.89%/3.98%，同比+0.68pct/+1.17pct。上半年管理费用增加主要系公司实现限制性股票激励计划确认股份支付费用，以及同期因疫情影响政府减免社会保险费用所致。
- H2 主次品牌同步推进，费用释放推动盈利上行。公司继续推进“双品牌”战略。通过沉浸式品牌推广模式构建消费场景多元化，打造终端生态圈，截至报告期，在全国已布局200多家“TSINGTAO1903 青岛啤酒吧”。H2公司有望通过释放费用，保障优势市场中低端产品渗透率，通过结构升级转化，继续加速高端化进程，实现盈利水平将持续上行。
- 盈利预测与投资评级：我们预计公司在产品结构升级驱动下，盈利能力平稳提升。我们将2021-2023年公司营业收入从308/339/367亿元调整为303/319/335亿元，实现归母净利润从27.8/34.0/40.1亿元调整为24.8/29.2/32.8亿元；当前股价对应PE为48/41/37倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：高端化进程不如预期，原材料成本上涨，中低端市场掌控力减弱。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	87.95
一年最低/最高价	70.00/118.11
市净率(倍)	5.41
流通 A 股市值(百万元)	61205.60

### 基础数据

每股净资产(元)	16.26
资产负债率(%)	49.25
总股本(百万股)	1364.48
流通 A 股(百万股)	695.91

### 相关研究

- 1、《青岛啤酒（600600）：Q1业绩符合预期，产品坚持高端化》2021-04-25
- 2、《青岛啤酒（600600）：2020年年报点评：业绩基本符合市场预期，产品结构升级，盈利能力进一步释放》2021-04-02
- 3、《青岛啤酒（600600）：结构升级继续向好，盈利改善空间较大》2020-10-30

## 青岛啤酒三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>24,628</b>	<b>28,328</b>	<b>31,578</b>	<b>35,248</b>	<b>营业收入</b>	<b>27,760</b>	<b>30,319</b>	<b>31,926</b>	<b>33,523</b>
现金	18,467	22,024	25,114	28,651	减:营业成本	16,541	17,831	18,366	18,917
应收账款	125	181	186	190	营业税金及附加	2,219	2,490	2,601	2,730
存货	3,281	3,352	3,511	3,619	营业费用	4,985	5,491	5,772	6,057
其他流动资产	2,755	2,771	2,767	2,788	管理费用	1,678	1,859	1,980	2,062
<b>非流动资产</b>	<b>16,886</b>	<b>17,282</b>	<b>17,774</b>	<b>18,282</b>	研发费用	21	23	24	26
长期股权投资	374	374	375	374	财务费用	-471	-486	-480	-483
固定资产	10,303	10,640	11,037	11,437	资产减值损失	131	55	54	55
在建工程	340	295	261	235	加:投资净收益	25	27	28	30
无形资产	2,504	2,533	2,573	2,610	其他收益	517	600	629	655
其他非流动资产	3,365	3,440	3,528	3,626	资产处置收益	-5	20	20	17
<b>资产总计</b>	<b>41,514</b>	<b>45,610</b>	<b>49,352</b>	<b>53,530</b>	<b>营业利润</b>	<b>3,250</b>	<b>3,702</b>	<b>4,285</b>	<b>4,860</b>
<b>流动负债</b>	<b>15,510</b>	<b>15,682</b>	<b>16,642</b>	<b>17,340</b>	加:营业外净收支	-11	19	60	25
短期借款	703	866	1,132	1,289	<b>利润总额</b>	<b>3,240</b>	<b>3,722</b>	<b>4,345</b>	<b>4,885</b>
应付账款	2,372	2,571	2,630	2,716	减:所得税费用	913	1,101	1,262	1,420
其他流动负债	12,435	12,245	12,880	13,335	少数股东损益	126	144	161	185
<b>非流动负债</b>	<b>4,636</b>	<b>4,636</b>	<b>4,636</b>	<b>4,636</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,201</b>	<b>2,477</b>	<b>2,922</b>	<b>3,279</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	2833	3091	3704	4216
其他非流动负债	4,636	4,636	4,636	4,636	EBITDA	3956	4285	4988	5519
<b>负债合计</b>	<b>20,146</b>	<b>20,318</b>	<b>21,278</b>	<b>21,976</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	746	891	1,052	1,237	每股收益(元)	1.63	1.82	2.14	2.40
归属母公司股东权益	20,622	24,401	27,022	30,317	每股净资产(元)	15.11	17.88	19.80	22.22
<b>负债和股东权益</b>	<b>41,514</b>	<b>45,610</b>	<b>49,352</b>	<b>53,530</b>	发行在外股份(百万股)	1364	1364	1364	1364
					ROIC(%)	9.2%	8.3%	8.9%	9.1%
					ROE(%)	10.7%	10.2%	10.8%	10.8%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	40.4%	41.2%	42.5%	43.6%
经营活动现金流	4,953	4,832	4,582	5,351	销售净利率(%)	7.9%	8.2%	9.2%	9.8%
投资活动现金流	-1,488	-571	-626	-683	资产负债率(%)	48.5%	44.5%	43.1%	41.1%
筹资活动现金流	-356	-703	-866	-1,132	收入增长率(%)	-0.8%	9.2%	5.3%	5.0%
现金净增加额	3,086	3,558	3,090	3,536	净利润增长率(%)	18.9%	12.5%	18.0%	12.2%
折旧和摊销	1,163	1,194	1,284	1,303	P/E	61.02	48.45	41.07	36.60
资本开支	1,275	600	657	716	P/B	6.58	4.92	4.44	3.96
营运资本变动	2,251	78	650	481	EV/EBITDA	29.83	23.13	19.31	16.86

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

