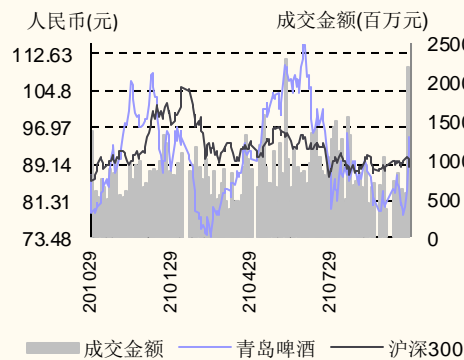


市场价格(人民币): 94.80元

## 业绩符合预期, 产品价格升级向好

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	13.64
已上市流通 A 股(亿股)	6.96
流通港股(亿股)	6.55
总市值(亿元)	1,293.52
年内股价最高最低(元)	114.81/73.48
沪深 300 指数	4864
上证指数	3518



## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	27,984	27,760	30,258	32,376	34,351
营业收入增长率	5.30%	-0.80%	9.00%	7.00%	6.10%
归母净利润(百万元)	1,852	2,201	2,798	3,414	4,119
归母净利润增长率	30.2%	18.9%	27.1%	22.0%	20.6%
摊薄每股收益(元)	1.37	1.61	2.05	2.50	3.02
每股经营性现金流净额	3.04	3.61	3.45	4.03	4.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.66%	10.67%	12.57%	14.05%	15.38%
P/E	37.20	61.60	46.22	37.89	31.40
P/B	3.59	6.58	5.81	5.32	4.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司 10 月 28 日发布三季报, Q1-3 实现营收 267.71 亿元, 同比+9.62%; 归母净利 36.11 亿元, 同比+21.25%; 扣非归母净利 32.16 亿元, 同比+20.09%。其中, Q3 实现营收 84.8 亿元, 同比-3.01%; 归母净利 11.95 亿元, 同比+6.43%, 扣非归母净利 10.57 亿元, 同比+0.25%。

## 经营分析

- Q3 收入符合预期, 吨价提振中个位数。** 1) 量价: Q1-3 销量 708.2 万升, 量增 2% (对比 19 年下滑 1.6%), Q3 量降 8.8%, 主要系疫情、暴雨天气的影响, 且公司主动放弃部分低端市场。吨收入 Q3 同比+6.3%, 主要受益于结构升级+部分 sku 提价贡献。2) 产品结构: Q1-3 青岛主品牌销量 378.4 万吨, 同比+13.05%, 占比+5.2pct; Q3 青岛主品牌持平, 占比+4.8pct, 预计白啤、经典 1903 等产品增速依旧向好。
- 毛利率维稳, 控费促盈利能力微增。** 21Q3 净利率同比+1.11pct 至 14.51%, 扣非净利率同比+0.41pct, 其中: 1) 毛利率同比-0.31pct, 吨成本同比+6.9%、环比+3.9%, 主要系包材、大麦等原材料成本持续上行。2) 销售费率同比-0.83pct, 预计费用投放阶段性收缩 (Q1-3 同比-0.1pct)。3) 管理费用率同比+0.53pct, 或因股权激励费用增加所致。
- 龙头迎来集体提价潮, 静待利润持续释放。** 渠道反馈, 青岛的经典、纯生等大单品预计于 12 月底至 1 月提价, 提价幅度在 8-10%。我们判断, 成本压力或延续到 22H1, 龙头通过集体提价转嫁成本, 竞争格局或将进一步趋缓。中长期, 公司作为国产高端领头羊, 股权激励+产能优化下, 经营效率有望持续向好。

## 盈利预测与投资建议

- 预计 21-23 年收入增速为 9%/7%/6%, 归母净利润增速为 27%/22%/21% (不考虑政府收储带来的补偿收益), EPS 为 2.05/2.50/3.02 元, 对应 PE 为 46/38/31X, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 高端化进展不及预期, 区域市场竞争加剧, 原材料成本上升超预期, 疫情反复风险, 食品安全问题。

## 相关报告

- 《高端化进程加快, 静待提价催化-青岛啤酒 21 年中报点评》, 2021.8.26
- 《Q1 业绩超预期, 结构升级持续加速-青岛啤酒 21 年一季报点评》, 2021.4.23
- 《降本增效, 长期结构升级+净利率改善可期-青岛啤酒年报点评》, 2021.3.29
- 《Q3 业绩符合预期, 边际利润加速改善-青岛啤酒三季报点评》, 2020.11.1

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005  
liuchengqian@gjzq.com.cn

于今双 联系人  
libenyuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	26,575	27,984	27,760	30,258	32,376	34,351
增长率		5.3%	-0.8%	9.0%	7.0%	6.1%
主营业务成本	-16,556	-17,080	-16,541	-17,640	-18,260	-18,721
%销售收入	62.3%	61.0%	59.6%	58.3%	56.4%	54.5%
毛利	10,019	10,903	11,219	12,618	14,116	15,630
%销售收入	37.7%	39.0%	40.4%	41.7%	43.6%	45.5%
营业税金及附加	-2,327	-2,313	-2,219	-2,390	-2,525	-2,679
%销售收入	8.8%	8.3%	8.0%	7.9%	7.8%	7.8%
销售费用	-4,869	-5,104	-4,985	-5,386	-5,795	-6,183
%销售收入	18.3%	18.2%	18.0%	17.8%	17.9%	18.0%
管理费用	-1,386	-1,881	-1,678	-1,912	-2,007	-2,130
%销售收入	5.2%	6.7%	6.0%	6.3%	6.2%	6.2%
研发费用	-20	-21	-21	-21	-23	-21
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	1,418	1,584	2,316	2,908	3,765	4,617
%销售收入	5.3%	5.7%	8.3%	9.6%	11.6%	13.4%
财务费用	497	484	471	363	317	401
%销售收入	-1.9%	-1.7%	-1.7%	-1.2%	-1.0%	-1.2%
资产减值损失	-146	114	129	-12	-4	-3
公允价值变动收益	54	57	55	56	61	62
投资收益	21	25	25	130	140	160
%税前利润	0.9%	0.9%	0.8%	3.2%	2.9%	2.7%
营业利润	2,378	2,698	3,250	3,967	4,826	5,809
营业利润率	8.9%	9.6%	11.7%	13.1%	14.9%	16.9%
营业外收支	2	29	-11	35	40	45
税前利润	2,380	2,727	3,240	4,002	4,866	5,854
利润率	9.0%	9.7%	11.7%	13.2%	15.0%	17.0%
所得税	-819	-798	-913	-1,125	-1,367	-1,645
所得税率	34.4%	29.3%	28.2%	28.1%	28.1%	28.1%
净利润	1,561	1,929	2,327	2,877	3,498	4,209
少数股东损益	139	77	126	79	84	90
归属于母公司的净利润	1,422	1,852	2,201	2,798	3,414	4,119
净利率	5.4%	6.6%	7.9%	9.2%	10.5%	12.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,561	1,929	2,327	2,877	3,498	4,209
少数股东损益	139	77	126	79	84	90
非现金支出	1,300	994	992	988	1,050	1,122
非经营收益	-684	-766	-642	-261	-109	-207
营运资金变动	2,081	1,954	2,251	1,104	1,059	962
经营活动现金净流	4,258	4,111	4,928	4,709	5,499	6,086
资本开支	-703	-907	-1,275	-1,078	-1,049	-1,068
投资	-425	-198	-470	-7,799	-845	-695
其他	311	757	257	130	140	160
投资活动现金净流	-817	-348	-1,488	-8,747	-1,754	-1,603
股权募资	0	0	282	0	0	0
债权募资	0	-33	450	-7	-184	-274
其他	-623	-732	-1,111	-1,218	-1,427	-1,689
筹资活动现金净流	-624	-765	-380	-1,226	-1,610	-1,963
现金净流量	2,817	2,999	3,060	-5,264	2,134	2,520

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	12,536	15,302	18,467	13,203	15,337	17,857
应收款项	462	312	199	304	312	321
存货	2,651	3,182	3,281	3,383	3,402	3,437
其他流动资产	2,111	2,206	2,681	10,302	10,925	11,346
流动资产	17,760	21,002	24,628	27,191	29,976	32,961
%总资产	52.1%	56.3%	59.3%	61.0%	62.8%	64.6%
长期投资	399	414	402	697	1,042	1,437
固定资产	10,707	10,401	10,642	10,734	10,812	10,849
%总资产	31.4%	27.9%	25.6%	24.1%	22.7%	21.3%
无形资产	3,940	3,901	3,897	3,884	3,873	3,862
非流动资产	16,315	16,311	16,886	17,410	17,720	18,087
%总资产	47.9%	43.7%	40.7%	39.0%	37.2%	35.4%
资产总计	34,075	37,312	41,514	44,601	47,695	51,048
短期借款	297	293	745	1,100	816	442
应付款项	4,686	4,813	5,447	6,272	6,577	6,820
其他流动负债	7,104	8,248	9,318	9,855	10,598	11,321
流动负债	12,087	13,354	15,510	17,227	17,991	18,582
长期贷款	1	0	0	0	0	0
其他长期负债	3,298	4,045	4,636	4,289	4,486	4,686
负债	15,385	17,399	20,146	21,515	22,477	23,268
普通股股东权益	17,970	19,172	20,622	22,261	24,309	26,781
其中：股本	1,351	1,351	1,364	1,364	1,364	1,364
未分配利润	11,620	12,788	14,221	15,860	17,908	20,380
少数股东权益	719	742	746	825	909	999
负债股东权益合计	34,075	37,312	41,514	44,601	47,695	51,048

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.053	1.371	1.614	2.051	2.502	3.019
每股净资产	13.302	14.191	15.117	16.315	17.816	19.627
每股经营现金净流	3.152	3.043	3.612	3.452	4.031	4.461
每股股利	0.480	0.550	0.750	0.850	1.001	1.208
回报率						
净资产收益率	7.91%	9.66%	10.67%	12.57%	14.05%	15.38%
总资产收益率	4.17%	4.96%	5.30%	6.27%	7.16%	8.07%
投入资本收益率	4.85%	5.50%	7.47%	8.58%	10.33%	11.69%
增长率						
主营业务收入增长率	1.13%	5.30%	-0.80%	9.00%	7.00%	6.10%
EBIT增长率	7.69%	11.73%	46.18%	25.55%	29.49%	22.61%
净利润增长率	12.60%	30.23%	18.86%	27.12%	22.01%	20.65%
总资产增长率	10.01%	9.50%	11.26%	7.44%	6.94%	7.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.7	1.7	1.8	1.7	1.6	1.6
存货周转天数	55.6	62.3	71.3	70.0	68.0	67.0
应付账款周转天数	47.7	47.2	48.4	52.0	53.0	54.0
固定资产周转天数	141.8	133.3	135.5	124.3	115.9	108.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-71.92%	-83.02%	-91.77%	-93.35%	-97.27%	-100.02%
EBIT利息保障倍数	-2.9	-3.3	-4.9	-8.0	-11.9	-11.5
资产负债率	45.15%	46.63%	48.53%	48.24%	47.13%	45.58%

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资评级的说明:**

- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
- 中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402