

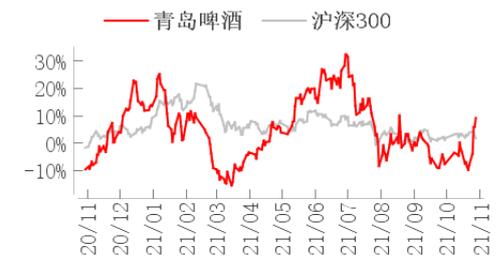
结构升级盈利改善，关注产品提价进度



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月28日)	94.8元
目标价格	105.78元
52周最高价/最低价	117.1/71.84元
总股本/流通A股(万股)	136,448/135,098
A股市值(百万元)	129,352
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年10月29日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	18.43	18.2	8.66	9.28
相对表现	20.62	14.58	11.55	5.34
沪深300	-2.19	3.62	-2.89	3.94



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888*6079
caiqi@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860519080001

联系人

周翰
021-63325888*7524
zhouhan@orientsec.com.cn

相关报告

高端化势如破竹，吨价提升提振盈利	2021-08-25
销量恢复吨价提升，盈利改善一季报喜迎开门红	2021-04-23
20年平稳收官，结构升级吨价提升；21年蓄势待发，看好Q1盈利弹性	2021-03-29

- 公司公布21年三季报，21年前三季度实现营收267.71亿元(yoy+9.6%)，归母净利润36.11亿元(yoy+21.2%)，扣非归母净利润32.16亿元(yoy+20.1%)；其中21Q3营收84.80亿元(yoy-3.0%)，归母净利润11.95亿元(yoy+6.4%)，扣非归母净利润10.57亿元(yoy+0.3%)，业绩表现符合预期。

核心观点

- **啤酒吨价稳步上行，产品结构持续升级。**21Q3啤酒销量231.3万吨(yoy-8.8%)，吨价同比+6.4%，稳步上行；21年前三季度啤酒销量708万吨(yoy+2.0%)，较19年同期小幅下滑1.6%，吨价同比20年提升7.5%。结构方面，前三季度青岛主品牌销量378.4万吨(yoy+13.1%)，占比提升5.2pct至53.4%，结构升级明显，预计超高端、纯生、1903、白啤等增速较快。分地区，预计东北销量实现较高增长，山东销量增速承压，河北、陕西等市场稳中有升。
- **成本提升压制毛利率，费率下降推升盈利。**21Q3毛利率42.06%(yoy-0.31pct)，预计主要因为玻璃、易拉罐、大麦价格上行所致；前三季度毛利率43.66%(yoy+1.68pct)，仍受益于提价及结构升级带来的改善。21Q3销售费用率13.70%(yoy-0.83pct)，竞争趋缓背景下，控费趋势延续；管理费用率4.96%(yoy+0.53pct)，小幅提升；税金及附加占营收比重7.75%(yoy-0.30pct)。综合，21Q3销售净利率达14.51%(yoy+1.11pct)，保持改善趋势。
- **短期关注提价进展，长期看好结构改善。**在疫情、洪水、成本上涨等多重压力下，公司三季度净利润仍实现正增长，产品结构升级的贡献较大。短期看，四季度进入啤酒消费淡季和提价的窗口期，在原材料价格上行的推动下，啤酒行业涨价预期较强，若核心产品提价落地将有利于盈利改善。中长期，公司核心逻辑仍在于高端化和产品升级，推动吨价稳步上行；区域方面，继续强化沿黄流域优势，并在东北市场进一步突围；叠加费用管控强化、关厂增效，看好未来盈利改善空间。

财务预测与投资建议：上调营收，下调毛利率和费用率，预测21-23年每股收益分别为2.07、2.58、3.10元(原21-23年预测为1.99、2.49、3.03元)，结合可比公司，给予22年41倍PE，目标价105.78元，维持增持评级。

风险提示：吨价提升不及预期、原料价格持续上涨、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	27,984	27,760	30,412	32,629	34,624
同比增长(%)	5.3%	-0.8%	9.6%	7.3%	6.1%
营业利润(百万元)	2,698	3,250	4,126	5,151	6,205
同比增长(%)	13.5%	20.5%	26.9%	24.9%	20.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,852	2,201	2,818	3,515	4,232
同比增长(%)	30.2%	18.9%	28.0%	24.7%	20.4%
每股收益(元)	1.36	1.61	2.07	2.58	3.10
毛利率(%)	39.0%	40.4%	42.0%	43.1%	44.4%
净利率(%)	6.6%	7.9%	9.3%	10.8%	12.2%
净资产收益率(%)	10.0%	11.1%	13.0%	14.7%	16.1%
市盈率	69.8	58.8	45.9	36.8	30.6
市净率	6.7	6.3	5.7	5.2	4.7

资料来源: 公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

上调营收，下调毛利率和费用率，预测 21-23 年每股收益分别为 2.07、2.58、3.10 元（原 21-23 年预测为 1.99、2.49、3.03 元）元，结合可比公司，给予 22 年 41 倍 PE，目标价 105.78 元，维持增持评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
燕京啤酒	000729.SZ	6.35	0.11	0.13	0.15	59.8	48.2	41.8
重庆啤酒	600132.SH	136.77	2.31	2.92	2.34	59.2	46.8	58.4
珠江啤酒	002461.SZ	9.52	0.30	0.35	0.40	31.3	27.2	23.8
百润股份	002568.SZ	62.13	1.09	1.50	2.03	57.3	41.5	30.7
华润啤酒	0291.HK	63.00	0.77	1.57	1.69	81.6	40.2	37.3
百威亚太	1876.HK	20.65	0.30	0.59	0.73	68.5	35.2	28.4
调整后平均						61	41	35

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2021 年 10 月 28 日收盘价，华润啤酒和百威亚太的最新价格以及每股收益的单位为港元）

风险提示

- **吨价提升不及预期风险。**目前啤酒行业基本处于量稳价增状态，收入与利润的主要增长点在于吨价的提升。若居民消费升级速度放缓，吨价提升幅度较小，企业业绩可能低于预期。
- **原料价格持续上涨的风险。**玻璃瓶、进口大麦等原材料占生产成本比重较高，如果采购价出现持续性上涨，企业不提价或提价幅度不足以覆盖原料价格涨幅，将对盈利能力产生负面影响。
- **食品安全事件风险。**若啤酒行业发生食品安全事件，则可能对公司产品销售、营业收入以及利润均产生不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	15,302	18,467	21,328	24,990	28,942	营业收入	27,984	27,760	30,412	32,629	34,624
应收票据、账款及款项融资	226	125	137	147	156	营业成本	17,080	16,541	17,653	18,579	19,257
预付账款	117	240	263	282	299	营业税金及附加	2,313	2,219	2,431	2,608	2,768
存货	3,182	3,281	3,022	3,230	3,427	营业费用	5,104	4,985	5,579	5,878	6,089
其他	2,175	2,515	2,580	2,541	2,545	管理费用及研发费用	1,902	1,700	1,748	1,673	1,671
流动资产合计	21,002	24,628	27,330	31,189	35,370	财务费用	(484)	(471)	(573)	(677)	(789)
长期股权投资	377	374	374	374	374	资产、信用减值损失	114	129	98	78	58
固定资产	10,221	10,302	10,275	10,197	10,091	公允价值变动收益	57	55	55	56	55
在建工程	179	340	246	197	173	投资净收益	25	25	23	24	24
无形资产	2,559	2,504	2,056	1,629	1,222	其他	662	512	571	582	555
其他	2,975	3,367	3,097	3,164	3,174	营业利润	2,698	3,250	4,126	5,151	6,205
非流动资产合计	16,311	16,886	16,048	15,561	15,034	营业外收入	35	15	28	28	28
资产总计	37,312	41,514	43,378	46,750	50,404	营业外支出	6	25	6	6	6
短期借款	271	703	423	466	531	利润总额	2,727	3,240	4,148	5,173	6,227
应付票据及应付账款	2,388	2,372	2,655	2,780	2,868	所得税	798	913	1,168	1,457	1,754
其他	10,695	12,435	12,028	12,785	13,393	净利润	1,929	2,327	2,979	3,716	4,473
流动负债合计	13,354	15,510	15,106	16,030	16,793	少数股东损益	77	126	161	201	242
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,852	2,201	2,818	3,515	4,232
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.36	1.61	2.07	2.58	3.10
其他	4,045	4,636	4,636	4,636	4,636						
非流动负债合计	4,045	4,636	4,636	4,636	4,636	主要财务比率					
负债合计	17,399	20,146	19,742	20,666	21,429		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	742	746	907	1,108	1,349	成长能力					
股本	1,351	1,364	1,364	1,364	1,364	营业收入	5.3%	-0.8%	9.6%	7.3%	6.1%
资本公积	3,444	3,396	3,675	3,675	3,675	营业利润	13.5%	20.5%	26.9%	24.9%	20.5%
留存收益	14,189	15,622	17,690	19,937	22,586	归属于母公司净利润	30.2%	18.9%	28.0%	24.7%	20.4%
其他	187	240	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	19,913	21,368	23,636	26,084	28,975	毛利率	39.0%	40.4%	42.0%	43.1%	44.4%
负债和股东权益总计	37,312	41,514	43,378	46,750	50,404	净利率	6.6%	7.9%	9.3%	10.8%	12.2%
						ROE	10.0%	11.1%	13.0%	14.7%	16.1%
						ROIC	8.0%	9.4%	11.1%	12.7%	13.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	46.6%	48.5%	45.5%	44.2%	42.5%
净利润	1,929	2,327	2,979	3,716	4,473	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	630	740	490	475	458	流动比率	1.57	1.59	1.81	1.95	2.11
财务费用	(484)	(471)	(573)	(677)	(789)	速动比率	1.33	1.38	1.61	1.74	1.90
投资损失	(25)	(25)	(23)	(24)	(24)	营运能力					
营运资金变动	606	953	127	670	456	应收账款周转率	87.6	86.8	95.8	94.9	94.4
其它	1,360	1,429	(96)	(130)	(75)	存货周转率	5.8	5.1	5.6	5.9	5.8
经营活动现金流	4,017	4,953	2,904	4,029	4,499	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(101)	(814)	98	101	101	每股指标(元)					
长期投资	(15)	12	0	0	0	每股收益	1.36	1.61	2.07	2.58	3.10
其他	(232)	(685)	79	80	80	每股经营现金流	2.97	3.63	2.13	2.95	3.30
投资活动现金流	(348)	(1,488)	177	181	181	每股净资产	14.05	15.11	16.66	18.30	20.25
债权融资	172	109	(42)	0	0	估值比率					
股权融资	0	(35)	280	0	0	市盈率	69.8	58.8	45.9	36.8	30.6
其他	(940)	(430)	(457)	(549)	(728)	市净率	6.7	6.3	5.7	5.2	4.7
筹资活动现金流	(769)	(356)	(220)	(549)	(728)	EV/EBITDA	38.6	31.2	27.1	22.2	18.7
汇率变动影响	4	(24)	-0	-0	-0	EV/EBIT	49.6	39.5	30.9	24.5	20.3
现金净增加额	2,904	3,086	2,861	3,662	3,952						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东方证券资产管理、私募业务合计持有青岛啤酒(600600)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn