

2021年10月28日

青岛啤酒 (600600.SH)

公司快报

疫情之下 Q3 销量短期承压，高端化趋势持续

事件：公司发布 2021 年三季报，2021Q1-3 公司实现产品销量 708.2 万千升，同比增长 2.02%；营业收入 267.71 亿元，同比增长 9.62%；实现归母净利润 36.11 亿元，同比增长 21.25%。其中 21Q3 公司实现产品销量 231.3 万千升，同比减少 8.79%；营业收入 84.80 亿元，同比减少 3.01%；实现归母净利润 11.95 亿元，同比增长 6.43%。

投资要点

◆ **21Q3 疫情下销量短期承压，结构升级下营收降幅收窄。**公司 21Q1-3 实现营业收入 267.71 亿元，同比增长 9.62%。拆分量价，公司 21Q1-3 完成啤酒销量 708.2 万千升，同比增长 2.02%；吨酒价 3780.20 元，同比增长 7.45%。21Q3 实现营业收入 84.80 亿元，同比减少 3.01%。拆分量价，Q3 完成啤酒销量 231.3 万千升，同比减少 8.79%；吨酒价 3666.33 元，同比增长 6.34%。前三季季度在疫情点状反复及暴雨天气影响下销售量短期承压，产品结构升级带来的吨价提升是营收前三季度增长的主要驱动力。公司一方面积极创新推动产品结构升级，加快向听装酒和精酿产品等高附加值产品的转型；另一方面积极构建消费场景及沉浸式体验模式，大力拓展线上线下渠道，完善终端市场布局，满足多样化、高效化和便捷化的消费需求。

◆ **高端化布局毛利率持续提升趋势，原材料上升 Q3 毛利率短期承压。**公司 21Q1-3 毛利率为 43.66%，同比+1.68pcts，主要系产品结构优化，高毛利产品占比提升所致；净利率为 13.49%，同比+1.29pcts，盈利能力良好。费用方面，公司 21Q1-3 销售费用率为 16.84%，同比-0.10pcts；管理费用率为 4.23%，同比+0.58pcts，主要系实施股票激励计划确认支付费用所致。其中，21Q3 公司毛利率为 42.06%，同比-0.31pcts，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 13.70%/4.96%/-0.69%，同比-0.83/+0.53/+0.76pcts，净利率为 14.09%，同比+1.25pcts。预计公司四季度将加大品牌费用投放力度，公司作为北京冬奥会的主赞助商，将在电商平台和地方卫视等加大广告投入。下半年伴随餐饮和夜场渠道恢复，促销费用预计也有所增加。公司毛利率提升释放利润弹性，费用合理控制维持净利率良好增长。

◆ **投资建议：**公司继续进行产品升级，同时不断完善终端布局。未来将继续凭借优质渠道，不断扩大中高端市场份额。同时公司持续推进产能利用率的优化提升，为实现业绩目标提供另一助力。我们维持盈利预测：2021-2023 年实现营收 304.17/324.55/345.27 亿元，同比 +9.6%/6.7%/6.4%，归母净利润 27.93/34.25/40.12 亿元，同比 +26.9%/22.6%/17.1%，对应 EPS 分别为 2.05/2.51/2.94 元，维持公司“买入-A”投资评级。

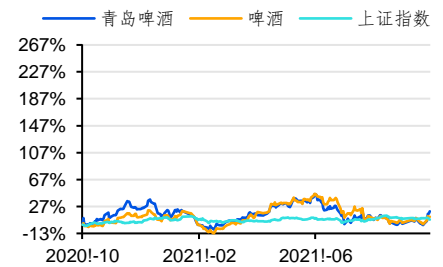
◆ **风险提示：**疫情持续、政策风险、食品安全风险、销量不及预期等。

投资评级 **买入-A(维持)**
 股价(2021-10-28) **94.80 元**

交易数据

总市值 (百万元)	129,352.40
流通市值 (百万元)	65,972.61
总股本 (百万股)	1,364.48
流通股本 (百万股)	695.91
12 个月价格区间	72.46/118.11 元

一年股价表现



资料来源：WIND 数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	17.55	1.67	6.82
绝对收益	15.75	5.73	14.93

分析师

周蓉
 SAC 执业证书编号：S0910520030001
 zhourong@huajinsec.cn

分析师

陈振志
 SAC 执业证书编号：S0910519110001
 chenchenzhi@huajinsec.cn
 021-20377051

相关报告

青岛啤酒：Q2 销量短期承压，高端化趋势仍持续 2021-08-26

青岛啤酒：实力稳固，盈利能力有效提升 2020-10-30

青岛啤酒：复苏强劲，业绩超预期 2020-08-31

青岛啤酒：产品结构继续升级，股权激励彰显信心 -- 青岛啤酒 2019 年报点评 2020-03-30

青岛啤酒：业绩略超预期，高端产品量价齐升 2019-06-10

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	27,984	27,760	30,417	32,455	34,527
YoY(%)	5.3	-0.8	9.6	6.7	6.4
净利润(百万元)	1,852	2,201	2,793	3,425	4,011
YoY(%)	30.2	18.9	26.9	22.6	17.1
毛利率(%)	39.0	40.4	42.9	44.0	45.1
EPS(摊薄/元)	1.36	1.61	2.05	2.51	2.94
ROE(%)	9.7	10.7	13.3	14.9	15.8
P/E(倍)	69.8	58.8	46.3	37.8	32.2
P/B(倍)	6.7	6.3	6.2	5.6	5.1
净利率(%)	6.6	7.9	9.2	10.6	11.6

数据来源: WIND 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	21002	24628	26193	28205	32580	营业收入	27984	27760	30417	32455	34527
现金	15,302	18,467	20,704	21,715	26,554	营业成本	17080	16541	17360	18161	18952
应收票据及应收账款	226	125	377	89	412	营业税金及附加	2313	2219	2431	2684	2759
预付账款	117	240	85	262	113	营业费用	5104	4985	5171	5615	5870
存货	3,182	3,281	2,719	3,806	3,115	管理费用	1881	1678	1582	1753	1864
其他流动资产	651	626	770	682	693	研发费用	21	21	38	41	44
非流动资产	16,311	16,886	15,420	14,407	13,323	财务费用	-484	-471	-560	-624	-719
长期投资	377	374	374	374	374	资产减值损失	-121	-131	-35	-95	-87
固定资产	10222	10303	9405	8508	7610	公允价值变动收益	57	55	-350	112	42
无形资产	2559	2504	2302	2100	1899	投资净收益	25	25	23	24	24
其他非流动资产	1595	1945	1603	1715	1754	营业利润	2698	3250	4103	5058	5912
资产总计	37312	41514	41614	42612	45903	营业外收入	35	15	22	24	20
流动负债	13354	15510	15746	14267	15147	营业外支出	6	25	15	15	18
短期借款	271	703	0	0	0	利润总额	2727	3240	4110	5066	5913
应付票据及应付账款	2388	2372	2702	2568	2930	所得税	798	913	1158	1446	1673
其他流动负债	10673	12392	10761	11275	11476	税后利润	1929	2327	2952	3621	4240
非流动负债	4045	4636	3993	4225	4285	少数股东损益	77	126	159	196	229
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	1852	2201	2793	3425	4011
其他非流动负债	4045	4636	3993	4225	4285	EBITDA	2889	3632	4642	5533	6292
负债合计	17399	20146	19739	18492	19432						
少数股东权益	742	746	905	1101	1330	主要财务比率					
股本	1351	1364	1364	1364	1364	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	3444	3675	2311	2311	2311	成长能力					
留存收益	14189	15622	17294	19345	21747	营业收入(%)	5.3	-0.8	9.6	6.7	6.4
归属母公司股东权益	19172	20622	20969	23020	25422	营业利润(%)	13.5	20.5	26.2	23.3	16.9
负债和股东权益	37312	41514	41614	42613	46184	归属于母公司净利润(%)	30.2	18.9	26.9	22.6	17.1
						获利能力					
						毛利率(%)	39.0	40.4	42.9	44.0	45.1
						净利率(%)	6.6	7.9	9.2	10.6	11.6
						ROE(%)	9.7	10.7	13.3	14.9	15.8
						ROIC(%)	40.0	116.5	-846.4	-155.5	-373.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	46.6	48.5	47.4	43.4	42.1
						流动比率	1.6	1.6	1.7	2.0	2.2
						速动比率	1.3	1.4	1.5	1.7	1.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	213.8	205.2	156.1	188.0	180.7
						应付账款周转率	12.7	12.6	13.4	13.6	13.9
						估值比率					
						P/E	69.8	58.8	46.3	37.8	32.2
						P/B	6.7	6.3	6.2	5.6	5.1
						EV/EBITDA	17.8	31.6	22.9	19.0	16.0

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4017	4953	4122	1955	6067
净利润	1929	2327	2793	3425	4011
折旧摊销	1115	1123	1099	1099	1099
财务费用	-484	-471	-560	-624	-719
投资损失	-25	-25	-23	-24	-24
营运资金变动	4212	4237	1004	-2229	1429
其他经营现金流	-2731	-2237	-191	307	271
投资活动现金流	-348	-1488	724	-200	-60
筹资活动现金流	-769	-356	-2609	-743	-894

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.61	2.05	2.51	2.94
每股经营现金流(最新摊薄)	2.94	3.63	3.02	1.43	4.45
每股净资产(最新摊薄)	14.05	15.11	15.37	16.87	18.63

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周蓉、陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn