



2021年11月1日

青岛啤酒 (600600) : 产品结构持续优化, Q3 销售短期承压

食品饮料

推荐(维持) 当前股价: 94.63 元

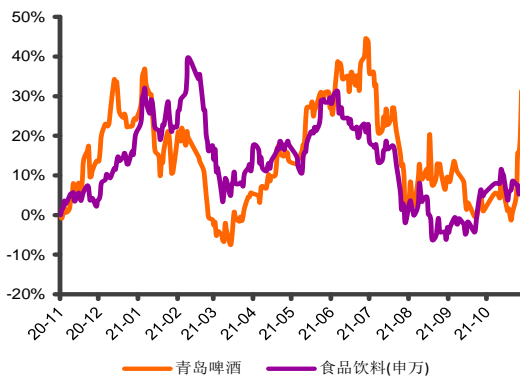
主要财务指标 (单位: 百万元)

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 27,760 | 30,809 | 33,274 | 35,265 |
| (+/-) | -0.8% | 11.0% | 8.0% | 6.0% |
| 营业利润 | 3,250 | 4,124 | 4,974 | 5,814 |
| (+/-) | 20.5% | 26.9% | 20.6% | 16.9% |
| 归属母公司净利润 | 2,201 | 2,800 | 3,401 | 3,994 |
| (+/-) | 18.9% | 27.2% | 21.5% | 17.4% |
| EPS (元) | 1.61 | 2.05 | 2.49 | 2.93 |
| 市盈率 | 58.6 | 46.1 | 38.0 | 32.3 |

公司基本情况 (最新)

| | |
|---------------|--------------|
| 总股本/已流通股 (亿股) | 13.64 / 6.96 |
| 流通市值 (亿元) | 659 |
| 每股净资产 (元) | 17.15 |
| 资产负债率 (%) | 46.58 |

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● 公司发布 2021 三季报。报告期内, 公司实现营业收入 267.71 亿元, 同比增 9.62%; 实现归属于上市公司股东的净利润 36.11 亿元, 同比增 21.25%; 扣非后净利润 32.16 亿元, 同比增 20.09%; 每股收益 2.67 元。其中 Q3 单季实现营业收入 84.80 亿元, 同比降 3.01%; 归母净利润 11.95 亿元, 同比增 6.43%; 每股收益 0.89 元。

● 产品结构优化, 实现量价齐升。上半年恢复性增长的趋势得以延续, 公司发挥品牌和品质优势, 加快推进品牌优化和产品结构升级, 前三季度共实现产品销量 708.2 万千升, 同比增 2.0%, 其中主品牌青岛啤酒实现产品销量 378.4 万千升, 同比增 13.1%, 吨酒价格同比增 7.45% 至 3780 元/吨。Q3 单季销量 231.2 万千升, 同比减少 8.8%, 主要是受全国各地突发疫情影响, 再叠加去年同期疫情恢复后的高基数所致。

● 期间费用率控制良好, 毛利率/净利率稳中有升。前三季度销售费用率 16.84%, 同比微降 0.1pct; 管理费用率 4.23%, 同比+0.58pct; 财务费用率+0.77pct 至-0.72%, 要是办理结构性存款、金融同业存单等债务工具, 其收益计入公允价值变动收益、投资收益所致。通过开源节流, 降本增效, 加上中高端啤酒销量占比持续提升, 前三季度毛利率+1.68pct 至 43.66%, 净利率+1.15pct 至 13.89%, 稳中有升。Q3 单季毛利率-0.31pct 至 42.06%, 净利率+1.11pct 至 14.51%, 盈利能力持续增强。

● 公司未来看点。(1) 公司持续积极推进实施“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略, 不断优化产品结构; (2) 公司加快数字化转型提升协同效应, 有望实现管理效率的持续优化提升; (3) 公司发挥覆盖全国主要市场的网络布局优势, 积极主动开拓国内外市场; (4) 迫于原材料价格持续走高, 行业性提价有望提前实现, 有助于缓解成本压力, 盈利能力进一步提升。

● 盈利预测: 我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 308.09、332.74 和 352.65 亿元, EPS 分别为 2.05、2.49 和



2.93 元，当前股价对应 PE 分别为 46.1、38.0 和 32.3 倍，考虑到公司行业龙头的地位，高端产品存在持续超预期的可能，维持“推荐”的投资评级。

- **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；原材料价格波动风险；食品安全问题。



| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产: | | | | | 营业收入 | 27,760 | 30,809 | 33,274 | 35,265 |
| 货币资金 | 18,467 | 21,871 | 25,536 | 29,746 | 营业成本 | 16,541 | 17,925 | 19,195 | 20,170 |
| 应收款 | 199 | 428 | 462 | 490 | 营业税金及附加 | 2,219 | 2,219 | 2,219 | 2,219 |
| 存货 | 3,281 | 3,087 | 3,306 | 3,474 | 销售费用 | 4,985 | 5,700 | 6,089 | 6,348 |
| 其他流动资产 | 2,681 | 2,815 | 2,956 | 3,104 | 管理费用 | 1,678 | 1,787 | 1,897 | 1,975 |
| 流动资产合计 | 24,628 | 28,201 | 32,260 | 36,813 | 财务费用 | -471 | -583 | -688 | -805 |
| 非流动资产: | | | | | 研发费用 | 21 | 31 | 33 | 35 |
| 金融类资产 | 0.60 | 0.66 | 0.73 | 0.80 | 费用合计 | 6,213 | 6,935 | 7,331 | 7,553 |
| 固定资产+在建工程 | 10,642 | 10,942 | 11,323 | 11,706 | 资产减值损失 | -129 | -90 | -63 | -44 |
| 无形资产+商誉 | 3,811 | 4,192 | 4,611 | 5,072 | 公允价值变动 | 55 | 58 | 61 | 64 |
| 其他非流动资产 | 2,432 | 2,675 | 2,943 | 3,237 | 投资收益 | 25 | 27 | 28 | 29 |
| 非流动资产合计 | 16,886 | 17,810 | 18,878 | 20,016 | 营业利润 | 3,250 | 4,124 | 4,974 | 5,814 |
| 资产总计 | 41,514 | 46,011 | 51,138 | 56,829 | 加: 营业外收入 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债: | | | | | 减: 营业外支出 | 25 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 703 | 738 | 775 | 814 | 利润总额 | 3,240 | 4,124 | 4,974 | 5,814 |
| 应付账款、票据 | 2,372 | 2,639 | 2,826 | 2,969 | 所得税费用 | 913 | 1,196 | 1,443 | 1,686 |
| 其他流动负债 | 12,435 | 13,642 | 15,005 | 16,504 | 净利润 | 2,327 | 2,928 | 3,532 | 4,128 |
| 流动负债合计 | 15,510 | 17,019 | 18,606 | 20,288 | 少数股东损益 | 126 | 128 | 131 | 133 |
| 非流动负债: | | | | | 归母净利润 | 2,201 | 2,800 | 3,401 | 3,994 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 4,636 | 4,868 | 5,111 | 5,367 | 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 非流动负债合计 | 4,636 | 4,868 | 5,111 | 5,367 | 成长性 | | | | |
| 负债合计 | 20,146 | 21,887 | 23,718 | 25,655 | 营业收入增长率 | -0.8% | 11.0% | 8.0% | 6.0% |
| 所有者权益 | | | | | 营业利润增长率 | 20.5% | 26.9% | 20.6% | 16.9% |
| 股本 | 1,364 | 1,364 | 1,364 | 1,364 | 归母净利润增长率 | 18.9% | 27.2% | 21.5% | 17.4% |
| 资本公积金 | 3,675 | 3,675 | 3,675 | 3,675 | 总资产增长率 | 11.3% | 10.8% | 11.1% | 11.1% |
| 未分配利润 | 14,221 | 16,016 | 18,175 | 20,691 | 盈利能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 746 | 746 | 746 | 746 | 毛利率 | 40.4% | 41.8% | 42.3% | 42.8% |
| 所有者权益合计 | 21,368 | 23,457 | 25,968 | 28,897 | 营业利润率 | 11.7% | 13.4% | 14.9% | 16.5% |
| 负债和所有者权益 | 41,514 | 45,344 | 49,686 | 54,552 | 三项费用/营收 | 22.4% | 22.5% | 22.0% | 21.4% |
| | | | | | EBIT/销售收入 | 11.7% | 13.5% | 15.0% | 16.6% |
| | | | | | 净利润率 | 8.4% | 9.5% | 10.6% | 11.7% |
| | | | | | ROE | 10.9% | 12.5% | 13.6% | 14.3% |
| 现金流量表(百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 营运能力 | | | | |
| 净利润 | 2327 | 2928 | 3532 | 4128 | 总资产周转率 | 66.9% | 67.0% | 65.1% | 62.1% |
| 折旧与摊销 | 1123 | 979 | 1047 | 1117 | 资产结构 | | | | |
| 财务费用 | -288 | -583 | -688 | -805 | 资产负债率 | 48.5% | 47.6% | 46.4% | 45.1% |
| 存货的减少 | -101 | 194 | -219 | -168 | 现金流质量 | | | | |
| 营运资本变化 | 2352 | 38 | 153 | 116 | 经营净现金流/净利润 | 2.13 | 1.46 | 1.30 | 1.27 |
| 其他非现金部分 | -498 | 713 | 779 | 852 | 每股数据(元/股) | | | | |
| 经营活动现金净流量 | 4953 | 4270 | 4603 | 5239 | 每股收益 | 1.61 | 2.05 | 2.49 | 2.93 |
| 投资活动现金净流量 | -1488 | -1360 | -1428 | -1499 | 每股净资产 | 15.66 | 17.19 | 19.03 | 21.18 |
| 筹资活动现金净流量 | -356 | 494 | 490 | 470 | | | | | |
| 现金流量净额 | 3,086 | 3,404 | 3,665 | 4,210 | | | | | |

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期个股相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 推荐 | >15% |
| 2 | 审慎推荐 | 5%—15% |
| 3 | 中性 | (-)5%— (+)5% |
| 4 | 减持 | (-)15%— (-)5% |
| 5 | 回避 | <(-)15% |

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期行业相对沪深 300 指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| 2 | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| 3 | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>