

青岛啤酒 (600600)

证券研究报告

2021年11月01日

结构优化稳步推进，预期提价释放盈利弹性

事件：公司 21Q1-Q3 实现营收 267.71 亿元，同比+9.62%；归母净利润 36.11 亿元，同比+21.25%。其中 21Q3 实现营收 84.80 亿元，同比-3.01%；归母净利润 11.95 亿元，同比+6.43%。

结构优化节奏推进，吨价水平稳步提升。公司前三季度实现营收 267.71 亿元，同比增长 9.62%；拆分量价，公司啤酒产品销量 708.2 万千升，同比增长 2.02%（其中主品牌青岛实现销量 378.4 万千升，同比增长 13.05%，占比 53.43%），吨价 3780.2 元，同比增长 7.45%。其中，单三季度公司啤酒产品销量 231.3 万千升，同比下滑 8.79%（其中主品牌青岛实现销量 125.6 万千升，同比减少 0.02%，基本持平）；吨价 3666.3 元，同比增长 6.34%。公司三季度在疫情及天气等因素影响下，销量下滑幅度环比有所扩大，主要系低端品牌“崂山”啤酒销量下滑。但整体产品结构上行节奏稳健，吨价水平稳步提升推动营收持续增长。

费用率保持稳定水平，预期主力产品提价盈利弹性释放。21Q3 公司毛利率 42.06%，同比下滑 0.31pct；净利率 14.51%，同比增长 1.11pcts。三季度原材料压力延续，毛利率小幅下滑。21Q3 公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 13.70%/4.96%/-0.69%/0.06%，同比变化 -0.83/+0.53/+0.76/+0.01pcts。公司在今年无政府减免社会保险费用背景下，费用率保持稳定，费用控制能力良好维持净利润小幅增长。面对国内外市场疫情的严峻挑战和成本上涨的压力，积极开源节流，降本增效，持续优化费用精细化管理体系，提升促销费用有效性和营销效率。展望四季度及明年，原材料成本上涨压力催生行业涨价预期，预计公司将跟随行业提价潮进行主力产品价格调整，同时随着高毛利产品占比提升，盈利弹性将良好释放。

高质量发展下产品结构及管理效率不断优化，推进公司业绩加速释放。公司在“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略带领下，积极布局高端产品市场，加快向听装酒和精酿产品为代表的高附加值产品转型升级。未来公司将继续凭借优质渠道，不断扩大中高端市场份额。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，通过数字化转型快速提升产销协同效应，同时，公司积极推动连片发展，优化管理效率，为公司盈利能力提升打开空间。

盈利预测：由于公司三季度销售及成本压力，故更新盈利预测，预计公司 2021-2023 年年营收由 306.80/328.76/349.84 亿元调整至 303.34/325.08/345.97 亿元，同比+9.27%/7.17%/6.42%，归母净利润由 28.06/35.62/44.52 亿元调整至 27.72/34.40/41.86 亿元，同比+25.90%/24.13%/21.66%，EPS 由 2.06/2.61/3.26 元调整至 2.03/2.52/3.07 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：食品安全风险、产品提价风险、政策风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	27,983.76	27,759.71	30,334.09	32,508.42	34,596.72
增长率(%)	5.30	(0.80)	9.27	7.17	6.42
EBITDA(百万元)	2,909.77	3,653.29	4,292.71	5,233.61	6,345.45
净利润(百万元)	1,852.10	2,201.32	2,771.56	3,440.37	4,185.70
增长率(%)	30.23	18.86	25.90	24.13	21.66
EPS(元/股)	1.36	1.61	2.03	2.52	3.07
市盈率(P/E)	76.82	64.64	51.34	41.36	33.99
市净率(P/B)	7.42	6.90	6.35	5.84	5.34
市销率(P/S)	5.08	5.13	4.69	4.38	4.11
EV/EBITDA	17.68	31.39	27.30	21.76	17.73

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	104.28 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	709.41
流通 A 股股本(百万股)	695.91
A 股总市值(百万元)	73,977.03
流通 A 股市值(百万元)	72,569.87
每股净资产(元)	17.15
资产负债率(%)	46.58
一年内最高/最低(元)	118.11/72.46

作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
吴文德	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003	
wuwende@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《青岛啤酒-半年报点评:结构升级引领高端市场，费效提升打开盈利空间》2021-08-27
- 《青岛啤酒-季报点评:营收利润双高增表现亮眼，产品结构升级打开盈利成长空间》2021-04-25
- 《青岛啤酒-年报点评报告:高端化竞争力不断夯实，费用精细化下盈利能力持续改善》2021-03-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	15,301.98	18,466.88	23,118.30	26,485.85	27,952.21
应收票据及应收账款	226.17	125.16	276.43	155.45	296.38
预付账款	117.16	239.88	83.66	259.31	103.99
存货	3,181.77	3,281.03	2,696.80	3,753.16	2,948.23
其他	2,174.74	2,515.17	2,524.82	2,228.90	2,640.78
流动资产合计	21,001.82	24,628.12	28,700.00	32,882.67	33,941.59
长期股权投资	376.64	374.33	374.33	374.33	374.33
固定资产	10,222.03	10,302.63	9,943.45	9,545.91	9,112.35
在建工程	178.99	339.81	239.88	191.93	145.16
无形资产	2,558.57	2,503.84	2,302.11	2,100.37	1,898.64
其他	2,974.32	3,365.46	2,998.98	3,085.07	3,099.75
非流动资产合计	16,310.57	16,886.07	15,858.76	15,297.62	14,630.23
资产总计	37,312.38	41,514.19	44,558.76	48,180.29	48,571.82
短期借款	270.91	703.27	287.00	385.00	269.00
应付票据及应付账款	2,388.00	2,372.09	2,683.46	2,525.69	2,797.15
其他	10,694.87	12,434.58	14,265.68	15,585.67	13,200.79
流动负债合计	13,353.78	15,509.95	17,236.14	18,496.37	16,266.94
长期借款	0.21	0.00	0.50	1.00	1.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4,045.02	4,636.19	3,993.01	4,224.74	4,284.65
非流动负债合计	4,045.23	4,636.19	3,993.51	4,225.74	4,286.15
负债合计	17,399.01	20,146.13	21,229.65	22,722.11	20,553.09
少数股东权益	741.79	746.09	925.97	1,113.24	1,359.29
股本	1,350.98	1,364.18	1,364.48	1,364.48	1,364.48
资本公积	3,444.32	3,675.29	3,866.90	3,866.90	3,866.90
留存收益	17,633.23	19,296.86	21,038.66	22,980.47	25,294.96
其他	(3,256.95)	(3,714.37)	(3,866.90)	(3,866.90)	(3,866.90)
股东权益合计	19,913.37	21,368.05	23,329.11	25,458.18	28,018.73
负债和股东权益总计	37,312.38	41,514.19	44,558.76	48,180.29	48,571.82

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,929.12	2,326.97	2,771.56	3,440.37	4,185.70
折旧摊销	1,114.78	1,122.61	720.83	727.23	732.07
财务费用	(355.96)	(287.55)	(502.34)	(510.00)	(511.83)
投资损失	(24.51)	(25.24)	(24.88)	(25.06)	(24.97)
营运资金变动	3,689.43	3,574.84	2,115.35	597.66	(1,620.70)
其它	(2,336.30)	(1,758.20)	234.88	242.26	301.06
经营活动现金流	4,016.55	4,953.42	5,315.40	4,472.46	3,061.32
资本支出	14.30	698.17	703.18	(151.73)	(9.91)
长期投资	6.16	(2.31)	0.00	0.00	0.00
其他	(368.22)	(2,183.60)	(442.84)	(70.16)	(112.31)
投资活动现金流	(347.77)	(1,487.74)	260.34	(221.89)	(122.22)
债权融资	293.32	745.36	309.07	414.62	301.26
股权融资	516.86	488.64	733.33	510.00	511.83
其他	(1,578.90)	(1,590.10)	(1,966.73)	(1,807.64)	(2,285.83)
筹资活动现金流	(768.72)	(356.09)	(924.33)	(883.02)	(1,472.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,900.07	3,109.59	4,651.41	3,367.55	1,466.36

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	27,983.76	27,759.71	30,334.09	32,508.42	34,596.72
营业成本	17,080.44	16,540.61	17,295.31	17,952.17	18,349.19
营业税金及附加	2,313.32	2,219.07	2,396.39	2,535.66	2,681.25
营业费用	5,103.51	4,984.55	5,369.13	5,721.48	6,089.02
管理费用	1,881.05	1,678.05	1,721.98	1,751.78	1,829.16
研发费用	21.09	21.47	24.27	26.01	27.68
财务费用	(484.17)	(470.92)	(502.34)	(510.00)	(511.83)
资产减值损失	(121.05)	(130.55)	35.00	95.00	87.00
公允价值变动收益	56.75	55.09	55.00	55.00	55.00
投资净收益	24.51	25.24	24.88	25.06	24.97
其他	(589.58)	(412.98)	(159.75)	(160.12)	(159.94)
营业利润	2,697.89	3,250.08	4,074.22	5,016.38	6,125.21
营业外收入	34.66	14.59	30.00	32.00	40.00
营业外支出	5.64	25.12	5.00	10.00	10.00
利润总额	2,726.91	3,239.55	4,099.22	5,038.38	6,155.21
所得税	797.79	912.58	1,147.78	1,410.75	1,723.46
净利润	1,929.12	2,326.97	2,951.44	3,627.64	4,431.75
少数股东损益	77.01	125.65	179.88	187.26	246.06
归属于母公司净利润	1,852.10	2,201.32	2,771.56	3,440.37	4,185.70
每股收益(元)	1.36	1.61	2.03	2.52	3.07

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	5.30%	-0.80%	9.27%	7.17%	6.42%
营业利润	13.47%	20.47%	25.36%	23.12%	22.10%
归属于母公司净利润	30.23%	18.86%	25.90%	24.13%	21.66%
获利能力					
毛利率	38.96%	40.42%	42.98%	44.78%	46.96%
净利率	6.62%	7.93%	9.14%	10.58%	12.10%
ROE	9.66%	10.67%	12.37%	14.13%	15.70%
ROIC	39.97%	116.49%	-855.31%	-119.71%	-100.01%
偿债能力					
资产负债率	46.63%	48.53%	47.64%	47.16%	42.31%
净负债率	-75.37%	-82.93%	-97.77%	-102.41%	-98.69%
流动比率	1.57	1.59	1.67	1.78	2.09
速动比率	1.33	1.38	1.51	1.57	1.91
营运能力					
应收账款周转率	143.26	158.03	151.07	150.54	153.14
存货周转率	9.59	8.59	10.15	10.08	10.33
总资产周转率	0.78	0.70	0.70	0.70	0.72
每股指标(元)					
每股收益	1.36	1.61	2.03	2.52	3.07
每股经营现金流	2.94	3.63	3.90	3.28	2.24
每股净资产	14.05	15.11	16.42	17.84	19.54
估值比率					
市盈率	76.82	64.64	51.34	41.36	33.99
市净率	7.42	6.90	6.35	5.84	5.34
EV/EBITDA	17.68	31.39	27.30	21.76	17.73
EV/EBIT	28.46	45.00	32.80	25.28	20.04

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com