

## 公司研究

## 短期业绩有所波动，长期高端升级逻辑不变

## ——青岛啤酒 (600600.SH) 2021年三季报点评

## 要点

**事件：**青岛啤酒发布2021年三季报，2021年前三季度实现营业收入267.71亿元， $YoY+9.62\%$ ；归母净利润36.11亿元， $YoY+21.25\%$ ；扣非归母净利润32.16亿元， $YoY+20.09\%$ 。其中Q3实现营业收入84.80亿元， $YoY-3.01\%$ ；归母净利润11.95亿元， $YoY+6.43\%$ ；扣非归母净利润10.57亿元， $YoY+0.25\%$ 。

**疫情反复影响销量，产品结构升级拉动业绩增长。**分量价两个维度看，量：公司21Q3啤酒销量231万千升， $YoY-8.24\%$ ；行业Q3啤酒产量为1029万千升， $YoY-6.50\%$ ；公司和行业趋势基本一致。Q3销量有所下滑，主要由于今年疫情反复，现饮渠道有所影响；且去年同期因疫情得控后，销量反弹造成较高基数。价：受益于公司的产品结构升级，21Q3公司的ASP约为3666元/吨， $YoY+6.34\%$ 。2021年前三季度主品牌青岛啤酒实现销量378.4万千升， $YoY+13.05\%$ 。

**毛利率存在波动，盈利能力有所提升。**公司Q3毛利率为42.06%， $YoY-0.31\%$ ，环比Q2-1.64Pct，主要系大宗商品等原材料及包材成本上涨带来的压力。费用方面，Q3销售费用率为13.70%， $YoY-0.83\%$ ，环比Q2-0.80Pct。Q3管理费用率为4.96%， $YoY+0.53\%$ ，环比Q2+0.98Pct。综上，Q3净利率约14.09%， $YoY+1.25\%$ ，环比Q2-0.79Pct。

**高端布局战略不改，多元化营销提升竞争力。**公司把握行业高端化的发展趋势，发挥自身品牌与品质优势，加快推进品牌优化与产品结构升级。2021年推出了BGM白梨果啤、玫瑰红白啤等多款新品，丰富了高端品牌矩阵；并提出原浆啤酒72小时内冷链送达的方式为消费者提供更高品质的啤酒，提升产品竞争力。今年以来，白啤细分增长势头良好，公司白啤产品表现出色，具备放量的可能。为应对白啤快速增长带来的产能供应问题，公司着手布局第三家工厂，预计明年1月投产。目前白啤产品已分区域陆续提价，其中河南地区终端价提价2元。营销方面，公司通过“TSINGTAO 1903”青岛啤酒吧、百年之旅艺术长廊等一系列多元化、沉浸式的线下营销活动触达目标消费人群，强化消费者认知，提升青岛啤酒在高端产品领域的影响力。随着公司高端产品力的持续提升与对消费者高端啤酒品牌认知的不断培育，公司有望进一步扩大高端领域的竞争优势。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司高端化升级战略进展顺利，产品结构持续优化，高毛利的高端产品占比提升有助于改善公司整体盈利情况，且下半年存在提价的可能性。我们维持2021-2023年EPS分别为2.07/2.55/2.97元，维持“买入”评级。

**风险提示：**市场竞争恶化；渠道掌控力减弱；原材料成本上涨。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	27,984	27,760	30,254	32,153	33,987
营业收入增长率	5.30%	-0.80%	8.99%	6.28%	5.70%
净利润（百万元）	1,852	2,201	2,821	3,480	4,057
净利润增长率	30.23%	18.86%	28.15%	23.38%	16.57%
EPS（元）	1.37	1.61	2.07	2.55	2.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.66%	10.67%	12.58%	14.15%	15.00%
P/E	69	59	46	37	32
P/B	6.7	6.3	5.8	5.3	4.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-28

## 买入（维持）

当前价：94.80元

## 作者

**分析师：陈彦彤**

执业证书编号：S0930518070002  
021-52523689

chenyt@ebscn.com

**分析师：叶倩瑜**

执业证书编号：S0930517100003  
021-52523657  
yeqianyu@ebscn.com

**联系人：汪航宇**

021-52523877  
wanghangyu@ebscn.com

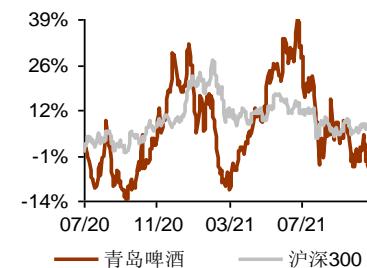
**联系人：李嘉祺**

021-52523658  
lijq@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	13.64
总市值(亿元)：	1293.53
一年最低/最高(元)：	71.84/117.09
近3月换手率：	37.00%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	17.58	7.44	6.43
绝对	18.20	8.66	9.28

资料来源：Wind

## 相关研报

产品结构加速升级，高端布局持续发力——青岛啤酒 (600600.SH) 2021年中报点评  
(2021-08-26)

净利增长超预期，高端化持续推进——青岛啤酒 (600600.SH) 2021一季度业绩点评  
(2021-04-23)

2020年表现符合预期，产品结构升级持续——青岛啤酒 (600600.SH) 2020年度业绩点评  
(2021-03-29)

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>27,984</b>	<b>27,760</b>	<b>30,254</b>	<b>32,153</b>	<b>33,987</b>	<b>总资产</b>	<b>37,312</b>	<b>41,514</b>	<b>45,353</b>	<b>49,139</b>	<b>53,195</b>
营业成本	17,080	16,541	17,523	18,102	18,710	货币资金	15,302	18,467	23,207	27,827	32,730
折旧和摊销	1,102	1,105	1,378	1,372	1,366	交易性金融资产	1,524	1,889	2,267	2,720	3,264
税金及附加	2,313	2,219	2,418	2,570	2,717	应收账款	151	120	130	138	146
销售费用	5,104	4,985	5,385	5,691	6,016	应收票据	75	6	6	7	7
管理费用	1,881	1,678	1,829	1,768	1,699	其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
研发费用	21	21	23	25	26	存货	3,182	3,281	3,476	3,591	3,712
财务费用	-484	-471	-477	-502	-520	其他流动资产	651	626	425	453	393
投资收益	25	25	25	25	25	<b>流动资产合计</b>	<b>21,002</b>	<b>24,628</b>	<b>29,765</b>	<b>34,999</b>	<b>40,523</b>
<b>营业利润</b>	<b>2,698</b>	<b>3,250</b>	<b>4,095</b>	<b>5,056</b>	<b>5,905</b>	其他权益工具	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>2,727</b>	<b>3,240</b>	<b>4,120</b>	<b>5,076</b>	<b>5,925</b>	长期股权投资	377	374	374	375	376
所得税	798	913	1,161	1,430	1,669	固定资产	10,221	10,302	9,071	7,795	6,476
<b>净利润</b>	<b>1,929</b>	<b>2,327</b>	<b>2,959</b>	<b>3,646</b>	<b>4,256</b>	在建工程	179	340	255	191	143
少数股东损益	77	126	138	166	199	无形资产	2,559	2,504	2,337	2,181	2,036
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,852</b>	<b>2,201</b>	<b>2,821</b>	<b>3,480</b>	<b>4,057</b>	商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	1,307
<b>EPS(元)</b>	<b>1.37</b>	<b>1.61</b>	<b>2.07</b>	<b>2.55</b>	<b>2.97</b>	其他非流动资产	140	226	363	363	363
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>非流动资产合计</b>	<b>16,311</b>	<b>16,886</b>	<b>15,588</b>	<b>14,139</b>	<b>12,672</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,017</b>	<b>4,953</b>	<b>5,378</b>	<b>5,010</b>	<b>5,696</b>	<b>总负债</b>	<b>17,399</b>	<b>20,146</b>	<b>22,049</b>	<b>23,489</b>	<b>24,893</b>
净利润	1,852	2,201	2,821	3,480	4,057	短期借款	271	703	0	0	0
折旧摊销	1,102	1,105	1,378	1,372	1,366	应付账款	2,167	2,223	2,355	2,432	2,514
净营运资金增加	-553	-1,697	-494	312	212	应付票据	221	149	158	164	169
其他	1,615	3,344	1,673	-155	60	预收账款	0	0	0	0	0
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-348</b>	<b>-1,488</b>	<b>-483</b>	<b>-423</b>	<b>-515</b>	其他流动负债	2,425	3,371	3,923	4,343	4,748
净资本支出	-907	-1,275	0	0	0	<b>流动负债合计</b>	<b>13,354</b>	<b>15,510</b>	<b>16,318</b>	<b>16,926</b>	<b>17,525</b>
长期投资变化	377	374	0	-1	-1	长期借款	0	0	0	0	-1
其他资产变化	183	-587	-483	-423	-514	应付债券	0	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-769</b>	<b>-356</b>	<b>-155</b>	<b>34</b>	<b>-279</b>	其他非流动负债	3,488	4,007	5,101	5,935	6,739
股本变化	0	13	0	0	0	<b>非流动负债合计</b>	<b>4,045</b>	<b>4,636</b>	<b>5,731</b>	<b>6,564</b>	<b>7,368</b>
债务净变化	-4	452	-703	0	0	<b>股东权益</b>	<b>19,913</b>	<b>21,368</b>	<b>23,304</b>	<b>25,649</b>	<b>28,302</b>
无息负债变化	2,018	2,295	2,606	1,441	1,404	股本	1,351	1,364	1,364	1,364	1,364
<b>净现金流</b>	<b>2,904</b>	<b>3,086</b>	<b>4,740</b>	<b>4,621</b>	<b>4,902</b>	公积金	4,845	5,076	5,076	5,076	5,076
						未分配利润	12,788	14,221	16,019	18,198	20,652
						归属母公司权益	19,172	20,622	22,420	24,599	27,053
						少数股东权益	742	746	884	1,050	1,249

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	39.0%	40.4%	42.1%	43.7%	44.9%	销售费用率	18.24%	17.96%	17.80%	17.70%	17.70%
EBITDA 率	12.2%	14.7%	16.9%	19.0%	20.5%	管理费用率	6.72%	6.04%	6.04%	5.50%	5.00%
EBIT 率	8.2%	10.7%	12.4%	14.7%	16.5%	财务费用率	-1.73%	-1.70%	-1.58%	-1.56%	-1.53%
税前净利润率	9.7%	11.7%	13.6%	15.8%	17.4%	研发费用率	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
归母净利润率	6.6%	7.9%	9.3%	10.8%	11.9%	所得税率	29%	28%	28%	28%	28%
ROA	5.2%	5.6%	6.5%	7.4%	8.0%						
ROE (摊薄)	9.7%	10.7%	12.6%	14.1%	15.0%						
经营性 ROIC	11.5%	17.1%	28.1%	44.6%	72.6%						
偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E	每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	47%	49%	49%	48%	47%	每股红利	0.55	0.75	0.95	1.18	1.37
流动比率	1.57	1.59	1.82	2.07	2.31	每股经营现金流	2.97	3.63	3.94	3.67	4.18
速动比率	1.33	1.38	1.61	1.86	2.10	每股净资产	14.19	15.12	16.43	18.03	19.83
归母权益/有息债务	65.36	27.67	535.33	590.32	652.48	每股销售收入	20.71	20.35	22.18	23.57	24.91
有形资产/有息债务	108.95	48.16	952.83	1052.19	1158.84	估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
						PE	69	59	46	37	32
						PB	6.7	6.3	5.8	5.3	4.8
						EV/EBITDA	36.3	30.0	22.9	18.6	15.6
						股息率	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
行业及公司评级	买入 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予以通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

**光大新鸿基有限公司**  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

**Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited**  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE