



2022年01月14日

公司研究•证券研究报告

## 青岛啤酒 (600600.SH)

### 土地补偿增厚利润，结构升级趋势持续

**事件：**公司发布2021年年度业绩预增公告。公司预计2021年实现归母净利润31.50亿元，较上年同期增加9.5亿元，同比增长约43.1%；实现扣非归母净利润21.94亿元，较上年同期增加3.8亿元，同比增长20.9%。

#### 投资要点

- ◆ **Q4淡季及疫情下业绩承压，土地补偿增厚利润。**根据预增公告，公司21Q4预计实现归母净利润-4.6亿元，同比增长约40.6%，其中政府对杨家群地块的土地征收补偿款预计将增厚归母净利润约4.4亿元，若扣除土地补偿影响，预计21Q4公司扣非归母净利润月-10.2亿元，同比减少约18.4%。第四季度在疫情点状反复影响下公司销售量短期承压，同时原材料价格上涨压力逐渐显现，同时公司作为北京冬奥会的主赞助商，品牌广告费用投放力度加大，多因素叠加导致经营性利润略低于预期。
- ◆ **预计21年全年销量小幅增长，产品结构升级趋势持续。**根据渠道调研，在单四季度淡季及陕西点状疫情扰动背景下，我们预计公司21全年销售量同比个位数正增长，21Q4销售量或承压。产品端，预计21年低端产品销量略有下滑，中端及以上产品销量仍将实现双位数增长，产品结构升级趋势明显且有望持续。
- ◆ **投资建议：**展望22年公司继续进行产品结升级，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。考虑公司土地收储增厚利润，我们上调21年盈利预测，我们预测：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31.50/34.30/40.14亿元，同比+43.1%/8.9%/17.0%，对应EPS分别为2.31/2.51/2.94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。

#### 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

食品饮料 | 啤酒 III

投资评级

买入-A(维持)

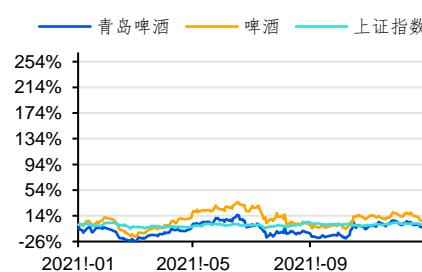
股价(2022-01-13)

89.23元

#### 交易数据

总市值(百万元)	121,741.38
流通市值(百万元)	62,096.37
总股本(百万股)	1,364.35
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	-11.76	2.76	-9.24
绝对收益	-15.18	2.58	-10.44

#### 分析师

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

#### 分析师

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

#### 相关报告

青岛啤酒：疫情之下Q3销量短期承压，高端化趋势持续 2021-10-29

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

净利润(百万元)	1,852	2,201	3,150	3,430	4,014
YoY(%)	30.2	18.9	43.1	8.9	17.0
毛利率(%)	39.0	40.4	42.9	44.0	45.1
EPS(摊薄/元)	1.36	1.61	2.31	2.51	2.94
ROE(%)	9.7	10.7	14.9	14.8	15.7
P/E(倍)	65.7	55.3	38.6	35.5	30.3
P/B(倍)	6.4	5.9	5.7	5.2	4.7
净利率(%)	6.6	7.9	10.4	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
<b>流动资产</b>	21002	24628	26428	28444	33095	<b>营业收入</b>	27984	27760	30417	32455	34527
现金	15,302	18,467	20,938	21,953	27,069	<b>营业成本</b>	17080	16541	17360	18161	18952
应收票据及应收账款	226	125	377	89	412	<b>营业税金及附加</b>	2313	2219	2431	2684	2759
预付账款	117	240	85	262	113	<b>营业费用</b>	5104	4985	5171	5615	5870
存货	3,182	3,281	2,719	3,806	3,115	<b>管理费用</b>	1881	1678	1582	1753	1864
其他流动资产	651	626	770	682	693	<b>研发费用</b>	21	21	38	41	44
<b>非流动资产</b>	16,311	16,886	15,420	14,407	13,323	<b>财务费用</b>	-484	-471	-564	-632	-722
长期投资	377	374	374	374	374	<b>资产减值损失</b>	-121	-131	-35	-95	-87
固定资产	10222	10303	9405	8508	7610	<b>公允价值变动收益</b>	57	55	-350	112	42
无形资产	2559	2504	2302	2100	1899	<b>投资净收益</b>	25	25	23	24	24
其他非流动资产	1595	1945	1603	1715	1754	<b>营业利润</b>	2698	3250	4107	5065	5915
<b>资产总计</b>	37312	41514	41848	42851	46418	<b>营业外收入</b>	35	15	544	24	20
<b>流动负债</b>	13354	15510	15746	14267	15147	<b>营业外支出</b>	6	25	15	15	18
短期借款	271	703	0	0	0	<b>利润总额</b>	2727	3240	4636	5074	5916
应付票据及应付账款	2388	2372	2702	2568	2930	<b>所得税</b>	798	913	1306	1448	1674
其他流动负债	10673	12392	10761	11275	11476	<b>税后利润</b>	1929	2327	3330	3626	4243
<b>非流动负债</b>	4045	4636	3993	4225	4285	<b>少数股东损益</b>	77	126	180	196	229
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1852	2201	3150	3430	4014
其他非流动负债	4045	4636	3993	4225	4285	<b>EBITDA</b>	2889	3632	4642	5533	6292
<b>负债合计</b>	17399	20146	19739	18492	19432						
少数股东权益	742	746	926	1122	1351						
股本	1351	1364	1364	1364	1364						
资本公积	3444	3675	2311	2311	2311						
留存收益	14189	15622	17508	19562	21967						
归属母公司股东权益	19172	20622	21183	23237	25642						
<b>负债和股东权益</b>	37312	41514	41848	42851	46425						
<b>现金流量表(百万元)</b>											
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
<b>经营活动现金流</b>	4017	4953	4496	1953	6066						
净利润	1929	2327	3150	3430	4014						
折旧摊销	1115	1123	1099	1099	1099						
财务费用	-484	-471	-564	-632	-722						
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	-171	308	271						
<b>投资活动现金流</b>	-348	-1488	724	-200	-60						
<b>筹资活动现金流</b>	-769	-356	-2749	-738	-888						
<b>每股指标(元)</b>											
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.61	2.31	2.51	2.94	<b>P/E</b>	65.7	55.3	38.6	35.5	30.3
每股经营现金流(最新摊薄)	2.94	3.63	3.30	1.43	4.45	<b>P/B</b>	6.4	5.9	5.7	5.2	4.7
每股净资产(最新摊薄)	14.05	15.11	15.53	17.03	18.79	<b>EV/EBITDA</b>	17.8	31.6	21.2	17.6	14.7

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](http://www.huajinsec.cn)