

► **公司公告 2021 年业绩预告：**预计公司 2021 年实现归母净利润 31.50 亿元，同比增长约 43%，扣非后净利润约 21.94 亿元，同比增长 21%。

► **产品结构升级带来内生增长，土地收储增厚非经常性收益。**据中国酒业协会统计，1-11 月我国啤酒产量 3327 万千升，同比增长 5.2%，考虑公司主要的华北市场多次受疫情影响，我们预计公司全年销量增速将低于行业水平，增长主要来自纯生、白啤、1903、琥珀拉格等高端产品放量带来的结构升级。公司杨家群地块被政府收储，土地征收补偿款增厚净利润约 4.36 亿元，扣除非经常性损益后，2021 年第四季度公司亏损 10.22 亿元，亏损幅度同比扩大 18.56%，第四季度为啤酒传统淡季，同时年底核算费用，公司单季度亏损扩大。

► **2021 行业高端化提速，提价落地 2022 蓄势待发。**据中国酒业协会啤酒分会理事长何勇预计 2021 年啤酒行业销售收入将达 1550 亿元，同比增长 7.8%，实现利润 175 亿元，同比增长 30%，行业高端化提速，盈利能力将持续提升。同时，受包材、大麦价格上涨推动，重庆啤酒、百威亚太、华润雪花等啤酒龙头企业纷纷提价，青岛啤酒也对多个产品进行提价，如 8 月山东地区青岛纯生终端供货价上调 4 元/箱，幅度约 5%。同时 2022 年消费场景有望逐步复苏，啤酒销量将恢复性增长，迎来量价齐升。

► **完备激励机制，主品牌多品类发展。**2020 年公司推出股权激励计划，以利润增长及净资产回报率为导向，顺应行业竞争由“规模量”向“利润价”的转变。经营上，公司深化实施“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，通过白啤，纯生等多品类丰富主品牌青岛产品矩阵，推出“百年之旅、琥珀拉格”等超高端产品，凭借在全国布局的 200 多家“TSINGTAO1903 青岛啤酒吧”，以新渠道、新场景与消费者互动交流，拔高品牌定位。

► **投资建议：**我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 304.70、328.69、348.51 亿元，归母净利润分别为 31.50、32.86、36.35 亿元，对应 EPS 分别为 2.31、2.41、2.66 元。啤酒行业高端化方兴未艾，公司作为国内啤酒“寡头企业”之一，享受行业发展红利的同时，在高端大单品，品牌力提升等方面仍有发展空间，参考当前啤酒（申万）行业 PE（TTM）估值水平约 42.5 倍，按公司 2022 年业绩计算，给予目标价 102.43 元，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**疫情反复影响居民消费，行业竞争加剧，原材料价格上涨过大，食品安全事故。

推荐

维持评级

当前价格：

89.23 元

目标价：

102.43 元



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：李啸

执业证号：S0100521100002

邮箱：lixiao@mszq.com

### 相关研究

1. 青岛啤酒(600600):疫情扰动短期销量,不改长期升级趋势
2. 青岛啤酒(600600)2021 年半年报点评:21H1 收入增速稳健,产品高端化助力利润高增
3. 青岛啤酒(600600)2021 年一季报点评:21Q1 经营业绩较疫情前增长,主业竞争优势巩固
4. 青岛啤酒(600600)2020 年报点评:创新营销作用显著,利润端改善趋势延续
5. 青岛啤酒(600600)2020 年业绩快报点评:营收及销量稳健增长,利润端逆势高增

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	27,760	30,470	32,869	34,851
增长率(%)	-0.8	9.8	7.9	6.0
归属母公司股东净利润(百万元)	2,201	3,150	3,286	3,635
增长率(%)	18.9	43.1	4.3	10.6
每股收益(元)	1.63	2.31	2.41	2.66
PE	55	39	37	33
PB	6.6	5.9	5.5	5.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 01 月 13 日收盘价）

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	27,760	30,470	32,869	34,851
营业成本	16,541	18,021	19,088	20,013
营业税金及附加	2,219	2,438	2,629	2,788
销售费用	4,985	4,958	5,423	5,750
管理费用	1,678	1,828	1,972	2,091
研发费用	21	24	26	28
EBIT	3,345	3,201	3,730	4,180
财务费用	(471)	(329)	(388)	(448)
资产减值损失	(131)	(2)	(2)	(2)
投资收益	25	152	164	174
营业利润	3,250	4,616	4,870	5,388
营业外收支	(11)	28	1	1
利润总额	3,240	4,644	4,871	5,389
所得税	913	1,328	1,413	1,563
净利润	2,327	3,316	3,459	3,826
归属于母公司净利润	2,201	3,150	3,286	3,635
EBITDA	4,508	4,325	4,886	5,369

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	18,467	20,229	23,405	26,145
应收账款及票据	125	191	207	198
预付款项	240	191	203	239
存货	3,281	3,273	3,603	3,794
其他流动资产	2,515	2,613	2,566	2,582
流动资产合计	24,628	26,497	29,984	32,957
长期股权投资	374	372	370	367
固定资产	10,303	10,273	10,195	10,074
无形资产	2,504	2,449	2,394	2,340
非流动资产合计	16,886	16,807	16,694	16,549
资产合计	41,514	43,304	46,679	49,507
短期借款	703	487	595	541
应付账款及票据	2,372	2,635	2,732	2,887
其他流动负债	12,435	11,850	13,050	13,939
流动负债合计	15,510	14,971	16,378	17,367
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	4,636	4,636	4,636	4,636
非流动负债合计	4,636	4,636	4,636	4,636
负债合计	20,146	19,608	21,014	22,004
股本	1,364	1,364	1,364	1,364
少数股东权益	746	912	1,085	1,276
股东权益合计	21,368	23,696	25,664	27,503
负债和股东权益合计	41,514	43,304	46,679	49,507

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-0.80	9.76	7.87	6.03
EBIT 增长率	24.08	-4.31	16.52	12.07
净利润增长率	18.86	43.10	4.30	10.64
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	40.42	40.86	41.93	42.57
净利润率	8.38	10.88	10.52	10.98
总资产收益率 ROA	5.30	7.27	7.04	7.34
净资产收益率 ROE	10.67	13.83	13.37	13.86
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.59	1.77	1.83	1.90
速动比率	1.36	1.54	1.60	1.67
现金比率	1.19	1.35	1.43	1.51
资产负债率 (%)	48.53	45.28	45.02	44.45
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.57	1.69	1.74	1.67
存货周转天数	72.40	66.28	68.89	69.19
总资产周转率	0.67	0.70	0.70	0.70
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.63	2.31	2.41	2.66
每股净资产	15.11	16.70	18.01	19.22
每股经营现金流	3.63	2.85	3.94	4.10
每股股利	0.00	0.73	1.10	1.47
<b>估值分析</b>				
PE	55	39	37	33
PB	6.6	5.9	5.5	5.2
EV/EBITDA	26.18	26.71	23.01	20.42
股息收益率 (%)	0.00	0.82	1.23	1.64

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	2,327	3,316	3,459	3,826
折旧和摊销	1,163	1,124	1,157	1,189
营运资金变动	1,977	(429)	988	810
经营活动现金流	4,953	3,885	5,380	5,596
资本开支	(1,275)	(1,180)	(1,057)	(1,057)
投资	(470)	12	12	12
投资活动现金流	(1,488)	(874)	(781)	(771)
股权募资	282	0	0	0
债务募资	450	(216)	108	(54)
筹资活动现金流	(356)	(1,249)	(1,423)	(2,086)
现金净流量	3,086	1,762	3,176	2,739

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001