

青岛啤酒 (600600.SH)

产品结构持续优化, 吨价增长再创新高

事件: 公司发布 2021 年报。2021 年公司实现营收 301.7 亿元, 同比+8.7%, 实现啤酒销量 793 万千升, 同比+1.4%, 对应吨酒价 3804.1 元, 同比+7.2%。实现归母净利润 31.6 亿元, 同比+43.3%, 实现扣非归母净利润 22.1 亿元, 同比+21.5%; 2021Q4 单季度公司实现营收 34.0 亿元, 同比+1.7%, 归母净利润为-4.6 亿元(上年同期为-7.8 亿元), 实现扣非归母净利润-10.1 亿元(上年同期为-8.6 亿元)。

产品结构优化与提价并行, 表现吨价与毛利率提升明显。2021 年公司吨酒价/吨成本分别同比+7.2%/4.9%, 若剔除会计准则变更(运输费从销售费用转入营业成本)影响, 还原吨成本同比+3.8%, 毛利率/还原毛利率分别同比+1.4/1.9pct 至 36.7%/42.3%, 我们预计吨价与毛利率大幅上行主要系: **1) 主品牌放量增长, 高端化持续推进。**全年青啤主品牌实现销量 432.9 万千升, 同比+11.6%, 增速显著快于其他品牌(同比下滑 8.7%), 主品牌销量占比同比+5.0pct 至 54.6%, 同时预计白啤、皮尔森等高端产品表现出色, 高档以上产品同比增长 14.2%; **2) 提价与产品条线梳理进一步贡献吨价上行。**2021 年公司其他品牌啤酒销售吨价同比+7.2%, 增长明显, 预计与主动提价与产品梳理有关。2021Q4 单季度公司营收/销量/吨价分别同比+1.7%/-3.4%/+5.3%, 预计主要系淡季叠加疫情影响, 但主品牌销量依然实现同比 2.5%的正增长。**分区域来看,**山东与华北地区表现亮眼, 收入增速分别为 9.5%/12.1%。

现金流亮眼, 公允价值变动与土地收储增厚业绩。2021 年公司销售收现/经营净现金流分别为 358.6/60.4 亿元, 分别同比+11.2%/22.0%。从费用率角度看, 公司销售/管理/财务费用率分别同比+0.7/-0.4/+0.9pct 至 13.6%/5.6%/-0.8%, 销售费用率上涨主要系 1) 加码品宣; 2) 2021 年存在社保减免优惠, 全年归母/扣非归母净利润率同比+2.5%/0.8%至 10.5%/7.3%。2021 年非经常损益共 9.5 亿, 同比+146%, 其中 4.8 亿非流动资产处置收益主要为土地收储收益, 同时公允价值变动收益约 2 亿元, 主要系公司结构性存款等理财收益, 这部分变动使公司财务费用从 2021 的-4.7 亿降低至-2.4 亿, 公司公告披露所投结构性存款均为保本浮动收益型, 若加回 2 亿公允价值变动, 对应当年扣非净利润约 24 亿元, 同比+32.4%, 公司整体经营稳中向好。

短期疫情扰动, 全年量价齐升可期。3 月全国各地疫情反复影响啤酒消费, 但考虑到当前仍处淡季, 预计对全年影响仍可控制。**展望 2022, 从价格角度来看,**2021 年成本压力催生行业涨价潮, 青啤作为行业龙头有望深度受益, 叠加产品高端化持续推进, 2022 年有望延续 2021 年吨价高增趋势;**从销量来看,**2021Q2/Q3 青啤销量同比-7.1%/-8.7%, 低基数下旺季动销可期, 同时从更长时间维度来看, 疫情影响整体呈现边际减弱趋势, 看好 2022 全年公司发展。

盈利预测:小幅调整此前盈利预测并引入 2021 年, 预计 2022-24 年归母净利润分别为 41.6/44.5/51.5 亿元(原为 43.3/44.8 亿元), 加回关厂一次性减值与股权激励等费用, 并剔除 2021/2022 年 4.4/7.0 亿元土地征收补偿款影响, 调整后归母净利润为 37.8/46.7/52.6 亿元, 调整后对应 PE 为 28/23/20 倍, 维持“买入”评级。

风险提示:疫情反复影响动销; 成本上涨超预期; 高端化进程不及预期; 行业竞争加剧。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,760	30,167	32,931	35,037	37,014
增长率 yoy (%)	-0.8	8.7	9.2	6.4	5.6
归母净利润(百万元)	2,201	3,155	4,163	4,452	5,153
增长率 yoy (%)	18.9	43.3	31.9	6.9	15.8
EPS 最新摊薄(元/股)	1.61	2.31	3.05	3.26	3.78
净资产收益率(%)	10.9	13.7	15.4	14.4	14.5
P/E(倍)	48.3	33.7	25.6	23.9	20.7
P/B(倍)	5.2	4.6	3.9	3.4	3.0

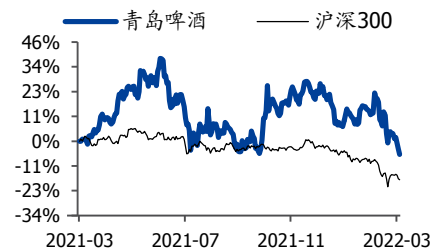
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 3 月 28 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	非白酒
前次评级	买入
3月28日收盘价(元)	78.00
总市值(百万元)	106,419.67
总股本(百万股)	1,364.35
其中自由流通股(%)	51.01
30日日均成交量(百万股)	5.82

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

研究助理 郝宇新

执业证书编号: S0680121030010

邮箱: haoyuxin@gszq.com

相关研究

- 《青岛啤酒(600600.SH): 短期因素造成 Q4 扰动, 土地补偿增厚全年业绩》2022-01-14
- 《青岛啤酒(600600.SH): 高端化趋势延续, 业绩符合预期》2021-10-29
- 《青岛啤酒(600600.SH): 高端化加速, 费效比改善》2021-08-26

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	24628	28959	33425	37900	43464
现金	18467	14598	18973	23859	28550
应收票据及应收账款	125	125	204	220	242
其他应收款	74	675	0	234	41
预付账款	240	228	279	260	309
存货	3281	3493	4129	3487	4482
其他流动资产	2441	9840	9840	9840	9840
非流动资产	16886	17604	17620	17323	16949
长期投资	374	366	377	389	400
固定资产	10303	10149	10594	10697	10689
无形资产	2504	2481	2188	1915	1661
其他非流动资产	3705	4609	4460	4322	4198
资产总计	41514	46563	51045	55223	60413
流动负债	15510	18259	18394	18557	18977
短期借款	703	246	250	250	250
应付票据及应付账款	2372	3298	2913	3540	3236
其他流动负债	12435	14715	15231	14767	15490
非流动负债	4636	4511	4511	4511	4511
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4636	4511	4511	4511	4511
负债合计	20146	22769	22904	23068	23487
少数股东权益	746	792	976	1146	1359
股本	1364	1364	1364	1364	1364
资本公积	3675	3956	3956	3956	3956
留存收益	15622	17719	20328	23100	26320
归属母公司股东权益	20622	23002	27164	31009	35567
负债和股东权益	41514	46563	51045	55223	60413

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4953	6043	3659	5314	4958
净利润	2327	3256	4347	4621	5365
折旧摊销	1123	1091	934	1005	1068
财务费用	-471	-243	-324	-452	-586
投资损失	-25	-186	-106	-146	-126
营运资金变动	2251	3181	87	575	-453
其他经营现金流	-251	-1057	-1280	-290	-310
投资活动现金流	-1488	-10250	437	-273	-258
资本支出	1295	1635	4	-309	-386
长期投资	-470	-9185	-11	-12	-11
其他投资现金流	-662	-17800	430	-593	-655
筹资活动现金流	-356	-1614	280	-155	-9
短期借款	432	-457	4	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	13	0	0	0	0
资本公积增加	231	281	0	0	0
其他筹资现金流	-1032	-1437	275	-155	-9
现金净增加额	3086	-5829	4375	4886	4691

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	27760	30167	32931	35037	37014
营业成本	16541	19091	20495	20972	21684
营业税金及附加	2219	2319	2529	2680	2821
营业费用	4985	4097	4446	4660	4849
管理费用	1678	1693	1811	1892	1962
研发费用	21	31	33	35	37
财务费用	-471	-243	-324	-452	-586
资产减值损失	-131	-189	-132	-123	-111
其他收益	517	556	500	500	500
公允价值变动收益	55	253	280	300	320
投资净收益	25	186	106	146	126
资产处置收益	-5	482	1000	-10	-10
营业利润	3250	4455	5958	6308	7295
营业外收入	15	33	15	15	15
营业外支出	25	9	10	10	10
利润总额	3240	4479	5963	6313	7300
所得税	913	1223	1616	1692	1934
净利润	2327	3256	4347	4621	5365
少数股东损益	126	101	185	170	212
归属母公司净利润	2201	3155	4163	4452	5153
EBITDA	3851	5147	6409	6691	7597
EPS (元)	1.61	2.31	3.05	3.26	3.78

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-0.8	8.7	9.2	6.4	5.6
营业利润(%)	20.5	37.1	33.7	5.9	15.6
归属于母公司净利润(%)	18.9	43.3	31.9	6.9	15.8
获利能力					
毛利率(%)	40.4	36.7	37.8	40.1	41.4
净利率(%)	7.9	10.5	12.6	12.7	13.9
ROE(%)	10.9	13.7	15.4	14.4	14.5
ROIC(%)	7.7	10.7	12.6	11.7	12.0
偿债能力					
资产负债率(%)	48.5	48.9	44.9	41.8	38.9
净负债比率(%)	-64.2	-41.9	-51.1	-59.9	-64.9
流动比率	1.6	1.6	1.8	2.0	2.3
速动比率	1.3	1.0	1.2	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	158.0	241.3	200.0	165.0	160.0
应付账款周转率	6.9	6.7	6.6	6.5	6.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.61	2.31	3.05	3.26	3.78
每股经营现金流(最新摊薄)	3.63	4.43	2.68	3.89	3.63
每股净资产(最新摊薄)	15.11	16.86	19.91	22.73	26.07
估值比率					
P/E	48.3	33.7	25.6	23.9	20.7
P/B	5.2	4.6	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA	23.8	18.4	14.1	12.8	10.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 3 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com