

21 年量价齐升，盈利能力持续提升

青岛啤酒(600600)

评级:	买入	股票代码:	600600
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	118.11/76.4
目标价格:		总市值(亿)	1,064.20
最新收盘价:	78	自由流通市值(亿)	1,064.20
		自由流通股数(百万)	1,364.35

事件概述

公司发布年报，2021 年实现营业收入 301.7 亿元，同比+8.67%；归母净利润 31.55 亿元，同比+43.34%；扣非归母净利润 22.07 亿元，同比+21.54%；EPS 2.33 元。

分析判断:

▶ 量价齐升，高端化进程加快

2021 年在国内疫情多点散发、消费不振的背景下，公司秉承高质量发展战略，充分发挥青岛品牌和品质优势积极开拓国内外市场，实现啤酒主业量价齐升，高端化进程加快的发展态势，收入同比增长 8.67%。

拆分量价来看，公司 2021 年实现销量 793 万千升，同比+1.4%，对应吨价 3804 元，同比+7.2%，得益于主品牌青岛啤酒占比不断提升和产品结构优化升级，其中主品牌青岛啤酒实现销量 432.9 万千升，同比+11.6%，吨价 4572.9 元，同比+2.85%，同样实现量价齐升，收入占比提升至 65.6%（同比+3.46pct），同时公司持续加快布局高端和超高端市场，高档以上产品实现销量 52 万千升，同比+14.2%。

分区域来看，公司山东/华北/华南/华东/东南/海外收入分别同比+9.55%/+12.10%/+2.99%/-0.39%/+8.31%/+14.64%，相应的山东/华北/华南/华东/东南/海外销量分别同比+3.39%/+6.75%/-1.32%/-6.92%/+1.03%/+11.94%，但各地区吨价均同比提升，公司持续巩固提升基地市场建设成效显著。

▶ 毛利率提升+精细化管理，经营效率提升

公司 2021 年毛利率和净利率分别为 36.71%（可比口径）和 10.46%，分别较去年同期+1.38 和+2.53pct，毛利率提升是盈利能力提升的核心原因。**成本端来看**，虽然面临原材料价格上涨的压力，但公司通过集中采购、结构优化和提价等措施推动毛利率提升 1.38pct，成本控制能力较强。**费用端来看**，公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 13.6%/5.6%/-0.8%/0.1%，分别较去年同期+0.7/-0.4/+0.9/+0.0pct，其中销售费用率增加主要系公司加大品牌宣传力度，以及同期基数较低，管理费用率下降主因公司积极开源节流、降本增效，管理效率进一步提升。另外公司年内收到一笔土地征收补偿款，贡献 4.36 亿元利润，对业绩增长亦有助力。综合来看，公司 2021 年实现净利率 10.46%，同比提升 2.53pct，不考虑非经常性损益影响的扣非净利率为 7.31%，同比+0.77pct，经营效率持续提升。

▶ 降本增效，盈利持续兑现

短期来看，啤酒行业面临成本压力和疫情影响，但公司正积极通过提价和结构优化缓解成本压力，国内正全面积极的应对疫情的冲击，疫情有望不断好转，对行业的影响也将持续弱化。青岛啤酒是国内高端啤酒先行品牌，不断推进中高端、听装和精酿产品发展，持续推动产品结构升级，提升整体啤酒吨价；同时费用投放和内部管理不断推进降本增效和精细化管理。我们长期看好公司盈利能力持续提升，进一步强化其在啤酒行业，特别是中高端啤酒领域的竞争力。

投资建议:

参考最新年报，我们上调公司 22 年营业收入 317.19 亿元的预测至 324.97 亿元，新增 23-24 年收入预测 349.45/369.34 亿元；下调 22 年 EPS 2.51 元的预测至 2.49 元，新增 23-24 年 EPS 预测为 2.88/3.21 元，对应 2022 年 3 月 28 日 78.00 元/股收盘价，PE 分别为 31/27/24 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示:

原材料价格上涨、疫情影响超预期、行业竞争加剧

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,760	30,167	32,497	34,945	36,934
YoY (%)	-0.8%	8.7%	7.7%	7.5%	5.7%
归母净利润(百万元)	2,201	3,155	3,398	3,933	4,386
YoY (%)	18.9%	43.3%	7.7%	15.8%	11.5%
毛利率 (%)	35.3%	36.7%	37.0%	37.3%	37.7%
每股收益 (元)	1.61	2.33	2.49	2.88	3.21
ROE	10.7%	13.7%	12.9%	13.0%	12.6%
市盈率	48.34	33.51	31.32	27.06	24.27

资料来源: wind、华西证券研究所

分析师:寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	30,167	32,497	34,945	36,934	净利润	3,256	3,503	4,055	4,521
YoY (%)	8.7%	7.7%	7.5%	5.7%	折旧和摊销	1,144	548	531	470
营业成本	19,091	20,473	21,911	23,010	营运资金变动	3,009	-760	1,365	965
营业税金及附加	2,319	2,502	2,691	2,844	经营活动现金流	6,043	2,999	5,645	5,639
销售费用	4,097	4,290	4,578	4,728	资本开支	-1,602	-358	-305	-299
管理费用	1,693	1,820	1,887	1,958	投资	-9,185	-410	-410	-410
财务费用	-243	-412	-558	-613	投资活动现金流	-10,250	-575	-542	-526
资产减值损失	-189	-68	-79	-86	股权募资	6	0	0	0
投资收益	186	195	175	185	债务募资	251	0	0	0
营业利润	4,455	4,699	5,371	5,993	筹资活动现金流	-1,614	0	0	0
营业外收支	24	35	35	35	现金净流量	-5,829	2,424	5,103	5,112
利润总额	4,479	4,734	5,406	6,028	主要财务指标				
所得税	1,223	1,231	1,352	1,507	成长能力	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3,256	3,503	4,055	4,521	营业收入增长率	8.7%	7.7%	7.5%	5.7%
归属于母公司净利润	3,155	3,398	3,933	4,386	净利润增长率	43.3%	7.7%	15.8%	11.5%
YoY (%)	43.3%	7.7%	15.8%	11.5%	盈利能力				
每股收益	2.33	2.49	2.88	3.21	毛利率	36.7%	37.0%	37.3%	37.7%
资产负债表 (百万元)					净利率率	10.8%	10.8%	11.6%	12.2%
货币资金	14,598	17,022	22,125	27,237	总资产收益率 ROA	6.8%	6.9%	7.1%	7.2%
预付款项	228	237	263	272	净资产收益率 ROE	13.7%	12.9%	13.0%	12.6%
存货	3,493	3,744	4,008	4,208	偿债能力				
其他流动资产	10,640	11,000	11,457	11,903	流动比率	1.59	1.81	1.95	2.11
流动资产合计	28,959	32,003	37,852	43,621	速动比率	1.38	1.58	1.73	1.90
长期股权投资	366	376	386	396	现金比率	0.80	0.96	1.14	1.32
固定资产	10,149	9,904	9,659	9,458	资产负债率	48.9%	44.9%	43.3%	41.2%
无形资产	2,481	2,432	2,382	2,345	经营效率				
非流动资产合计	17,604	17,523	17,440	17,414	总资产周转率	0.65	0.66	0.63	0.61
资产合计	46,563	49,525	55,292	61,035	每股指标 (元)				
短期借款	246	246	246	246	每股收益	2.33	2.49	2.88	3.21
应付账款及票据	3,298	3,165	3,496	3,735	每股净资产	16.86	19.35	22.23	25.45
其他流动负债	14,715	14,307	15,688	16,672	每股经营现金流	4.43	2.20	4.14	4.13
流动负债合计	18,259	17,718	19,430	20,652	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	4,511	4,511	4,511	4,511	PE	33.51	31.32	27.06	24.27
非流动负债合计	4,511	4,511	4,511	4,511	PB	5.87	4.03	3.51	3.07
负债合计	22,769	22,229	23,940	25,163					
股本	1,364	1,364	1,364	1,364					
少数股东权益	792	897	1,019	1,154					
股东权益合计	23,794	27,297	31,351	35,872					
负债和股东权益合计	46,563	49,525	55,292	61,035					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，4 年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验；上海交通大学金融学硕士，2020 年 9 月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。