

青岛啤酒 (600600.SH) 买入 (维持评级)

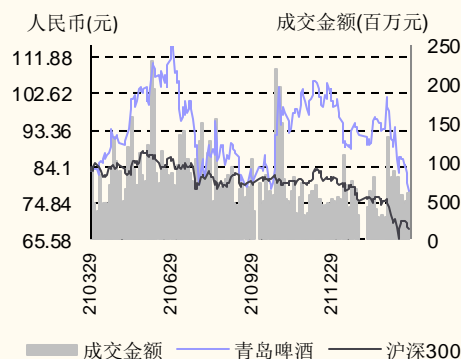
公司点评

市场价格 (人民币): 78.00 元

业绩符合预期, 关注旺季需求恢复

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	13.64
已上市流通 A 股(亿股)	6.96
流通港股(亿股)	6.55
总市值(亿元)	1,064.20
年内股价最高最低(元)	114.81/78.00
沪深 300 指数	4148
上证指数	3215



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	27,760	30,167	33,522	36,044	38,152
营业收入增长率	-0.80%	8.67%	11%	8%	6%
归母净利润 (百万元)	2,201	3,155	3,297	4,158	5,076
归母净利润增长率	18.9%	43.3%	4%	26%	22%
摊薄每股盈利 (元)	1.61	2.31	2.42	3.05	3.72
每股经营性现金流净额	3.04	3.71	8.07	4.68	5.29
净资产收益率	10.67%	13.72%	13.29%	15.22%	16.58%
市盈率 (倍)	61.60	42.81	32.28	25.59	20.96
市净率 (倍)	6.58	5.87	4.29	3.90	3.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

公司于 3 月 28 日发布年报, 21 年营收 301.67 亿元, 同比+8.7%; 归母净利 31.55 亿元, 同比+43.3%; 剔除杨家群收储补偿款 4.36 亿元, 归母净利 27.2 亿元, 同比+23.6%; 扣非归母净利 22.07 亿元, 同比+21.5%。21Q4 营收 33.95 亿元, 同比+1.7%; 扣非归母净利-10.1 亿元, 亏损同比扩大。

经营分析

■ **业绩符合前期公告, 全年结构优化推进。**21 年实现销量 793 万千升, 同比+1.4% (对比 19 年下滑 1.5%), 吨价同比+7.03%。1) **分产品看**, 21 年青岛品牌/其他品牌收入 197.96/98.77 亿元, 同比+14.9%/-2.1%; 销量 432.9/360.1 万千升, 同比+11.6%/-8.6%, 吨价同比+3%/+7%, 青岛主品牌占比提升 5pct 至 54.6%, 产品结构升级延续。高档以上产品 (按实际利润贡献划分, 而非终端零售价) 销量 52 万千升, 同比+14.2%。我们预计, 白啤增速 50%, 崂山或下滑大个位数, 纯生双位数增长。2) **分区域看**, 山东/华北/华南/华东/东南地区营收 197.5/72.8/33.7/27.9/8.9 亿元, 同比+9.6%/+12.1%/+3.0%/-0.4%/+8.3%, 华东、东南亏损收窄。3) **分季度看**, 21Q4 销量 84.8 万千升, 同比-3.4% (对比 19 年下滑 0.8%), 吨收入同比+5.3%, 青岛/其他品牌同比+2%/-12%, 主要系疫情影响需求及高端化, 1903 听、白啤听等年底提价, 但体量较小, 且需时间传导。

■ **21 年成本阶段性承压, 费用投放复苏。**21 年扣非净利率同比+0.8pct, 其中: 1) 毛利率同比+1.4pct (吨成本同比+4.9%), 主要系大麦、包材成本上升。2) 销售费率/管理费率同比+0.7/-0.4pct, 系品牌宣传力度加大, 管理效率逐步增强。3) 公司 21 年关厂 2 家, 固定资产减值损失 1.89 亿元, 产能利用率为 57.6%。将合同履约成本 (16.83 亿元) 还原至销售费用后, 21Q4 毛利率同比+2.6pct (吨成本同比+1.5%), 成本压力环比已有改善; 销售费率/管理费率同比+12.1/-7.1pct。

■ **淡季需求受疫情扰动, 中长期盈利水平持续增强。**渠道反馈, 1-2 月量增 9%, 3 月下滑双位数, Q1 销量或变动不大, ASP 预计增长中大个位数。当前山东疫情控制, 建议关注旺季疫情防控进度。大麦锁价预计到上半年, 包材影响有待观察, 但年初经典大瓶提价, 4-5 月纯生有望换代升级, 利润弹性释放可期。我们认为, 青啤品牌形象良好, 赞助冬奥会夯实基础, 22 年高端化进度或环比加快。中长期, 费效比、经营效率提升, 静待红利释放。

盈利预测

■ 预计 22-24 年营收增速为 11%/8%/6%, 剔除土地补偿款后归母净利增速为 21%/26%/22%, EPS 为 2.42/3.05/3.72 元, 对应 PE 为 32/26/21X, 维持“买入”评级。

风险提示

■ 疫情反复风险, 市场竞争加剧风险, 原材料上涨过快风险, 食品安全问题。

相关报告

1. 《业绩符合预期, 产品价格升级向好-青岛啤酒三季报点评》, 2021.10.29
2. 《高端化进程加快, 静待提价催化-青岛啤酒 21 年中报点评》, 2021.8.26
3. 《Q1 业绩超预期, 结构升级持续加速-青岛啤酒 21 年一季报点评》, 2021.4.23
4. 《降本增效, 长期结构升级+净利率改善可期-青岛啤酒年报点评》, 2021.3.29

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

李 ben yuan 分析师
libenyuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	27,984	27,760	30,167	33,522	36,044	38,152	货币资金	15,302	18,467	14,598	14,922	17,993	21,913
增长率	-0.8%	8.7%	11.1%	7.5%	5.8%		应收账款	312	199	800	337	347	357
主营业务成本	-17,080	-16,541	-19,091	-20,844	-21,723	-22,268	存货	3,182	3,281	3,493	3,998	4,047	4,088
%销售收入	61.0%	59.6%	63.3%	62.2%	60.3%	58.4%	其他流动资产	2,206	2,681	10,068	11,255	11,884	12,307
毛利	10,903	11,219	11,076	12,678	14,320	15,884	流动资产	21,002	24,628	28,959	30,512	34,271	38,665
%销售收入	39.0%	40.4%	36.7%	37.8%	39.7%	41.6%	%总资产	56.3%	59.3%	62.2%	63.0%	65.3%	67.7%
营业税金及附加	-2,313	-2,219	-2,319	-2,581	-2,775	-2,919	长期投资	414	402	392	687	1,032	1,427
%销售收入	8.3%	8.0%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	固定资产	10,401	10,642	10,911	11,015	11,106	11,154
销售费用	-5,104	-4,985	-4,097	-4,693	-4,974	-5,189	%总资产	27.9%	25.6%	23.4%	22.8%	21.2%	19.5%
%销售收入	18.2%	18.0%	13.6%	14.0%	13.8%	13.6%	无形资产	3,901	3,897	3,915	3,937	3,940	3,943
管理费用	-1,881	-1,678	-1,693	-1,844	-1,946	-2,022	非流动资产	16,311	16,886	17,604	17,885	18,217	18,458
%销售收入	6.7%	6.0%	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%	%总资产	43.7%	40.7%	37.8%	37.0%	34.7%	32.3%
研发费用	-21	-21	-31	-34	-36	-38	资产总计	37,312	41,514	46,563	48,397	52,488	57,123
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	293	745	294	48	49	50
息税前利润 (EBIT)	1,584	2,316	2,937	3,526	4,588	5,717	应付款项	4,813	5,447	6,368	7,120	7,495	7,739
%销售收入	5.7%	8.3%	9.7%	10.5%	12.7%	15.0%	其他流动负债	8,248	9,318	11,597	11,274	12,184	12,982
财务费用	484	471	243	370	421	512	流动负债	13,354	15,510	18,259	18,442	19,729	20,771
%销售收入	-1.7%	-1.7%	-0.8%	-1.1%	-1.2%	-1.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	-10	-2	-1	其他长期负债	4,045	4,636	4,511	4,286	4,486	4,686
公允价值变动收益	57	55	253	60	61	62	负债	17,399	20,146	22,769	22,728	24,215	25,456
投资收益	25	25	186	130	140	160	普通股股东权益	19,172	20,622	23,002	24,798	27,319	30,621
%税前利润	0.9%	0.8%	4.2%	2.8%	2.4%	2.3%	其中：股本	1,351	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
营业利润	2,698	3,250	4,455	4,618	5,795	7,052	未分配利润	12,788	14,221	16,319	18,114	20,636	23,938
营业利润率	9.6%	11.7%	14.8%	13.8%	16.1%	18.5%	少数股东权益	742	746	792	871	955	1,045
营业外收支	29	-11	24	25	25	25	负债股东权益合计	37,312	41,514	46,563	48,397	52,488	57,123
税前利润	2,727	3,240	4,479	4,643	5,820	7,077							
利润率	9.7%	11.7%	14.8%	13.9%	16.1%	18.5%	比率分析						
所得税	-798	-913	-1,223	-1,268	-1,577	-1,911		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税率	29.3%	28.2%	27.3%	27.3%	27.1%	27.0%	每股指标						
净利润	1,929	2,327	3,256	3,376	4,242	5,166	每股收益	1.371	1.614	2.313	2.416	3.048	3.721
少数股东损益	77	126	101	79	84	90	每股净资产	14.191	15.117	16.859	18.175	20.023	22.444
归属于母公司的净利润	1,852	2,201	3,155	3,297	4,158	5,076	每股经营现金净流	2.514	3.044	3.708	8.075	4.675	5.291
净利率	6.6%	7.9%	10.5%	9.8%	11.5%	13.3%	每股股利	0.550	0.750	1.100	1.100	1.200	1.300
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.66%	10.67%	13.72%	13.29%	15.22%	16.58%
净利润	1,929	2,327	3,256	3,376	4,242	5,166	总资产收益率	4.96%	5.30%	6.78%	6.81%	7.92%	8.89%
少数股东损益	77	126	101	79	84	90	投入资本收益率	5.50%	7.47%	8.80%	9.90%	11.74%	13.09%
非现金支出	220	222	189	961	1,024	1,095	增长率						
非经营收益	-706	-648	-1,568	-90	-145	-72	主营业务收入增长率	5.30%	-0.80%	8.67%	11.12%	7.52%	5.85%
营运资金变动	1,954	2,251	3,181	6,771	1,258	1,030	EBIT 增长率	11.73%	46.18%	26.80%	20.09%	30.11%	24.59%
经营活动现金净流	3,396	4,152	5,059	11,017	6,379	7,219	净利润增长率	30.23%	18.86%	43.34%	4.47%	26.14%	22.07%
资本开支	-907	-1,275	-1,602	-1,031	-1,060	-1,084	总资产增长率	9.50%	11.26%	12.16%	3.94%	8.45%	8.83%
投资	-198	-470	-9,185	-7,795	-845	-695	资产管理能力						
其他	757	257	537	130	140	160	应收账款周转天数	1.7	1.8	1.5	1.7	1.6	1.6
投资活动现金净流	-348	-1,488	-10,250	-8,696	-1,765	-1,619	存货周转天数	62.3	71.3	64.8	70.0	68.0	67.0
股权募资	0	282	6	0	0	0	应付账款周转天数	47.2	48.4	51.1	52.0	53.0	54.0
债权募资	-33	450	-450	-482	101	101	固定资产周转天数	133.3	135.4	122.8	110.7	102.8	96.5
其他	-732	-1,111	-1,179	-1,515	-1,644	-1,780	偿债能力						
筹资活动现金净流	-765	-380	-1,623	-1,996	-1,543	-1,679	净负债/股东权益	-83.02%	-91.77%	-71.79%	-98.22%	-102.01%	-104.61%
现金净流量	2,284	2,284	-6,814	325	3,071	3,920	EBIT 利息保障倍数	-3.3	-4.9	-12.1	-9.5	-10.9	-11.2
							资产负债率	46.63%	48.53%	48.90%	46.96%	46.13%	44.56%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
- 中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402