

600600.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 76.4

板块评级: 强于大市

本报告要点
■ 青岛啤酒年报点评
股价表现


(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(23.3)	(18.5)	(26.5)	(5.5)
相对上证指数	(11.5)	(11.1)	(14.8)	0.8

发行股数(百万)	1,364
流通股(%)	51
总市值(人民币 百万)	104,237
3个月日均交易额(人民币 百万)	529
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	45

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2022年3月29日收市价为标准

**中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格**
食品饮料: 非白酒
证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

联系人: 董广达

(8610)66229394

guangda.dong@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300120070024

青岛啤酒

全年实现量价齐升, 业绩符合预期

事件: 公司披露2021年年报。2021年公司实现营收301.7亿元, 同比+8.7%; 归母净利润31.6亿元, 同比+43.3%, 扣非归母净利润22.1亿元, 同比+21.5%。4Q21实现营收34.0亿元, 同比+1.7%; 归母净利润-4.6亿元, 亏损同比收窄3.2亿元; 扣非归母净利润-10.1亿元, 亏损扩大1.6亿元。业绩表现符合预期。

支撑评级的要点

■ **土地征收补偿增加公司利润, 全年毛利率、净利率提升。** (1) 4季度公司归母净利润亏损4.6亿元, 比去年同期减亏3.2亿元。若剔除土地征收补偿等非经常性损益, 4季度扣非归母净利润亏损10.1亿元, 比去年同期亏损扩大1.6亿元。我们判断, 4季度多地疫情散发对公司销售造成影响, 固定成本摊销作用减弱, 叠加原材料价格上涨的翘尾因素, 成本压力进一步显现。 (2) 2021年公司毛利率为36.7%, 同比+1.3pct, 虽然原材料成本有所上涨, 但提价和结构升级有效应对了成本上涨。2021年公司销售费用率、管理费用率分别下降4.4pct和0.4pct, 研发费用率同比持平, 归母净利率同比+2.5pct。

■ **产品结构升级, 全年实现量价齐升。** (1) 2021年公司啤酒销量达到793万千升, 同比+1.4%, 其中主品牌青岛啤酒销量432.9万千升, 同比+11.6%。 (2) 公司持续优化产品结构, 高档及以上产品共实现销量52万千升, 同比+14.2%。产品结构升级以及提价带动下, 2021年公司吨酒价格再创新高, 达到3742元/吨, 同比+7%。

■ **展望: 提价应对短期挑战, 高质量发展战略巩固中高端市场竞争优势。** (1) 短期来看, 公司依然将面临原材料成本波动、疫情反复等不利因素的挑战。我们认为, 提价将有助于缓解成本压力, 行业提价趋势有望延续。公司作为行业龙头, 提价有望顺利向终端传导。 (2) 放眼中长期, 我们认为公司将坚持高质量发展战略, 积极布局高端市场、拓展销售渠道、推进产品结构升级, 同时注重效率提升, 推动盈利能力持续提升。

估值

■ 根据年报, 我们修改此前盈利预测, 预计22-24年EPS为2.56、2.91、3.26元, 同比+10.6%、+13.6%、+12.1%, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

■ 消费群体变化影响需求, 原材料成本波动, 疫情影响超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	27,760	30,167	32,311	34,437	36,449
变动(%)	(1)	9	7	7	6
净利润(人民币 百万)	2,201	3,155	3,491	3,964	4,444
全面摊薄每股收益(人民币)	1.613	2.313	2.558	2.906	3.257
变动(%)	18.9	43.3	10.6	13.6	12.1
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	2.526	2.913	-
调整幅度(%)	-	-	1.3	(0.3)	-
全面摊薄市盈率(倍)	47.4	33.0	29.9	26.3	23.5
价格/每股现金流量(倍)	21.0	17.2	12.1	14.1	19.6
每股现金流量(人民币)	3.63	4.43	6.33	5.42	3.89
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.3	25.9	23.4	20.1	17.1
每股股息(人民币)	0.545	0.000	0.293	0.366	0.440
股息率(%)	0.7	n.a.	0.4	0.5	0.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 青岛啤酒 2021 年年报数据

(人民币, 百万元)	4Q20	4Q21	同比 (%)	2020	2021	同比 (%)
营业收入	3,338	3,395	1.7	27,760	30,167	8.7
营业成本	2,370	4,007	69.1	16,541	19,091	15.4
毛利率(%)	29.0	(18.0)	(47.0) pct	40.4	36.7	(3.7) pct
毛利	968	(612)	(163.2)	11,219	11,076	(1.3)
税金及附加	311	331	6.4	2,219	2,319	4.5
销售费用	848	(410)	(148.4)	4,985	4,097	(17.8)
管理费用	788	560	(28.9)	1,678	1,693	0.9
研发费用	10	17	74.4	21	31	43.9
财务费用	(108)	(49)	-	(471)	(243)	-
资产减值损失	(122)	(189)	-	(131)	(189)	-
公允价值变动收益	13	50	274.2	55	253	360.0
投资收益	(5)	56	(1,229.7)	25	186	637.1
营业利润	(886)	(458)	-	3,250	4,455	37.1
营业利润率(%)	(26.5)	(13.5)	13.0 pct	11.7	14.8	3.1 pct
营业外收入	3	5	77.9	15	33	124.2
营业外支出	1	3	207.7	25	9	(65.4)
利润总额	(884)	(456)	-	3,240	4,479	38.3
所得税	(100)	5	-	913	1,223	34.0
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	11.4	(0.9)	(12.3) pct	28	29	0.3 pct
少数股东权益	(7)	(6)	-	126	101	(19.8)
归属于母公司净利润	(777)	(455)	-	2,201	3,155	43.3
归母净利率(%)	(23.3)	(13.4)	9.9 pct	7.9	10.5	2.5 pct
EPS	(0.57)	(0.33)	-	1.61	2.31	43.3

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	27,760	30,167	32,311	34,437	36,449
销售成本	16,541	19,091	20,348	21,384	22,197
经营费用	8,903	8,139	8,648	9,131	9,573
息税折旧前利润	3,439	4,028	4,459	5,174	6,080
折旧及摊销	1,123	1,091	1,144	1,251	1,401
经营利润(息税前利润)	2,316	2,937	3,315	3,923	4,679
净利息收入/(费用)	524	316	0	0	0
其他收益/(损失)	19	182	184	186	188
税前利润	3,240	4,479	4,955	5,627	6,309
所得税	913	1,223	1,353	1,536	1,722
少数股东权益	126	101	111	127	142
净利润	2,201	3,155	3,491	3,964	4,444
核心净利润	2,201	3,155	3,491	3,964	4,444
每股收益(人民币)	1.613	2.313	2.558	2.906	3.257
核心每股收益(人民币)	1.613	2.313	2.558	2.906	3.257
每股股息(人民币)	0.545	0.000	0.293	0.366	0.440
收入增长(%)	(1)	9	7	7	6
息税前利润增长(%)	46	27	13	18	19
息税折旧前利润增长(%)	27	17	11	16	18
每股收益增长(%)	19	43	11	14	12
核心每股收益增长(%)	19	43	11	14	12

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	3,240	4,479	4,955	5,627	6,309
折旧与摊销	1,123	1,091	1,144	1,251	1,401
净利息费用	0	0	0	0	0
运营资本变动	1,008	692	(443)	2,767	290
税金	(1,192)	(1,600)	(1,353)	(1,536)	(1,722)
其他经营现金流	(180)	(839)	4,336	(721)	(965)
经营活动产生的现金流	4,953	6,043	8,638	7,389	5,313
购买固定资产净值	(1,295)	(1,635)	(2,064)	(2,605)	(3,289)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(2,584)	(22,299)	(278)	(306)	(336)
投资活动产生的现金流	(1,488)	(10,250)	(2,342)	(2,911)	(3,625)
净增权益	285	8	269	281	294
净增债务	450	(450)	25	27	30
支付股息	(793)	(1,111)	0	(400)	(500)
其他融资现金流	(297)	(61)	225	237	250
融资活动产生的现金流	(356)	(1,614)	518	145	74
现金变动	3,165	(3,869)	6,814	4,623	1,761
期初现金	15,302	18,467	14,598	21,412	26,034
公司自由现金流	3,815	4,840	1,123	4,355	1,912
权益自由现金流	4,601	4,565	1,402	4,685	2,263

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	18,467	14,598	21,412	26,034	27,795
应收帐款	125	125	251	123	251
库存	3,281	3,493	3,880	4,017	4,022
其他流动资产	2,755	10,743	5,832	7,231	7,591
流动资产总计	24,628	28,959	31,375	37,405	39,660
固定资产	10,728	11,037	11,789	13,198	15,117
无形资产	3,811	3,788	3,956	3,902	3,872
其他长期资产	2,348	2,779	3,057	3,363	3,699
长期资产总计	16,886	17,604	18,802	20,462	22,687
总资产	41,514	46,563	50,177	57,868	62,347
应付帐款	7,901	9,394	8,889	12,343	12,162
短期债务	703	246	270	297	327
其他流动负债	6,905	8,619	8,619	8,619	8,619
流动负债总计	15,510	18,259	17,777	21,259	21,108
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4,636	4,511	4,736	4,973	5,222
股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
储备	19,258	21,637	25,396	29,242	33,481
股东权益	20,622	23,002	26,760	30,606	34,846
少数股东权益	746	792	903	1,030	1,172
总负债及权益	41,514	46,563	50,177	57,868	62,347
每股帐面价值(人民币)	15.11	16.86	19.61	22.43	25.54
每股有形资产(人民币)	23.74	21.26	26.53	29.93	31.18
每股净负债/(现金)(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.4	13.4	13.8	15.0	16.7
息税前利润率(%)	8.3	9.7	10.3	11.4	12.8
税前利润率(%)	11.7	14.8	15.3	16.3	17.3
净利率(%)	7.9	10.5	10.8	11.5	12.2
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.6	1.8	1.8	1.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7
估值					
市盈率(倍)	47.4	33.0	29.9	26.3	23.5
核心业务市盈率(倍)	47.4	33.0	29.9	26.3	23.5
市净率(倍)	5.1	4.5	3.9	3.4	3.0
价格/现金流(倍)	21.0	17.2	12.1	14.1	19.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.3	25.9	23.4	20.1	17.1
周转率					
存货周转天数	42.5	41.0	41.6	41.9	40.3
应收帐款周转天数	2.3	1.5	2.1	2.0	1.9
应付帐款周转天数	96.5	104.6	103.3	112.5	122.7
回报率					
股息支付率(%)	33.8	0.0	11.5	12.6	13.5
净资产收益率(%)	11.1	14.5	14.0	13.8	13.6
资产收益率(%)	5.0	5.7	5.8	6.2	6.6
已运用资本收益率(%)	13.4	14.1	12.8	13.1	13.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371