

青岛啤酒 (600600.SH) 高端化效果显著，吨价提升趋势有望延续

2022年03月30日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

方勇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

fangyong@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790520100003

日期	2022/3/30
当前股价(元)	79.58
一年最高最低(元)	118.11/76.05
总市值(亿元)	1,042.37
流通市值(亿元)	531.68
总股本(亿股)	13.64
流通股本(亿股)	6.96
近3个月换手率(%)	49.1

● 2021年业绩符合预期

公司2021年营收301.67亿元、同比增8.7%，扣非前后归母净利31.55、22.07亿元，同比增43.3%、增21.5%。2021Q4单季营收33.95亿元、同比增1.7%，扣非前后归母净利润亏损4.55、亏损10.09亿元。维持2022-2023年归母净利润36.26、44.59元预测，预计2024年净利润51.92亿元，2022-2024年净利润同比增14.9%、23.0%、16.4%，当前股价对应28.7、23.4、20.1倍PE，虽然短期疫情影响、叠加成本压力，但高端化趋势明显，估值已在合理区间，维持“增持”评级。

● 高端化持续推进，吨价明显提升

啤酒销量同比增1.4%、吨价增7.0%，致毛利率升1.28pct，主因高端化、副品牌产品向主品牌升级所致。分品牌来看，青岛主品牌营收同比增14.8%，其中吨价同比增2.8%（吨价4573元）、销量同比增11.6%；崂山副品牌营收同比降2.1%，其中吨价同比增7.2%（吨价2743元）、销量同比降8.6%，低吨价副品牌向上主品牌升级明显。分区域看，基地市场山东、华北区域增9.6%、12.1%，呈现加速趋势，东南、华南、华东等沿海市场稳中有升。

● 高端化下盈利能力明显改善

2021年净利率同比升2.41pct，其中新会计准则下啤酒业务毛利率同比升1.28pct，主因高端化、产品结构升级；销售费用率同比升0.71pct，主因营销广告投入明显增长；管理费用率同比降0.4pct，主因职工薪酬费用率下降；除此之外5.7亿土地处置收益贡献明显。

● 激励持续改善，疫情影响不改高端化趋势

一线销售员工薪酬继续提升，激励持续改善。疫情对餐饮渠道销量影响偏短期，啤酒高端化需求趋势不改。高端化下产品结构升级叠加直接提价，预计2022年吨价保持高个位数增长，大麦及包材价格上涨下预计综合成本个位数增长，盈利能力虽有压力、仍有望继续改善。

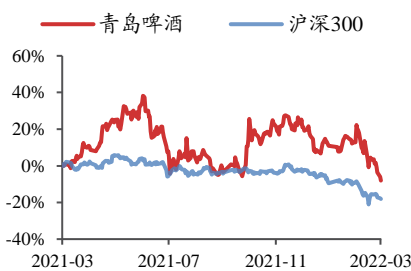
● 风险提示：餐饮需求持续疲软风险，成本过快上涨风险、竞争加剧风险

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,760	30,167	32,666	34,566	36,308
YOY(%)	-0.8	8.7	8.3	5.8	5.0
归母净利润(百万元)	2,201	3,155	3,626	4,459	5,192
YOY(%)	18.9	43.3	14.9	23.0	16.4
毛利率(%)	40.4	36.7	37.5	39.3	40.7
净利率(%)	7.9	10.5	11.1	12.9	14.3
ROE(%)	10.9	13.7	14.5	15.6	15.8
EPS(摊薄/元)	1.61	2.31	2.66	3.27	3.81
P/E(倍)	47.4	33.0	28.7	23.4	20.1
P/B(倍)	5.1	4.5	4.1	3.6	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-纵享升级红利，高端化成为主旋律》-2022.3.22

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	24628	28959	30937	35725	40567
现金	18467	14598	19157	23014	27969
应收票据及应收账款	125	125	181	129	201
其他应收款	74	675	0	495	0
预付账款	240	228	246	267	268
存货	3281	3493	3979	3624	4207
其他流动资产	2441	9840	7374	8196	7922
非流动资产	16886	17604	17187	16683	15998
长期投资	374	366	379	392	404
固定资产	10304	10150	10408	10299	10011
无形资产	2504	2481	2188	1915	1661
其他非流动资产	3704	4608	4213	4077	3921
资产总计	41514	46563	48125	52407	56565
流动负债	15510	18259	17507	18160	17987
短期借款	703	246	398	347	364
应付票据及应付账款	2372	3298	2701	3489	2857
其他流动负债	12435	14715	14408	14323	14765
非流动负债	4636	4511	4553	4539	4543
长期借款	0	0	-0	-0	-0
其他非流动负债	4636	4511	4553	4539	4543
负债合计	20146	22769	22060	22698	22530
少数股东权益	746	792	938	1104	1304
股本	1364	1364	1364	1364	1364
资本公积	3675	3956	3956	3956	3956
留存收益	15622	17719	19794	22338	25303
归属母公司股东权益	20622	23002	25127	28604	32732
负债和股东权益	41514	46563	48125	52407	56565

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4953	6043	5760	4810	5558
净利润	2327	3256	3772	4626	5391
折旧摊销	222	189	1079	1160	1227
财务费用	-471	-243	-487	-610	-743
投资损失	-25	-186	-64	-75	-88
营运资金变动	2251	3181	1429	-128	-111
其他经营现金流	650	-155	32	-163	-118
投资活动现金流	-1488	-10250	-334	-516	-304
资本支出	1295	1635	-428	-518	-697
长期投资	-470	-9185	-13	-13	-13
其他投资现金流	-662	-17800	-774	-1047	-1014
筹资活动现金流	-356	-1614	-867	-438	-299
短期借款	432	-457	152	-51	17
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	-1019	-387	-316
现金净增加额	3086	-5829	4560	3857	4955

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	27760	30167	32666	34566	36308
营业成本	16541	19091	20413	20990	21545
营业税金及附加	2219	2319	2389	2441	2492
营业费用	4985	4097	4186	4430	4756
管理费用	1678	1693	1662	1759	1664
研发费用	21	31	29	31	34
财务费用	-471	-243	-487	-610	-743
资产减值损失	-131	-189	-188	-205	-213
其他收益	517	556	536	546	541
公允价值变动收益	55	253	105	118	133
投资净收益	25	186	64	75	88
资产处置收益	-5	482	0	0	0
营业利润	3250	4455	5366	6469	7536
营业外收入	15	33	19	26	15
营业外支出	25	9	13	13	15
利润总额	3240	4479	5372	6482	7536
所得税	913	1223	1600	1856	2146
净利润	2327	3256	3772	4626	5391
少数股东损益	126	101	146	167	199
归母净利润	2201	3155	3626	4459	5192
EBITDA	3851	5154	5964	7032	8020
EPS(元)	1.61	2.31	2.66	3.27	3.81

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-0.8	8.7	8.3	5.8	5.0
营业利润(%)	20.5	37.1	20.5	20.6	16.5
归属于母公司净利润(%)	18.9	43.3	14.9	23.0	16.4
获利能力					
毛利率(%)	40.4	36.7	37.5	39.3	40.7
净利率(%)	7.9	10.5	11.1	12.9	14.3
ROE(%)	10.9	13.7	14.5	15.6	15.8
ROIC(%)	7.7	10.7	11.5	12.6	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	48.5	48.9	45.8	43.3	39.8
净负债比率(%)	-64.2	-42.0	-55.8	-62.0	-68.7
流动比率	1.6	1.6	1.8	2.0	2.3
速动比率	1.3	1.0	1.2	1.4	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	158.0	241.3	213.5	222.8	219.7
应付账款周转率	6.9	6.7	6.8	6.8	6.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.61	2.31	2.66	3.27	3.81
每股经营现金流(最新摊薄)	3.63	4.43	4.22	3.53	4.07
每股净资产(最新摊薄)	15.11	16.86	18.42	20.97	23.99
估值比率					
P/E	47.4	33.0	28.7	23.4	20.1
P/B	5.1	4.5	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA	23.2	17.9	14.8	12.0	9.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn