

2022年04月04日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

青岛啤酒 (600600) : 业绩符合预期, 高端化效果显著

推荐 (首次)

事件

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

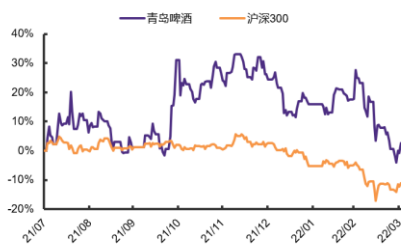
邮箱: sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2022-04-01

当前股价 (元)	81.70
总市值 (亿元)	1,114.7
总股本 (百万股)	1,364.4
流通股本 (百万股)	695.9
52周价格范围 (元)	76.05-118.11
日均成交额 (百万元)	671.6

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

2022年03月28日晚间, 公司发布2021年年报: 2021年公司营收301.67亿元, 同增8.67%; 归母净利润31.55亿元, 同增43.34%; 扣非为22.1亿元, 同增21.54%。

投资要点

■ 疫情影响四季度, 原材料上涨影响盈利

公司2021年公司营收301.67亿元, 同增8.67%; 归母净利润31.55亿元, 同增43.34%; 扣非为22.1亿元, 同增21.54%。其中2021Q4营收33.95亿元, 同增1.7%; 归母净利润为-4.55亿元, 同增41%; 扣非-10.09亿元, 同减17%。考虑土地补偿款4.36亿元, 还原四季度实际亏损8.91亿元, 2020Q4利润亏损7.77亿元。四季度出现亏损, 系疫情影响叠加销售淡季下固定成本摊销所致。

毛利率2021年36.71% (同减4pct), 其中2021Q4为-18.01% (同减46pct), 系会计准则调整及原材料上涨所致; 净利率2021年10.79% (同增2.4pct), 其中2021Q4为-13.58% (同增10pct), 系原材料成本大幅上涨及确认冬奥会广告费用投入所致。2021年营业成本190.91亿元, 同增6.4%, 系原材料价格上涨及品种结构优化使得当期营业成本同比增加。2021年经营活动现金流净额同增22.00%, 系因销量增加及品种结构优化使得销售商品、提供劳务收到的现金同增11%所致。

■ 主品牌继续量价齐升, 高档酒销量亮眼

分产品来看, 2021年啤酒营收296.73亿元 (同增8.5%), 毛利率36.73% (同增1.3pct), 对应总销量793万千升 (同增1.38%), 对应价格为0.37万元/千升 (同增6%)。其中2021Q4公司啤酒销量84.6万千升, 同减3.65%, 系疫情反复影响。

其中主品牌青岛啤酒营收197.96亿元 (同增14.75%), 对应销量432.9万千升 (同增11.6%), 对应价格为0.46万元/千升 (同增2%), 产品结构持续优化; 青岛啤酒高档以上产品销量52万千升, 同增14.2%。其他品牌营收98.77亿元 (同减2.1%), 对应销量360万千升 (同减8.7%), 对应价格为0.27万元/千升 (同增4%), 受益于崂山提价及品牌升级所致。

分区域来看，分区域来看，2021年山东地区营收197.47亿元（同增10%），销量531.77万千升（同增3.4%），销量占比67%；华北地区营收72.75亿元（同增12%），销量201.74万千升（同增7%），销量占比25%。华南地区营收33.67亿元（同增3%），对应销量93万千升（同减1%），销量占比12%。华东地区营收27.92亿元（基本持平），销量90.52万千升（同减7%），销量占比11%。截止2021年末公司共有13265个经销商，净减少1152个。分渠道来看，2021年餐饮夜场等即饮销量占比44%，KA、流通渠道等非即饮销量占比56%。

■ 既定品牌战略不变，高端化仍将持续

2022年公司将持续推进“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，积极培育及研发战略性新产品和新特产品。公司将发挥覆盖全国主要市场的生产和销售网络布局优势，巩固和提高在基地市场的优势地位和新兴市场的占有率，构建以消费者为中心的营销管理体系。

此外，公司将构建多业态深度关联、相互补充、利他共生的生态圈。依托“TSINGTAO1903青岛啤酒吧”连锁业务，着力打造品牌推广的新高地、消费者体验的新高地、生鲜啤酒等高端啤酒销售的新高地。公司既定高端化进程不变，产品结构仍将持续优化。展望2022年，随着原材料持续上涨，我们认为公司有望通过直接提价或间接提价等方式应对，产品结构持续优化下有望持续释放业绩。

■ 盈利预测

我们看好公司产品结构持续优化及管理效率提升下业绩持续释放。预计2022-2024年EPS为2.50/2.99/3.48元，当前股价对应PE分别为33/27/24倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、旺季销售不及预期、提价不及预期、原材料上涨等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入 (百万元)	30,167	32,730	35,291	37,730
增长率 (%)	8.7%	8.5%	7.8%	6.9%
归母净利润 (百万元)	3,155	3,405	4,079	4,750
增长率 (%)	43.3%	7.9%	19.8%	16.5%
摊薄每股收益 (元)	2.31	2.50	2.99	3.48
ROE (%)	13.3%	13.0%	14.1%	14.8%

资料来源: Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:					营业收入	30,167	32,730	35,291	37,730
现金及现金等价物	14,598	17,610	20,934	24,829	营业成本	19,091	20,233	21,368	22,379
应收款	125	135	145	155	营业税金及附加	2,319	2,487	2,647	2,792
存货	3,493	3,735	3,816	3,862	销售费用	4,097	4,386	4,658	4,943
其他流动资产	10,743	11,011	11,328	11,556	管理费用	1,693	1,767	1,835	1,924
流动资产合计	28,959	32,490	36,224	40,402	财务费用	-243	-478	-567	-674
非流动资产:					研发费用	31	34	36	39
金融类资产	2,778	2,828	2,858	2,878	费用合计	5,577	5,709	5,963	6,232
固定资产	10,148	9,929	9,450	8,893	资产减值损失	-189	-160	-120	-100
在建工程	762	305	122	49	公允价值变动	253	200	180	150
无形资产	2,481	2,357	2,233	2,115	投资收益	186	150	130	100
长期股权投资	366	366	366	366	营业利润	4,455	4,811	5,743	6,678
其他非流动资产	3,847	3,847	3,847	3,847	加: 营业外收入	33	26	22	20
非流动资产合计	17,604	16,804	16,018	15,270	减: 营业外支出	9	15	11	12
资产总计	46,563	49,294	52,241	55,672	利润总额	4,479	4,822	5,754	6,686
流动负债:					所得税费用	1,223	1,311	1,554	1,798
短期借款	246	346	426	476	净利润	3,256	3,510	4,201	4,887
应付账款、票据	3,298	3,610	3,685	3,793	少数股东损益	101	105	122	137
其他流动负债	14,715	14,715	14,715	14,715	归母净利润	3,155	3,405	4,079	4,750
流动负债合计	18,259	18,671	18,825	18,984					
非流动负债:					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	4,511	4,511	4,511	4,511	营业收入增长率	8.7%	8.5%	7.8%	6.9%
非流动负债合计	4,511	4,511	4,511	4,511	归母净利润增长率	43.3%	7.9%	19.8%	16.5%
负债合计	22,769	23,182	23,336	23,494	盈利能力				
所有者权益					毛利率	36.7%	38.2%	39.5%	40.7%
股本	1,364	1,364	1,364	1,364	四项费用/营收	18.5%	17.4%	16.9%	16.5%
股东权益	23,794	26,112	28,906	32,178	净利率	10.8%	10.7%	11.9%	13.0%
负债和所有者权益	46,563	49,294	52,241	55,672	ROE	13.3%	13.0%	14.1%	14.8%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	48.9%	47.0%	44.7%	42.2%
净利润	3256	3510	4201	4887	营运能力				
少数股东权益	101	105	122	137	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
折旧摊销	1057	801	780	742	应收账款周转率	241.5	243.3	243.3	243.3
公允价值变动	253	200	180	150	存货周转率	5.5	6.1	6.3	6.5
营运资金变动	1376	-157	-305	-156	每股数据 (元/股)				
经营活动现金净流量	6043	4459	4977	5760	EPS	2.31	2.50	2.99	3.48
投资活动现金净流量	-10250	627	632	610	P/E	35.3	32.7	27.3	23.5
筹资活动现金净流量	7219	-1092	-1327	-1565	P/S	3.7	3.4	3.2	3.0
现金流量净额	3,012	3,994	4,282	4,805	P/B	4.8	4.4	4.0	3.6

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，1年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%--- (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。