

青岛啤酒 (600600.SH) / 饮料制造

证券研究报告/公司点评

2022年01月14日

评级：买入（维持）

市场价格：89.23

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

研究助理：罗頔影

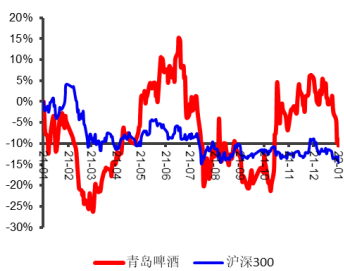
Email: luody@r.qlzq.com.cn

研究助理：晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,364.35
流通股本(百万股)	695.91
市价(元)	89.23
市值(百万元)	121,741
流通市值(百万元)	62,096

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 青岛啤酒(600600.SH)_点评报告: 高端化表现强劲, 短期销量承压
- 2 青岛啤酒(600600.SH)_点评报告: 吨酒收入加速增长, 高端化更上一层楼
- 3 青岛啤酒(600600.SH)_点评报告: 高端化加速, 利润持续释放

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	27,984	27,760	30,337	33,623	36,188
增长率 yoy%	5.30%	-0.80%	9.28%	10.83%	7.63%
净利润(百万元)	1,852	2,201	3,150	3,656	4,707
增长率 yoy%	30.23%	18.86%	43.10%	16.06%	28.74%
每股收益(元)	1.36	1.61	2.31	2.68	3.45
每股现金流量	2.94	3.63	2.79	4.10	5.06
净资产收益率	9.66%	10.67%	13.85%	14.53%	16.64%
P/E	65.73	55.30	38.64	33.30	25.86
PEG	2.52	1.92	1.35	1.28	0.90
P/B	6.35	5.90	5.35	4.84	4.30

备注：股价选取自 2022 年 01 月 13 日收盘价

投资要点

- **事件：**公司 2021 年实现归母净利润 31.50 亿元，同比增长 43%，若剔除非经营性土地征收补偿款确认的 4.36 亿元，经营性口径的归母净利润为 27.14 亿元，同比增长 23%；2021 年扣非后归母净利润为 21.94 亿元，同比增长 21%。公司 2021Q4 经营性口径的归母净利润为-8.97 亿元，2020Q4 同期为-7.77 亿元；2021Q4 扣非后归母净利润为-10.22 亿元，2020Q4 同期为-8.62 亿元。
- **预计短期销量承压，坚守高端化逻辑。**2021 年 10 月中下旬以来全国疫情持续反复，导致啤酒行业现饮渠道受到较大冲击。根据国家统计局数据，2021 年 10 月和 11 月餐饮收入同比分别增长 2.0%和-2.7%，12 月份疫情反复依旧严重，陕西、河南等地陆续爆发疫情，且均为青岛啤酒重要的沿黄市场。受到疫情反复的冲击，2021Q4 青岛啤酒销量同比承压，我们预计呈小幅下滑趋势。但高端化趋势延续，我们预计 2021Q4 公司吨酒价格仍保持稳健提升趋势。我们继续强调，理性看待疫情反复对短期销量的影响，坚守啤酒中长期高端化推动盈利能力提升的逻辑。
- **2021Q4 亏损扩大，主要系成本上涨+销量下滑。**2021Q4 公司归母净利润（经营性口径）和扣非后归母净利润的亏损幅度同比扩大，主要系：（1）成本上涨。2021H1 公司仍有部分前期锁定的低价原材料，2021Q3 开始大量使用新采购的高价原材料尤其是包材，四季度成本上涨压力进一步体现；（2）规模效应减弱，销量下滑致固定成本摊薄增加。啤酒在食品饮料行业中制造费用占比较高，青岛啤酒接近 20%。受疫情影响公司四季度销量承压，导致吨酒固定成本的摊薄效应进一步减弱。（3）考虑到公司持续进行减员增效，预计四季度仍将计提员工安置、资产减值等费用。
- **盈利预测：**公司高端化进程加速，推动均价加速提升。成本压力下，行业有望逐步开启提价。根据公司业绩预告，我们调整盈利预测，预计公司 2021-2023 年收入分别为 303.37、336.23、361.88 亿元，归母净利润分别为 27.14（不含土地征收补偿款）、36.56、47.07 亿元（原值为 27.95、36.04、46.59 亿元），EPS 分别为 2.31、2.68、3.45 元，对应 PE 为 39 倍、33 倍、26 倍。还原关厂影响后归母净利润预计为 28.74、38.16、47.07 亿元，对应 PE 为 42 倍、32 倍、26 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**全球疫情反复及全球经济增速放缓；食品安全风险；因不可抗要素带来销量的下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动

图表 1: 青岛啤酒三大财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表 (人民币百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	27,984	27,760	30,337	33,623	36,188
增长率	5.3%	-0.8%	9.3%	10.8%	7.6%
营业成本	-17,080	-16,541	-17,718	-18,818	-19,455
% 销售收入	61.0%	59.6%	58.4%	56.0%	53.8%
毛利	10,903	11,219	12,619	14,805	16,734
% 销售收入	39.0%	40.4%	41.6%	44.0%	46.2%
营业税金及附加	-2,313	-2,219	-2,304	-2,436	-2,513
% 销售收入	8.3%	8.0%	7.6%	7.2%	6.9%
营业费用	-5,104	-4,985	-5,461	-5,951	-6,333
% 销售收入	18.2%	18.0%	18.0%	17.7%	17.5%
管理费用	-1,881	-1,678	-1,942	-2,118	-2,171
% 销售收入	6.7%	6.0%	6.4%	6.3%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	1,605	2,337	2,913	4,300	5,716
% 销售收入	5.7%	8.4%	9.6%	12.8%	15.8%
财务费用	484	471	270	270	270
% 销售收入	-1.7%	-1.7%	-0.9%	-0.8%	-0.7%
资产减值损失	-121	-131	130	130	0
公允价值变动收益	57	55	0	0	0
投资收益	25	25	200	200	200
% 税前利润	1.2%	0.9%	4.1%	3.5%	2.9%
营业利润	2,050	2,758	3,513	4,900	6,186
营业利润率	7.3%	9.9%	11.6%	14.6%	17.1%
营业外收支	29	-11	1,383	740	740
税前利润	2,079	2,748	4,896	5,640	6,926
利润率	7.4%	9.9%	16.1%	16.8%	19.1%
所得税	-798	-913	-1,306	-1,516	-1,951
所得税率	38.4%	33.2%	26.7%	26.9%	28.2%
净利润	1,929	2,327	3,330	3,865	4,975
少数股东损益	77	126	180	209	269
归属于母公司的净利润	1,852	2,201	3,150	3,656	4,707
净利率	6.6%	7.9%	10.4%	10.9%	13.0%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,929	2,327	3,330	3,865	4,975
加: 折旧和摊销	1,115	1,123	1,320	1,416	1,552
资产减值准备	121	131	0	0	0
公允价值变动损失	-57	-55	0	0	0
财务费用	-356	-288	-270	-270	-270
投资收益	-25	-25	-200	-200	-200
少数股东损益	77	126	180	209	269
营运资金的变动	4,212	4,237	-369	779	842
经营活动现金净流	4,017	4,953	3,811	5,589	6,900
固定资本投资	306	-241	-1,030	-1,030	-1,520
投资活动现金净流	-348	-1,488	-1,030	-1,030	-1,517
股利分配	-743	-743	-1,063	-1,234	-1,589
其他	-26	387	-136	270	270
筹资活动现金净流	-769	-356	-1,200	-964	-1,319
现金净流量	2,900	3,110	1,582	3,596	4,064

资产负债表 (人民币百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	15,302	18,467	20,049	23,644	27,708
应收款项	226	125	237	164	268
存货	3,182	3,281	3,117	3,365	3,120
其他流动资产	2,292	2,755	2,731	2,736	2,688
流动资产	21,002	24,628	26,133	29,910	33,784
% 总资产	56.3%	59.3%	61.2%	64.5%	67.1%
长期投资	413	402	401	401	398
固定资产	10,222	10,303	10,200	10,018	10,216
% 总资产	27.4%	24.8%	23.9%	21.6%	20.3%
无形资产	2,559	2,504	2,486	2,452	2,402
非流动资产	16,311	16,886	16,596	16,472	16,568
% 总资产	43.7%	40.7%	38.8%	35.5%	32.9%
资产总计	37,312	41,514	42,730	46,382	50,352
短期借款	271	703	300	300	300
应付款项	2,388	2,372	11,615	12,489	13,147
其他流动负债	10,695	12,435	2,800	2,800	2,800
流动负债	13,354	15,510	14,715	15,589	16,247
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4,045	4,636	4,341	4,488	4,415
负债	17,399	20,146	19,056	20,077	20,661
普通股股东权益	19,172	20,622	22,748	25,170	28,288
少数股东权益	742	746	926	1,135	1,403
负债股东权益合计	37,312	41,514	42,730	46,382	50,352

比率分析					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标					
每股收益 (元)	1.36	1.61	2.31	2.68	3.45
每股净资产 (元)	14.05	15.11	16.68	18.45	20.74
每股经营现金净流 (元)	2.94	3.63	2.79	4.10	5.06
每股股利 (元)	0.54	0.54	0.78	0.90	1.16
回报率					
净资产收益率	9.66%	10.67%	13.85%	14.53%	16.64%
总资产收益率	5.17%	5.61%	7.79%	8.33%	9.88%
投入资本收益率	39.97%	116.49%	-712.59%	1766.50%	-500.39%
增长率					
营业总收入增长率	5.30%	-0.80%	9.28%	10.83%	7.63%
EBIT增长率	32.40%	40.97%	17.05%	46.51%	35.38%
净利润增长率	30.23%	18.86%	43.10%	16.06%	28.74%
总资产增长率	9.50%	11.26%	2.93%	8.55%	8.56%
资产管理能力					
应收账款周转天数	1.7	1.8	1.5	1.5	1.5
存货周转天数	37.5	41.9	38.0	34.7	32.3
应付账款周转天数	46.5	47.8	47.1	47.5	47.3
固定资产周转天数	132.2	133.1	121.7	108.2	100.6
偿债能力					
净负债/股东权益	-91.26%	-90.34%	-98.61%	-104.20%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-3.7	-5.4	-11.0	-16.2	-21.9
资产负债率	46.63%	48.53%	44.60%	43.29%	41.03%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。