

2022年03月29日

青岛啤酒 (600600.SH)

公司快报

食品饮料 | 啤酒 III

投资评级

买入-A(维持)

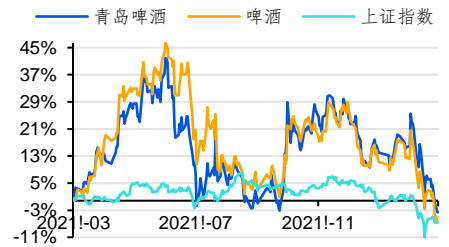
股价(2022-03-28)

78.00 元

交易数据

总市值(百万元)	106,419.67
流通市值(百万元)	54,281.26
总股本(百万股)	1,364.35
流通股本(百万股)	695.91
12个月价格区间	76.40/118.11 元

一年股价表现



资料来源: WIND 数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.97	-13.55	2.5
绝对收益	-16.84	-25.0	-3.46

分析师

周蓉

 SAC 执业证书编号: S0910520030001
 zhourong@huajinsec.cn

相关报告

- 青岛啤酒: 土地补偿增厚利润, 结构升级趋势持续 2022-01-14
- 青岛啤酒: 疫情之下 Q3 销量短期承压, 高端化趋势持续 2021-10-29
- 青岛啤酒: Q2 销量短期承压, 高端化趋势仍持续 2021-08-26
- 青岛啤酒: 实力稳固, 盈利能力有效提升 2020-10-30
- 青岛啤酒: 复苏强劲, 业绩超预期 2020-08-31

21 年业绩符合预期, 高端化进程持续

事件: 公司发布 2021 年年报, 报告期内公司实现营业收入 301.67 亿元, 同比增长 8.67%; 归母净利润 31.55 亿元, 同比增长 43.34%; 扣非净利润 22.07 亿元, 同比增长 21.54%。其中, 21Q4 营业收入 33.95 亿元, 同比增长 1.73%; 归母净利润-4.55 亿, 同比亏损缩减 3.21 亿元; 扣非净利润-10.09 亿元, 同比亏损增加 1.47 亿。基本符合预期。

投资要点

- ◆ **产品结构持续改善, 山东/华北实现较高增长。**2021 年公司实现啤酒销量 793 万千升, 同比+1.38%; 下半年受疫情影响, 21H2/Q4 销量同比-7.41%/-3.42%, 致全年销量增速略低。分品牌看, 青岛主品牌销量实现 432.9 万千升, 同比+11.62%, 占比达 54.59%; 其他品牌受疫情和极端天气影响, 销量同比-8.68%。从吨价看, 21 年公司啤酒平均吨价为 3742 元/吨, 同比+7.03%, 其中青岛品牌/其他品牌吨价分别+2.85%/+7.13%。分地区看, 21 年公司在强势区域山东和华北地区实现收入 197.47/72.75 亿元, 同比+9.55%/+12.10%; 东南和境外地区营收取得良好突破, 实现收入 8.91/6.44 亿元, 同比+8.31%/14.64%。
- ◆ **高端化之下毛利率稳定提高, 降本增效净利率表现亮眼。**2021 年根据新会计准则(运输费用从销售费用转入营业成本), 公司毛利率为 36.73%, 同比+1.28pct, 尽管 2021 年成本端承压, 但公司通过加快高端化进程及提价积极应对, 全年毛利率稳中有进。21 年公司净利率为 10.46%, 同比+2.53pct, 除毛利率提高之外, 面对疫情和成本压力双重挑战, 公司通过持续优化管理体系, 提高运营效率, 管理费用率同比-0.43pct, 实现净利率稳步提高。我们认为随着提价红利逐渐释放、疫情逐渐稳定消费复苏以及高端产品占比的持续提升, 公司盈利能力将保持良好的增长。
- ◆ **22 年短期疫情扰动, 全年有望享受提价红利。**2021 年公司为应对成本上涨压力, 在全国分地区、分时段对以纯生、白啤为主的主线产品进行了提价, 从 2022 年春节动销情况来看, 提价传导较为顺畅。我们认为在俄乌冲突的影响下成本端相对承压, 公司未来可以通过产品结构升级和提价有效对冲成本压力, 带动盈利能力提升, 期待原材料价格出现拐点时, 提价红利充分释放, 带动公司盈利能力加速提升。
- ◆ **投资建议:** 公司产品结构稳健改善, 各品牌产品提价升级顺利推进, 我们看好公司在啤酒行业高端化进程中的长期发展, 我们预测: 2022-2024 年公司营业收入分别为 328.35/353.18/377.92 亿元, 同比增长 8.8%/7.6%/7.0%。归母净利润 33.42/39.98/46.05 亿元, 同比增长 5.9%/19.6%/15.2%。对应 EPS 分别为 2.45/2.93/3.38 元。考虑公司为国内啤酒行业龙头, 给予公司 22 年 PE35X 估值, 维持公司“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示:** 产品升级不及预期, 行业竞争加剧, 原材料价格上涨超预期等。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,760	30,167	32,835	35,318	37,792
YoY(%)	-0.8	8.7	8.8	7.6	7.0
净利润(百万元)	2,201	3,155	3,342	3,998	4,605
YoY(%)	18.9	43.3	5.9	19.6	15.2
毛利率(%)	40.4	36.7	38.1	39.9	41.3
EPS(摊薄/元)	1.61	2.31	2.45	2.93	3.38
ROE(%)	10.7	13.7	14.2	15.5	16.3
P/E(倍)	48.3	33.7	31.8	26.6	23.1
P/B(倍)	5.2	4.6	4.5	4.1	3.8
净利率(%)	7.9	10.5	10.2	11.3	12.2

数据来源: WIND 数据, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	24628	28959	32335	37687	41368	营业收入	27760	30167	32835	35318	37792
现金	18,467	14,598	22,101	26,381	28,713	营业成本	16541	19091	20333	21229	22203
应收票据及应收账款	125	125	257	177	211	营业税金及附加	2219	2319	2524	2715	2905
预付账款	240	228	200	275	227	营业费用	4985	4097	4367	4697	5026
存货	3,281	3,493	3,875	3,965	4,076	管理费用	1678	1693	1707	1766	1890
其他流动资产	626	7,737	3,005	3,789	4,844	研发费用	21	31	53	61	69
非流动资产	16,886	17,604	16,700	15,797	14,893	财务费用	-471	-243	-476	-434	-422
长期投资	374	366	366	366	366	资产减值损失	-131	-189	-154	-142	-162
固定资产	10303	10149	9240	8331	7423	公允价值变动收益	55	253	55	61	57
无形资产	2504	2481	2327	2173	2019	投资净收益	25	186	196	178	187
其他非流动资产	1945	2387	2587	2787	2987	营业利润	3250	4455	4732	5666	6527
资产总计	41514	46563	49036	53483	56261	营业外收入	15	33	22	24	20
流动负债	15510	18259	19624	21559	21491	营业外支出	25	9	10	14	11
短期借款	703	246	266	256	296	利润总额	3240	4479	4744	5675	6536
应付票据及应付账款	2372	3298	2634	3569	2951	所得税	913	1223	1295	1549	1784
其他流动负债	12392	14667	16667	17667	18167	税后利润	2327	3256	3449	4126	4752
非流动负债	4636	4511	5111	5411	5711	少数股东损益	126	101	107	128	147
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	2201	3155	3342	3998	4605
其他非流动负债	4636	4511	5111	5411	5711	EBITDA	3632	4622	5318	6294	7168
负债合计	20146	22769	24735	26970	27202						
少数股东权益	746	792	899	1026	1173	主要财务比率					
股本	1364	1364	1364	1364	1364	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	3675	3956	2592	2592	2592	成长能力					
留存收益	15622	17719	19558	21756	24289	营业收入(%)	-0.8	8.7	8.8	7.6	7.0
归属母公司股东权益	20622	23002	23514	25713	28245	营业利润(%)	20.5	37.1	6.2	19.7	15.2
负债和股东权益	41514	46563	49147	53709	56621	归属于母公司净利润(%)	18.9	43.3	5.9	19.6	15.2
						获利能力					
						毛利率(%)	40.4	36.7	38.1	39.9	41.3
						净利率(%)	7.9	10.5	10.2	11.3	12.2
						ROE(%)	10.7	13.7	14.2	15.5	16.3
						ROIC(%)	47.0	46.9	51.5	238.4	549.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	48.5	48.9	50.3	50.2	48.0
						流动比率	1.6	1.6	1.6	1.7	1.9
						速动比率	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	205.2	247.0	220.6	223.0	229.6
						应付账款周转率	12.6	11.3	12.1	12.3	12.5
						估值比率					
						P/E	48.3	33.7	31.8	26.6	23.1
						P/B	5.2	4.6	4.5	4.1	3.8
						EV/EBITDA	31.6	25.2	15.0	12.0	10.2

资料来源: 贝格数据、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周蓉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn