

青岛啤酒 (600600.SH)

销量受短期扰动，结构升级趋势不变

买入

核心观点

销量受疫情冲击同比下滑，结构升级带动吨价提升。公司2022年第一季度实现收入92.1亿元(+3.1%)，产品销量213万千升(-2.7%)，主要系3月疫情反复影响。主品牌实现销量约130万千升(+5.1%)，崂山品牌实现销量约83万千升(-12.6%)，公司22年Q1吨价合4325元/千升(+6.1%)，结构升级明显。公司一季度实现归母净利润约11.26亿元(+10.2%)，扣非净利润10.22亿元(+17.1%)。

成本与运费上涨致使毛利率略有下降，费用管控得当盈利能力高位稳定。公司受原材料价格及运费上涨等方面影响，22年Q1营业成本同比上升3.9%，较收入增速更快，致使公司一季度毛利率微降至37.9%(-0.47pct)。各项费用管控得当，营销费用同比下降5.48%，营销费率降低约1.25pct至14.20%；管理费用同比上升4.52%，费率保持同比平稳。受费率同比下降影响，公司22年Q1扣非归母净利润率实现11.1%(+0.9pct)维持高位稳定。

疫情给销量带来短期负面影响，旺季销售环境平稳有望回补下滑缺口。22年公司继续维持高端品牌宣传力度，聚焦北京冬奥会，充分发挥青岛啤酒的品牌和品质优势，通过线上线下系列推广活动持续提升品牌影响力。啤酒行业自5月天气转暖后进入旺季，3、4月销量占全年比重不高，随着以山东基地市场为首的销量占比大的优势市场从疫情影响下逐步复苏，公司将在旺季迎来一个更加平稳的外部销售环境，叠加疫情管控接触后居民消费的反弹，有望回补3、4月因疫情管控导致的销量下滑缺口。

风险提示：产品结构升级不及预期；成本波动加大；疫情影响加剧。

投资建议：维持“买入”评级。

公司品牌与品质优势明显，长期看高端化趋势确定性强，助力公司在销量见顶的市场背景下实现利润的稳步增长；短期看3、4月疫情带来的销量下降有望在旺季回补，提价将对冲成本压力并有望逐级传导，如后续成本回落或可超预期释放利润弹性。我们维持此前盈利预测不变，预计2022-2024年EPS至2.48/3.04/3.32元，对应PE为31.5/25.7/23.5倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,167	32,781	34,833	36,610	38,440
(+/-%)	8.7%	8.7%	6.3%	5.1%	5.0%
净利润(百万元)	3155	3378	4148	4536	5218
(+/-%)	43.3%	7.1%	22.8%	9.4%	15.0%
每股收益(元)	2.31	2.48	3.04	3.32	3.82
EBIT Margin	9.8%	12.7%	14.7%	15.2%	16.7%
净资产收益率(ROE)	13.7%	13.4%	14.9%	14.8%	15.3%
市盈率(PE)	33.7	31.5	25.7	23.5	20.4
EV/EBITDA	32.1	23.7	20.0	18.8	16.7
市净率(PB)	4.63	4.23	3.83	3.46	3.12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

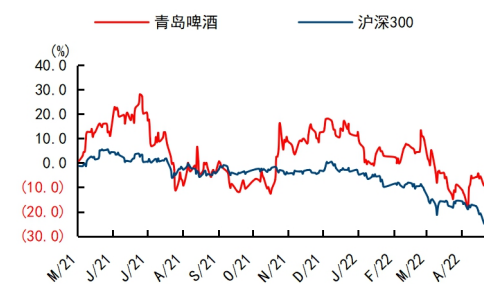
食品饮料·非白酒

证券分析师：陈青青 **证券分析师：廖望州**
 0755-22940855/0755-819830755-22940911
 057
 chenqingq@guosen.com.cn liaowangzhou@guosen.com.cn
 S0980520110001 S0980521010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	82.90元
总市值/流通市值	113076/111998百万元
52周最高价/最低价	118.11/73.00元
近3个月日均成交额	577.74百万元

市场走势

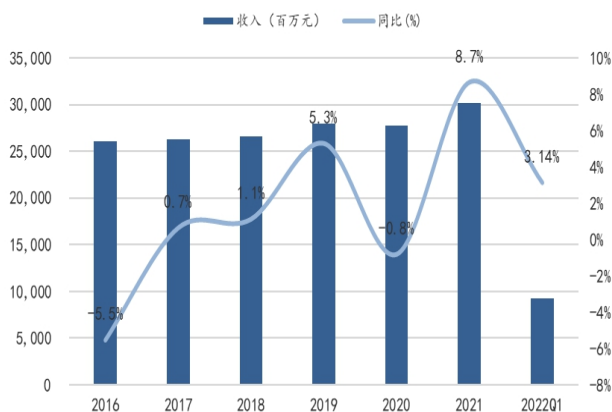


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

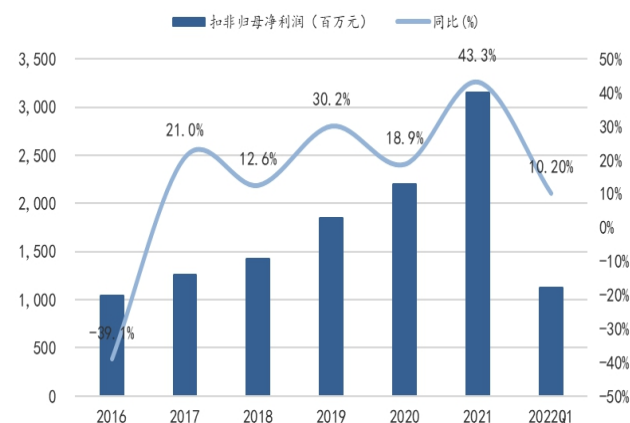
- 《青岛啤酒(600600.SH)-结构优化明显，盈利水平高位稳定》——2022-03-29
- 《青岛啤酒-600600-2021年业绩预告点评：土地征收补偿助净利润高增，符合预期》——2022-01-14
- 《青岛啤酒-600600-2021年三季报点评：产品结构持续升级，高端化稳步推进》——2021-10-30
- 《青岛啤酒-600600-2021年中报点评：结构升级成效显著，业绩弹性持续释放》——2021-08-27
- 《青岛啤酒-600600-2020年一季报点评：业绩如期回落，多举措促经营恢复》——2020-05-06

图1: 青岛啤酒 22 年 Q1 实现 92.1 亿元收入



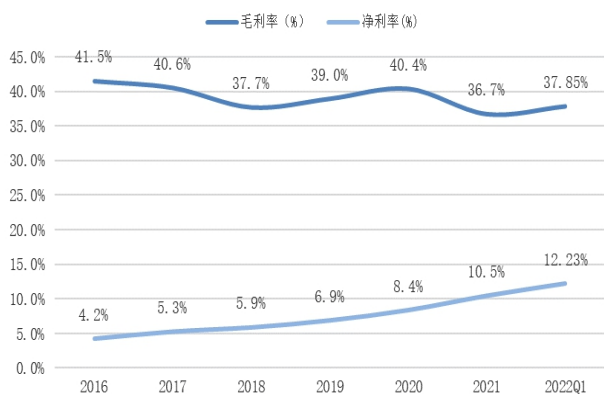
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 青岛啤酒 22 年 q1 实现 11.3 亿元归母净利润



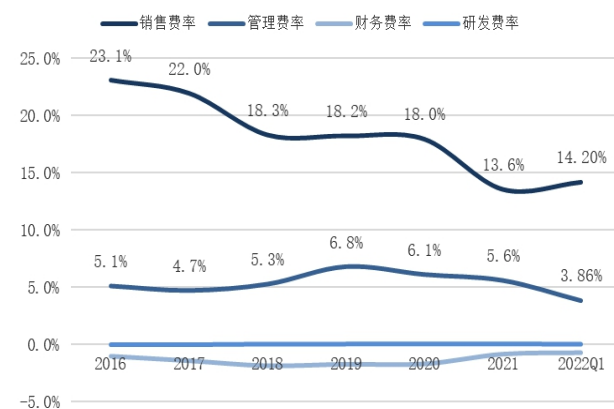
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 青岛啤酒 22 年 Q1 净利润率提升至 12.2%



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 青岛啤酒费率管控得当, 管理费率 19 年来持续下降



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司估值表 (截至 2022 年 4 月 28 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
0291.HK	华润啤酒	25.7	1442	-	1.3	1.6	36.9	28.9	22.9	4.83
600132.SH	重庆啤酒	52.5	612	2.41	2.99	3.74	62.8	42.3	33.8	-
002461.SZ	珠江啤酒	27	165	0.28	0.31	0.35	32.9	24.1	21.1	1.77
	平均	35.1	739.7	1.3	1.5	1.9	44.2	31.8	25.9	3.3
600600.SH	青岛啤酒	35.8	1131	1.61	1.99	2.38	55.2	44.7	37.4	4.92

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	18467	14598	22061	26148	30586	营业收入	27760	30167	32781	34833	36610
应收款项	125	125	180	191	201	营业成本	16541	19091	20160	20900	21966
存货净额	3281	3493	3544	3657	3820	营业税金及附加	2219	2319	2459	2438	2380
其他流动资产	866	7965	328	348	366	销售费用	4985	4097	4261	4528	4759
流动资产合计	24628	28959	28890	33122	37751	管理费用	1678	1693	1738	1841	1930
固定资产	10642	10911	10115	9304	8493	财务费用	(471)	(243)	(440)	(580)	(687)
无形资产及其他	2504	2481	2382	2282	2183	投资收益	25	186	30	30	30
投资性房地产	3365	3846	3846	3846	3846	资产减值及公允价值变动	186	442	200	200	200
长期股权投资	374	366	366	366	366	其他收入	231	616	0	0	0
资产总计	41514	46563	45600	48921	52640	营业利润	3250	4455	4833	5936	6492
短期借款及交易性金融负债	745	294	500	500	500	营业外净收支	(11)	24	11	11	11
应付款项	2372	3298	3544	3657	3820	利润总额	3240	4479	4844	5947	6503
其他流动负债	12392	14667	10984	11406	11932	所得税费用	913	1223	1356	1665	1821
流动负债合计	15510	18259	15028	15562	16252	少数股东损益	126	101	109	134	146
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2201	3155	3378	4148	4536
其他长期负债	4636	4511	4516	4525	4534	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	4636	4511	4516	4525	4534	净利润	2201	3155	3378	4148	4536
负债合计	20146	22769	19543	20087	20786	资产减值准备	10	59	(1)	(12)	(14)
少数股东权益	746	792	892	1015	1132	折旧摊销	1105	1057	1159	1193	1204
股东权益	20622	23002	25164	27819	30722	公允价值变动损失	(186)	(442)	(200)	(200)	(200)
负债和股东权益总计	41514	46563	45600	48921	52640	财务费用	(471)	(243)	(440)	(580)	(687)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	1817	(4658)	4099	387	493
每股收益	1.61	2.31	2.48	3.04	3.32	其它	71	7	102	135	131
每股红利	0.58	0.81	0.89	1.09	1.20	经营活动现金流	5018	(823)	8536	5651	6151
每股净资产	15.12	16.86	18.44	20.39	22.52	资本开支	0	(1672)	(63)	(70)	(80)
ROIC	10%	11%	16%	24%	29%	其它投资现金流	(365)	(890)	0	0	0
ROE	11%	14%	13%	15%	15%	投资活动现金流	(363)	(2553)	(63)	(70)	(80)
毛利率	40%	37%	38%	40%	40%	权益性融资	(24)	6	0	0	0
EBIT Margin	8%	10%	13%	15%	15%	负债净变化	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	13%	16%	18%	19%	支付股利、利息	(793)	(1111)	(1216)	(1493)	(1633)
收入增长	-1%	9%	9%	6%	5%	其它融资现金流	121	1722	206	0	0
净利润增长率	19%	43%	7%	23%	9%	融资活动现金流	(1490)	(493)	(1010)	(1493)	(1633)
资产负债率	50%	51%	45%	43%	42%	现金净变动	3165	(3869)	7463	4088	4438
息率	0.7%	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%	货币资金的期初余额	15302	18467	14598	22061	26148
P/E	51.4	35.8	33.5	27.3	24.9	货币资金的期末余额	18467	14598	22061	26148	30586
P/B	5.5	4.9	4.5	4.1	3.7	企业自由现金流	0	(3116)	8192	5200	5632
EV/EBITDA	38.7	33.8	24.9	21.1	19.7	权益自由现金流	0	(1394)	8714	5618	6126

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032