

青岛啤酒 (600600.SH) 买入 (维持评级)

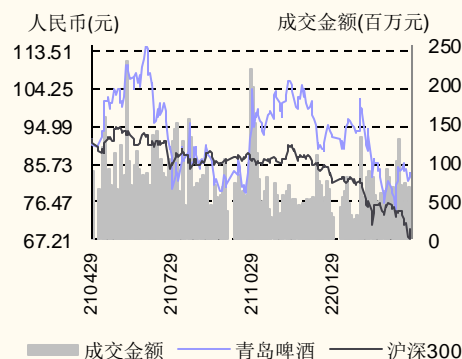
公司点评

市场价格 (人民币): 82.90 元

业绩符合预期, 盈利能力持续改善

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	13.64
已上市流通 A 股(亿股)	6.96
流通港股(亿股)	6.55
总市值(亿元)	1,131.05
年内股价最高最低(元)	114.81/73.66
沪深 300 指数	3921
上证指数	2975



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	27,760	30,167	32,272	34,703	36,775
营业收入增长率	-0.80%	8.67%	7%	8%	6%
归母净利润 (百万元)	2,201	3,155	3,275	4,040	4,851
归母净利润增长率	18.9%	43.3%	4%	23%	20%
摊薄每股盈利 (元)	1.61	2.31	2.40	2.96	3.56
每股经营性现金流净额	3.04	3.71	7.70	4.56	5.11
净资产收益率	10.67%	13.72%	13.22%	14.86%	16.03%
市盈率 (倍)	61.60	42.81	34.53	28.00	23.32
市净率 (倍)	6.58	5.87	4.57	4.16	3.74

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

公司于 4 月 28 日发布一季报, 22Q1 啤酒销量 212.9 万千升, 同比-2.8%; 营业收入 92.08 亿元, 同比+3.14%; 归母净利润 11.26 亿元, 同比+10.20%; 扣非净利 10.22 亿元, 同比+17.14%。

经营分析

- 山东疫情导致销量下滑, 青岛主品牌逆势增长。22Q1 量降 3%, 吨收入同比+6%, 预计系疫情使高端化步伐放缓+大单品年初提价后尚需时间传导。分产品看, 主品牌青岛销量 130.4 万千升, 同比+5.1%, 占比同比+5pct 至 61%; 其他品牌销量 82.5 万千升, 同比-13.1%, 结构升级趋势不改。1-2 月公司实现了量、价、利的全面增长, 但 3 月山东疫情冲击偏大, 不仅制约餐饮、夜场需求, 预计也影响青岛工厂的生产、运输。3 月单月销量山东下滑超 50%、华东下滑约 30-40%。
- Q1 吨成本上涨暂未被完全覆盖, 控费增强经营效率。22Q1 吨成本同比+6.9%, 主要系包材、大麦、运费等成本上升, 叠加销量减少影响固定成本摊薄, 毛利率同比-0.47pct 至 37.85%。22Q1 销售费率同比-0.78pct 至 14.20%, 虽新增北京冬奥会赞助, 但费效比提升; 管理费率同比+0.17pct, 净利率同比+0.70pct 至 12.52%。
- 4 月大概率环比向好, 全年销量预计持平或微降。3 月下旬山东已陆续恢复堂食, 当前华东疫情边际好转, 我们预计青啤 1-4 月销量下滑幅度在中个位数左右, 假设 5-9 月恢复至 19 年同期, 全年销量将同比基本持平。去年旺季受疫情、天气、疫苗接种的影响, 啤酒基数偏低 (21 年 5-9 月销量对比 19 年下滑约中个位数), 如果疫情防控得当, 有望迎来爆发式需求增长。公司大麦锁价至 Q3, 加快回瓶效率以减轻压力, 前期已有 1903、白啤、经典、纯生小瓶等产品提价, 旺季纯生存在提价换包装预期。中长期看, 青啤品牌底子扎实, 经典 1903、纯生升级夯实产品基础, 白啤享受赛道红利, 静待关厂裁员释放利润弹性。

盈利预测

- 预计 22-24 年收入增速 7%/8%/6%, 剔除补偿款后的利润增速为 21%/23%/20%, EPS 为 2.40/2.96/3.56 元, 对应 PE 为 35/28/23 X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险, 区域竞争加剧风险, 消费升级速度低预期, 食品安全问题。

相关报告

1. 《业绩符合预期, 关注旺季需求恢复-青岛啤酒 21 年年报点评》, 2022.3.29
2. 《业绩符合预期, 产品价格升级向好-青岛啤酒三季报点评》, 2021.10.29
3. 《高端化进程加快, 静待提价催化-青岛啤酒 21 年中报点评》, 2021.8.26

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

李本媛 联系人
libenyuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	27,984	27,760	30,167	32,272	34,703	36,775	货币资金	15,302	18,467	14,598	14,685	17,313	20,991
增长率		-0.8%	8.7%	7.0%	7.5%	6.0%	应收账款	312	199	800	324	334	344
主营业务成本	-17,080	-16,541	-19,091	-20,211	-21,096	-21,692	存货	3,182	3,281	3,493	3,876	3,930	3,982
%销售收入	61.0%	59.6%	63.3%	62.6%	60.8%	59.0%	其他流动资产	2,206	2,681	10,068	11,243	11,871	12,295
毛利	10,903	11,219	11,076	12,060	13,607	15,082	流动资产	21,002	24,628	28,959	30,128	33,449	37,612
%销售收入	39.0%	40.4%	36.7%	37.4%	39.2%	41.0%	%总资产	56.3%	59.3%	62.2%	62.7%	64.7%	67.1%
营业税金及附加	-2,313	-2,219	-2,319	-2,485	-2,672	-2,813	长期投资	414	402	392	687	1,032	1,427
%销售收入	8.3%	8.0%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	固定资产	10,401	10,642	10,911	11,015	11,106	11,154
销售费用	-5,104	-4,985	-4,097	-4,260	-4,581	-4,854	%总资产	27.9%	25.6%	23.4%	22.9%	21.5%	19.9%
%销售收入	18.2%	18.0%	13.6%	13.2%	13.2%	13.2%	无形资产	3,901	3,897	3,915	3,937	3,940	3,943
管理费用	-1,881	-1,678	-1,693	-1,775	-1,874	-1,949	非流动资产	16,311	16,886	17,604	17,885	18,217	18,458
%销售收入	6.7%	6.0%	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%	%总资产	43.7%	40.7%	37.8%	37.3%	35.3%	32.9%
研发费用	-21	-21	-31	-32	-35	-37	资产总计	37,312	41,514	46,563	48,013	51,666	56,070
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	293	745	294	330	49	50
息税前利润 (EBIT)	1,584	2,316	2,937	3,508	4,446	5,429	应付款项	4,813	5,447	6,368	6,862	7,242	7,507
%销售收入	5.7%	8.3%	9.7%	10.9%	12.8%	14.8%	其他流动负债	8,248	9,318	11,597	10,889	11,756	12,527
财务费用	484	471	243	358	401	491	流动负债	13,354	15,510	18,259	18,081	19,047	20,084
%销售收入	-1.7%	-1.7%	-0.8%	-1.1%	-1.2%	-1.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	-10	-2	-1	其他长期负债	4,045	4,636	4,511	4,286	4,486	4,686
公允价值变动收益	57	55	253	60	61	62	负债	17,399	20,146	22,769	22,366	23,533	24,770
投资收益	25	25	186	130	140	160	普通股股东权益	19,172	20,622	23,002	24,776	27,179	30,256
%税前利润	0.9%	0.8%	4.2%	2.8%	2.5%	2.4%	其中：股本	1,351	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
营业利润	2,698	3,250	4,455	4,589	5,632	6,743	未分配利润	12,788	14,221	16,319	18,093	20,495	23,572
营业利润率	9.6%	11.7%	14.8%	14.2%	16.2%	18.3%	少数股东权益	742	746	792	871	955	1,045
营业外收支	29	-11	24	25	25	25	负债股东权益合计	37,312	41,514	46,563	48,013	51,666	56,070
税前利润	2,727	3,240	4,479	4,614	5,657	6,768							
利润率	9.7%	11.7%	14.8%	14.3%	16.3%	18.4%	比率分析						
所得税	-798	-913	-1,223	-1,260	-1,533	-1,827		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税率	29.3%	28.2%	27.3%	27.3%	27.1%	27.0%	每股指标						
净利润	1,929	2,327	3,256	3,354	4,124	4,941	每股收益	1.371	1.614	2.313	2.401	2.961	3.555
少数股东损益	77	126	101	79	84	90	每股净资产	14.191	15.117	16.859	18.160	19.920	22.176
归属于母公司的净利润	1,852	2,201	3,155	3,275	4,040	4,851	每股经营现金净流	2.514	3.044	3.708	7.701	4.564	5.113
净利率	6.6%	7.9%	10.5%	10.1%	11.6%	13.2%	每股股利	0.550	0.750	1.100	1.100	1.200	1.300
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.66%	10.67%	13.72%	13.22%	14.86%	16.03%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	4.96%	5.30%	6.78%	6.82%	7.82%	8.65%
净利润	1,929	2,327	3,256	3,354	4,124	4,941	投入资本收益率	5.50%	7.47%	8.80%	9.75%	11.43%	12.57%
少数股东损益	77	126	101	79	84	90	增长率						
非现金支出	220	222	189	961	1,024	1,095	主营业务收入增长率	5.30%	-0.80%	8.67%	6.98%	7.54%	5.97%
非经营收益	-706	-648	-1,568	-82	-137	-72	EBIT 增长率	11.73%	46.18%	26.80%	19.47%	26.72%	22.12%
营运资金变动	1,954	2,251	3,181	6,273	1,216	1,013	净利润增长率	30.23%	18.86%	43.34%	3.79%	23.34%	20.08%
经营活动现金净流	3,396	4,152	5,059	10,506	6,226	6,977	总资产增长率	9.50%	11.26%	12.16%	3.11%	7.61%	8.52%
资本开支	-907	-1,275	-1,602	-1,031	-1,060	-1,084	资产管理能力						
投资	-198	-470	-9,185	-7,795	-845	-695	应收账款周转天数	1.7	1.8	1.5	1.7	1.6	1.6
其他	757	257	537	130	140	160	存货周转天数	62.3	71.3	64.8	70.0	68.0	67.0
投资活动现金净流	-348	-1,488	-10,250	-8,696	-1,765	-1,619	应付账款周转天数	47.2	48.4	51.1	52.0	53.0	54.0
股权募资	0	282	6	0	0	0	固定资产周转天数	133.3	135.4	122.8	114.9	106.8	100.1
债权募资	-33	450	-450	-199	-181	101	偿债能力						
其他	-732	-1,111	-1,179	-1,523	-1,652	-1,780	净负债/股东权益	-83.02%	-91.77%	-71.79%	-96.28%	-100.11%	-102.88%
筹资活动现金净流	-765	-380	-1,623	-1,722	-1,834	-1,679	EBIT 利息保障倍数	-3.3	-4.9	-12.1	-9.8	-11.1	-11.1
现金净流量	2,284	2,284	-6,814	88	2,628	3,678	资产负债率	46.63%	48.53%	48.90%	46.58%	45.55%	44.18%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
- 中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402