

公司研究

收入利润实现正增长，高端化持续推进

——青岛啤酒（600600.SH）2022年一季度业绩点评

要点

事件：2022年4月28日，青岛啤酒公布2022年第一季度业绩，22Q1公司累计实现产品销量212.9万千升，yoy-2.79%；实现收入92.08亿元，yoy+3.14%，实现归母净利11.26亿元，yoy+10.20%；实现扣非归母净利润10.2亿元，yoy+17.14%。

销量持续增长，产品结构不断优化升级。

2022年Q1公司累计实现销量212.9万千升，较2021Q1下降2.79%。22年1-2月公司产品销量、收入、利润全面增长，但随着3月疫情多点散发，公司基地市场山东销量受到较大冲击，此外疫情较严重的华东区域销量也出现了较大幅度下滑，影响了公司3月表现。从产品结构看，22Q1青岛啤酒主品牌销量130.4万千升，同比增长5.1%，表现优于公司整体销量增速，产品升级趋势显著。受益于产品结构优化，2022Q1公司ASP同比增长6.10%至4325.1元/千升。

销售费用率收缩，净利率表现改善。

公司22Q1毛利率37.85%，若不考虑会计政策调整的影响，yoy-0.47pcts，主要系原材料价格上涨以及疫情影响下运费上涨。从各项费用来看，22Q1销售费用率为14.20%，若不考虑会计政策调整的影响，yoy-1.25pcts。22Q1管理费用率/研发费用率分别为3.86%/0.06%，分别同比+0.06pcts/+0.02pcts。综合来看，22Q1公司销售净利率为12.52%，同比+0.71pcts。

提价动作频繁，有效应对成本压力。

22年以来青岛啤酒提价动作较为频繁，一方面因为公司21年提价幅度弱于同业；另一方面因为今年包材和原材料成本均面临一定压力。具体来看，1) 公司对皮尔森瓶装(480ml*12瓶)全国范围提价，单箱开单价从72元提到82元，同比+14%；2) 对青岛经典山东以外地区提价，单箱提价2元；3) 白啤箱开单价从55元提到57元，同比+3.6%；4) 预计近期公司会对青岛纯生价格进行调整。如果本轮疫情在旺季前能得到控制，对今年销量的预期不会出现大幅调整，此外今年啤酒消费升级的逻辑未被打破，8-15元价格带强劲扩容的势头在今年将延续，我们依然看好啤酒板块22年的表现。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司2022-2024年净利润预测分别为32.22/38.07/44.43亿元，折合2022-2024年EPS分别为2.36/2.79/3.26元。当前股价对应2022-2024年PE分别为35x/30x/25x，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争恶化；渠道掌控力减弱；原材料成本上涨。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,760	30,167	32,261	33,754	35,316
营业收入增长率	-0.80%	8.67%	6.94%	4.63%	4.63%
净利润(百万元)	2,201	3,155	3,222	3,807	4,443
净利润增长率	18.86%	43.34%	2.11%	18.15%	16.70%
EPS(元)	1.61	2.31	2.36	2.79	3.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.67%	13.72%	13.03%	14.10%	15.00%
P/E	51	36	35	30	25
P/B	5.5	4.9	4.6	4.2	3.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-04-28

买入（维持）

当前价：82.90元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.64
总市值(亿元)	1131.05
一年最低/最高(元)	73.00/117.09
近3月换手率	27.98%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.66	5.85	13.68
绝对	8.51	-9.54	-9.61

资料来源：Wind

相关研报

高端化表现亮眼，关注利润释放节奏——青岛啤酒(600600.SH)2021年年报评(2022-03-31)
 高端升级持续推进，关注后续提价表现——青岛啤酒(600600.SH)2021年业绩预告点评(2022-01-14)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	27,760	30,167	32,261	33,754	35,316
营业成本	16,541	19,091	19,984	20,445	20,875
折旧和摊销	1,105	1,057	1,379	1,377	1,374
税金及附加	2,219	2,319	2,480	2,532	2,649
销售费用	4,985	4,097	4,381	4,584	4,796
管理费用	1,678	1,693	1,795	1,878	1,964
研发费用	21	31	33	35	36
财务费用	-471	-243	-253	-389	-457
投资收益	25	186	186	186	186
营业利润	3,250	4,455	4,549	5,381	6,268
利润总额	3,240	4,479	4,584	5,419	6,305
所得税	913	1,223	1,252	1,479	1,702
净利润	2,327	3,256	3,333	3,940	4,602
少数股东损益	126	101	111	133	160
归属母公司净利润	2,201	3,155	3,222	3,807	4,443
EPS(元)	1.61	2.31	2.36	2.79	3.26

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,953	6,043	2,213	1,664	2,691
净利润	2,201	3,155	3,222	3,807	4,443
折旧摊销	1,105	1,057	1,379	1,377	1,374
净营运资金增加	-1,697	5,073	2,975	3,778	3,401
其他	3,344	-3,242	-5,363	-7,298	-6,527
投资活动产生现金流	-1,488	-10,250	-393	-481	-614
净资本支出	-1,275	-1,602	0	0	0
长期投资变化	374	366	0	0	0
其他资产变化	-587	-9,014	-393	-481	-614
融资活动现金流	-356	-1,614	-1,204	-941	-1,143
股本变化	13	0	0	0	0
债务净变化	452	-451	-246	0	0
无息负债变化	2,295	3,074	1,544	471	478
净现金流	3,086	-5,829	616	242	934

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	40.4%	36.7%	38.1%	39.4%	40.9%
EBITDA 率	14.7%	15.8%	17.6%	19.1%	20.7%
EBIT 率	10.7%	12.2%	13.4%	15.0%	16.8%
税前净利润率	11.7%	14.8%	14.2%	16.1%	17.9%
归母净利润率	7.9%	10.5%	10.0%	11.3%	12.6%
ROA	5.6%	7.0%	6.7%	7.5%	8.2%
ROE (摊薄)	10.7%	13.7%	13.0%	14.1%	15.0%
经营性 ROIC	17.1%	14.6%	16.0%	16.9%	18.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	49%	49%	48%	47%	45%
流动比率	1.59	1.59	1.74	1.94	2.15
速动比率	1.38	1.39	1.55	1.75	1.96
归母权益/有息债务	27.67	78.18	510.51	557.40	611.64
有形资产/有息债务	48.16	137.71	904.68	967.23	1037.61

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	41,514	46,563	49,693	52,568	55,832
货币资金	18,467	14,598	15,213	15,456	16,389
交易性金融资产	1,889	2,778	3,334	4,001	4,801
应收账款	120	125	133	140	146
应收票据	6	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	3,281	3,493	3,657	3,741	3,820
其他流动资产	626	7,737	10,945	14,295	17,242
流动资产合计	24,628	28,959	33,521	37,876	42,648
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	374	366	366	366	366
固定资产	10,302	10,148	8,999	7,770	6,470
在建工程	340	762	572	429	322
无形资产	2,504	2,481	2,315	2,161	2,017
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	1,307
其他非流动资产	226	255	280	280	280
非流动资产合计	16,886	17,604	16,172	14,692	13,184
总负债	20,146	22,769	24,067	24,538	25,016
短期借款	703	246	0	0	0
应付账款	2,223	3,128	3,274	3,350	3,420
应付票据	149	170	178	182	186
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3,371	3,517	3,643	3,734	3,828
流动负债合计	15,510	18,259	19,267	19,532	19,794
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4,007	4,339	4,629	4,835	5,051
非流动负债合计	4,636	4,511	4,800	5,007	5,222
股东权益	21,368	23,794	25,626	28,030	30,816
股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
公积金	5,076	5,357	5,357	5,357	5,357
未分配利润	14,221	16,319	18,040	20,311	22,937
归属母公司权益	20,622	23,002	24,723	26,994	29,621
少数股东权益	746	792	903	1,036	1,195

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	17.96%	13.58%	13.58%	13.58%	13.58%
管理费用率	6.04%	5.61%	5.56%	5.56%	5.56%
财务费用率	-1.70%	-0.81%	-0.79%	-1.15%	-1.29%
研发费用率	0.08%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
所得税率	28%	27%	27%	27%	27%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.75	1.10	1.13	1.33	1.55
每股经营现金流	3.63	4.43	1.62	1.22	1.97
每股净资产	15.12	16.86	18.12	19.79	21.71
每股销售收入	20.35	22.11	23.65	24.74	25.88

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	51	36	35	30	25
PB	5.5	4.9	4.6	4.2	3.8
EV/EBITDA	26.0	23.1	19.1	16.9	14.8
股息率	0.9%	1.3%	1.4%	1.6%	1.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE