

青岛啤酒(600600)

报告日期：2022年5月30日

# 5月修复速度超预期，紧握疫后修复弹性

## ——青岛啤酒更新报告

✍️ 分析师：杨骥 执业证书编号：S1230522030003  
✍️ 分析师：张潇倩 执业证书编号：S1230520090001  
✉️ [zhangxiaolian@stocke.com.cn](mailto:zhangxiaolian@stocke.com.cn);

### 导读

高端化持续推进的啤酒龙头，5月疫后修复速度显著高于竞品，疫后修复速度+吨价提升速度+盈利能力提升持续性超预期，疫情影响下Q2收入仍有望实现正增长，收入增速或超预期，利润或更有弹性，带来疫后修复弹性及中长期业绩较快增长。

### 点评

#### □ 5月销量或实现中高个位数增长，疫后修复速度超预期

**市场认为：**由于啤酒现饮场景占比约50%，疫情对现饮场景影响较大，疫情反复下Q2及全年销量受损严重。

**我们认为：**5月销量或实现中高个位数增长，6月有望出现回补性消费，全年销量或有望持平或增长。1) **近况复盘：**虽然受山东疫情影响，预计青啤销量3月降幅超20%、4月高双位数下滑，但伴随山东餐饮渠道放开，截止目前5月边际向好趋势明显，5月销量或实现中高个位数增长，环比改善幅度显著高于竞品，疫后修复进度超预期，主因①由于青啤50%以上产量来自山东，3-4月生产物流受限高于行业，因此5月物流解封后补库需求大于行业；②北方疫情边际改善好于华东，北方为青啤主阵地，且北方流通渠道占比较高，受疫情影响小。2) **疫后展望：**5月库存周转天数小于1个月，较去年同期全渠道库存下降高个位数，考虑到旺季继续补库存+21年因新冠疫苗接种后无法饮酒影响需求、夜饮渠道和街边排档场景管控、雨水天气多，预计今年6月在回补性消费下同比增长概率大，Q2销量或有望接近持平；若6-8月旺季疫情无大面积反弹、无持续阴雨天气，全年销量或有望持平或增长。

#### □ 疫情不改结构升级+提价于今年报表体现，吨价提升速度超预期

**市场认为：**疫情对夜饮渠道及高端餐饮渠道影响较大，夜饮渠道及高端餐饮渠道以高端酒为主，担忧疫情短期阻碍结构升级进程。

**我们认为：**结构提升+提价下，Q2吨价或有望保持中个位数增长，全年吨价或有望保持高个位数增长。1) **结构提升：**①**疫情前：**22年无疫情影响下结构升级加速，22Q1吨价提升6%，主因结构升级，22Q1主品牌青岛啤酒实现产品销量130.4万千升，同比增长5.1%；②**疫情中：**尽管夜饮渠道及高端餐饮渠道受疫情影响较大，但疫情期间电商和社区团购以中高端酒为主，且疫情居家期间价格敏感性降低，可以弥补夜饮渠道及高端餐饮渠道的中高端酒销量损失；③**疫情后：**疫后中高端酒有望快速回补增长，参考2020年及亚洲其他国家在疫情后表现，疫情结构加速升级趋势明显，预计5月山东省经典系列产品在补库存下销量高增。2) **提价：**21年下半年以来的青岛啤酒陆续对纯生、经典等主要单品进行提价，提价幅度约5%-10%，提价将于今年集中在报表端体现，22年提价贡献显著高于21年。因此预计Q2吨价或有望保持中个位数增长，全年吨价或有望保持高个位数增长。

#### □ 结构提升+多举措管控成本+费用管控，盈利能力提升超预期

**市场认为：**由于今年成本承压，疫情短期影响结构升级，担忧盈利能力提升持续性。

**我们认为：**结构提升+多措并举化解成本上行+费用管控=盈利能力稳中有升。1) **结构提升：**白啤高增，纯生、经典两大单品维持较快增长，且公司有望继续培育出10万吨级以上细分品类高端单品，推动结构持续提升；2) **多措并举化解成本上行：**公司已对今年大麦锁价+区域市场灵活调价+供应链优化，全年成本可控，预计全年成本增速走势前高后低；3) **费用管控：**尽管今年广告费用呈刚性，但促销费用与销量相关性

### 评级

### 买入

上次评级	买入
当前价格	85.18

### 单季度业绩

### 元/股

2Q/2021	1.02
3Q/2021	0.88
4Q/2021	-0.33
1Q/2022	0.83



### 公司简介

青岛啤酒是历史悠久的国货品牌，公司旗下拥有“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的双品牌组合，构建“一纵两横”的市场战略带，是中国啤酒行业的龙头之一。

### 相关报告

《青岛啤酒首次覆盖报告：百年国货铸高端，结构升级谱新章（20220517）》

强，此外考虑公司原计划夏季开展 50-70 场线下啤酒节，现因疫情原因开展受限，预计促销及推广费用或因疫情影响有所下降。

#### □ Q2 收入或超预期+利润或更有弹性，全年仍有望维持较快增长

**短期：1) 收入利润：**基于 4 月销量高双位数下降，5 月销量或实现高个位数增长，6 月伴随疫后餐饮产业链恢复有望迎来回补性消费，疫后产品结构加速升级，22Q2 收入增速或超 5%，超市场预期，考虑到 Q2 疫情影响下促销及推广费用或有减少，盈利能力仍有望提升，Q2 利润或更有弹性。**2) 估值：**我们复盘 2020 年疫后啤酒行业修复表现，自 20 年 3 月底疫情管控逐步放松、消费场景全面恢复后，啤酒板块迎来戴维斯双击，20Q2 青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒营收涨幅分别为 9.15%、19.66%、18.14%、7.03%，利润端涨幅更为可观，估值在疫后显著反弹，青啤估值自 20 年 3 月低位增长 40x 以上至 70x+，重庆啤酒及华润啤酒疫后估值同样增长超 40x，因此我们预计 22 年疫后估值或同样有望迎来较大幅度修复和反弹。

**中长期：**尽管短期疫情对华东等地的现饮场景造成一定冲击，但随着疫情管控向好，预计现饮场景将逐步放开，6 月将有望出现回补性消费，全年产品结构升级及盈利能力提升趋势不变，纯生、经典两大单品有望维持较快增长，白啤延续高增态势，22 年销量有望持平或增长，全年收入业绩有望维持较快增长。我们建议关注疫后餐饮产业链复苏带来的啤酒板块修复机会，看好公司的疫后修复弹性及中长期业绩较快增长。

#### □ 盈利预测及估值

我们认为疫情及成本仅为短期扰动，青啤产品结构升级及盈利能力提升趋势不变，5 月销量或实现中高个位数增长，疫后修复速度显著高于竞品，疫后修复速度+吨价提升速度+盈利能力提升持续性超预期，疫情影响下 Q2 收入仍有望实现正增长，收入增速或超预期，利润或更有弹性，估值弹性较大。预计 2022-2024 年收入增速分别为 7.7%、7.2%、6.3%；归母净利润增速分别为 8.5%、18.7%、18.2%；EPS 分别为 2.5/3.0/3.5 元/股；PE 分别为 34/29/24 倍。长期业绩成长性强，当前估值具有性价比，维持买入评级。

**催化剂：**消费升级持续、疫后餐饮产业链恢复、纯生维持较快增长。

**风险提示：**国内疫情反复影响啤酒整体动销；纯生经典动销情况不及预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	30166.8	32485.8	34836.3	37031.6
(+/-)	8.7%	7.7%	7.2%	6.3%
归母净利润	3155.5	3422.1	4063.0	4802.4
(+/-)	43.3%	8.5%	18.7%	18.2%
每股收益 (元)	2.3	2.5	3.0	3.5
P/E	36.8	34.0	28.6	24.2

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	28959	30671	35773	41243
现金	14598	20809	24224	28069
交易性金融资产	2778	2334	2556	2445
应收账款	125	600	1024	1497
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	228	224	268	267
存货	3493	3699	3912	4121
其他	7737	3005	3789	4844
<b>非流动资产</b>	17604	16671	16164	15344
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	366	372	371	370
固定资产	10148	9691	9245	8719
无形资产	2481	2253	2031	1822
在建工程	762	930	984	867
其他	3847	3425	3533	3566
<b>资产总计</b>	46563	47342	51937	56587
<b>流动负债</b>	18259	15961	16996	17617
短期借款	246	0	0	0
应付款项	3298	3073	3336	3609
预收账款	0	0	0	0
其他	14715	12888	13659	14007
<b>非流动负债</b>	4511	4397	4515	4474
长期借款	0	0	0	0
其他	4511	4397	4515	4474
<b>负债合计</b>	22769	20358	21510	22091
少数股东权益	792	901	1031	1184
归属母公司股东权	23002	26083	29396	33311
<b>负债和股东权益</b>	46563	47342	51937	56587
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	6043	6377	4197	4126
净利润	3256	3531	4193	4956
折旧摊销	1091	850	859	864
财务费用	(243)	(252)	(330)	(385)
投资损失	(186)	(79)	(97)	(120)
营运资金变动	(4025)	2546	322	(485)
其它	6150	(220)	(749)	(704)
<b>投资活动现金流</b>	(10250)	180	(367)	221
资本支出	(269)	(351)	(259)	(19)
长期投资	10	(10)	4	1
其他	(9991)	541	(111)	239
<b>筹资活动现金流</b>	(1614)	(345)	(415)	(502)
短期借款	(457)	(246)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1156)	(100)	(415)	(502)
<b>现金净增加额</b>	(5820)	6211	3415	3845

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	30167	32486	34836	37032
营业成本	19091	20217	21381	22522
营业税金及附加	2319	2497	2678	2847
营业费用	4097	4548	4598	4610
管理费用	1693	1835	1951	1852
研发费用	31	28	31	34
财务费用	(243)	(252)	(330)	(385)
资产减值损失	(189)	(166)	(187)	(206)
公允价值变动损益	253	253	253	253
投资净收益	186	79	97	120
其他经营收益	1037	1055	1055	1079
<b>营业利润</b>	4455	4833	5742	6790
营业外收支	24	25	25	26
<b>利润总额</b>	4479	4857	5767	6817
所得税	1223	1326	1574	1861
<b>净利润</b>	3256	3531	4193	4956
少数股东损益	101	109	130	153
<b>归属母公司净利润</b>	3155	3422	4063	4802
EBITDA	5364	5451	6291	7291
EPS (最新摊薄)	2.3	2.5	3.0	3.5
<b>主要财务比率</b>				
	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	8.7%	7.7%	7.2%	6.3%
营业利润	37.1%	8.5%	18.8%	18.3%
归属母公司净利润	43.3%	8.5%	18.7%	18.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	36.7%	37.8%	38.6%	39.2%
净利率	10.8%	10.9%	12.0%	13.4%
ROE	14.0%	13.5%	14.2%	14.8%
ROIC	12.7%	12.2%	12.8%	13.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	48.9%	43.0%	41.4%	39.0%
净负债比率	1.3%	0.2%	0.2%	0.2%
流动比率	1.6	1.9	2.1	2.3
速动比率	1.4	1.7	1.9	2.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收帐款周转率	247.0	236.6	231.2	236.4
应付帐款周转率	7.1	6.7	7.1	6.9
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.3	2.5	3.0	3.5
每股经营现金	4.4	4.7	3.1	3.0
每股净资产	16.9	19.1	21.5	24.4
<b>估值比率</b>				
P/E	36.8	34.0	28.6	24.2
P/B	5.1	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	17.6	17.5	14.6	12.1

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现 +20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现 -10% ~ +10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现 -10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 +10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 -10% ~ +10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 -10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>