

公司研究

Q3 业绩增长具有高确定性，建议重点布局

——青岛啤酒（600600.SH）跟踪报告

买入（维持）

当前价：103.04 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

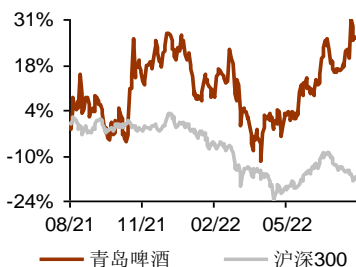
联系人：杨哲

yangz@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.64
总市值(亿元):	1405.83
一年最低/最高(元):	72.17/108.92
近3月换手率:	29.62%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.60	22.08	34.79
绝对	5.36	30.78	20.57

资料来源：Wind

相关研报

百年青啤，复兴正当时——青岛啤酒（600600.SH）跟踪报告（2022-07-01）

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（2022-04-29）

要点

三季度量价增、成本降的确定性高，当前板块首推青啤。

1) 量增：①低基数：21Q3 受疫情反复以及天气因素影响，基数较低，销量同比下滑 9%，22Q3 销量增长压力较小。②今年夏季炎热，多地气温创历史新高，有利于啤酒动销。**2) 价升：**中秋节即将来临，中秋聚会的高端酒动销有促进作用。上半年受疫情影响，部分即饮消费场景消失，高端啤酒消费升级受阻；随着疫情逐步得到控制，各酒企均在努力追回部分高端啤酒销量，我们认为今年三季度啤酒高端化升级较上半年会更加顺畅。**3) 成本降：**包材价格自今年 3 月起持续回落，有利于减轻成本端压力，释放利润弹性。

7 月青啤销量超预期增长，1-7 月累计销量已实现正增长。

根据渠道跟踪，7 月青啤销量实现双位数增长（今年 7 月销量超过 2019、2020 年同期销量水平），高于此前高个位数增长的预期，也高于啤酒行业整体销量 7 月高个位数增长的幅度。高增长背后的原因主要有三点：1) 7 月全国大部分地区天气比较炎热，带动啤酒销量实现较快增长；2) 随着中秋节临近，7 月下旬经销商对高端产品以及听装酒进行提前备货；3) 去年 7 月青啤销量属于低基数（2021 年 7 月销量同比高个位数下滑）。其中山东基地市场今年 7 月销量增速高于青啤整体销量增速，除了上述原因之外，也与疫情形势好转之后省内旅游恢复带动餐饮端销售。青岛啤酒推出 6-9 月的旺季战役“夏日风暴”，目的在于追回受疫情影响而下滑的销量，目前来看已提前实现目标，今年 1-7 月青岛啤酒销量已实现同比正增长。在山东区域，经历了几年华润啤酒在产品推广上的进攻后，当前竞争格局已趋于稳定，根据我们在当地的草根调研，今年以来青啤在费用投放力度上弱于去年同期。随着市场格局稳定，竞争趋于理性，我们认为青啤在山东区域已度过了最为艰难的防守期，费用投入趋稳，有望进一步释放利润空间。

天气炎热加上去年同期低基数，22Q3 收入增长确定性较高。

展望今年三季度，收入端来看，量的维度有低基数和炎热天气作为支撑。去年 7-9 月由于雨水较多，加上国家大力推动疫苗接种，接种后的消费者主动减少饮酒，导致去年三季度啤酒销量出现较大幅度下滑。今年夏季气温普遍较高，另外疫苗接种已基本完成，在低基数下，预计 22Q3 销量增长有较高的确定性。

价的维度，中秋国庆有望带动高端酒动销，以及旺季追回疫情受损的高端啤酒销量，实现吨价增长。中秋国庆假期餐饮消费较旺盛，聚餐需求增多带动高档啤酒销售，近期的提前备货也集中在高端啤酒。餐饮渠道是高端啤酒的主要销售渠道，随着疫情形势的好转，餐饮消费逐步恢复，各家酒企均有动力在夏季旺季追回损失的高端啤酒销量，也有望带动啤酒产品结构的提升。

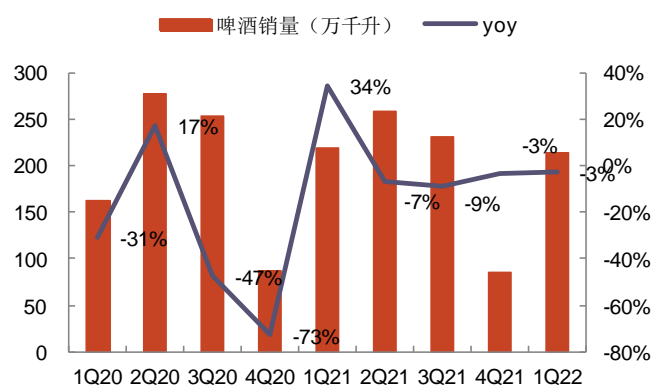
包材价格出现回落，有望释放利润弹性。

在青啤的成本（2013年）中，包材占比最高，接近50%，麦芽和大米合计占比接近25%。今年初，针对大麦价格的上涨以及俄乌局势紧张，青岛等啤酒企业对大麦价格进行了锁定，年初至今成本端的压力和不确定性主要来自包材中的铝。从近期包材价格跟踪来看，自2022年3月起，铝锭价格出现回调，截至2022年7月20日，已累计下滑近20%，回落至去年4月价格水平。考虑到2021年下半年铝锭价格较高，若铝锭价格较7月底保持稳定或者继续下滑，则今年下半年铝锭价格将同比下滑，或将有效减缓公司成本端压力。

费用端来看，青啤今年延续了收缩费用的政策，但收缩幅度较往年更小。根据渠道跟踪，今年部分区域加大了促销力度，公司给经销商下达营销策略和促销方式，再由经销商来执行，费用由公司承担。促销力度的适当加大，也有利于今年夏季旺季的销售工作开展。

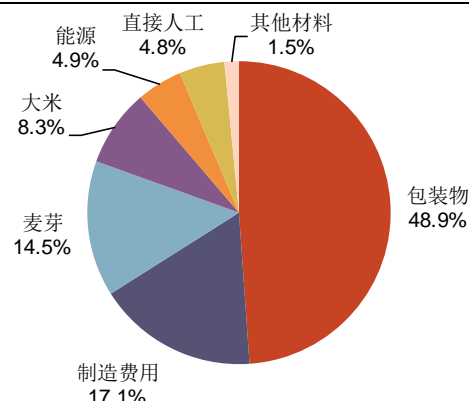
综合来看，三季度青啤量有低基数和炎热天气作为支撑，价有中秋旺季、即饮渠道恢复对结构升级的支撑，利润端有包材价格下行作为支撑，整体来看营收增长的确定性和利润弹性都较高。

图1：青岛啤酒2020Q1-2022Q1销量及增速



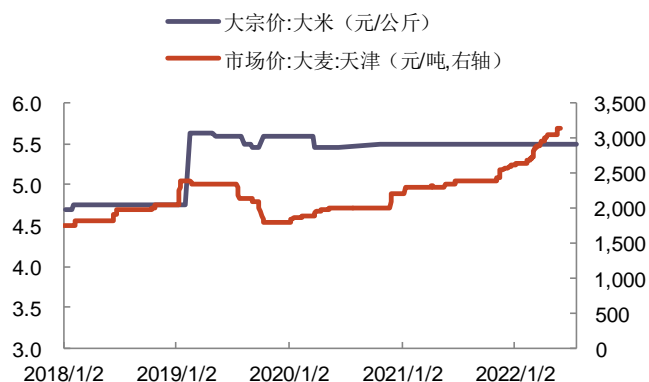
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图2：青岛啤酒成本构成（2013年）



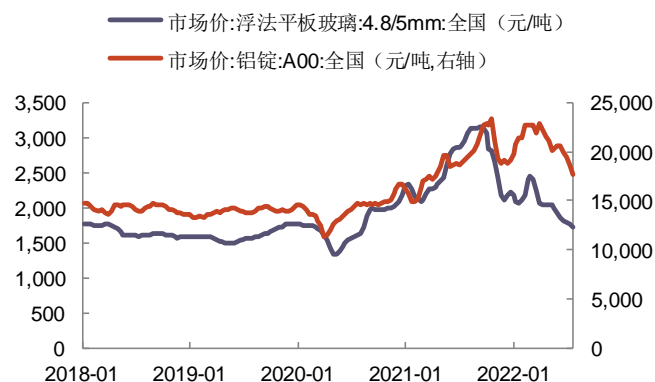
资料来源：青岛啤酒2013年年报，光大证券研究所

图3：大麦及大米价格



资料来源：光大证券研究所（注：数据截至2022.7.22）

图4：玻璃、铝锭价格



资料来源：光大证券研究所（注：数据截至2022.7.20）

啤酒高端化升级明确，持续看好啤酒板块。

回顾 2022 年上半年，啤酒结构升级略有放缓，10 元以上价格带产品销量增长较慢，主要受到部分即饮消费场景缺失的影响。但 6-10 元价格带呈现出较好的销量增长态势，虽然即饮渠道受冲击，但流通渠道消费升级态势依旧向好，呈现出较强韧性，啤酒亦是今年为数不多的稳定实现结构升级的大众品板块。1-7 月青岛经典销量预计增长 10%+，此外其他酒企 6-10 元价格带产品，如燕京 U8、乐堡，亦有不错增长表现。

当前以青啤为代表的啤酒企业已经从追求销量转变为追求利润，高端啤酒是重要的利润来源，因此企业都希望在三季度的销售旺季提升高端啤酒占比，三季度的业绩增长确定性也较高。

今年以来啤酒消费升级的逻辑未被打破，随着疫情形势的逐步好转，即饮渠道的恢复，高端啤酒有望重新恢复较快销量增速，我们持续看好啤酒板块 23 年的表现。

盈利预测、估值与评级：考虑到青岛啤酒高端化升级战略进展顺利，产品结构持续优化，当前 PE (TTM) 处于近 3 年估值中枢附近，估值合理，我们维持青岛啤酒 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 44x/37x/32x，维持“买入”评级。

风险提示：局部地区竞争加剧；行业高端化进程低于预期；原料价格上涨超预期。

表 1：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	64	45	44	37	32
P/B	6.8	6.1	5.7	5.2	4.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-05

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	64	45	44	37	32
PB	6.8	6.1	5.7	5.2	4.7
EV/EBITDA	32.7	28.9	24.0	21.2	18.5
股息率	0.7%	1.1%	1.1%	1.3%	1.5%

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