

青岛啤酒 (600600.SH)

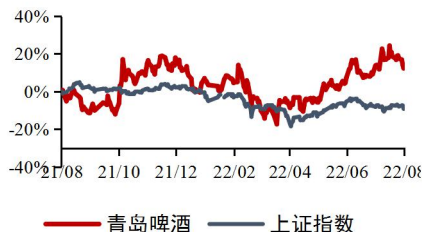
买入-A(首次)

22H1 疫情下销量略有承压 Q3 业绩增长确定性高

2022年8月25日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022年8月25日

收盘价(元):	100.52
年内最高/最低(元):	110.00/73.00
流通A股/总股本(亿):	7.00/13.64
流通A股市值(亿):	703.91
总市值(亿):	1,371.45

基础数据：2022年6月30日

基本每股收益:	2.10
摊薄每股收益:	2.10
每股净资产(元):	18.55
净资产收益率:	11.49

分析师:

周蓉

执业登记编码: S0760522080001

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenzzhenzhi@sxzq.com

事件描述

➢ **事件:** 公司公布2022年中报, 公司2022H1实现营业收入192.73亿元, 同比增长5.37%, 归母净利润28.52亿元, 同比增长18.07%, 其中2022Q2实现营业收入100.65亿元, 同比增长7.49%, 归母净利润17.26亿元, 同比增长23.85%。

事件点评

➢ **22H1 疫情扰动下销量略承压, 产品结构升级助力营收增长。** 公司22H1实现营业收入192.73亿元, 同比+5.37%。拆分量价, 公司22H1完成啤酒销量472万千升, 同比-1.03%; 吨酒价4083元/千升, 同比+6.46%。其中主品牌青岛啤酒实现产品销量260万千升, 同比+2.85%, 青岛中高档以上产品销量同比+6.60%。22Q2实现营业收入100.65亿元, 同比+7.5%。拆分量价, Q2完成啤酒销量259万千升, 同比+0.47%; 吨酒价3884元/千升, 同比+6.99%。上半年在疫情反复影响下, 销售量有所承压, 产品结构升级带来的吨价提升是营收上半年增长的主要驱动力。分地区来看, 22H1公司在山东/华北/华南/华东/东南地区分别实现营收118.1/36.6/15.2/14.4/4.7亿元, 同比+6.0%/+12.6%/-0.6%/-8.5%/-1.2%, 华北及山东地区增长较好, 华东地区主要受疫情封控影响有所承压。公司在6-9月推出旺季战役“夏日风暴”, 同时在疫情缓解及多地天气炎热支撑之下, 根据渠道反馈, 公司已于7月实现销量正增长。同时进入8月以来, 华北地区动销良好态势依旧, 助力公司22Q3营收增长。

➢ **提价对冲成本压力, 净利率同比提升。** 22H1/Q2公司毛利率为38.10%/38.32%, 同比+0.20/+0.84pct, 上半年在大麦、铝罐等材料价格上涨之下, 公司通过部分原材料价格锁价及产品提价, 保证毛利率稳定向好。22H1/Q2公司净利率为14.80%/17.15%, 同比+1.59/+2.27pct, 其中22H1销售费用率/管理费用率分别同比-0.75/-0.23pct。面对疫情和成本压力双重挑战, 公司通过持续优化管理体系, 提高运营效率, 实现净利润率稳步提高。展望下半年, 在玻璃、铝锭等包材价格环比下行、大麦价格上涨趋缓背景下, 同时伴随提价传导以及产品结构持续改善, 公司下半年有望释放利润弹性, 盈利能力稳步提升。

➢ **基地市场6月起逐步向好, 旺季有望实现销量反弹。** 2022年6月开始,



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



全国各地疫情趋于平稳，加之今年夏季多地天气炎热，有利于啤酒动销。山东和华北市场作为青岛啤酒强势省市动销逐步恢复，据渠道调研反馈，7月华北及山东地区销量有望同比实现小双位数增长，全国有望实现10%以上增长。同时中秋节旺季即将到来，中秋聚会中高端啤酒动销有促进作用。上半年受疫情影响，部分现饮消费场景消失，高端啤酒消费升级节奏有所放缓随着疫情逐步得到控制，我们认为今年三季度啤酒高端化进程较上半年将更为顺畅。在低基数背景下，预计公司22Q3收入增长具备较高确定性。

投资建议

➤ 公司产品结构稳健改善，吨价保持良好增长，我们看好公司在啤酒行业高端化进程中的长期发展，给予公司盈利预测：2022-2024年公司营业收入分别为324.33/347.76/370.89亿元，同比增长7.5%/7.2%/6.7%。归母净利润33.59/40.35/46.26亿元，同比增长6.5%/20.1%/14.6%。对应EPS分别为2.46/2.96/3.39元，当前股价对应PE分别为42.2/35.2/30.7倍，给予“买入-A”投资评级。

风险提示

➤ 产品升级不及预期，行业竞争加剧，新冠疫情反复，原材料价格上涨超预期等。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,760	30,167	32,433	34,776	37,089
YoY(%)	-0.8	8.7	7.5	7.2	6.7
净利润(百万元)	2,201	3,155	3,359	4,035	4,626
YoY(%)	18.9	43.3	6.5	20.1	14.6
毛利率(%)	40.4	36.7	38.2	40.0	41.2
EPS(摊薄/元)	1.61	2.31	2.46	2.96	3.39
ROE(%)	10.9	13.7	13.7	14.5	14.7
P/E(倍)	64.5	45.0	42.2	35.2	30.7
P/B(倍)	6.9	6.2	5.7	5.1	4.5
净利率(%)	7.9	10.5	10.4	11.6	12.5

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	24628	28959	30623	35120	38740
现金	18467	14598	15994	20403	23715
应收票据及应收账款	125	125	144	144	163
预付账款	240	228	275	264	311
存货	3281	3493	3615	3788	3951
其他流动资产	2515	10515	10595	10521	10600
非流动资产	16886	17604	17294	16931	16482
长期投资	374	366	377	388	399
固定资产	10302	10148	10277	10308	10217
无形资产	2504	2481	2188	1915	1661
其他非流动资产	3706	4609	4452	4320	4204
资产总计	41514	46563	47917	52051	55222
流动负债	15510	18259	17564	18457	17845
短期借款	703	246	246	246	246
应付票据及应付账款	2372	3298	2652	3545	2933
其他流动负债	12435	14715	14667	14667	14667
非流动负债	4636	4511	4511	4511	4511
长期借款	0	0	-0	-0	-0
其他非流动负债	4636	4511	4511	4511	4511
负债合计	20146	22769	22075	22968	22356
少数股东权益	746	792	982	1170	1392
股本	1364	1364	1364	1364	1364
资本公积	3675	3956	3956	3956	3956
留存收益	15622	17719	19673	22006	24626
归属母公司股东权益	20622	23002	24860	27913	31475
负债和股东权益	41514	46563	47917	52051	55222

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4953	6043	3005	5406	4304
净利润	2327	3256	3549	4223	4848
折旧摊销	1163	1144	1121	1211	1300
财务费用	-471	-243	-462	-530	-607
投资损失	-25	-186	-185	-185	-185
营运资金变动	2251	3181	-914	804	-920
其他经营现金流	-291	-1110	-105	-118	-133
投资活动现金流	-1488	-10250	-521	-545	-534
筹资活动现金流	-356	-1614	-1087	-452	-457
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.61	2.31	2.46	2.96	3.39
每股经营现金流(最新摊薄)	3.63	4.43	2.20	3.96	3.15
每股净资产(最新摊薄)	15.11	16.86	18.22	20.46	23.07

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	27760	30167	32433	34776	37089
营业成本	16541	19091	20033	20864	21810
营业税金及附加	2219	2319	2493	2673	2851
营业费用	4985	4097	4216	4521	4822
管理费用	1678	1693	1459	1565	1669
研发费用	21	31	33	36	38
财务费用	-471	-243	-462	-530	-607
资产减值损失	-131	-189	-79	-154	-165
公允价值变动收益	55	253	105	118	133
投资净收益	25	186	185	185	185
营业利润	3250	4455	4870	5796	6658
营业外收入	15	33	24	27	25
营业外支出	25	9	13	13	15
利润总额	3240	4479	4882	5809	6668
所得税	913	1223	1333	1586	1820
税后利润	2327	3256	3549	4223	4848
少数股东损益	126	101	190	188	222
归属母公司净利润	2201	3155	3359	4035	4626
EBITDA	3891	5200	5559	6489	7321

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-0.8	8.7	7.5	7.2	6.7
营业利润(%)	20.5	37.1	9.3	19.0	14.9
归属于母公司净利润(%)	18.9	43.3	6.5	20.1	14.6
获利能力					
毛利率(%)	40.4	36.7	38.2	40.0	41.2
净利率(%)	7.9	10.5	10.4	11.6	12.5
ROE(%)	10.9	13.7	13.7	14.5	14.7
ROIC(%)	7.7	10.7	11.0	11.8	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	48.5	48.9	46.1	44.1	40.5
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.9	2.2
速动比率	1.3	1.0	1.1	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	158.0	241.3	241.3	241.3	241.3
应付账款周转率	6.9	6.7	6.7	6.7	6.7
估值比率					
P/E	64.5	45.0	42.2	35.2	30.7
P/B	6.9	6.2	5.7	5.1	4.5
EV/EBITDA	32.6	25.0	23.1	19.2	16.6

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

