

青岛啤酒 (600600.SH) 买入 (维持评级)

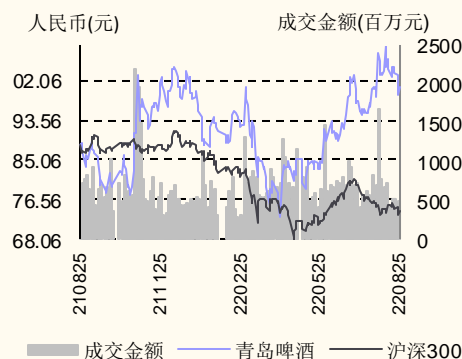
公司点评

市场价格 (人民币): 100.52 元

Q2 业绩超预期, 经营彰显韧劲

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	13.64
已上市流通 A 股(亿股)	7.00
流通港股(亿股)	6.55
总市值(亿元)	1,371.45
年内股价最高最低(元)	109.50/72.82
沪深 300 指数	4116
上证指数	3246



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	32,834	35,181	36,918
营业收入增长率	-0.80%	8.67%	8.84%	7.15%	4.94%
归母净利润 (百万元)	2,201	3,155	3,364	4,239	4,957
归母净利润增长率	18.9%	43.3%	7%	26%	17%
摊薄每股盈利 (元)	1.61	2.31	2.47	3.11	3.63
每股经营性现金流净额	3.04	3.71	7.16	4.17	5.27
净资产收益率	10.67%	13.72%	13.53%	15.43%	16.17%
市盈率 (倍)	61.60	42.81	41	32	28
市净率 (倍)	6.58	5.87	5.52	4.99	4.47

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司 8 月 25 日发布中报, 22H1 实现收入 192.73 亿元, 同比+5.37%; 归母净利润 28.52 亿元, 同比+18.07%; 扣非净利 25.90 亿元, 同比+20.03%。22Q2 实现收入 100.65 亿元, 同比+7.49%; 归母净利润 17.26 亿元, 同比+23.85%; 扣非净利 15.69 亿元, 同比+22%。

经营分析

■ **Q2 吨价超预期, 提价顺利+疫后高端化推进。** 1) 分量价看, H1 实现销量 472 万千升, 同比-1.0%, 吨价 4040 元/吨, 同比+6.8%。Q2 量+0.5%, 吨收入+7%, 主要受益于结构优化+前期提价传导顺利 (去年年底到今年年初, 经典大瓶、白啤、纯生小瓶、1903 均有提价, 我们测算贡献在 2-3%)。Q2 价增超预期, 预计系 5-6 月消费场景复苏后升级节奏加快。2) 分产品看, H1 主品牌 260 万千升, 同比+2.9%, 占比+2.1pct; Q2 主品牌量增 0.8%, 占比持平。H1 中高档及以上产品销量 166 万千升, 同比+6.6% (Q1 增速 10%以上, Q2 边际放缓), 预计经典增速 8%、白啤同比+60%以上, 超高端有所增长, 纯生、1903 因餐饮场景限制而下滑。H1 其他品牌销量同比-5%, 预计崂山销量持平, 汉斯、山水、银麦等区域品牌下滑 10%。3) 分区域看, H1 山东/华南/华北/华东/东南地区收入同比+6.0%/-0.6%/+12.6%/-8.5%/-1.2%, 华东受疫情影响偏重, 山东疫后修复迅速, 东北市场具备潜力

■ **成本增幅边际好转, 控费增强盈利能力。** H1 净利率同比+1.5pct, 其中: H1 啤酒业务吨成本+6.7%, 啤酒毛利率同比+0.1pct, 销售/管理费率同比-0.8/-0.2pct (广告及业务推广费率同比-0.2pct)。Q2 净利率同比+2.2pct, 其中: 1) 整体吨成本+5.6%, 包材压力环比改善, 毛利率同比+0.8pct; 2) 销售/管理费率同比-0.2/-0.5pct, 营业税金及附加占比同比-0.4pct, 控费水平持续增强, 带动效率提升。

■ **啤酒 Q3 具备多重催化因素, 成本向好趋势明确。** 我们重申, 7-8 月面临低基数+天气热于往年+疫情政策趋缓, 需求有望兑现较好增长 (预计 7 月量增 15%, 8 月维持良好势头), 升级恢复也将贡献明显吨价弹性。此外, 包材价格环比向好, H2 及 23H1 有望进一步改善毛利率。中长期看, 青啤本身品牌优异, 产品上, 经典大单品势能良好, 白啤持续放量, 纯生需求已有复苏; 区域上, 东北异军突起, 北方份额提升, 看好高端化+增效逻辑演绎。

盈利预测

■ 预计 22-24 年收入增速 9%/7%/5%, 剔除土地补偿款后归母净利润增速 23%/26%/17%, EPS 为 2.47/3.11/3.63 元, 对应 PE 为 41/32/28 X, 维持“买入”评级。

风险提示

■ 疫情反复风险, 原材料成本上涨过快, 食品安全问题。

相关报告

- 1.《业绩符合预期, 盈利能力持续改善-青岛啤酒一季报点评》, 2022.4.29
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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

李奔元 分析师
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	32,834	35,181	36,918	货币资金	15,302	18,467	14,598	13,565	15,768	19,384
增长率		-0.8%	8.7%	8.8%	7.1%	4.9%	应收账款	312	199	800	752	806	846
主营业务成本	-17,080	-16,541	-19,091	-20,401	-21,065	-21,524	存货	3,182	3,281	3,493	3,912	3,924	3,951
%销售收入	61.0%	59.6%	63.3%	62.1%	59.9%	58.3%	其他流动资产	2,206	2,681	10,068	14,061	14,636	15,007
毛利	10,903	11,219	11,076	12,433	14,116	15,394	流动资产	21,002	24,628	28,959	32,291	35,135	39,188
%销售收入	39.0%	40.4%	36.7%	37.9%	40.1%	41.7%	%总资产	56.3%	59.3%	62.2%	64.4%	66.0%	68.0%
营业税金及附加	-2,313	-2,219	-2,319	-2,528	-2,709	-2,824	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	10,954	11,016	11,102
销售费用	-5,104	-4,985	-4,097	-4,301	-4,591	-4,781	%总资产	27.9%	25.6%	23.4%	21.9%	20.7%	19.3%
%销售收入	18.2%	18.0%	13.6%	13.1%	13.1%	13.0%	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	-1,773	-1,829	-1,901	非流动资产	16,311	16,886	17,604	17,824	18,128	18,405
%销售收入	6.7%	6.0%	5.6%	5.4%	5.2%	5.2%	%总资产	43.7%	40.7%	37.8%	35.6%	34.0%	32.0%
研发费用	-21	-21	-31	-39	-32	-30	资产总计	37,312	41,514	46,563	50,115	53,263	57,593
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	293	745	294	48	49	50
息税前利润 (EBIT)	1,584	2,316	2,937	3,791	4,955	5,858	应付款项	4,813	5,447	6,368	7,768	7,631	7,793
%销售收入	5.7%	8.3%	9.7%	11.5%	14.1%	15.9%	其他流动负债	8,248	9,318	11,597	12,278	12,676	13,370
财务费用	484	471	243	352	375	450	流动负债	13,354	15,510	18,259	20,094	20,356	21,213
%销售收入	-1.7%	-1.7%	-0.8%	-1.1%	-1.1%	-1.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-114	-129	-202	-205	-235	-245	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	24,380	24,842	25,898
投资收益	25	25	186	170	180	190	普通股股东权益	19,172	20,622	23,002	24,865	27,467	30,650
%税前利润	0.9%	0.8%	4.2%	3.6%	3.0%	2.7%	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	4,710	5,921	6,917	未分配利润	12,788	14,221	16,319	18,181	20,783	23,967
营业利润率	9.6%	11.7%	14.8%	14.3%	16.8%	18.7%	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	50,115	53,263	57,593
税前利润	2,727	3,240	4,479	4,735	5,946	6,942	比率分析						
利润率	9.7%	11.7%	14.8%	14.4%	16.9%	18.8%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-798	-913	-1,223	-1,293	-1,623	-1,895	每股指标						
所得税率	29.3%	28.2%	27.3%	27.3%	27.3%	27.3%	每股收益	1.371	1.614	2.313	2.465	3.107	3.633
净利润	1,929	2,327	3,256	3,443	4,323	5,047	每股净资产	14.191	15.117	16.859	18.225	20.132	22.465
少数股东损益	77	126	101	79	84	90	每股经营现金净流	2.514	3.044	3.708	7.160	4.172	5.265
归属于母公司的净利润	1,852	2,201	3,155	3,364	4,239	4,957	每股股利	0.550	0.750	1.100	1.100	1.200	1.300
净利率	6.6%	7.9%	10.5%	10.2%	12.0%	13.4%	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%	13.53%	15.43%	16.17%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	4.96%	5.30%	6.78%	6.71%	7.96%	8.61%
净利润	1,929	2,327	3,256	3,443	4,323	5,047	投入资本收益率	5.50%	7.47%	8.80%	10.62%	12.58%	13.34%
少数股东损益	77	126	101	79	84	90	增长率						
非现金支出	220	222	189	1,171	1,272	1,359	主营业务收入增长率	5.30%	-0.80%	8.67%	8.84%	7.15%	4.94%
非经营收益	-706	-648	-1,568	-130	-185	-102	EBIT增长率	11.73%	46.18%	26.80%	29.11%	30.69%	18.23%
营运资金变动	1,954	2,251	3,181	5,285	282	880	净利润增长率	30.23%	18.86%	43.34%	6.60%	26.02%	16.94%
经营活动现金净流	3,396	4,152	5,059	9,769	5,692	7,184	总资产增长率	9.50%	11.26%	12.16%	7.63%	6.28%	8.13%
资本开支	-907	-1,275	-1,602	-1,180	-1,280	-1,384	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	2.0	2.0	2.0
其他	757	257	537	170	180	190	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	-8,805	-1,945	-1,889	应付账款周转天数	47.2	48.4	51.1	66.0	60.0	60.0
股权募资	0	282	6	0	0	0	固定资产周转天数	133.3	135.4	122.8	113.0	105.6	100.5
债权募资	-33	450	-450	-482	101	101	偿债能力						
其他	-732	-1,111	-1,179	-1,515	-1,644	-1,780	净负债/股东权益	-83.02%	-91.77%	-71.79%	-92.69%	-93.66%	-96.53%
筹资活动现金净流	-765	-380	-1,623	-1,996	-1,543	-1,679	EBIT利息保障倍数	-3.3	-4.9	-12.1	-10.8	-13.2	-13.0
现金净流量	2,284	2,284	-6,814	-1,033	2,204	3,615	资产负债率	46.63%	48.53%	48.90%	48.65%	46.64%	44.97%

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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