

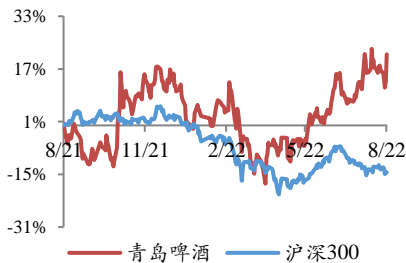
Q2 快速恢复量价齐升，盈利能力明显改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-25

收盘价(元)	100.52
近12个月最高/最低(元)	110.20/72.17
总股本(百万股)	1364
流通股本(百万股)	1355
流通股比例(%)	99.34
总市值(亿元)	1371
流通市值(亿元)	1362

公司价格与沪深300走势比较



分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

相关报告

1. 青岛啤酒深度报告：高端战略焕活力，升级提效迎复兴 2022-08-24

主要观点：

● 事件：公司发布 2022 年半年度报告

2022H1 公司实现营业收入 192.73 亿元，同比+5.37%；实现归母净利润 28.52 亿元，同比+18.07%；实现扣非归母净利润 25.90 亿元，同比+20.03%；其中 Q2 单季度实现营业收入 100.65 亿元，同比+7.49%；实现归母净利润 17.26 亿元，同比+23.85%；实现扣非归母净利润 15.69 亿元，同比+25.72%。

● Q2 销量同比增速转正，上半年疫情扰动不改产品结构升级趋势

2022Q1 包括大本营山东在内的部分地区受到疫情的较大冲击，啤酒消费受抑制，Q2 疫情好转以来，公司销量快速修复，单季度啤酒总销量 259.1 万千升，同比增长 0.5%，故 2022H1 实现啤酒总销量 472 万千升，同比去年仍有缺口 (-1.0%)，但降幅较 Q1 环比收窄 (Q1 总销量 -2.8%)。结构方面，上半年主品牌青岛啤酒实现销量 260 万千升，同比+2.85%，其中经典、纯生等中高档及以上产品销量 166 万千升，同比+6.6%；其他品牌销量 212 万千升，同比-5.4%。即使在上半年现饮场景部分受到疫情不利影响的环境中，公司产品结构升级仍然保持较快步伐。

● 结构升级+直接提价推升吨价，对冲成本压力，毛利率彰显韧性

由于大麦、包材等原材料价格上涨，2022H1 公司每千升酒成本同比+6.1%，但受益于产品结构高端化以及直接提价，每千升酒收入同比+6.5%，有力对冲成本压力。故 2022H1 毛利率同比小幅上升约 0.2pct 至 38.1%。Q2 疫情影响弱化，现饮场景修复促进中高档产品销售，结构升级节奏加快，每千升酒收入同比+7.0%，毛利率同比提升约 0.8pct 至 38.3%。

● 控费效果明显，盈利能力强化，Q2 净利率加速改善

2022H1 销售费用同比减少 1.36%，销售费用率同比下降 0.75pct 至 11.03%，主因疫情影响下，广告及业务推广费用减少。管理费用中行政费用有较大幅度节省，促进管理费用率同比下降 0.23pct 至 3.66%；财务/研发费用率分别为-0.96%/0.09%，同比分别-0.22%/+0.04%，较为平稳。净利率方面，2022H1 净利率 15.09%，同比提升 1.5pct，其中 Q2 单季度净利率 17.45%，同比提升 2.2pct，盈利能力加速改善。

● 盈利预测与投资建议

Q2 公司呈现量价利齐升的强势恢复状态，7 月以来，疫情对现饮场景的限制作用弱化，叠加高温天气对啤酒消费有所刺激，青啤出货与终端动销较 6 月继续改善。而现饮场景恢复有利于中高端产品销售，吨价提升速度有望加快。成本端，铝材、玻璃、瓦楞纸等包材价格持续回落，预计成本压力逐季缓解。因此预计 Q3 收入与成本端进一步改善，公司基本面延续走强。中长期来看，青啤在中高档价格带布局完善，具备经典、纯生、白啤等竞争力强的产品组合，且品牌与渠道基础深厚，渠道

结构更趋多元立体,未来将继续受益于高端化。同时提质增效持续推进,盈利能力仍有较大提升空间。预计 2022-2024 年公司实现营业总收入 322.5/340.2/357.5 亿元,同比+6.9%/+5.5%/+5.1%;实现归母净利润 32.2/37.9/42.8 亿元,同比+1.9%/+17.8%/+13.1%;EPS 分别为 2.36/2.78/3.14 元;当前股价对应 PE 分别为 43/36/32 倍,维持“买入”评级。

● **风险提示**

疫情发展超预期;原材料价格持续上涨;宏观经济下行压力增大;食品安全问题。

● **重要财务指标**

单位:亿元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	302	323	340	357
收入同比	8.7%	6.9%	5.5%	5.1%
归属母公司净利润	32	32	38	43
净利润同比	43.3%	1.9%	17.8%	13.1%
毛利率	36.7%	36.4%	37.8%	38.8%
ROE	13.7%	13.0%	13.9%	14.1%
每股收益(元)	2.33	2.36	2.78	3.14
P/E	42.53	42.63	36.20	32.01
P/B	5.87	5.55	5.04	4.53
EV/EBITDA	-2.78	-3.14	-3.25	-3.43

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	290	312	343	381	营业收入	302	323	340	357
现金	146	159	186	217	营业成本	191	205	212	219
应收账款	1	1	1	1	营业税金及附加	23	25	26	27
其他应收款	7	5	4	4	销售费用	41	41	43	44
预付账款	2	2	3	3	管理费用	17	17	17	18
存货	35	38	37	39	财务费用	-2	-3	-3	-4
其他流动资产	98	106	111	116	资产减值损失	-2	-1	-1	-1
非流动资产	176	176	175	175	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	4	4	4	3	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	101	101	101	101	营业利润	45	45	54	61
无形资产	25	25	24	24	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	46	46	47	47	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	466	487	518	556	利润总额	45	46	54	61
流动负债	183	186	191	198	所得税	12	12	15	17
短期借款	2	1	0	0	净利润	33	33	39	44
应付账款	31	31	33	35	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	149	153	158	163	归属母公司净利润	32	32	38	43
非流动负债	45	45	45	44	EBITDA	46	45	53	59
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.33	2.36	2.78	3.14
其他非流动负债	45	45	45	44					
负债合计	228	231	236	242					
少数股东权益	8	9	10	12					
股本	14	14	14	14					
资本公积	40	40	40	40					
留存收益	177	194	219	250					
归属母公司股东权益	230	247	272	303					
负债和股东权益	466	487	518	556					

现金流量表					主要财务比率				
单位:亿元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2024E
经营活动现金流	60	39	49	51	成长能力				
净利润	33	33	39	44	营业收入	8.7%	6.9%	5.5%	5.1%
折旧摊销	11	5	5	4	营业利润	37.1%	2.0%	17.9%	13.2%
财务费用	-3	0	0	0	归属于母公司净利	43.3%	1.9%	17.8%	13.1%
投资损失	-2	-2	-2	-2	获利能力				
营运资金变动	30	3	8	4	毛利率 (%)	36.7%	36.4%	37.8%	38.8%
其他经营现金流	-7	30	31	40	净利率 (%)	10.5%	10.0%	11.1%	12.0%
投资活动现金流	-102	-10	-7	-7	ROE (%)	13.7%	13.0%	13.9%	14.1%
资本支出	-16	-3	-3	-4	ROIC (%)	10.5%	11.3%	12.3%	12.6%
长期投资	-92	-8	-5	-5	偿债能力				
其他投资现金流	5	1	2	2	资产负债率 (%)	48.9%	47.4%	45.5%	43.5%
筹资活动现金流	-16	-16	-15	-13	净负债比率 (%)	95.7%	90.2%	83.6%	76.9%
短期借款	-5	-1	-1	0	流动比率	1.59	1.68	1.79	1.93
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.00	1.08	1.21	1.36
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	3	0	0	0	总资产周转率	0.69	0.68	0.68	0.67
其他筹资现金流	-14	-15	-14	-13	应收账款周转率	247.03	240.00	236.84	246.58
现金净增加额	-58	13	27	31	应付账款周转率	6.71	6.55	6.55	6.43

每股指标 (元)				
每股收益	2.33	2.36	2.78	3.14
每股经营现金流薄)	4.43	2.87	3.61	3.75
每股净资产	16.86	18.12	19.94	22.20

估值比率				
P/E	42.53	42.63	36.20	32.01
P/B	5.87	5.55	5.04	4.53
EV/EBITDA	-2.78	-3.14	-3.25	-3.43

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：杨苑，剑桥大学经济学硕士，1年食品饮料行业研究经验，1年宏观利率研究经验

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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。