

600600.SH
买入

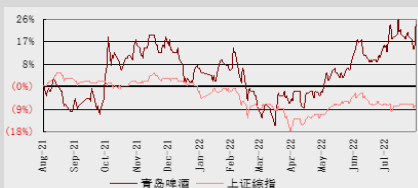
原评级: 买入

市场价格: 人民币 108.0

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 青岛啤酒 2022 年中报点评.

股价表现


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	9.6	7.5	27.0	21.8
相对上证指数	20.5	8.7	23.4	29.4

发行股数(百万)	1,364
流通股(%)	51
总市值(人民币 百万)	147,350
3 个月日均交易额(人民币 百万)	606
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	45

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 8 月 26 日收市价为标准

相关研究报告

《青岛啤酒: 1Q22 利润稳健增长, 产品结构持续升级》20220429

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 非白酒

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

青岛啤酒

结构性升级趋势延续, 盈利能力持续向好

青岛啤酒披露 2022 年半年报。1H22 实现营收 192.7 亿元, 同比+5.4%; 归母净利润/扣非归母净利润 28.5/25.9 亿元, 同比+18%/+20%。其中 2Q22 公司实现营收 100.7 亿元, 同比+7.5%; 归母净利润/扣非归母净利润 17.3/15.7 亿元, 同比+23.9%/+25.7%。公司短期向好态势延续, 维持买入评级。

支撑评级的要点

■ **结构性升级趋势延续, 销量受外部因素影响小幅下滑。**1H22 公司实现营收 192.7 亿元, 同比+5.4%。(1) 销量上: 受疫情扩散与 6 月高温天气两大外部因素的共同影响, 公司 1H22 实现啤酒销量 472 万千升, 同比-1%, 略强于行业平均水平。其中青岛主品牌销量 260 万千升, 同比+2.8%; 中高档及以上产品销量 166 万千升, 同比+6.6%。(2) 价格上: 结构性升级趋势延续。随着白啤产品、经典系列产品销量的增长, 1H22 公司啤酒吨价超过 4000 元/千升, 同比+6.5%。(3) 2Q22 公司实现啤酒销量 259 万千升, 同比+0.4%。整体呈先抑后扬的态势。在疫情好转+高温天气的作用下, 4、5 月份受疫情影响的销量在 6 月被快速追回; 价格上 2Q22 公司实现啤酒吨价 3884 元/千升, 同比+6.9%。结构性升级对营收增长的驱动力依然强劲。

■ **受益于良好的费用控制, 利润保持高速增长。**(1) 1H22 公司毛利率 38.1%, 在剔除会计准则调整的影响后, 同比+0.2pct。我们认为, 在原材料成本快速上涨的背景下公司毛利率能够维持小幅度上涨, 主要得益于结构性升级进程中高毛利产品销量占比的提升。(2) 费用方面, 1H22 公司销售/管理/研发费用率分别为 11%/3.75%/0.09%, 在去除会计准则调整对销售费用的影响后, 同比-1.3pct/-0.19pct/+0.04pct。受疫情影响, 1H22 公司在销售费用的投放进度上有所放缓。(3) 受益于良好的费用控制, 1H22 公司净利率 15.1%, 同比+1.5pct; 实现扣非归母净利润 25.9 亿元, 同比+20%。(4) 2Q22 公司毛利率 38.3%, 在去除会计准则调整的影响后, 同比+0.8pct。扣除费用后, 2Q22 公司净利率/净利率同比增速分别为 17.5%/+2.2pct, 优于 1Q22 公司在净利率/净利率同比增速上 12.5%/+0.7pct 的表现。在结构升级、成本缓解、费用控制良好等因素的共同作用下, 2Q22 公司盈利水平持续向好。

■ **未来展望: 短期向好态势延续, 长期竞争优势显著。**(1) 短期来看, 7、8 月份全国各地持续高温。高温天气将进一步刺激啤酒的消费需求, 叠加去年同期低基数, 预计下半年公司啤酒销量将加速回升; 7 月以来啤酒原材料价格呈现同比回落态势。在原材料价格趋于缓和, 结构性升级趋势延续的背景下, 预计下半年公司毛利率将延续同比上升态势。(2) 长期来看, 产品上公司主打“1+1+N”产品矩阵, 以经典、纯生两大核心产品系列的发展带动其他特新产品的销量; 渠道上公司聚焦于“一纵两横一圈”区域, 实行振兴沿海、提速沿黄、解放沿江、扩大山东基地圈的扩张战略; 激励机制上公司于 2020 年首次推出股权激励计划, 今年是该激励计划业绩考核期的最后一年。我们认为, 数量庞大、互相接壤的基地市场是青岛啤酒的核心竞争优势。与公司优势相得益彰的扩张策略亦将进一步巩固公司的核心竞争力。随着时间的发展, 公司的竞争优势将不断的体现在营收的增长与市场份额的提升上。

估值

■ 根据中报情况, 我们小幅调整盈利预测, 预计 22-24 年 EPS 为 2.57、2.92、3.27, 同比+11.1%、+13.6%、+12.1%, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 消费群体变化影响需求, 原材料成本波动, 疫情影响超预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	27,760	30,167	32,311	34,437	36,449
变动(%)	(1)	9	7	7	6
净利润(人民币 百万)	2,201	3,155	3,505	3,981	4,462
全面摊薄每股收益(人民币)	1.613	2.313	2.569	2.918	3.271
变动(%)	18.9	43.3	11.1	13.6	12.1
原先全面摊薄每股收益			2.558	2.906	3.257
变动(%)			0.4	0.4	0.4
全面摊薄市盈率(倍)	66.9	46.7	42.0	37.0	33.0
价格/每股现金流量(倍)	29.7	24.4	17.0	19.9	27.6
每股现金流量(人民币)	3.63	4.43	6.34	5.43	3.91
企业价值/息税折旧前利润(倍)	42.9	36.6	32.8	28.3	24.1
每股股息(人民币)	0.545	0.750	0.293	0.366	0.440
股息率(%)	0.5	0.7	0.3	0.3	0.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 青岛啤酒 2022 年半年报业绩

(人民币, 百万元)	2Q21	2Q22	同比 (%)	1H21	1H22	同比 (%)
营业收入	9,363	10,065	7.5	18,291	19,273	5.4
营业成本	5,272	6,207	17.7	10,170	11,931	17.3
毛利率(%)	43.7	38.3	(5.4)	44.4	38.1	(6.3)
毛利	4,092	3,857	(5.7)	8,121	7,342	(9.6)
税金及附加	740	755	2.1	1,331	1,320	(0.8)
销售费用	1,358	819	(39.7)	3,345	2,126	(36.4)
管理费用	373	351	(5.7)	712	706	(0.7)
研发费用	4	11	156.7	8	17	106.1
财务费用	(61)	(124)	102.3	(135)	(185)	36.9
资产减值损失	(0)	(1)	13,901.8	(0)	(1)	16,424.5
公允价值变动收益	80	56	(30.0)	130	111	(15.0)
投资收益	38	53	37.7	60	111	85.9
营业利润	1,884	2,323	23.3	3,281	3,845	17.2
营业利润率(%)	20.1	23.1	3.0	17.9	20.0	2.0
营业外收入	9	3	(65.6)	10	4	(56.5)
营业外支出	0	2	492.9	0	5	835.0
利润总额	1,893	2,324	22.8	3,291	3,845	16.8
所得税	460	568	23.4	804	937	16.5
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	25	25	0.1	25	25	0.1
少数股东权益	39	30	(22.4)	71	56	(21.2)
归属于母公司净利润	1,394	1,726	23.9	2,416	2,852	18.1
净利率(%)	14.9	17.1	2.3	13.2	14.8	1.6
EPS	1.02	1.26	23.9	1.77	2.09	18.1

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	27,760	30,167	32,311	34,437	36,449
销售成本	16,541	19,091	20,348	21,384	22,197
经营费用	8,903	8,139	8,613	9,094	9,534
息税折旧前利润	3,439	4,028	4,494	5,211	6,119
折旧及摊销	1,123	1,091	1,144	1,251	1,401
经营利润(息税前利润)	2,316	2,937	3,350	3,960	4,718
净利息收入/(费用)	524	316	0	0	0
其他收益/(损失)	19	182	184	186	188
税前利润	3,240	4,479	4,975	5,650	6,334
所得税	913	1,223	1,358	1,543	1,729
少数股东损益	126	101	112	127	143
净利润	2,201	3,155	3,505	3,981	4,462
核心净利润	2,201	3,155	3,505	3,981	4,462
每股收益(人民币)	1.613	2.313	2.569	2.918	3.271
核心每股收益(人民币)	1.613	2.313	2.569	2.918	3.271
每股股息(人民币)	0.545	0.750	0.293	0.366	0.440
收入增长(%)	(1)	9	7	7	6
息税前利润增长(%)	46	27	14	18	19
息税折旧前利润增长(%)	27	17	12	16	17
每股收益增长(%)	19	43	11	14	12
核心每股收益增长(%)	19	43	11	14	12

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	18,467	14,598	20,404	25,043	26,822
应收帐款	125	125	251	123	251
库存	3,281	3,493	3,880	4,017	4,022
其他流动资产	2,755	10,743	5,832	7,231	7,591
流动资产总计	24,628	28,959	30,367	36,414	38,687
固定资产	10,728	11,037	11,789	13,198	15,117
无形资产	3,811	3,788	3,956	3,902	3,872
其他长期资产	2,348	2,779	3,057	3,363	3,699
长期资产总计	16,886	17,604	18,802	20,462	22,687
总资产	41,514	46,563	49,169	56,877	61,374
应付帐款	7,901	9,394	8,889	12,343	12,162
短期债务	703	246	270	297	327
其他流动负债	6,905	8,619	8,619	8,619	8,619
流动负债总计	15,510	18,259	17,777	21,259	21,108
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4,636	4,511	4,736	4,973	5,222
股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
储备	19,258	21,637	24,387	28,249	32,507
股东权益	20,622	23,002	25,752	29,614	33,871
少数股东权益	746	792	904	1,031	1,173
总负债及权益	41,514	46,563	49,169	56,877	61,374
每股帐面价值(人民币)	15.11	16.86	18.87	21.71	24.83
每股有形资产(人民币)	23.74	21.26	25.80	29.21	30.47
每股净负债/(现金)(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	3,240	4,479	4,975	5,650	6,334
折旧与摊销	1,123	1,091	1,144	1,251	1,401
净利息费用	0	0	0	0	0
运营资本变动	1,008	692	(443)	2,767	290
税金	(1,192)	(1,600)	(1,358)	(1,543)	(1,729)
其他经营现金流	(180)	(839)	4,336	(721)	(965)
经营活动产生的现金流	4,953	6,043	8,653	7,405	5,331
购买固定资产净值	(1,295)	(1,635)	(2,064)	(2,605)	(3,289)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(2,584)	(22,299)	(278)	(306)	(336)
投资活动产生的现金流	(1,488)	(10,250)	(2,342)	(2,911)	(3,625)
净增权益	285	8	269	281	294
净增债务	450	(450)	25	27	30
支付股息	(793)	(1,111)	(1,023)	(400)	(500)
其他融资现金流	(297)	(61)	225	237	250
融资活动产生的现金流	(356)	(1,614)	(505)	145	74
现金变动	3,165	(3,869)	5,806	4,639	1,779
期初现金	15,302	18,467	14,598	20,404	25,043
公司自由现金流	3,815	4,840	1,149	4,382	1,941
权益自由现金流	4,601	4,565	1,418	4,702	2,282

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.4	13.4	13.9	15.1	16.8
息税前利润率(%)	8.3	9.7	10.4	11.5	12.9
税前利润率(%)	11.7	14.8	15.4	16.4	17.4
净利率(%)	7.9	10.5	10.8	11.6	12.2
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
估值					
市盈率(倍)	66.9	46.7	42.0	37.0	33.0
核心业务市盈率(倍)	66.9	46.7	42.0	37.0	33.0
市净率(倍)	7.1	6.4	5.7	5.0	4.3
价格/现金流(倍)	29.7	24.4	17.0	19.9	27.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	42.9	36.6	32.8	28.3	24.1
周转率					
存货周转天数	42.5	41.0	41.6	41.9	40.3
应收帐款周转天数	2.3	1.5	2.1	2.0	1.9
应付帐款周转天数	96.5	104.6	103.3	112.5	122.7
回报率					
股息支付率(%)	33.8	32.4	11.4	12.6	13.4
净资产收益率(%)	11.1	14.5	14.4	14.4	14.1
资产收益率(%)	5.0	5.7	5.9	6.3	6.8
已运用资本收益率(%)	13.4	14.1	13.1	13.7	14.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371