

## 青岛啤酒 (600600.SH) 业绩超预期，三季度有望加速

2022年08月27日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

方勇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

fangyong@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790520100003

日期	2022/8/26
当前股价(元)	108.00
一年最高最低(元)	110.20/73.00
总市值(亿元)	1,473.50
流通市值(亿元)	756.29
总股本(亿股)	13.64
流通股本(亿股)	7.00
近3个月换手率(%)	58.36

### ● 收入符合预期，业绩略超预期

2022H1 公司营收 192.73 亿元，同比+5.37%；扣非前后归母净利润 28.52、25.90 亿元，同比+18.07%、+20.03%。2022Q2 单季营收 100.65 亿元，同比+7.49%；扣非前后归母净利润 17.26、15.69 亿元，同比+23.85%、+25.72%。我们维持 2022-2024 年归母净利润 33.77、42.33、49.48 亿元预测，对应 2022-2024 年 EPS 预测 2.48、3.10、3.63 元，当前股价对应 43.6、34.8、29.8 倍 PE，高端化趋势明显，维持“增持”评级。

### ● 高端化持续推进，吨价明显提升

(1) 2022H1 销量 472 万吨，销量同比-1.03%，吨价同比+6.5%。其中主品牌销量 260 万吨，同比+2.85%；副品牌实现销量 212 万吨，同比-5.40%。中高档以上产品销量 166 万吨，同比+6.6%，吨价同比+6.5%。(2) 2022Q2 单季销量 259.1 万吨，销量同比+0.5%，吨价同比+7.0%，高端化和结构升级趋势持续。(3) 山东、华南、华北、华东、东南市场营收分别同比+6.00%、-0.62%、+12.58%、-8.48%、-1.21%，山东、华北核心基地市场呈现较快增长。

### ● 成本虽有压力但可控，销售费用缩减、盈利能力提升

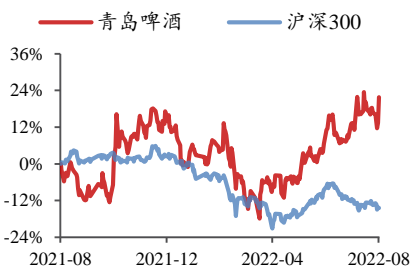
2022H1 净利率同比升 1.49pct，其中毛利率同比降 6.3pct（其中运输费用并入营业成本影响 5.73pct），成本压力可控，销售费用率、管理费用率分别同比降 7.26pct、降 0.19pct，毛销差同比升 0.96pct。2022Q2 单季净利率同比升 2.15pct，其中毛利率同比降 5.37pct，2022Q2 单季销售费用率、管理费用率分别同比降 6.38pct、0.47pct，毛销差同比升 1.01pct。

### ● 三季度业绩有望加速

入夏以来全国天气普遍高温刺激啤酒需求提升，同时叠加 2021Q3 公司销量基数，2022Q3 公司销量同比有望保持双位数增长，业绩有望释放弹性。公司继续推进产品高端化和品牌年轻化，股权激励下公司整体积极性高，业绩确定性强。

### ● 风险提示：餐饮堂食管控风险、雨水天气风险、宏观经济放缓风险

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《吨价持续提升，结构依然向好——公司信息更新报告》-2022.4.30

《高端化效果显著，吨价提升趋势有望延续——公司信息更新报告》-2022.3.30

《纵享升级红利，高端化成为主旋律——公司首次覆盖报告》-2022.3.22

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,760	30,167	32,054	33,908	35,603
YOY(%)	-0.8	8.7	6.3	5.8	5.0
归母净利润(百万元)	2,201	3,155	3,377	4,233	4,948
YOY(%)	18.9	43.3	7.0	25.3	16.9
毛利率(%)	40.4	36.7	36.8	38.8	40.2
净利率(%)	7.9	10.5	10.5	12.5	13.9
ROE(%)	10.9	13.7	13.6	15.0	15.4
EPS(摊薄/元)	1.61	2.31	2.48	3.10	3.63
P/E(倍)	66.9	46.7	43.6	34.8	29.8
P/B(倍)	7.1	6.4	5.9	5.2	4.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	24628	28959	30983	35778	40528
现金	18467	14598	19270	23105	28005
应收票据及应收账款	125	125	175	129	195
其他应收款	74	675	0	485	0
预付账款	240	228	237	266	259
存货	3281	3493	3927	3596	4148
其他流动资产	2441	9840	7374	8196	7922
<b>非流动资产</b>	16886	17604	16794	16088	15191
长期投资	374	366	379	392	404
固定资产	10304	10150	10023	9710	9209
无形资产	2504	2481	2188	1915	1661
其他非流动资产	3704	4608	4204	4071	3916
<b>资产总计</b>	41514	46563	47777	51865	55719
<b>流动负债</b>	15510	18259	17419	18111	17887
短期借款	703	246	398	347	364
应付票据及应付账款	2372	3298	2659	3466	2810
其他流动负债	12435	14715	14362	14298	14713
<b>非流动负债</b>	4636	4511	4552	4539	4543
长期借款	0	0	-0	-0	-0
其他非流动负债	4636	4511	4553	4539	4543
<b>负债合计</b>	20146	22769	21971	22650	22430
少数股东权益	746	792	928	1086	1276
股本	1364	1364	1364	1364	1364
资本公积	3675	3956	3956	3956	3956
留存收益	15622	17719	19651	22067	24892
<b>归属母公司股东权益</b>	20622	23002	24878	28129	32013
<b>负债和股东权益</b>	41514	46563	47777	51865	55719

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	4953	6043	5657	4769	5485
净利润	2327	3256	3513	4392	5138
折旧摊销	222	189	1258	1345	1423
财务费用	-471	-243	-489	-613	-745
投资损失	-25	-186	-64	-75	-88
营运资金变动	2251	3181	1407	-117	-125
其他经营现金流	650	-155	32	-163	-118
<b>投资活动现金流</b>	-1488	-10250	-119	-500	-288
资本支出	1295	1635	-821	-720	-909
长期投资	-470	-9185	-13	-13	-13
其他投资现金流	-662	-17800	-953	-1232	-1210
<b>筹资活动现金流</b>	-356	-1614	-865	-435	-297
短期借款	432	-457	152	-51	17
长期借款	-0	0	-0	-0	-0
普通股增加	13	0	0	0	0
资本公积增加	231	281	0	0	0
其他筹资现金流	-1032	-1437	-1018	-384	-314
<b>现金净增加额</b>	3086	-5829	4673	3835	4900

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	27760	30167	32054	33908	35603
营业成本	16541	19091	20270	20769	21306
营业税金及附加	2219	2319	2349	2399	2448
营业费用	4985	4097	4153	4393	4717
管理费用	1678	1693	1635	1729	1632
研发费用	21	31	29	30	33
财务费用	-471	-243	-489	-613	-745
资产减值损失	-131	-189	-184	-201	-209
其他收益	517	556	536	546	541
公允价值变动收益	55	253	105	118	133
投资净收益	25	186	64	75	88
资产处置收益	-5	482	0	0	0
<b>营业利润</b>	3250	4455	4997	6140	7183
营业外收入	15	33	19	26	15
营业外支出	25	9	13	13	15
<b>利润总额</b>	3240	4479	5003	6153	7182
所得税	913	1223	1490	1761	2045
<b>净利润</b>	2327	3256	3513	4392	5138
少数股东损益	126	101	136	158	190
<b>归属母公司净利润</b>	2201	3155	3377	4233	4948
EBITDA	2950	4245	5772	6885	7861
EPS(元)	1.61	2.31	2.48	3.10	3.63

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-0.8	8.7	6.3	5.8	5.0
营业利润(%)	20.5	37.1	12.2	22.9	17.0
归属于母公司净利润(%)	18.9	43.3	7.0	25.3	16.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	40.4	36.7	36.8	38.8	40.2
净利率(%)	7.9	10.5	10.5	12.5	13.9
ROE(%)	10.9	13.7	13.6	15.0	15.4
ROIC(%)	7.7	10.7	10.7	12.1	12.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	48.5	48.9	46.0	43.7	40.3
净负债比率(%)	-64.2	-42.0	-56.8	-63.4	-70.3
流动比率	1.6	1.6	1.8	2.0	2.3
速动比率	1.3	1.0	1.3	1.5	1.7
<b>营运能力</b>					
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	213.5	222.8	219.7
应付账款周转率	6.9	6.7	6.8	6.8	6.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.61	2.31	2.48	3.10	3.63
每股经营现金流(最新摊薄)	3.63	4.43	4.15	3.50	4.02
每股净资产(最新摊薄)	15.11	16.86	18.23	20.62	23.46
<b>估值比率</b>					
P/E	66.9	46.7	43.6	34.8	29.8
P/B	7.1	6.4	5.9	5.2	4.6
EV/EBITDA	44.9	31.9	22.7	18.5	15.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn