

青岛啤酒(600600)

报告日期: 2022年08月28日

22Q2 业绩超预期, Q3 旺季高增可期

——青岛啤酒 22H1 点评报告

投资要点

- 2022H1 公司收入 192.73 亿 (+5.37%); 归母净利润 28.52 亿 (+18.07%); 扣非归母净利润 25.90 亿 (+20.03%); 2022Q2 公司收入 100.65 亿 (+7.49%); 归母净利润 17.26 亿 (+23.85%); 扣非归母净利润 15.69 亿 (+25.72%)。**
- 疫情不改高端化进程, 白啤、经典引领结构升级**
 - 1) 量: 22H1 销量 472 万千升 (-1.03%), 22Q2 销量 259 万千升 (+0.47%), 22H1 主品牌青岛啤酒实现销量 260 万千升 (+2.85%), 22Q2 主品牌青岛啤酒实现销量 130 万千升 (+4.46%), 22H1 中高档以上产品实现销量 166 万千升 (+6.6%)。2) 价: 22H1 吨价 4083 元/千升 (+6.46%), 22Q2 吨价 3884 元/千升 (+6.99%), 吨价提升主因结构提升+价格体系调整。3) 结构升级: 22H1 经典销量增速高于中高档以上产品增速, 罐化率持续提升, 预计 7 月经典、纯生等大单品或实现双位数以上增长, 白啤增速延续高增态势, 8 月结构升级趋势将延续, 公司加快 1+1+N 的产品组合整合和优化力度, 中高档持续壮大, 超高档成长迅速。4) 消费者培育: 首创青岛啤酒时光海岸精酿啤酒花园, 打造了品牌推广的新高地、消费者体验的新高地和高端酒销售的新高地, 22 年青啤品牌价值蝉联中国啤酒行业首位 (世界品牌实验室发布)。
- 结构升级+费用管控下利润超预期, 成本下行有望贡献业绩弹性**
 - 1) 盈利能力: 22H1 毛利率、净利率分别为 38.10% (+0.20pct) / 15.09% (+1.49pct), 22Q2 毛利率、净利率分别为 38.32 (+0.84pct) / 17.45 (+2.15pct), 结构升级+提价应对成本上线推动毛利率提升, 费用管控促使净利率提升。2) 费用管控: 22H1 销售费用率/管理费用率为 11.03% (-0.75pct) / 3.66% (-0.23pct), 22Q2 销售费用率/管理费用率为 8.14% (-0.16pct) / 3.49% (-0.49pct), 费用下降主因部分城市因疫情影响促销及推广费用下降。3) 成本下行: 22Q2 吨成本为 2396 元/千升, 环比 Q1 下降 10.88%, 伴随包材成本下行, 公司预计全年成本上涨幅度显著收窄, 成本下行将贡献业绩弹性。
- 疫后动销恢复速度持续超预期, 全年有望实现任务目标**
 - 1) 动销: 低基数下 7 月销量或实现中双位数高增, 预计 8 月或有望实现高个位数增长, 主因: ①高温晴热天气: 6 月中旬青啤主销市场沿黄区域率先进入高温天气, 高温天气已持续至 8 月末, 加速青啤动销和库存去化。②低基数: 受去年洪水、疫情、疫苗后无法饮酒等多重因素影响, 21Q3 青啤销量同比下降 8.79%; 2) 库存: 目前青啤库存水平较低, 为近十年来同期库存低位; 3) 成本: 8 月下旬玻璃、瓦楞纸、铝锭价格自年初下降 16.04%、11.41%、10.68%, 自 6 月末下降 1.76%、5.26%、4.78%, 公司加强多元化原料采购抵御市场风险, 目前已对全年大麦锁价, 包材锁价周期为一个季度, 成本下行贡献盈利弹性; 4) 展望: 全年或有望实现原定增量目标, 高端化进程持续, 下半年费用率或保持稳定+成本下行+结构提升, 盈利能力有望持续提升。
- 盈利预测及估值**

我们认为疫情短期扰动有限, 高温晴热天气加速旺季动销, 青啤产品结构升级及盈利能力提升趋势不变, 8 月动销向好, 疫后修复速度显著高于竞品, 疫后修复速度+吨价提升速度+盈利能力提升持续性超预期, 全年有望实现任务目标, 成本下行有望贡献业绩弹性。预计 2022-2024 年收入增速分别为 9.0%、6.6%、6.0%; 归母净利润增速分别为 10.9%、18.4%、16.8%; EPS 分别为 2.6/3.0/3.5 元/股; PE 分别为 42/36/30 倍。长期业绩成长性强, 当前估值具有性价比, 维持买入评级。
- 催化剂: 消费升级持续、疫后餐饮产业链恢复、纯生维持较快增长。**
- 风险提示: 国内疫情反复影响啤酒整体动销; 纯生经典动销情况不及预期。**

投资评级: 买入(维持)

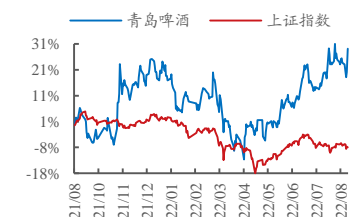
分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

分析师: 张潇倩
 执业证书号: S1230520090001
 zhangxiaolian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 108.00
总市值(百万元)	147,350.32
总股本(百万股)	1,364.35

股票走势图



相关报告

- 1 《【浙商食品饮料】青岛啤酒更新报告: 5 月修复速度超预期, 紧抓疫后修复弹性 (20220530)》
2022.05.30
- 2 《【浙商食品饮料】青岛啤酒首次覆盖报告: 百年国货铸高端, 结构升级谱新章 (20220517)》
2022.05.18

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	30166.8	32873.3	35028.4	37122.9
(+/-) (%)	8.7%	9.0%	6.6%	6.0%
归母净利润	3155.5	3499.6	4143.4	4840.8
(+/-) (%)	43.3%	10.9%	18.4%	16.8%
每股收益(元)	2.3	2.6	3.0	3.5
P/E	46.7	42.1	35.6	30.4

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	28959	30804	35886	41277
现金	14598	20897	24369	28221
交易性金融资产	2778	2334	2556	2445
应收账款	125	604	1028	1501
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	228	227	265	260
存货	3493	3737	3878	4007
其他	7737	3005	3789	4844
非流动资产	17604	16672	16164	15344
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	366	372	371	370
固定资产	10148	9691	9245	8719
无形资产	2481	2253	2031	1822
在建工程	762	930	984	867
其他	3847	3426	3534	3567
资产总计	46563	47476	52051	56621
流动负债	18259	16015	16946	17449
短期借款	246	0	0	0
应付款项	3298	3105	3307	3510
预收账款	0	0	0	0
其他	14715	12910	13639	13939
非流动负债	4511	4397	4515	4474
长期借款	0	0	0	0
其他	4511	4397	4515	4474
负债合计	22769	20412	21461	21923
少数股东权益	792	904	1036	1191
归属母公司股东权益	23002	26161	29554	33508
负债和股东权益	46563	47476	52051	56621

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6043	6464	4253	4130
净利润	3256	3611	4276	4995
折旧摊销	1091	850	859	864
财务费用	(243)	(253)	(332)	(387)
投资损失	(186)	(79)	(97)	(120)
营运资金变动	(4025)	2595	224	(598)
其它	6150	(262)	(677)	(624)
投资活动现金流	(10250)	180	(367)	221
资本支出	(269)	(351)	(259)	(19)
长期投资	10	(10)	4	1
其他	(9991)	541	(111)	239
筹资活动现金流	(1614)	(345)	(413)	(500)
短期借款	(457)	(246)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1156)	(99)	(413)	(500)
现金净增加额	(5820)	6299	3473	3851

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	30167	32873	35028	37123
营业成本	19091	20426	21195	21900
营业税金及附加	2319	2527	2693	2854
营业费用	4097	4767	4729	4937
管理费用	1693	1857	1559	1652
研发费用	31	28	31	34
财务费用	(243)	(253)	(332)	(387)
资产减值损失	(189)	(168)	(188)	(207)
公允价值变动损益	253	253	253	253
投资净收益	186	79	97	120
其他经营收益	1037	1259	544	553
营业利润	4455	4943	5856	6845
营业外收支	24	25	25	26
利润总额	4479	4968	5881	6871
所得税	1223	1356	1606	1876
净利润	3256	3611	4276	4995
少数股东损益	101	112	132	155
归属母公司净利润	3155	3500	4143	4841
EBITDA	5364	5560	6403	7343
EPS (最新摊薄)	2.3	2.6	3.0	3.5

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	8.7%	9.0%	6.6%	6.0%
营业利润	37.1%	10.9%	18.5%	16.9%
归属母公司净利润	43.3%	10.9%	18.4%	16.8%
获利能力				
毛利率	36.7%	37.9%	39.5%	41.0%
净利率	10.8%	11.0%	12.2%	13.5%
ROE	14.0%	13.8%	14.4%	14.8%
ROIC	12.7%	12.4%	13.0%	13.5%
偿债能力				
资产负债率	48.9%	43.0%	41.2%	38.7%
净负债比率	1.3%	0.2%	0.2%	0.2%
流动比率	1.6	1.9	2.1	2.4
速动比率	1.4	1.7	1.9	2.1
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	247.0	237.9	230.4	236.1
应付账款周转率	7.1	6.8	7.1	6.8
每股指标(元)				
每股收益	2.3	2.6	3.0	3.5
每股经营现金	4.4	4.7	3.1	3.0
每股净资产	16.9	19.2	21.7	24.6
估值比率				
P/E	46.7	42.1	35.6	30.4
P/B	6.4	5.6	5.0	4.4
EV/EBITDA	17.6	22.7	19.2	16.2

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>