

青岛啤酒 (600600.SH) / 饮料制造

证券研究报告/公司点评

2022年09月19日

评级：买入（维持）

市场价格：101.12

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

研究助理：罗頔影

Email: luody@r.qlzq.com.cn

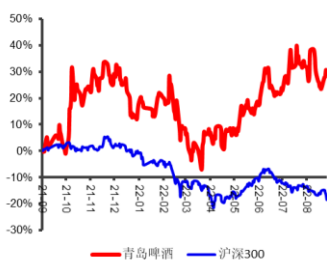
研究助理：晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股) | 1,364.35 |
| 流通股本(百万股) | 700.27 |
| 市价(元) | 101.12 |
| 市值(百万元) | 137,964 |
| 流通市值(百万元) | 70,812 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 青岛啤酒(600600.SH)_点评报告: 均价增长强劲, 成本端逐季改善
- 2 青岛啤酒(600600.SH)_点评报告: 均价表现亮眼, 利润持续释放
- 3 青岛啤酒(600600.SH)_点评报告: 高端化稳步推进, 理性看待短期波动

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 27,760 | 30,167 | 32,571 | 34,892 | 37,200 |
| 增长率 yoy% | -0.80% | 8.67% | 7.97% | 7.13% | 6.61% |
| 净利润(百万元) | 2,201 | 3,155 | 3,594 | 4,613 | 5,895 |
| 增长率 yoy% | 18.86% | 43.34% | 13.89% | 28.36% | 27.80% |
| 每股收益(元) | 1.61 | 2.31 | 2.63 | 3.38 | 4.32 |
| 每股现金流量 | 3.63 | 4.43 | 3.70 | 4.17 | 5.61 |
| 净资产收益率 | 10.67% | 13.72% | 14.11% | 16.14% | 18.10% |
| P/E | 62.67 | 43.72 | 38.39 | 29.91 | 23.40 |
| PEG | 2.33 | 1.89 | 1.58 | 1.11 | 1.01 |
| P/B | 6.69 | 6.00 | 5.42 | 4.83 | 4.24 |

备注：股价选取自 2022 年 09 月 16 日收盘价

投资要点

- **需求：Q3 旺季保持强劲增长，疫情反复下突显韧性。**根据国家统计局，2022 年 7 月啤酒行业产量同比增长 10.8%，对比 2019 年同期增长 3.8%，我们预计 7-8 月青岛啤酒销量保持双位数左右增长。今年旺季需求高景气主要系：(1) 6 月以来疫情管控逐步取得效果，啤酒迎来补偿性消费；(2) 今年夏季旺季气温较高，利好啤酒消费。虽然 9 月以来局部地区疫情散发，但对公司影响相对较小，同时随着进入淡季，单月销量对比 7-8 月明显减少，预计对 Q3 销量影响较小，三季度公司销量预计保持双位数增长趋势。全年累计来看，1-7 月行业产量同比下降仅 0.5%，对比 2019 年同期也仅小幅下降 2.2%，疫情常态化下啤酒居家消费的场景较好的弥补了现饮渠道的损失，表现出较强的需求韧性。上半年华东及山东基地市场疫情反复下，青岛啤酒销量仅下滑 1.0%，受益于 Q3 旺季的良性增长，我们预计全年销量可实现正增长。
- **盈利能力：现饮环比改善均价有望加速提升，成本回落红利逐步释放。**2022H1 青岛啤酒吨酒营收同比增长 6.5%，在二季度现饮渠道受损，高档与超高档短期承压的背景下，成本驱动的直接提价贡献超预期。Q3 以来现饮渠道逐月回暖，4-8 月餐饮行业收入同比分别增长-22.7%、-21.1%、-4.0%、-1.5%、+8.4%，带动纯生、超高档等中高档产品需求回升，均价环比有望加速增长。从成本来看，易拉罐和纸箱的价格回落明显。铝期货结算价从 4 月 22000 元/吨下降至目前的 18000 元/吨，瓦楞纸价格从 3800 元/吨下降至目前的 3400 元/吨。成本进入下降通道，叠加去年 Q3 成本开始显著上涨，以及销量强劲增长摊薄固定成本，预计 Q3 报表端吨酒成本涨幅将显著收窄，而 2023 年成本回落红利将充分释放。
- **兼具高增长与确定性，积极关注 Q3 业绩弹性。**目前大众品整体仍面临人流受限、消费力不足对需求造成的负面影响，以及大宗高位带来的成本压力。啤酒需求在疫情下表现出较强的韧性，同时近年来加速进行消费升级，追赶过去长期价格战带来的升级滞后，成本端也率先进入下降通道。青岛啤酒作为细分赛道龙头，充分受益行业的积极变化，同时近年激励加强带来经营活力显著提升。随着三季度经营进入尾声，建议积极关注兼具高增长与确定性的啤酒龙头青岛啤酒。
- **盈利预测：**考虑到三季度需求的高景气与下半年及明年成本回落红利，我们调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年收入分别为 325.71、348.92、372.00 亿元，归母净利润分别为 35.94、46.13、58.95 亿元（原值为 33.26、44.16、58.96 亿元），EPS 分别为 2.63、3.38、4.32 元，核心净利润为 37.44、47.63、58.95 亿元，对应 PE 为 37 倍、29 倍、23 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示事件：**全球疫情反复及全球经济增速放缓；食品安全风险；因不可抗力带来销量的下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动

图表 1: 青岛啤酒三大财务报表预测 (单位: 百万元)

| 利润表 (人民币百万元) | | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业总收入 | 27,760 | 30,167 | 32,571 | 34,892 | 37,200 |
| 增长率 | -0.8% | 8.7% | 8.0% | 7.1% | 6.6% |
| 营业成本 | -16,541 | -19,091 | -20,138 | -20,551 | -20,824 |
| % 销售收入 | 59.6% | 63.3% | 61.8% | 58.9% | 56.0% |
| 毛利 | 11,219 | 11,076 | 12,433 | 14,341 | 16,376 |
| % 销售收入 | 40.4% | 36.7% | 38.2% | 41.1% | 44.0% |
| 营业税金及附加 | -2,219 | -2,319 | -2,406 | -2,473 | -2,562 |
| % 销售收入 | 8.0% | 7.7% | 7.4% | 7.1% | 6.9% |
| 营业费用 | -4,985 | -4,097 | -4,234 | -4,606 | -4,836 |
| % 销售收入 | 18.0% | 13.6% | 13.0% | 13.2% | 13.0% |
| 管理费用 | -1,678 | -1,693 | -1,791 | -1,814 | -1,860 |
| % 销售收入 | 6.0% | 5.6% | 5.5% | 5.2% | 5.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 2,337 | 2,967 | 4,001 | 5,448 | 7,118 |
| % 销售收入 | 8.4% | 9.8% | 12.3% | 15.6% | 19.1% |
| 财务费用 | 471 | 243 | 240 | 240 | 240 |
| % 销售收入 | -1.7% | -0.8% | -0.7% | -0.7% | -0.6% |
| 资产减值损失 | -131 | -189 | 150 | 150 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 55 | 253 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 25 | 186 | 200 | 200 | 200 |
| % 税前利润 | 0.9% | 5.3% | 3.7% | 2.9% | 2.4% |
| 营业利润 | 2,758 | 3,461 | 4,591 | 6,038 | 7,558 |
| 营业利润率 | 9.9% | 11.5% | 14.1% | 17.3% | 20.3% |
| 营业外收支 | -11 | 24 | 810 | 810 | 810 |
| 税前利润 | 2,748 | 3,485 | 5,401 | 6,848 | 8,368 |
| 利润率 | 9.9% | 11.6% | 16.6% | 19.6% | 22.5% |
| 所得税 | -913 | -1,223 | -1,393 | -1,788 | -2,284 |
| 所得税率 | 33.2% | 35.1% | 25.8% | 26.1% | 27.3% |
| 净利润 | 2,327 | 3,256 | 3,709 | 4,761 | 6,084 |
| 少数股东损益 | 126 | 101 | 115 | 147 | 188 |
| 归属于母公司的净利润 | 2,201 | 3,155 | 3,594 | 4,613 | 5,895 |
| 净利率 | 7.9% | 10.5% | 11.0% | 13.2% | 15.8% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 净利润 | 2,327 | 3,256 | 3,709 | 4,761 | 6,084 |
| 加: 折旧和摊销 | 1,123 | 1,091 | 1,277 | 1,369 | 1,501 |
| 资产减值准备 | 131 | 189 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损失 | -55 | -253 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -288 | -270 | -240 | -240 | -240 |
| 投资收益 | -25 | -186 | -200 | -200 | -200 |
| 少数股东损益 | 126 | 101 | 115 | 147 | 188 |
| 营运资金的变动 | 4,237 | -2,222 | 506 | 2 | 502 |
| 经营活动现金净流 | 4,953 | 6,043 | 5,052 | 5,692 | 7,648 |
| 固定资本投资 | -241 | -269 | -1,030 | -1,030 | -1,520 |
| 投资活动现金净流 | -1,488 | -10,250 | -1,029 | -1,026 | -1,518 |
| 股利分配 | -1,023 | -1,023 | -1,166 | -1,496 | -1,912 |
| 其他 | 667 | -590 | 284 | 240 | 240 |
| 筹资活动现金净流 | -356 | -1,614 | -882 | -1,256 | -1,672 |
| 现金净流量 | 3,110 | -5,820 | 3,141 | 3,410 | 4,458 |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 18,467 | 14,598 | 17,738 | 21,148 | 25,605 |
| 应收款项 | 125 | 125 | 264 | 153 | 292 |
| 存货 | 3,281 | 3,493 | 3,779 | 3,300 | 3,642 |
| 其他流动资产 | 2,755 | 10,743 | 7,235 | 8,919 | 8,072 |
| 流动资产 | 24,628 | 28,959 | 29,017 | 33,519 | 37,611 |
| % 总资产 | 59.3% | 62.2% | 62.7% | 66.1% | 68.4% |
| 长期投资 | 402 | 392 | 391 | 387 | 385 |
| 固定资产 | 10,303 | 10,149 | 10,039 | 9,848 | 10,038 |
| % 总资产 | 24.8% | 21.8% | 21.7% | 19.4% | 18.3% |
| 无形资产 | 2,504 | 2,481 | 2,514 | 2,536 | 2,544 |
| 非流动资产 | 16,886 | 17,604 | 17,295 | 17,221 | 17,341 |
| % 总资产 | 40.7% | 37.8% | 37.3% | 33.9% | 31.6% |
| 资产总计 | 41,514 | 46,563 | 46,312 | 50,740 | 54,952 |
| 短期借款 | 703 | 246 | 300 | 300 | 300 |
| 应付款项 | 2,372 | 3,298 | 12,263 | 13,459 | 13,484 |
| 其他流动负债 | 12,435 | 14,715 | 2,800 | 2,800 | 2,800 |
| 流动负债 | 15,510 | 18,259 | 15,363 | 16,559 | 16,584 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 4,636 | 4,511 | 4,573 | 4,542 | 4,558 |
| 负债 | 20,146 | 22,769 | 19,937 | 21,101 | 21,141 |
| 普通股股东权益 | 20,622 | 23,002 | 25,468 | 28,585 | 32,569 |
| 少数股东权益 | 746 | 792 | 907 | 1,054 | 1,242 |
| 负债股东权益合计 | 41,514 | 46,563 | 46,312 | 50,740 | 54,952 |

| 比率分析 | | | | | |
|--------------|---------|-----------|---------|---------|----------|
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益 (元) | 1.61 | 2.31 | 2.63 | 3.38 | 4.32 |
| 每股净资产 (元) | 15.11 | 16.86 | 18.67 | 20.95 | 23.87 |
| 每股经营现金净流 (元) | 3.63 | 4.43 | 3.70 | 4.17 | 5.61 |
| 每股股利 (元) | 0.75 | 0.75 | 0.85 | 1.10 | 1.40 |
| 回报率 | | | | | |
| 净资产收益率 | 10.67% | 13.72% | 14.11% | 16.14% | 18.10% |
| 总资产收益率 | 5.61% | 6.99% | 8.01% | 9.38% | 11.07% |
| 投入资本收益率 | 116.49% | -1018.35% | 70.59% | 102.97% | 144.92% |
| 增长率 | | | | | |
| 营业总收入增长率 | -0.80% | 8.67% | 7.97% | 7.13% | 6.61% |
| EBIT增长率 | 40.97% | 41.11% | 12.66% | 35.71% | 33.10% |
| 净利润增长率 | 18.86% | 43.34% | 13.89% | 28.36% | 27.80% |
| 总资产增长率 | 11.26% | 12.16% | -0.54% | 9.56% | 8.30% |
| 资产管理能力 | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 1.8 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 存货周转天数 | 41.9 | 40.4 | 40.2 | 36.5 | 33.6 |
| 应付账款周转天数 | 47.8 | 50.4 | 49.1 | 49.8 | 49.4 |
| 固定资产周转天数 | 133.1 | 122.0 | 111.6 | 102.6 | 96.2 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -64.83% | -73.31% | -79.04% | -85.38% | -125.00% |
| EBIT利息保障倍数 | -5.4 | -14.8 | -16.9 | -22.9 | -30.5 |
| 资产负债率 | 48.53% | 48.90% | 43.05% | 41.59% | 38.47% |

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。