

# 青岛啤酒 (600600)

## 2022Q3 业绩点评：高端化升级路线行稳致远，业绩基本符合预期

买入 (维持)

2022年10月27日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书：S0600522090007

liyzzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	30,167	32,497	35,109	38,093
同比	9%	8%	8%	8%
归属母公司净利润 (百万元)	3,155	3,506	4,185	4,842
同比	43%	11%	19%	16%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.31	2.57	3.07	3.55
P/E (现价&最新股本摊薄)	40.99	36.89	30.90	26.71

#产品价格上涨 #产品结构变动带来利润率上升 #业绩符合预期

### 投资要点

■ **事件：**2022 前三季度公司营收 291.1 亿元 (yoy+8.7%)，归母净利 42.7 亿元 (yoy+18.2%)，扣非归母净利 38.6 亿元 (yoy+20.0%)，销量 728 万千升 (yoy+2.8%)，整体吨价 yoy+5.8%，2022 年 Q3 单季营收 98.4 亿元 (yoy+16.0%)，归母净利 14.1 亿元 (yoy+18.4%)，扣非归母净利 12.7 亿元 (yoy+20.1%)，销量 256 万千升 (yoy+10.6%)，整体吨价 yoy+4.9%。业绩表现基本符合预期。

■ **高端化路线行稳致远，Q3 实现量价齐升。**

1) **2022 前三季度中高档及以上产品带动公司产品结构不断升级。**2022 前三季度整体销量 727.9 万千升 (yoy+2.8%)，其中中高档及以上产品销量 249.8 万千升 (yoy+8.2%) 带动吨价提升至 3,999 元/千升 (yoy+5.8%)，分品牌来看，前三季度主品牌青岛/其它品牌销量分别为 395.3/332.6 万千升 (yoy+4.5%/+0.8%)。

2) **Q3 单季旺季驱动下受益于场景修复，各品牌销量增速显著，叠加部分产品提价实现量价齐升。**Q3 单季销量 256 万千升 (yoy+10.6%)，旺季通过积极营销追回受损销量，其中主品牌青岛/其它品牌分别为 135/121 万千升 (yoy+7.7%/+14.1%)，Q3 单季由于价格带略低的其他品牌销量增速较高，整体吨价 3,844 元/千升 (yoy+4.9%)，增速略低于累计增速。

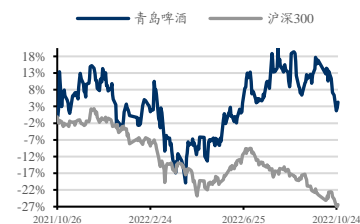
■ **“提价+结构升级”对冲成本提升，毛利率维持稳定。**2022 前三季度及 Q3 单季公司吨成本分别为 2,477/2,383 元/千升 (yoy+5.7%/+5.2%)，均有一定程度上涨，公司通过提价叠加结构性调整对冲成本压力，2022 年前三季度及 Q3 单季毛利率分别为 38.1/38.0% (yoy+0.1/-0.2pct)。

■ **2022 前三季度降本增效，驱动业绩增速高于收入增速。**2022 前三季度降本增效，销售费用率 11.0% (yoy-0.1pct)，管理费用率 3.7% (yoy-0.5pct)，实现归母净利率 14.7% (yoy+1.2pct)。单季度来看，2022Q3 由于旺季销售费率略有增加，仍控在合理范围内，销售费用率 11.2% (yoy+1.3pct)，管理费用率 3.9% (yoy-1.1pct)，实现归母净利率 14.4% (yoy+0.3pct)。

■ **盈利预测与投资评级：**基于公司四季度受天气原因销量有所影响，我们维持 2022-24 年归母净利 35.1/41.8/48.4 亿元，同比+11/+19/+16%，对应最新收盘价 2022-2024 年 PE 为 37/31/27 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情影响导致餐饮业复苏不及预期；成本端压力上涨风险；竞争格局变化。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	94.79
一年最低/最高价	73.00/110.32
市净率(倍)	4.97
流通 A 股市值(百万元)	66,378.88
总市值(百万元)	129,327.19

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	19.08
资产负债率(% ,LF)	45.50
总股本(百万股)	1,364.35
流通 A 股(百万股)	700.27

### 相关研究

《青岛啤酒(600600): 2022 年中报点评: 量稳价增高端化进程不减, 费用投放稳健利润超预期》

2022-08-26

《青岛啤酒(600600): 酒香百年底蕴积, 品优时代燎原起》

2022-08-23

## 青岛啤酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>28,959</b>	<b>30,300</b>	<b>36,872</b>	<b>42,780</b>	<b>营业总收入</b>	<b>30,167</b>	<b>32,497</b>	<b>35,109</b>	<b>38,093</b>
货币资金及交易性金融资产	17,376	18,103	22,694	27,867	营业成本(含金融类)	19,091	20,077	21,366	23,020
经营性应收款项	353	377	403	442	税金及附加	2,319	2,498	2,699	2,928
存货	3,493	3,621	3,974	4,198	销售费用	4,097	4,406	4,625	4,947
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,693	1,827	1,898	2,004
其他流动资产	7,737	8,200	9,802	10,274	研发费用	31	29	32	35
<b>非流动资产</b>	<b>17,604</b>	<b>17,669</b>	<b>17,719</b>	<b>17,744</b>	财务费用	-243	-423	-435	-563
长期股权投资	366	369	372	375	加:其他收益	556	618	658	716
固定资产及使用权资产	10,317	10,470	10,591	10,680	投资净收益	186	115	140	160
在建工程	762	674	612	568	公允价值变动	253	50	50	50
无形资产	2,481	2,451	2,421	2,391	减值损失	-202	-82	-82	-82
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	资产处置收益	482	269	331	386
长期待摊费用	127	157	177	187	<b>营业利润</b>	<b>4,455</b>	<b>5,053</b>	<b>6,021</b>	<b>6,950</b>
其他非流动资产	2,245	2,242	2,239	2,236	营业外净收支	24	14	9	16
<b>资产总计</b>	<b>46,563</b>	<b>47,969</b>	<b>54,591</b>	<b>60,525</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,479</b>	<b>5,067</b>	<b>6,030</b>	<b>6,966</b>
<b>流动负债</b>	<b>18,259</b>	<b>17,488</b>	<b>19,733</b>	<b>20,618</b>	减:所得税	1,223	1,415	1,673	1,932
短期借款及一年内到期的非流动负债	294	344	394	444	<b>净利润</b>	<b>3,256</b>	<b>3,653</b>	<b>4,356</b>	<b>5,034</b>
经营性应付款项	3,298	2,739	3,729	3,271	减:少数股东损益	101	147	172	192
合同负债	8,123	7,889	8,531	9,244	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,155</b>	<b>3,506</b>	<b>4,185</b>	<b>4,842</b>
其他流动负债	6,543	6,516	7,078	7,659	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.31	2.57	3.07	3.55
非流动负债	4,511	4,531	4,546	4,556	EBIT	3,480	4,278	5,147	5,874
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	4,624	4,900	5,756	6,472
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.71	38.22	39.14	39.57
租赁负债	113	133	148	158	归母净利率(%)	10.46	10.79	11.92	12.71
其他非流动负债	4,398	4,398	4,398	4,398	收入增长率(%)	8.67	7.72	8.04	8.50
<b>负债合计</b>	<b>22,769</b>	<b>22,019</b>	<b>24,279</b>	<b>25,173</b>	归母净利润增长率(%)	43.34	11.11	19.36	15.70
归属母公司股东权益	23,002	25,012	29,202	34,049					
少数股东权益	792	938	1,110	1,302					
<b>所有者权益合计</b>	<b>23,794</b>	<b>25,950</b>	<b>30,312</b>	<b>35,351</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>46,563</b>	<b>47,969</b>	<b>54,591</b>	<b>60,525</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6,043	2,489	4,748	5,222	每股净资产(元)	16.86	18.33	21.40	24.96
投资活动现金流	-10,250	-572	-461	-345	最新发行在外股份(百万股)	1,364	1,364	1,364	1,364
筹资活动现金流	-1,614	-1,445	48	41	ROIC(%)	10.90	12.18	12.98	12.71
现金净增加额	-5,829	477	4,341	4,923	ROE-摊薄(%)	13.72	14.02	14.33	14.22
折旧和摊销	1,144	623	609	599	资产负债率(%)	48.90	45.90	44.47	41.59
资本开支	-1,602	-407	-333	-247	P/E(现价&最新股本摊薄)	40.99	36.89	30.90	26.71
营运资本变动	3,009	-1,435	214	99	P/B(现价)	5.62	5.17	4.43	3.80

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

