

销量增长亮眼，结构升级趋势不减

青岛啤酒(600600)

评级:	买入	股票代码:	600600
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	110.32/73.0
目标价格:		总市值(亿)	1,180.17
最新收盘价:	86.5	自由流通市值(亿)	605.74
		自由流通股数(百万)	700.27

事件概述

公司发布2022年三季报，报告期内实现收入291.1亿元，同比+8.74%；实现归母净利润42.67亿元，同比+18.17%；实现扣非归母净利润38.6亿元，同比+20.04%。2022Q3实现营业收入98.37亿元，同比+16.00%；实现归母净利润14.15亿元，同比+18.41%；实现扣非归母净利润12.70亿元，同比+20.08%。

分析判断:

三季度国内疫情多点散发，成本端啤酒生产用大宗原材料价格仍在高位震荡，在外部环境不利的情况下，公司克服困难，实现营收、利润双双增长，22Q3营收、归母净利润及扣非归母净利润分别同比+16.00%/+18.41%/+20.08%。

▶ 量价齐升，产品结构持续升级

拆分量价来看，22Q3公司实现销量255.9万千升，同比+10.64%，我们预计主因去年同期低基数叠加今年高温天气促进啤酒终端消费旺盛；对应22Q3吨价3844.1元，同比+4.85%，预计受提价提振和产品结构升级推动，实现量价齐升。

公司22Q1-3实现销量727.9万千升，同比+2.8%，吨价3999.2元，同比+5.78%，其中主品牌青岛啤酒实现销量395.3万千升，同比+4.5%，中高档及以上产品销量249.8万千升，同比+8.2%，中高档产品销量增速高于整体，结构升级趋势不减。

▶ 毛利率稳定+费用率下降，经营效率提升

成本端来看，22Q3公司毛利率38.01%，同比-0.22pct，稳中略降，结构优化基本对冲了原材料成本上涨的压力。公司22Q3整体费用率为13.83%，同比-0.38pct，稳中有降，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为11.16%/3.89%/0.13%/-1.36%，同比+1.27%/-1.06%/+0.07%/-0.67pct，各项费用率水平基本保持稳定，其中销售费用率同比略增，我们认为主因同期低基数叠加今年啤酒消费旺季公司积极开展营销活动，增加销售费用投放。综合来看，公司22Q3归母净利润率14.66%，同比+1.17pct，扣非归母净利润率12.91%，同比+0.44pct，整体经营效率提升。

22Q1-3公司毛利率38.07%，同比+0.07pct，整体费用率为13.82%，同比-0.91pct，归母净利润率14.66%，同比+1.17pct，扣非归母净利润率13.26%，同比+1.25pct。前三季度整体毛利率水平保持稳定，整体费用率水平稳中有降，归母净利润率及扣非归母净利润率同比有所提升，公司经营效率持续优化。

▶ 短期关注世界杯催化，中长期持续看好

短期来看，2022年足球世界杯将于11月在卡塔尔举行。啤酒消费与体育赛事关系密切，各大啤酒企业通常会在世界杯期间进行大量营销推广活动，世界杯观赛氛围亦有利于啤酒动销，公司四季度销售有望超预期。

今年以来，青岛啤酒在产品、品牌、渠道等方面全面发力，推动品牌优化与结构升级。产品端，青岛啤酒持续推进结构升级，白啤、纯生等中高端产品动销情况较好，另外青啤于今年推出“一世传奇”典藏新品，占位超高端啤酒市场。品牌端，在多地举办青岛啤酒节，并将元宇宙互动模式引入其中，反响热烈。渠道端，公司努力克服疫情对餐饮、夜场等渠道的影响，同时积极策划实施社区营销、直播带货等新营销模式。长期来

看，我们认为青岛啤酒品牌价值突出、产品矩阵丰富、渠道综合优势较强，竞争力和盈利能力有望持续提升。

投资建议

参考最新三季报情况，我们认为疫情影响下公司展现经营韧性，实现销量增长和结构升级。我们上调公司 2022-2024 年营收 324.97/349.45/369.34 亿元的预测至 329.21/351.27/374.10 亿元，上调 2022-2024 年 EPS 2.49/2.88/3.21 元的预测至 2.62/2.91/3.22 元，对应 2022 年 10 月 27 日收盘价 86.50 元，PE 分别为 36/33/29 倍，维持买入评级。

风险提示

原材料价格上涨、疫情影响超预期、行业竞争加剧、食品安全问题。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,760	30,167	32,921	35,127	37,410
YoY (%)	-0.8%	8.7%	9.1%	6.7%	6.5%
归母净利润(百万元)	2,201	3,155	3,571	3,968	4,387
YoY (%)	18.9%	43.3%	13.2%	11.1%	10.6%
毛利率 (%)	35.3%	36.7%	38.1%	38.4%	38.9%
每股收益 (元)	1.63	2.33	2.62	2.91	3.22
ROE	10.7%	13.7%	13.4%	13.0%	12.6%
市盈率	58.19	40.72	36.21	32.59	29.48

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	30,167	32,921	35,127	37,410	净利润	3,256	3,730	4,119	4,568
YoY (%)	8.7%	9.1%	6.7%	6.5%	折旧和摊销	1,144	1,036	1,041	1,045
营业成本	19,091	20,378	21,638	22,857	营运资金变动	3,009	-1,614	720	683
营业税金及附加	2,319	2,304	2,579	2,683	经营活动现金流	6,043	2,756	5,271	5,749
销售费用	4,097	4,354	4,708	4,957	资本开支	-1,602	280	439	390
管理费用	1,693	1,919	2,009	2,160	投资	-9,185	0	0	0
财务费用	-243	-219	-266	-354	投资活动现金流	-10,250	396	609	547
研发费用	31	30	34	35	股权募资	6	0	0	0
资产减值损失	-189	0	0	0	债务募资	-450	0	0	0
投资收益	186	116	170	157	筹资活动现金流	-1,614	0	0	0
营业利润	4,455	5,141	5,663	6,292	现金净流量	-5,829	3,152	5,880	6,296
营业外收支	24	20	20	20					
利润总额	4,479	5,161	5,683	6,312	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	1,223	1,431	1,564	1,744	成长能力				
净利润	3,256	3,730	4,119	4,568	营业收入增长率	8.7%	9.1%	6.7%	6.5%
归属于母公司净利润	3,155	3,571	3,968	4,387	净利润增长率	43.3%	13.2%	11.1%	10.6%
YoY (%)	43.3%	13.2%	11.1%	10.6%	盈利能力				
每股收益	2.33	2.62	2.91	3.22	毛利率	36.7%	38.1%	38.4%	38.9%
					净利率	10.8%	11.3%	11.7%	12.2%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	6.8%	7.3%	7.4%	7.4%
货币资金	14,598	17,750	23,630	29,926	净资产收益率 ROE	13.7%	13.4%	13.0%	12.6%
预付款项	228	218	216	229	偿债能力				
存货	3,493	3,685	3,913	4,133	流动比率	1.59	1.93	2.17	2.41
其他流动资产	10,640	10,427	10,466	10,507	速动比率	1.38	1.70	1.94	2.18
流动资产合计	28,959	32,079	38,225	44,794	现金比率	0.80	1.07	1.34	1.61
长期股权投资	366	366	366	366	资产负债率	48.9%	43.4%	41.1%	38.9%
固定资产	10,149	9,341	8,460	7,527	经营效率				
无形资产	2,481	2,481	2,481	2,481	总资产周转率	0.65	0.68	0.65	0.63
非流动资产合计	17,604	16,568	15,526	14,482	每股指标 (元)				
资产合计	46,563	48,647	53,751	59,276	每股收益	2.33	2.62	2.91	3.22
短期借款	246	246	246	246	每股净资产	16.86	19.48	22.38	25.60
应付账款及票据	3,298	2,987	3,172	3,350	每股经营现金流	4.43	2.02	3.86	4.21
其他流动负债	14,715	13,381	14,181	14,958	每股股利	3.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	18,259	16,613	17,598	18,554	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	40.72	36.21	32.59	29.48
其他长期负债	4,511	4,511	4,511	4,511	PB	5.87	4.87	4.23	3.70
非流动负债合计	4,511	4,511	4,511	4,511					
负债合计	22,769	21,124	22,109	23,065					
股本	1,364	1,364	1,364	1,364					
少数股东权益	792	950	1,101	1,282					
股东权益合计	23,794	27,523	31,643	36,211					
负债和股东权益合计	46,563	48,647	53,751	59,276					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：4年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验，主要覆盖乳制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。