

分析师：刘冉
 登记编码：S0730516010001
 liuran@ccnew.com 021-50586281

销售逐季度改善，费率下调，获利能力增强

——青岛啤酒(600600)2022年三季度报点评

证券研究报告-季报点评

买入(首次)

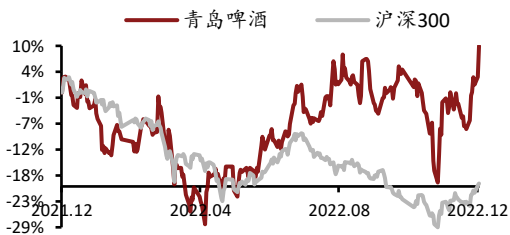
市场数据(2022-12-06)

收盘价(元)	111.34
一年内最高/最低(元)	111.34/73.66
沪深300指数	3,968.20
市净率(倍)	5.83
流通市值(亿元)	779.68

基础数据(2022-09-30)

每股净资产(元)	19.08
每股经营现金流(元)	4.39
毛利率(%)	38.06
净资产收益率_摊薄(%)	16.39
资产负债率(%)	45.50
总股本/流通股(万股)	136,423.28/70,027.30
B股/H股(万股)	0.00/65,506.92

个股相对沪深300指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

- 《青岛啤酒(600600)公司点评报告：二季度销售同比增长，费降增厚利润》 2020-09-11
- 《青岛啤酒(600600)公司点评报告：规模效益增强，投资价值突出》 2019-08-22
- 《青岛啤酒(600600)季报点评：一季度业绩进一步向好，反转确立》 2018-05-25

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

- 2022年前三季度，公司销售增长情况较好，表现为量价的共同增长和提升，以及中高档产品的良好增长。20221-3Q，公司啤酒销量同比增2.8%，达到727.9万千升，较上年同期增幅高出0.8个百分点，保持了正常较高的量增水平。20221-3Q，公司销售收入同比增8.73%，达到291.1亿元，其中，销量和产品结构升级分别贡献了30%和70%的收入增长。2022年前三季度，公司的中高档产品销量249.8万千升，同比增8.2%，由于基数的原因高出平均增长水平。
- 2022年第三季度，公司销售增长超预期，可能是由今夏气温过高以及前两季度增长平淡所致。20223Q，公司的销售收入同比增16%，远高出历年同期水平。20221Q、20222Q的销售收入同比分别增3.14%和7.49%，尽管呈现逐季度向上修复的趋势，但是相对往年而言较为平淡，故三季度销售猛增可能与今夏气温过高以及一、二季度增长平淡有关。20223Q，存货周转率环比显著上升，也佐证了啤酒动销加快的良好态势。我们预计四季度销售增长较三季度会有所回落，但是鉴于节日到来仍能保持在5%-8%的收入增长区间。
- 三季度成本反弹是阶段性的，2023年啤酒成本呈下降趋势。尽管20221Q至20222Q期间，公司的成本压力逐季度减轻，但是三季度时公司的成本有所反弹。考虑到进口原料与国内包材的价格正在下降，我们认为成本反弹是阶段性的，趋势上成本仍是下降的。疫情封控政策于2022年12月得以彻底的调整，啤酒的产能利用率将会提升，配合原料价格下行，2023年啤酒盈利将会逐季度上升。
- 2022年前三季度，公司控费力度较大，因而获利能力增强，股东回报率大幅提升。公司进入从规模到利润的发展阶段，2020年以来盈利模式和基本面进一步优化。20221-3Q，公司的期间费用率同比大幅下降6.56个百分点，其中销售费用率的降幅达到5.76个百分点，管理和财务费用率分别下降0.43和0.38个百分点。由于费用降幅较大，公司的获利能力增强：20221-3Q，公司的ROE升至

发布日期：2022年12月08日

17.4%，同比上升1个百分点，较2019年同期上升近4个百分点。2020年以来，公司ROE的提升力度较之前更大、速度更快，销量稳健，产品升级，对抗成本波动的能力增强，既定的市场格局下费用支出减少等因素共同促成了公司基本面的优化。

- **相较疫情前，公司在国内啤酒市场的占有率提高1个百分点，达到22.26%。**以产销量为口径，截至2021年公司全线产品在国内啤酒市场的占有率达到22.26%，较2019年提高1个百分点。疫情三年期间，尽管啤酒市场仍在向品牌集中，但是进程较疫情之前放缓：2013至2018年期间，公司在全国市场的份额年均提高1个百分点，而疫情三年期间总计提高1个百分点。扩产步伐减缓，市场投入减少，消费多元化，以及啤酒行业利润率升高都会阻碍市场的进一步集中。未来，公司的市占率仍有一定的提升空间，但是成效可能弱于2013至2018年期间。
- **投资评级** 公司的基本面持续优化，费率和成本下降将会使得未来的业绩弹性增大。我们预测公司2022、2023、2024年的EPS为2.55、2.94和3.33元，参照公司2022年12月7日的收盘价，对应的市盈率分别为43.66、37.91和33.42倍，给予公司“买入”评级。

风险提示：消费升级遇阻，中高档产品销售不及预期；大幅提价影响销量，导致销售下滑。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,760	30,167	32,556	34,779	37,082
增长比率(%)	-0.80	8.67	7.92	6.83	6.62
净利润(百万元)	2,201	3,155	3,479	4,007	4,545
增长比率(%)	18.86	43.34	10.25	15.17	13.43
每股收益(元)	1.61	2.31	2.55	2.94	3.33
市盈率(倍)	69.01	48.14	43.66	37.91	33.42

资料来源：中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	24,628	28,959	32,428	36,910	42,637
现金	18,467	14,598	12,568	15,972	20,829
应收票据及应收账款	125	125	137	156	174
其他应收款	74	675	230	640	246
预付账款	240	228	372	347	342
存货	3,281	3,493	3,781	3,656	4,107
其他流动资产	2,441	9,840	15,340	16,140	16,940
非流动资产	16,886	17,604	17,550	17,491	17,423
长期投资	374	366	366	366	366
固定资产	10,303	10,149	10,411	10,480	10,452
无形资产	2,504	2,481	2,473	2,453	2,433
其他非流动资产	3,705	4,609	4,301	4,192	4,173
资产总计	41,514	46,563	49,978	54,401	60,061
流动负债	15,510	18,259	19,595	19,901	20,895
短期借款	703	246	146	106	106
应付票据及应付账款	2,716	3,298	3,353	3,101	3,428
其他流动负债	12,091	14,715	16,096	16,695	17,362
非流动负债	4,636	4,511	4,511	4,511	4,511
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4,636	4,511	4,511	4,511	4,511
负债合计	20,146	22,769	24,106	24,412	25,406
少数股东权益	746	792	892	1,002	1,123
股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
资本公积	3,675	3,956	3,956	3,956	3,956
留存收益	15,882	18,014	19,992	23,999	28,544
归属母公司股东权益	20,622	23,002	24,980	28,987	33,531
负债和股东权益	41,514	46,563	49,978	54,401	60,061

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,953	6,043	4,299	3,523	4,895
净利润	2,327	3,256	3,579	4,117	4,666
折旧摊销	1,163	1,144	409	383	353
财务费用	-288	-270	14	11	10
投资损失	-25	-186	-521	-522	-519
营运资金变动	1,977	3,009	749	-544	317
其他经营现金流	-201	-910	69	79	69
投资活动现金流	-1,488	-10,250	-4,714	-69	-28
资本支出	-1,275	-1,602	-190	-247	-207
长期投资	-470	-9,185	-5,000	-300	-300
其他投资现金流	257	537	476	479	479
筹资活动现金流	-356	-1,614	-1,615	-51	-10
短期借款	432	-457	-100	-40	0
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	-1,032	-1,437	-1,515	-11	-10
现金净增加额	3,086	-5,829	-2,030	3,404	4,857

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	27,760	30,167	32,556	34,779	37,082
营业成本	17,952	19,091	20,641	21,714	22,774
营业税金及附加	2,219	2,319	2,474	2,608	2,744
营业费用	3,573	4,097	4,395	4,591	4,858
管理费用	1,678	1,693	1,823	1,982	2,151
研发费用	21	31	20	17	15
财务费用	-471	-243	-583	-609	-656
资产减值损失	-131	-189	-209	-124	-119
其他收益	517	556	651	661	667
公允价值变动收益	55	253	0	0	0
投资净收益	25	186	521	522	519
资产处置收益	-5	482	130	35	37
营业利润	3,250	4,455	4,870	5,561	6,297
营业外收入	15	33	30	30	30
营业外支出	25	9	10	12	14
利润总额	3,240	4,479	4,890	5,579	6,313
所得税	913	1,223	1,310	1,462	1,648
净利润	2,327	3,256	3,579	4,117	4,666
少数股东损益	126	101	100	110	121
归属母公司净利润	2,201	3,155	3,479	4,007	4,545
EBITDA	3,997	4,624	4,273	4,916	5,564
EPS (元)	1.63	2.33	2.55	2.94	3.33

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	-0.80	8.67	7.92	6.83	6.62
营业利润 (%)	20.47	37.07	9.31	14.19	13.25
归属母公司净利润 (%)	18.86	43.34	10.25	15.17	13.43
获利能力					
毛利率 (%)	35.33	36.71	36.60	37.57	38.59
净利率 (%)	7.93	10.46	10.69	11.52	12.26
ROE (%)	10.67	13.72	13.93	13.82	13.55
ROIC (%)	9.16	10.45	10.80	11.06	11.03
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.53	48.90	48.23	44.87	42.30
净负债比率 (%)	94.28	95.69	93.17	81.40	73.31
流动比率	1.59	1.59	1.65	1.85	2.04
速动比率	1.33	1.00	1.06	1.25	1.42
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.69	0.67	0.67	0.65
应收账款周转率	205.19	247.03	240.00	225.00	218.18
应付账款周转率	7.58	6.71	6.55	7.20	7.50
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.61	2.31	2.55	2.94	3.33
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.63	4.43	3.15	2.58	3.59
每股净资产 (最新摊薄)	15.11	16.86	18.31	21.25	24.58
估值比率					
P/E	69.01	48.14	43.66	37.91	33.42
P/B	7.37	6.60	6.08	5.24	4.53
EV/EBITDA	29.52	26.14	32.68	27.70	23.60

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。