

啤酒

青岛啤酒 (600600.SH)

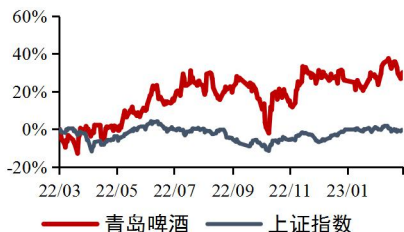
买入-A(维持)

22Q4 疫情下销量有所承压, 23 年期待现饮恢复结构升级持续

2023 年 3 月 23 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2023 年 3 月 22 日

收盘价(元):	108.69
年内最高/最低(元):	116.68/73.00
流通 A 股/总股本(亿):	7.00/13.64
流通 A 股市值(亿):	761.13
总市值(亿):	1,482.78

基础数据: 2022 年 12 月 31 日

基本每股收益:	2.74
摊薄每股收益:	2.74
每股净资产(元):	19.26
净资产收益率:	14.48

资料来源: 最闻

分析师:

周蓉

执业登记编码: S0760522080001

邮箱: zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenzhzhi@sxzq.com

事件描述

➢ **事件:** 公司发布 2022 年年报, 报告期内公司实现营业收入 321.72 亿元, 同比增长 6.65%; 归母净利润 37.11 亿元, 同比增长 17.59%; 扣非归母净利润 32.09 亿元, 同比增长 45.43%。其中, 22Q4 实现营业收入 30.62 亿元, 同比减少 9.83%; 归母净利润-5.56 亿元, 扣非归母净利润-6.51 亿元, 亏损收窄, 22Q4 利润超预期。

事件点评

➢ **Q4 疫情下销量有所承压, 22 全年结构升级略有放缓。**从销量来看, 2022 年公司实现啤酒销量 807 万千升, 同比+1.79%; 2022 上半年在疫情反复影响下, 销售量一度有所承压, 公司 Q3 推出旺季战役“夏日风暴”, 同时 7-8 月份在疫情缓解及多地天气炎热支撑之下, 销量实现较高增长, 22Q4 局部地区疫情反复, 销量再度承压, 综合之下, 22H2/Q4 销量同比+6.04%/-6.49%。分品牌看, 青岛主品牌销量实现 444 万千升, 同比+2.54%, 占比达 55.0%; 其他品牌销量同比+0.89%。从吨价看, 22 年公司啤酒平均吨价为 3986 元/吨, 同比+4.77%, 其中青岛品牌/其他品牌吨价分别+5.51%/+3.17%。分地区看, 22 年公司在强势区域山东和华北地区实现收入 213.67/78.63 亿元, 同比+8.20%/+8.07%; 境外地区受疫情影响相对较小, 实现收入 7.21 亿元, 同比+11.97%。总体而言, 疫情下公司结构升级节奏虽略有放缓, 在量价平稳增长下助力公司 22 年全年营收增长。

➢ **成本压力下结构升级&控费增效, 盈利能力稳定向好。**公司 2022 年毛利率/净利率为 36.85%/11.53%, 同比+0.13/+1.07pct, 尽管 2022 年成本端承压, 公司通过部分原材料价格锁价及产品提价, 助力毛利率稳定向好。2022 年公司销售费用率/管理费用率分别为 13.05%/4.58%, 同比-0.53/-1.03pct。面对疫情和成本压力双重挑战, 公司通过持续优化管理体系, 提高运营效率, 净利率稳步提高。去年 Q3 以来成本开始显著上涨, 未来成本逐步进入下降通道, 同时 23 年疫后时代, 伴随消费逐步复苏以及高端产品占比的持续提升, 预计公司盈利能力将保持良好增长。

投资建议

➢ 中长期看, 公司继续进行产品结构升级, 同时不断完善终端布局。未来将



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



继续凭借优质渠道，不断扩大中高端市场份额，助力其收入稳定增长。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 347.64/368.92/389.66 亿元，同比增长 8.1%/6.1%/5.6%。归母净利润 43.47/49.85/56.96 亿元，同比增长 17.1%/14.7%/14.3%。对应 EPS 分别为 3.19/3.65/4.18 元，3 月 22 日收盘价对应 PE 分别为 34.1/29.7/26.0 倍，维持“买入-A”投资评级。

风险提示

➤ 产品升级不及预期，行业竞争加剧，疫情反复，原材料价格上涨超预期等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,167	32,172	34,764	36,892	38,966
YoY(%)	8.7	6.6	8.1	6.1	5.6
净利润(百万元)	3,155	3,711	4,347	4,985	5,696
YoY(%)	43.3	17.6	17.1	14.7	14.3
毛利率(%)	36.7	36.8	38.7	40.3	41.5
EPS(摊薄/元)	2.31	2.72	3.19	3.65	4.18
ROE(%)	13.7	14.5	15.0	15.1	15.0
P/E(倍)	47.0	40.0	34.1	29.7	26.0
P/B(倍)	6.4	5.8	5.1	4.5	3.9
净利率(%)	10.5	11.5	12.5	13.5	14.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	28959	32002	35992	41429	46818
现金	14598	17855	22020	26868	32428
应收票据及应收账款	125	124	145	141	161
预付账款	228	282	269	316	302
存货	3493	4152	3867	4425	4148
其他流动资产	10515	9589	9691	9679	9778
非流动资产	17604	18309	18128	17711	17209
长期投资	366	368	390	412	434
固定资产	10148	10996	11104	10945	10687
无形资产	2481	2558	2330	2129	1933
其他非流动资产	4609	4388	4304	4225	4155
资产总计	46563	50312	54120	59140	64027
流动负债	18259	19672	19647	20480	20529
短期借款	246	225	225	225	225
应付票据及应付账款	3298	3662	3639	3911	3894
其他流动负债	14715	15785	15783	16344	16409
非流动负债	4511	4368	4368	4368	4368
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4511	4368	4368	4368	4368
负债合计	22769	24039	24015	24848	24897
少数股东权益	792	777	946	1137	1328
股本	1364	1364	1364	1364	1364
资本公积	3956	4154	4154	4154	4154
留存收益	17719	19929	23614	27838	32643
归属母公司股东权益	23002	25495	29159	33155	37803
负债和股东权益	46563	50312	54120	59140	64027

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6043	4879	5000	5676	6287
净利润	3256	3805	4515	5175	5887
折旧摊销	189	1077	1144	1225	1297
财务费用	-243	-421	-558	-647	-772
投资损失	-186	-170	-170	-170	-170
营运资金变动	3181	923	200	244	220
其他经营现金流	-155	-335	-132	-151	-175
投资活动现金流	-10250	-2199	-661	-486	-449
筹资活动现金流	-1614	-1676	-174	-342	-277
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.31	2.72	3.19	3.65	4.18
每股经营现金流(最新摊薄)	4.43	3.58	3.66	4.16	4.61
每股净资产(最新摊薄)	16.86	18.69	21.37	24.30	27.71

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30167	32172	34764	36892	38966
营业成本	19091	20318	21313	22039	22786
营业税金及附加	2319	2391	2583	2741	2896
营业费用	4097	4200	4693	4980	5260
管理费用	1693	1473	1564	1660	1753
研发费用	31	63	68	72	76
财务费用	-243	-421	-558	-647	-772
资产减值损失	-202	-15	-16	-17	-18
公允价值变动收益	253	164	132	151	175
投资净收益	186	170	170	170	170
营业利润	4455	5001	5929	6893	7837
营业外收入	33	20	26	23	25
营业外支出	9	15	14	16	13
利润总额	4479	5006	5941	6900	7850
所得税	1223	1201	1426	1725	1962
税后利润	3256	3805	4515	5175	5887
少数股东损益	101	94	169	190	191
归属母公司净利润	3155	3711	4347	4985	5696
EBITDA	4245	5562	6501	7405	8270

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	8.7	6.6	8.1	6.1	5.6
营业利润(%)	37.1	12.3	18.6	16.2	13.7
归属于母公司净利润(%)	43.3	17.6	17.1	14.7	14.3
获利能力					
毛利率(%)	36.7	36.8	38.7	40.3	41.5
净利率(%)	10.5	11.5	12.5	13.5	14.6
ROE(%)	13.7	14.5	15.0	15.1	15.0
ROIC(%)	10.7	11.4	12.1	12.4	12.4
偿债能力					
资产负债率(%)	48.9	47.8	44.4	42.0	38.9
流动比率	1.6	1.6	1.8	2.0	2.3
速动比率	1.0	1.1	1.3	1.5	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	241.3	258.4	258.4	258.4	258.4
应付账款周转率	6.7	5.8	5.8	5.8	5.8
估值比率					
P/E	47.0	40.0	34.1	29.7	26.0
P/B	6.4	5.8	5.1	4.5	3.9
EV/EBITDA	32.1	23.9	19.8	16.8	14.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

