

2022 年经营韧性凸显，高端化动力仍强

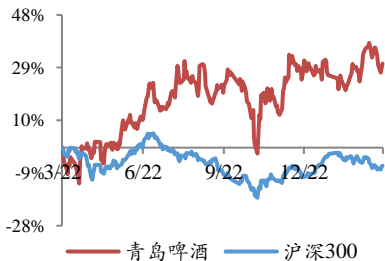
投资评级：买入（维持）

主要观点：

报告日期：2023-03-23

收盘价（元）	108.69
近 12 个月最高/最低（元）	114.90/72.82
总股本（百万股）	1,364
流通股本（百万股）	700
流通股比例（%）	51.33
总市值（亿元）	1,483
流通市值（亿元）	761

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

相关报告

1. 青岛啤酒点评报告：Q3 销量高增吨价稳升，成本压力开始缓释 2022-10-27
2. 青岛啤酒 2022 中报业绩点评：Q2 快速恢复量价齐升，盈利能力明显改善 2022-08-28

● 事件：公司发布 2022 年年度报告

2022 年公司实现营业收入 321.72 亿元，同比+6.65%；实现归母净利润 37.11 亿元，同比+17.59%；实现扣非归母净利润 32.09 亿元，同比+45.43%；其中 Q4 单季度实现营业收入 30.62 亿元，同比-9.83%；实现归母净利润-5.56 亿元，同比-22.19%；实现扣非归母净利润-6.51 亿元，同比+35.49%。

● Q3 销量积极回补，Q4 疫情再次冲击啤酒销售，全年销量同比小幅增长

Q4 疫情再次产生全国性影响，啤酒消费场景缺失，公司 Q4 单季度销量 79.3 万千升，同比-6.49%，其中中高档啤酒占比较高的现饮渠道受损更严重，导致产品结构有所降低，Q4 单季度千升酒收入约 3861 元/千升，同比-3.57%。全年来看，公司实现总销量 807.2 万千升，同比+1.8%，主要系 Q3 消费阶段性加速复苏，叠加高温天气对啤酒消费的促进作用，公司啤酒销量增量较大（Q3 单季度销量同比+10.6%），有力对冲了 Q1 及 Q4 疫情对销量的负面影响。

● 结构升级与提价共同推动啤酒销售均价提升近 5%

2022 年全年公司啤酒销售均价为 3926.8 元/千升，同比+4.94%，主要为结构升级+提价共同推动。结构方面，以青岛白啤、青岛纯生、青岛经典为代表的中档以上产品销量增长持续快于大盘，带动公司产品结构提升，2022 年青岛主品牌销量同比+2.6%，占比进一步提升至 55.0%（同比上升 0.41pp），其中中高端以上产品销量同比+4.99%。提价方面，公司在 2021 年 Q4 启动对部分产品提价，主要为了对冲成本压力；2022 年下半年，行业预判 2023 年成本端持续承压，龙头公司再次开启提价，提价分产品、分区域制定针对性的策略，以便更为顺利地传导至终端。

● 全年啤酒平均生产成本同比增长近 5%，均价提升完全对冲均成本涨幅

成本端，2022 年上半年原材料大麦及包材等采购价格上升明显，下半年包材价格逐步回落，成本压力略有所缓解，全年啤酒平均生产成本为 2482.5 元/千升，同比+4.85%。结构升级+提价带来的平均销售价格同比增速略高于平均生产成本同比增速，全年啤酒业务毛利率同比提升 0.05pp 至 36.78%。

● 全年开源节流、控本降费效果显著，期间费用率同比下降增厚利润

费用方面，2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.05%/4.58%/0.20%/-1.31%，同比-0.53/-1.03/+0.09/-0.50pp。管理费用收缩明显，主要与管理人员薪酬支出减少、股份支付费用减少、行政费用等其他开支减少有关。销售费用中，核心项目销售人员薪酬、广告及业务宣传费用保持稳健增长节奏，行政费用、租赁费、修理费等其他费用项目同比收缩，充分体现公司在运营管理层面施行开

源节流、降本增效的效果。全年研发费用同比+103.8%，主要系新产品研发支出投入增加。2022年公司最终实现净利率 11.83%，归母净利率 11.53%，分别同比+1.03pp/+1.07pp。考虑到 2021 年有 4.36 亿元土地出让收益可视为非核心利润，公司内生盈利能力提升幅度实际更高。

● 盈利预测与投资建议

综合来看，2022 年在疫情考验下，公司多措并举实现利润较快增长，经营韧性凸显。23 年进入后疫情时代，现饮场景逐步修复，啤酒行业将整体受益。公司的核心产品青岛白啤、青岛纯生、青岛经典市场竞争力强，将继续承担结构升级的重要作用；同时控本降费提效持续推进，为盈利能力继续强化助力。考虑到 23 年成本压力仍存，24 年成本压力有望显著缓解，故小幅下调 23 年盈利预测、小幅上调 24 年盈利预测，同时新增 25 年盈利预测：预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 343.0/365.2/388.3 亿元（前预测值 344.0/360.1/-亿元），同比 +6.6%/+6.5%/+6.3%；实现归母净利润 43.3/50.0/58.2 亿元（前预测值 43.4/48.4/-亿元），同比+16.6%/+15.6%/+16.3%；EPS 分别为 3.17/3.67/4.26 元；当前股价对应 PE 分别为 34/30/25 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

疫情冲击；原材料价格上涨超预期；中高端产品增长受阻；食品安全风险。

● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	321.7	343.0	365.2	388.3
收入同比	6.6%	6.6%	6.5%	6.3%
归属母公司净利润	37.1	43.3	50.0	58.2
净利润同比	17.6%	16.6%	15.6%	16.3%
毛利率	36.8%	38.3%	39.6%	41.0%
ROE	14.6%	15.9%	16.7%	17.5%
每股收益(元)	2.74	3.17	3.67	4.26
P/E	39.29	34.26	29.65	25.49
P/B	5.75	5.44	4.95	4.47
EV/EBITDA	23.99	22.03	19.50	17.04

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	320	338	374	413	营业收入	322	343	365	388
现金	179	197	224	262	营业成本	203	212	220	229
应收账款	1	1	2	2	营业税金及附加	24	25	28	30
其他应收款	7	7	7	7	销售费用	42	44	45	47
预付账款	3	3	3	3	管理费用	15	15	16	17
存货	42	38	44	42	财务费用	-4	-4	-4	-5
其他流动资产	89	92	95	98	资产减值损失	0	-1	-1	-1
非流动资产	183	180	180	181	公允价值变动收益	2	2	2	3
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	110	109	108	106	营业利润	50	59	68	79
无形资产	26	26	27	27	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	44	41	42	43	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	503	517	554	594	利润总额	50	59	68	80
流动负债	197	193	202	208	所得税	12	15	17	20
短期借款	2	2	1	1	净利润	38	44	51	60
应付账款	35	33	36	37	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	160	158	165	170	归属母公司净利润	37	43	50	58
非流动负债	44	43	43	43	EBITDA	54	58	66	76
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.74	3.17	3.67	4.26
其他非流动负债	44	43	43	43					
负债合计	240	236	244	251					
少数股东权益	8	9	10	12	主要财务比率				
股本	14	14	14	14	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	42	42	42	42	成长能力				
留存收益	200	217	244	277	营业收入	6.6%	6.6%	6.5%	6.3%
归属母公司股东权	255	273	299	332	营业利润	12.3%	17.9%	15.6%	16.4%
负债和股东权益	503	517	554	594	归属于母公司净利	17.6%	16.6%	15.6%	16.3%
					获利能力				
					毛利率 (%)	36.8%	38.3%	39.6%	41.0%
					净利率 (%)	11.5%	12.6%	13.7%	15.0%
					ROE (%)	14.6%	15.9%	16.7%	17.5%
					ROIC (%)	12.1%	13.9%	14.6%	15.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	47.8%	45.6%	44.1%	42.2%
					净负债比率 (%)	91.5%	83.8%	78.9%	73.0%
					流动比率	1.63	1.75	1.85	1.99
					速动比率	1.09	1.21	1.31	1.47
					营运能力				
					总资产周转率	0.66	0.67	0.68	0.68
					应收账款周转率	263.35	266.67	248.28	246.58
					应付账款周转率	6.16	6.26	6.43	6.32
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.74	3.17	3.67	4.26
					每股经营现金流	3.58	4.95	4.18	5.06
					每股净资产	18.69	19.99	21.95	24.32
					估值比率				
					P/E	39.29	34.26	29.65	25.49
					P/B	5.75	5.44	4.95	4.47
					EV/EBITDA	23.99	22.03	19.50	17.04

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师：杨苑，剑桥大学经济学硕士，2年食品饮料行业研究经验，1年宏观利率研究经验

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。