

青岛啤酒 (600600)

2022 年报点评: 业绩超预期, 期待场景修复 & 产品升级盈利弹性

买入 (维持)

2023 年 03 月 23 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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	32,172	35,320	36,970	38,440
同比	7%	10%	5%	4%
归属母公司净利润 (百万元)	3,711	4,337	4,931	5,420
同比	18%	17%	14%	10%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.72	3.18	3.61	3.97
P/E (现价&最新股本摊薄)	40.45	34.61	30.44	27.69

关键词: #业绩超预期 #消费升级 #成本下降

事件: 1) 公司发布 2022 年业绩公告, 全年实现收入 321.7 亿元 (yoy+6.7%), 归母净利 37.1 亿元 (yoy+17.6%), 扣非归母净利 32.1 亿元 (yoy+45.4%)。2022Q4 单季度收入 30.6 亿元 (yoy-9.8%), 归母净利-5.6 亿元, 扣非归母净利-6.5 亿元 (同比减亏 3.58 亿元), 收入符合预期, 利润超预期, 预计与费控措施成效良好有关。

2) 2022 年度每股拟派发现金红利 1.30 元/股 (含税); 由于 2023 年是青啤品牌创立 120 周年, 亦为公司上市 30 周年, 拟再派发特别红利 0.50 元/股 (含税), 共计 1.80 元/股 (含税)。

■ 高端化逻辑持续演绎, 带动量价齐增。

1) 2022 年全年整体销量 807.0 万千升 (yoy+1.8%), 其中中高档及以上产品销量 293 万千升 (yoy+4.99%), 产品结构升级带动整体吨价提升至 3987 元/千升 (yoy+4.8%)。分品牌来看, 主品牌青岛/其它品牌销量分别为 444.0/363.0 万千升 (yoy+2.56%/0.81%)。

2) 2022Q4 单季销量 79.1 万千升 (yoy-6.7%), 分品牌来看, 主品牌青岛/其它品牌销量分别为 48.7/30.4 万千升 (yoy-10.6%/+0.3%)。整体吨价同比-3.3%。

■ 2022 毛利率稳健, 前三季度降本增效, 驱动业绩增速高于收入增速。

2022 年公司吨成本为 2,518 元/千升 (yoy+4.58%), 得益于产品结构升级对冲成本提升, 2022 毛利率 36.9% (yoy+0.1pct), 实现微增, 今年大麦价格处于高位, 但包材成本环比走弱, 我们预计毛利率有望持续提升。公司在疫情下营销费用投入更加稳健, 亦通过内部降本增效措施削减开支, 费控成效良好, 2022 年销售费用率 13.0% (yoy-0.5pct), 管理费用率 4.6% (yoy-1.03pct)。

■ 盈利预测与投资评级: 近期渠道反馈乐观, 各地经销商备货意愿积极。我们认为场景修复&产品中高端化带来的结构性涨价会延续量价齐增逻辑, 同时产品结构升级与包材成本下降亦能带来的利润端弹性, 我们上调 2023-24 年归母净利润至 43.4、49.3 亿元 (前值为 41.8/48.4 亿元), 并预计 2025 年归母净利润 54.2 亿元, 同比+17/+14/+10%, 对应最新收盘价 2023-2025 年动态 PE 为 35/30/28 倍, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 疫情反复致场景复苏不及预期; 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)	110.02
一年最低/最高价	73.00/116.68
市净率(倍)	5.89
流通 A 股市值(百万元)	77,044.04
总市值(百万元)	150,092.89

基础数据

每股净资产(元,LF)	18.69
资产负债率(% ,LF)	47.78
总股本(百万股)	1,364.23
流通 A 股(百万股)	700.27

相关研究

《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》

2022-10-27

《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

青岛啤酒三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	32,002	36,987	43,073	48,552	营业总收入	32,172	35,320	36,970	38,440
货币资金及交易性金融资产	20,539	25,175	29,207	34,381	营业成本(含金融类)	20,318	22,110	22,921	23,641
经营性应收款项	406	440	439	475	税金及附加	2,391	2,543	2,662	2,768
存货	4,152	3,949	4,480	4,237	销售费用	4,200	4,627	4,732	4,843
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,473	1,589	1,590	1,576
其他流动资产	6,906	7,423	8,947	9,460	研发费用	63	35	37	38
非流动资产	18,309	18,719	19,159	19,609	财务费用	-421	-522	-651	-763
长期股权投资	368	371	374	377	加:其他收益	543	625	649	672
固定资产及使用权资产	11,164	11,568	12,013	12,477	投资净收益	170	171	193	196
在建工程	457	460	462	463	公允价值变动	164	50	50	50
无形资产	2,558	2,528	2,498	2,468	减值损失	-15	-86	-86	-86
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	资产处置收益	-10	182	190	163
长期待摊费用	102	132	152	162	营业利润	5,001	5,879	6,674	7,331
其他非流动资产	2,354	2,354	2,354	2,355	营业外净收支	5	14	9	16
资产总计	50,312	55,706	62,233	68,161	利润总额	5,006	5,894	6,683	7,347
流动负债	19,672	20,562	21,989	22,319	减:所得税	1,201	1,414	1,604	1,763
短期借款及一年内到期的非流动负债	275	325	375	425	净利润	3,805	4,479	5,079	5,583
经营性应付款项	3,662	3,494	4,036	3,748	减:少数股东损益	94	142	149	164
合同负债	8,909	9,332	9,813	10,114	归属母公司净利润	3,711	4,337	4,931	5,420
其他流动负债	6,826	7,411	7,766	8,033	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.72	3.18	3.61	3.97
非流动负债	4,368	4,388	4,403	4,413	EBIT	4,282	5,040	5,677	6,246
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	5,407	5,637	6,265	6,859
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.85	37.40	38.00	38.50
租赁负债	98	118	133	143	归母净利率(%)	11.53	12.28	13.34	14.10
其他非流动负债	4,269	4,269	4,269	4,269	收入增长率(%)	6.65	9.79	4.67	3.98
负债合计	24,039	24,950	26,392	26,732	归母净利润增长率(%)	17.59	16.89	13.69	9.91
归属母公司股东权益	25,495	29,837	34,773	40,198					
少数股东权益	777	919	1,068	1,232					
所有者权益合计	26,272	30,756	35,841	41,429					
负债和股东权益	50,312	55,706	62,233	68,161					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,879	5,250	4,651	5,851	每股净资产(元)	18.69	21.87	25.49	29.47
投资活动现金流	-2,199	-925	-924	-974	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	-1,676	57	49	42	ROIC(%)	12.80	13.24	12.77	12.12
现金净增加额	1,026	4,386	3,782	4,924	ROE-摊薄(%)	14.55	14.54	14.18	13.48
折旧和摊销	1,125	597	588	613	资产负债率(%)	47.78	44.79	42.41	39.22
资本开支	-1,738	-811	-839	-903	P/E(现价&最新股本摊薄)	40.45	34.61	30.44	27.69
营运资本变动	759	492	-677	-25	P/B(现价)	5.89	5.03	4.32	3.73

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>

