

## 销量强势修复，盈利同步提升

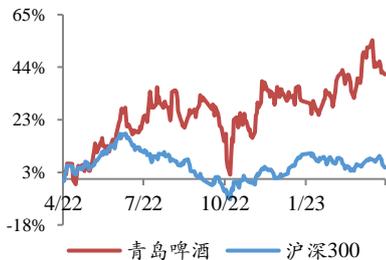
投资评级：买入（维持）

主要观点：

报告日期：2023-04-24

收盘价(元)	113.50
近12个月最高/最低(元)	124.33/78.79
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)	1,548
流通市值(亿元)	795

### 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 2022 年年报点评：2022 年经营韧性凸显，高端化动力仍强 2023-03-23

2. 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

### ● 事件：公司发布 2023 年第一季度报告

2023 年一季度公司实现营业收入 107.62 亿元，同比+16.27%；实现归母净利润 14.51 亿元，同比+28.86%；实现扣非归母净利润 13.50 亿元，同比+32.07%。

### ● 23Q1 销量强势修复，结构持续优化，吨价稳步提升

23Q1 公司实现销量 236.3 万千升，同比+11.02%，剔除 2022 年同期销售受疫情冲击的影响，公司 23Q1 销量同比 21Q1 增长约 7.9%，销量表现亮眼，反映疫后啤酒消费场景修复情况良好。结构方面，23Q1 青岛主品牌实现销量 140.1 万千升，同比+7.45%，主品牌销量占比达到 59.3%，较 22 年末提升约 4.3 个百分点。其中中高档产品销量 98.4 万千升，同比+11.55%，略快于整体销量增速，表明公司销量结构提升仍在持续。从吨价结果来看，23Q1 千升酒收入 4530.8 元/千升，同比+4.75%。

### ● 成本压力边际减弱，毛利率提升，降本控费效果佳

23Q1 千升酒成本 2794.7 元/千升，同比+3.96%，成本压力较 2022 年已明显缓解（2022Q1/Q2/Q3/Q4 千升酒成本同比涨幅分别为 +6.91%/+6.11%/+5.69%/+4.55%），主因 22Q3 以来成本结构占比最大的包材价格持续回落。23Q1 公司实现毛利率 38.32%，同比提升约 0.5pp，反映在结构持续升级+成本压力缓解的背景下盈利能力增强。23Q1 销售费用率同比小幅下降约 0.4pp 至 13.84%；管理费用率同比收缩，管理费用率同比下滑约 0.9pp 至 2.99%，公司积极开源节流、控本降费、提质增效的效果显现。吨价提升+费用控制推动下，23Q1 归母净利率 13.56%，同比提升 1.3pp。

### ● 盈利预测与投资建议

2022 年公司经营韧性凸显，23Q1 迎开门红。疫后啤酒现饮场景逐步修复，行业整体受益，为公司带来更好的经营环境。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。我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 343.0/365.2/388.3 亿元，同比+6.6%/+6.5%/+6.3%；实现归母净利润 43.3/50.0/58.2 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 36/31/27 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	35.78	30.96	26.62
P/B	5.75	5.68	5.17	4.67
EV/EBITDA	23.99	23.15	20.49	17.91

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
<b>流动资产</b>	320	338	374	413	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	503	517	554	594	<b>利润总额</b>	50	59	68	80
<b>流动负债</b>	197	193	202	208	所得税	12	15	17	20
短期借款	2	2	1	1	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	37	43	50	58
<b>非流动负债</b>	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					
<b>负债合计</b>	240	236	244	251					
少数股东权益	8	9	10	12	<b>主要财务比率</b>				
股本	14	14	14	14	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	42	42	42	42	<b>成长能力</b>				
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%
<b>负债和股东权益</b>	503	517	554	594	归属于母公司净利	17.6%	16.6%	15.6%	16.3%
					<b>获利能力</b>				
					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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					P/E	39.29	35.78	30.96	26.62
					P/B	5.75	5.68	5.17	4.67
					EV/EBITDA	23.99	23.15	20.49	17.91

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。