



买入（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造
当前价格(元)：110.02

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

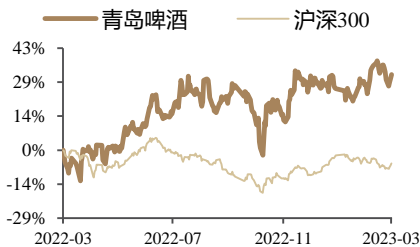
韦香怡

资格编号：S0120522080002

邮箱：weixy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.08	4.62	3.15
相对涨幅(%)	4.73	8.03	-2.14

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《青岛啤酒三季报业绩点评：Q3销量双位数增长，高端化趋势延续》，2022.10.27
- 《青岛啤酒：百年历史啤酒龙头，行稳致远再扬帆》，2022.10.24

青岛啤酒 (600600.SH)：利润表现超预期，产品结构升级有望加速

投资要点

- 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，2022Q4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（21Q4为-10.09亿元），亏损收窄。
- 疫情影响Q4业绩，全年量价齐升趋势延续。**（1）2022年公司实现啤酒销量807.2万吨，同比增长1.8%，其中主品牌青岛啤酒实现销量444万吨，同比增长2.6%。22Q4单季度啤酒销量79.3万吨，同比下滑6.5%，我们判断主要系疫情反复与放开后感染高峰出现导致现饮渠道受损影响。（2）产品结构持续优化，吨酒价格提升。公司高端化战略持续推行，2022年中高端啤酒销量达293万吨，同比增长5.0%，高于主品牌整体增速。在产品结构升级带动下，公司22年吨酒价格达到3927元/吨，同比提升4.9%。（3）分区域来看，2022年公司山东/华北/华南/华东/东南/境外收入分别同比+8.2%/+8.1%/+1.0%/-0.5%/+2.8%/+12.0%，公司巩固提升基地市场建设、积极开拓新兴市场成效显著。
- 成本压力仍存，费控能力突出。**2022年公司毛利率为36.9%，同比提升0.13pct。成本端2022年公司吨成本为2482元/吨，同比提升4.9%，其中吨直接材料成本同比+8.7%，主系包材和原材料价格波动影响，成本压力仍存。费用端22年公司销售费用率同比-0.53pct至13.05%，我们判断主系疫情影响消费场景的情况下公司缩减费用投放；管理费用率同比-1.0pct至4.58%，22年公司职工总数减少1240人，员工薪酬优化成效显现。综合来看，公司费控能力提升带动22年净利率同比+1.1pct至11.5%。
- 高端化趋势下把握行业β，关注成本周期变化。**2023年夜场、餐饮等现饮渠道逐步复苏，公司加快产品结构调整优化升级，超高档产品引领行业提质升级，原浆生啤、青岛白啤等新特产品及青岛经典等产品快速增长，我们看好公司在中高端市场的竞争优势。同时近期成本压力趋缓，公司盈利能力有望持续提升。我们依据年报业绩对盈利预测进行调整，预计公司2023-2025年实现营收346.9/367.9/389.1亿元，同比增长7.8%/6.1%/5.7%，实现归母净利润43.5/50.8/57.6亿元，同比增长17.2%/16.9%/13.4%，EPS分别为3.19/3.73/4.23元，对应PE分别为34.5x/29.5x/26.0x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品结构升级不及预期；市场高端化竞争加剧；原材料成本上升；终端消费恢复不及预期等

股票数据

总股本(百万股):	1,364.23
流通 A 股(百万股):	700.27
52 周内股价区间(元):	72.82-114.90
总市值(百万元):	150,092.89
总资产(百万元):	50,311.70
每股净资产(元):	18.69

资料来源:公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,167	32,172	34,686	36,792	38,905
(+/-)YOY(%)	8.7%	6.6%	7.8%	6.1%	5.7%
净利润(百万元)	3,155	3,711	4,349	5,084	5,764
(+/-)YOY(%)	43.3%	17.6%	17.2%	16.9%	13.4%
全面摊薄 EPS(元)	2.31	2.72	3.19	3.73	4.23
毛利率(%)	36.7%	36.8%	38.6%	40.2%	41.4%
净资产收益率(%)	13.7%	14.6%	15.3%	16.0%	16.2%

资料来源:公司年报(2021-2022), 德邦研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	2.74	3.19	3.73	4.23
每股净资产	18.69	20.82	23.32	26.15
每股经营现金流	3.58	4.20	4.16	5.06
每股股利	1.30	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	39.29	34.51	29.52	26.04
P/B	5.75	5.28	4.72	4.21
P/S	4.67	4.33	4.08	3.86
EV/EBITDA	23.99	21.39	18.40	15.67
股息率%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.8%	38.6%	40.2%	41.4%
净利润率	11.8%	12.9%	14.2%	15.2%
净资产收益率	14.6%	15.3%	16.0%	16.2%
资产回报率	7.4%	8.0%	8.7%	9.1%
投资回报率	12.1%	13.9%	14.5%	14.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	6.6%	7.8%	6.1%	5.7%
EBIT 增长率	22.4%	27.2%	17.1%	13.5%
净利润增长率	17.6%	17.2%	16.9%	13.4%
偿债能力指标				
资产负债率	47.8%	45.8%	43.8%	41.5%
流动比率	1.6	1.7	1.9	2.0
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.5
现金比率	0.9	1.1	1.2	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.4	1.4	1.4	1.4
存货周转天数	67.7	67.7	67.7	67.7
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	2.9	3.1	3.2	3.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,711	4,349	5,084	5,764
少数股东损益	94	110	129	146
非现金支出	1,140	612	480	558
非经营收益	-825	-230	-293	-304
营运资金变动	759	896	276	735
经营活动现金流	4,879	5,736	5,675	6,899
资产	-1,738	-762	-748	-1,237
投资	-1,112	0	0	0
其他	651	107	194	205
投资活动现金流	-2,199	-655	-553	-1,031
债权募资	-42	-10	-10	-10
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,634	-1,444	-1,687	-1,911
融资活动现金流	-1,676	-1,454	-1,697	-1,921
现金净流量	1,026	3,627	3,425	3,947

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 23 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	32,172	34,686	36,792	38,905
营业成本	20,318	21,307	22,013	22,796
毛利率%	36.8%	38.6%	40.2%	41.4%
营业税金及附加	2,391	2,578	2,734	2,891
营业税金率%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
营业费用	4,200	4,400	4,650	4,900
营业费用率%	13.1%	12.7%	12.6%	12.6%
管理费用	1,473	1,500	1,600	1,700
管理费用率%	4.6%	4.3%	4.3%	4.4%
研发费用	63	68	72	76
研发费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
EBIT	4,259	5,419	6,344	7,199
财务费用	-421	-259	-313	-365
财务费用率%	-1.3%	-0.7%	-0.9%	-0.9%
资产减值损失	-26	0	0	0
投资收益	170	183	194	205
营业利润	5,001	5,861	6,851	7,769
营业外收支	5	6	7	7
利润总额	5,006	5,867	6,859	7,776
EBITDA	5,385	6,031	6,824	7,757
所得税	1,201	1,408	1,646	1,866
有效所得税率%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
少数股东损益	94	110	129	146
归属母公司所有者净利润	3,711	4,349	5,084	5,764

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,855	21,482	24,907	28,854
应收账款及应收票据	124	144	136	160
存货	4,152	3,865	4,418	4,160
其它流动资产	9,871	9,983	9,984	10,093
流动资产合计	32,002	35,475	39,444	43,267
长期股权投资	368	368	368	368
固定资产	11,009	11,314	11,673	12,361
在建工程	457	342	257	193
无形资产	2,558	2,558	2,585	2,662
非流动资产合计	18,309	18,592	18,967	19,753
资产总计	50,312	54,066	58,412	63,020
短期借款	225	225	225	225
应付票据及应付账款	3,662	3,637	3,904	3,905
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	15,785	16,550	17,104	17,713
流动负债合计	19,672	20,412	21,233	21,843
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	4,368	4,358	4,348	4,338
非流动负债合计	4,368	4,358	4,348	4,338
负债总计	24,039	24,770	25,580	26,181
实收资本	1,364	1,364	1,364	1,364
普通股股东权益	25,495	28,408	31,815	35,677
少数股东权益	777	888	1,017	1,163
负债和所有者权益合计	50,312	54,066	58,412	63,020

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。