

## 22 年全年业绩超预期，看好盈利改善空间

### 核心观点

- 公司发布 2022 年年报，全年实现营业收入 321.7 亿元(yoy+6.6%)；实现归母净利润 37.1 亿元(yoy+17.6%)，全年业绩超出预期。单四季度，公司实现营收 30.6 亿元(yoy-9.8%)，实现归母净利润-5.6 亿元(yoy-22.2%)，疫情影响营收短期承压。
- **产品结构保持优化趋势，华东华南盈利大幅改善。**22 年，公司累计啤酒销量为 807.2 万吨 (yoy+1.8%)，其中青岛啤酒销量为 444 万吨 (yoy+2.6%)；中高档及以上产品销量为 293 万吨 (yoy+5.0%)，销量占比达到 36.3% (yoy+1.1pct)，产品结构持续优化。22Q4，青岛品牌销量同比-10.6%，中高档及以上产品销量同比-10.4%，预计疫情高峰期餐饮消费场景减少导致销量有所承压。分地区，22 年公司在山东、华南、华北、华东、东南、海外的对外销售收入分别为 193.4、27.2、58.9、25.6、9.2 和 7.1 亿元，同比增长 8.2%、0.0%、9.6%、-1.0%、2.3%和 4.2%，公司在山东和华北优势区域增速较高；从盈利来看，公司在以上地区分别实现净利润 24.4、2.5、8.9、0.4、0.5 和 0.8 亿元，同比增长 35%、143%、17%、153%、-8%和 111%，山东地区盈利稳定增长，华南和华东地区改善幅度较大。
- **毛利率提升，费用率收缩，盈利能力继续改善。**22 年，公司毛利率达到 36.9% (yoy+0.1pct)，销售费用率 13.1%(yoy-0.5pct)，管理费用率 4.6%(yoy-1.0pct)，营业税金及附加占收入比重 7.4%(yoy-0.3pct)；22Q4，公司毛利率为 25.4%，销售费用率为 31.9%，管理费用率为 12.5%(yoy-4.0pct)，预计公司加强费用管控。综合，22 年公司销售净利率达到 11.8%(yoy+1.0pct)，全年盈利能力稳步提升。
- **成本降低消费复苏，公司业绩增速有望抬升。**22 年下半年以来，铝锭、瓦楞纸、玻璃等啤酒原材料价格持续回落；我们判断 23 年啤酒整体成本将呈现前高后低的走势，预计 23H2 青岛啤酒等酒企成本压力持续降低。当前疫情高峰期已过，国内线下餐饮场景快速恢复，有望大幅促进啤酒消费；青岛啤酒作为头部啤酒企业，有望充分受益。此外，伴随公司持续推进关厂提效、费用控制，看好公司盈利改善空间。

### 盈利预测与投资建议

- 对于 23、24 年略下调营收和费用率，略上调毛利率。预测 23-25 年每股收益分别为 3.18、3.83、4.41 元（原 23、24 年为 3.01、3.58 元）。结合可比公司，我们认为公司合理估值水平为 23 年 42 倍市盈率，对应目标价 133.56 元，维持买入评级。

**风险提示：**消费复苏不及预期、原料价格持续上涨、食品安全事件风险。

### 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,167	32,172	34,999	37,846	40,602
同比增长(%)	8.7%	6.6%	8.8%	8.1%	7.3%
营业利润(百万元)	4,455	5,001	6,069	7,322	8,436
同比增长(%)	37.1%	12.3%	21.4%	20.6%	15.2%
归属母公司净利润(百万元)	3,155	3,711	4,333	5,226	6,019
同比增长(%)	43.3%	17.6%	16.8%	20.6%	15.2%
每股收益(元)	2.31	2.72	3.18	3.83	4.41
毛利率(%)	36.7%	36.8%	38.4%	40.0%	41.2%
净利率(%)	10.5%	11.5%	12.4%	13.8%	14.8%
净资产收益率(%)	14.5%	15.3%	15.7%	16.6%	17.3%
市盈率	47.0	40.0	34.2	28.4	24.6
市净率	6.4	5.8	5.0	4.5	4.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

### 投资评级 买入 (维持)

股价(2023年03月23日)	110.02 元
目标价格	133.56 元
52 周最高价/最低价	116.68/72.17 元
总股本/流通 A 股(万股)	136,423/135,534
A 股市值(百万元)	150,093
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 03 月 23 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.85	4.11	0.38	31.68
相对表现	-3.39	5.68	-5.13	37.23
沪深 300	2.54	-1.57	5.51	-5.55



### 证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001
周翰	zhouhan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070003

### 联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
----	------------------------

### 相关报告

吨价上行增厚盈利，稳中向好趋势延续	2022-10-27
高端化+控费推升盈利，成本压力缓解看好利润弹性	2022-08-26
21 年业绩平稳收官，关注结构升级与控费	2022-03-29

## 投资建议

对于 23、24 年略下调营收和费用率，略上调毛利率。预测 23-25 年每股收益分别为 3.18、3.83、4.41 元（原 23、24 年为 3.01、3.58 元）。结合可比公司，我们认为公司合理估值水平为 23 年 42 倍市盈率，对应目标价 133.56 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）		一致预期市盈率	
			2023E	2024E	2023E	2024E
燕京啤酒	000729	13.20	0.19	0.26	69.18	50.00
重庆啤酒	600132	116.13	3.34	4.00	34.80	29.00
百润股份	002568	38.45	0.68	0.88	56.39	43.73
华润啤酒	00291	53.81	1.67	2.05	32.28	26.24
百威亚太	01876	20.48	0.59	0.68	34.69	30.01
<b>调整后平均</b>					<b>42</b>	<b>34</b>

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2023 年 3 月 23 日收盘价）

## 风险提示

- **消费复苏不及预期风险。**当前疫情高峰期已过，是啤酒消费场景恢复的重要契机。如果宏观消费复苏不及预期，可能对企业的业绩恢复、产品结构高端化升级造成不利影响。
- **原料价格持续上涨的风险。**玻璃瓶、进口大麦等原材料占生产成本比重较高，如果采购价出现持续性上涨，企业不提价或提价幅度不足以覆盖原料价格涨幅，将对盈利能力产生负面影响。
- **食品安全事件风险。**若啤酒行业发生食品安全事件，则可能对公司产品销售、营业收入以及利润均产生不利影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	14,598	17,855	24,845	28,196	33,597	营业收入	30,167	32,172	34,999	37,846	40,602
应收票据、账款及款项融资	125	124	135	146	157	营业成本	19,091	20,318	21,557	22,718	23,879
预付账款	228	282	307	332	356	营业税金及附加	2,319	2,391	2,601	2,812	3,017
存货	3,493	4,152	3,952	4,269	4,496	营业费用	4,097	4,200	4,494	4,751	5,016
其他	10,515	9,589	7,979	9,332	8,967	管理费用及研发费用	1,723	1,536	1,594	1,623	1,692
<b>流动资产合计</b>	<b>28,959</b>	<b>32,002</b>	<b>37,217</b>	<b>42,275</b>	<b>47,572</b>	财务费用	(243)	(421)	(627)	(782)	(915)
长期股权投资	366	368	368	368	368	资产、信用减值损失	202	15	121	116	117
固定资产	10,148	10,996	11,558	11,486	11,369	公允价值变动收益	253	164	120	100	55
在建工程	762	457	304	226	188	投资净收益	186	170	150	75	45
无形资产	2,481	2,558	2,146	1,750	1,371	其他	1,037	534	540	540	540
其他	3,847	3,931	3,671	3,739	3,720	<b>营业利润</b>	<b>4,455</b>	<b>5,001</b>	<b>6,069</b>	<b>7,322</b>	<b>8,436</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>17,604</b>	<b>18,309</b>	<b>18,047</b>	<b>17,570</b>	<b>17,016</b>	营业外收入	33	20	28	28	28
<b>资产总计</b>	<b>46,563</b>	<b>50,312</b>	<b>55,264</b>	<b>59,845</b>	<b>64,588</b>	营业外支出	9	15	10	9	9
短期借款	246	225	391	288	301	<b>利润总额</b>	<b>4,479</b>	<b>5,006</b>	<b>6,087</b>	<b>7,341</b>	<b>8,455</b>
应付票据及应付账款	3,298	3,662	4,020	4,127	4,330	所得税	1,223	1,201	1,643	1,982	2,283
其他	14,715	15,785	15,817	16,986	17,692	<b>净利润</b>	<b>3,256</b>	<b>3,805</b>	<b>4,443</b>	<b>5,359</b>	<b>6,172</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>18,259</b>	<b>19,672</b>	<b>20,228</b>	<b>21,400</b>	<b>22,323</b>	少数股东损益	101	94	110	133	153
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,155</b>	<b>3,711</b>	<b>4,333</b>	<b>5,226</b>	<b>6,019</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.31	2.72	3.18	3.83	4.41
其他	4,511	4,368	4,368	4,368	4,368						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,511</b>	<b>4,368</b>	<b>4,368</b>	<b>4,368</b>	<b>4,368</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>22,769</b>	<b>24,039</b>	<b>24,596</b>	<b>25,768</b>	<b>26,691</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	792	777	887	1,020	1,173	<b>成长能力</b>					
股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364	营业收入	8.7%	6.6%	8.8%	8.1%	7.3%
资本公积	3,683	3,982	4,154	4,154	4,154	营业利润	37.1%	12.3%	21.4%	20.6%	15.2%
留存收益	17,719	19,929	24,263	27,539	31,206	归属于母公司净利润	43.3%	17.6%	16.8%	20.6%	15.2%
其他	235	219	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>23,794</b>	<b>26,272</b>	<b>30,668</b>	<b>34,077</b>	<b>37,897</b>	毛利率	36.7%	36.8%	38.4%	40.0%	41.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>46,563</b>	<b>50,312</b>	<b>55,264</b>	<b>59,845</b>	<b>64,588</b>	净利率	10.5%	11.5%	12.4%	13.8%	14.8%
						ROE	14.5%	15.3%	15.7%	16.6%	17.3%
						ROIC	13.3%	13.7%	13.8%	14.6%	15.1%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	48.9%	47.8%	44.5%	43.1%	41.3%
净利润	3,256	3,805	4,443	5,359	6,172	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	391	455	496	486	452	流动比率	1.59	1.63	1.84	1.98	2.13
财务费用	(243)	(421)	(627)	(782)	(915)	速动比率	1.39	1.42	1.64	1.78	1.93
投资损失	(186)	(170)	(150)	(75)	(45)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(3,258)	1,563	2,215	(431)	1,013	应收账款周转率	141.1	263.3	280.3	279.5	278.4
其它	6,083	(353)	(672)	(210)	(54)	存货周转率	5.6	5.3	5.3	5.5	5.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,043</b>	<b>4,879</b>	<b>5,706</b>	<b>4,347</b>	<b>6,623</b>	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(597)	(787)	98	101	101	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	11	(5)	0	0	0	每股收益	2.31	2.72	3.18	3.83	4.41
其他	(9,663)	(1,406)	270	175	100	每股经营现金流	4.43	3.58	4.18	3.19	4.85
<b>投资活动现金流</b>	<b>(10,250)</b>	<b>(2,199)</b>	<b>368</b>	<b>276</b>	<b>201</b>	每股净资产	16.86	18.69	21.83	24.23	26.92
债权融资	(431)	(7)	(49)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	287	299	172	0	0	市盈率	47.0	40.0	34.2	28.4	24.6
其他	(1,470)	(1,967)	793	(1,272)	(1,423)	市净率	6.4	5.8	5.0	4.5	4.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,614)</b>	<b>(1,676)</b>	<b>915</b>	<b>(1,272)</b>	<b>(1,423)</b>	EV/EBITDA	27.8	25.4	21.6	18.2	16.1
汇率变动影响	(9)	22	-0	-0	-0	EV/EBIT	30.4	27.9	23.5	19.6	17.0
<b>现金净增加额</b>	<b>(5,829)</b>	<b>1,026</b>	<b>6,990</b>	<b>3,351</b>	<b>5,401</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 信息披露

---

**依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：**

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

**就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：**

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有青岛啤酒(600600)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。