

600600.SH

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 110.02

板块评级：强于大市

本报告要点

- 青岛啤酒年报点评

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	4.6	4.1	0.4	30.2
相对上证综指	(0.8)	4.1	(7.5)	29.7

发行股数(百万)	1,364.23
流通股(百万)	1,364.23
总市值(人民币 百万)	150,092.89
3个月日均交易额(人民币 百万)	486.39
主要股东	
香港中央结算(代理人)有限公司	45

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年3月23日收市价为标准

相关研究报告

- 《青岛啤酒》20221101
- 《青岛啤酒》20220828
- 《青岛啤酒》20220429

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料：非白酒

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

青岛啤酒

结构性升级趋势延续，费用率同比下降

青岛啤酒披露2022年年报。2022全年公司实现营收321.7亿元，同比+6.7%，实现归母净利润/扣非归母净利润37.1/32.1亿元，同比+17.6%/+45.4%。全年结构性升级趋势延续，销量小幅上升，受益于费用率的下降，净利率延续上行趋势。展望未来，我们预计公司销量回暖在即，结构性升级趋势将得到延续。预计公司22-24年EPS为3.29、3.75、4.21元，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **2022全年结构性升级趋势延续，销量小幅回升。**2022年公司实现营收321.7亿元，同比+6.7%。拆分为量价：1) **量上**，2022年公司实现啤酒销量807.2万千升，同比+1.8%。在夏季炎热天气等有利因素与疫情反复等不利因素相互对冲后，较2021年小幅上升；其中，青岛主品牌销量444万千升，同比+2.6%，崂山在内的其他品牌销量363万千升，同比+0.79%。2) **价格上**，2022年公司啤酒平均吨价为3986.6元/千升，同比+4.8%，主要系产品结构升级所致。公司全年中高端以上产品实现销量293万千升，同比+5.0%。
- **2022全年费用率同比下降，成本压力较大，利润率持续上升。**1) **费用端**，2022年公司销售/管理/财务费用率分别为13.1%/4.6%/-1.3%，同比-0.53pct/-1.03pct/-0.5pct。我们判断，销售费用率的下降主要系疫情影响下即饮渠道受限，公司被动收紧了销售费用的投放所致；管理费用率的下降则主要系股份支付费用的减少和产能、人员的持续优化所致。2) **成本端**，受上半年采购周期内包材成本高企、3月后大麦成本上行的影响，2022年公司啤酒吨成本为2517.7元/千升，同比+4.6%，提升幅度较大，几乎与吨价变化幅度持平。3) **利润端**，2022年公司归母净利润率/扣非归母净利润率分别为11.5%/10.0%，同比+1.1pct/+2.7pct，主要系费用率下降所致。同时由于非流动资产处置收益的减少，公司2022年非经常性损益同比减少4.5亿元，致使归母净利率增幅不及扣非归母净利率。
- **4Q22量价双降，扣非归母净利润超预期。**1) **营收端**，4Q22单季公司实现营收30.6亿元，同比-9.8%，主要系疫情全面扩散下销量回落所致（单季销量79.3万千升，同比-6.5%）。此外由于主推高端产品的即饮渠道4Q22受损较为严重，公司4Q22的产品结构出现了降级现象，单季吨价3861.3元/千升，同比-3.6%。2) **利润端**，4Q22单季公司实现归母净利润-5.6亿元，在剔除土地收益等非经常性损益后，单季实现扣非归母净利润-6.5亿元，较去年同期减亏3.6亿元，超出了我们此前的预期。主要系销售费用、管理费用下降幅度超出此前预期所致。
- **展望未来，我们预计：1) 结构性升级趋势不改，销量回暖在即。**我们认为，4Q22吨价的下行主要系疫情冲击导致即饮/非即饮渠道销量失衡所致，不会对长期的结构升级逻辑造成影响，公司产品结构仍将延续升级态势，带动吨价提升。此外，由于疫情全面放开后即饮渠道恢复良好，叠加气温的提前回暖，我们预计公司1Q23销量同比有望出现较大幅度的回升。2) **成本压力缓解，利润有望持续释放。**啤酒的主要原材料中，虽然大麦价格依然处于高位，但铝锭、玻璃、瓦楞纸等包材价格已于2022年内迎来价格拐点。综合来看，我们预计2023年公司面临的成本压力将同比趋缓，结构性升级带来的利润空间有望持续释放。

估值

- 根据公司2022年年报，最新的行业环境变化情况，我们调整盈利预测，预计公司23-25年EPS为3.29、3.75、4.21元，同比+20.8%、+14.3%、+12.0%，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 经济复苏不及预期、渠道库存超预期、原材料成本波动。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	30,167	32,172	34,747	36,931	39,197
增长率(%)	8.7	6.6	8.0	6.3	6.1
EBITDA(人民币 百万)	3,879	4,838	6,158	7,147	8,092
归母净利润(人民币 百万)	3,155	3,711	4,483	5,123	5,737
增长率(%)	43.3	17.6	20.8	14.3	12.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.31	2.72	3.29	3.75	4.21
原先股本摊薄每股收益(人民币)			2.96	3.32	
变动幅度(%)			11.1	13.0	
市盈率(倍)	47.6	40.4	33.5	29.3	26.2
市净率(倍)	6.5	5.9	5.6	5.2	4.9
EV/EBITDA(倍)	31.1	26.7	21.1	17.9	15.4
每股股息(人民币)	1.1	1.8	2.2	2.5	2.8
股息率(%)	1.1	1.7	2.0	2.3	2.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2022 年年报业绩概览

(人民币, 百万元)	4Q21	4Q22	同比	FY2021	FY2022	同比
营业收入	3,395	3,062	(9.8)	30,167	32,172	6.6
营业成本	4,007	2,289	(42.9)	19,091	20,318	6.4
毛利率(%)	(18.0)	25.2	43.3	36.7	36.8	0.1
毛利	(612)	773	(226.4)	11,076	11,854	7.0
税金及附加	331	324	(2.2)	2,319	2,391	3.1
销售费用	(410)	976	(337.7)	4,097	4,200	2.5
管理费用	560	384	(31.5)	1,693	1,473	(12.9)
研发费用	17	33	87.6	31	63	103.8
财务费用	(49)	(102)	106.8	(243)	(421)	73.0
资产减值损失	(189)	(24)	(87.3)	(189)	(26)	(86.2)
公允价值变动收益	50	3	(93.2)	253	164	(35.1)
投资收益	56	27	(51.2)	186	170	(8.7)
营业利润	(458)	(729)	59.1	4,455	5,001	12.3
营业利润率(%)	(13.5)	(23.8)	(10.3)	14.8	15.5	0.8
营业外收入	5	4	(18.9)	33	20	(37.8)
营业外支出	3	7	117.1	9	15	74.1
利润总额	(456)	(732)	60.4	4,479	5,006	11.8
所得税	5	(171)	(3,737.2)	1,223	1,201	(1.7)
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	(1)	23	23.5	29	25	(3.8)
少数股东权益	(6)	(5)	(14.0)	101	94	(6.6)
归属于母公司净利润	(455)	(556)	22.2	3,155	3,711	17.6
净利率(%)	(13.4)	(18.2)	(4.8)	10.5	11.5	1.1
EPS	(0.33)	(0.41)	22.2	2.31	2.72	17.6

资料来源: 万得, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	30,167	32,172	34,747	36,931	39,197
营业收入	30,167	32,172	34,747	36,931	39,197
营业成本	19,091	20,318	21,042	21,936	22,926
营业税金及附加	2,319	2,391	2,582	2,744	2,913
销售费用	4,097	4,200	4,648	4,904	5,180
管理费用	1,693	1,473	1,493	1,513	1,534
研发费用	31	63	102	130	156
财务费用	(243)	(421)	(492)	(537)	(586)
其他收益	556	543	543	543	543
资产减值损失	(189)	(26)	0	0	0
信用减值损失	(13)	11	0	0	0
资产处置收益	482	(10)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	253	164	0	0	0
投资收益	186	170	170	170	170
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,455	5,001	6,076	6,943	7,777
营业外收入	33	20	20	20	20
营业外支出	9	15	15	15	15
利润总额	4,479	5,006	6,081	6,949	7,782
所得税	1,223	1,201	1,459	1,668	1,868
净利润	3,256	3,805	4,622	5,281	5,915
少数股东损益	101	94	139	158	177
归母净利润	3,155	3,711	4,483	5,123	5,737
EBITDA	3,879	4,838	6,158	7,147	8,092
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.31	2.72	3.29	3.75	4.21

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	28,959	32,002	34,146	37,161	39,979
货币资金	14,598	17,855	19,380	20,836	22,807
应收账款	125	120	144	136	162
应收票据	0	5	1	5	1
存货	3,493	4,152	3,766	4,488	4,138
预付账款	228	282	246	304	271
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	10,515	9,589	10,610	11,391	12,600
非流动资产	17,604	18,309	18,378	18,560	18,742
长期投资	367	369	369	369	369
固定资产	10,149	11,009	11,494	11,948	12,387
无形资产	2,481	2,558	2,413	2,268	2,123
其他长期资产	4,608	4,374	4,103	3,975	3,863
资产合计	46,563	50,312	52,524	55,721	58,721
流动负债	18,259	19,672	20,157	21,486	22,341
短期借款	246	225	0	0	0
应付账款	3,128	3,464	3,363	3,754	3,684
其他流动负债	14,885	15,983	16,794	17,732	18,657
非流动负债	4,511	4,368	4,432	4,400	4,416
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4,511	4,368	4,432	4,400	4,416
负债合计	22,769	24,039	24,589	25,886	26,757
股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
少数股东权益	792	777	916	1,075	1,252
归属母公司股东权益	23,002	25,495	27,019	28,761	30,711
负债和股东权益合计	46,563	50,312	52,524	55,721	58,721

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,256	3,805	4,622	5,281	5,915
折旧摊销	1,144	1,125	1,278	1,445	1,605
营运资金变动	(4,110)	1,552	592	770	1,009
其他	5,753	(1,603)	(535)	(757)	(717)
经营活动现金流	6,043	4,879	5,958	6,739	7,811
资本支出	(1,635)	(1,780)	(1,400)	(1,600)	(1,800)
投资变动	(626)	253	(500)	(1,000)	(1,000)
其他	(7,988)	(672)	160	160	160
投资活动现金流	(10,250)	(2,199)	(1,740)	(2,440)	(2,640)
银行借款	(457)	(20)	(225)	0	0
股权融资	(1,391)	(2,064)	(2,959)	(3,381)	(3,787)
其他	235	408	491	538	586
筹资活动现金流	(1,614)	(1,676)	(2,693)	(2,843)	(3,201)
净现金流	(5,820)	1,004	1,525	1,456	1,971

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	8.7	6.6	8.0	6.3	6.1
营业利润增长率(%)	37.1	12.3	21.5	14.3	12.0
归属于母公司净利润增长率(%)	43.3	17.6	20.8	14.3	12.0
息税前利润增长率(%)	25.0	35.7	31.5	16.8	13.8
息税折旧前利润增长率(%)	15.8	24.7	27.3	16.1	13.2
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	43.3	17.6	20.8	14.3	12.0
获利能力					
息税前利润率(%)	9.1	11.5	14.0	15.4	16.6
营业利润率(%)	14.8	15.5	17.5	18.8	19.8
毛利率(%)	36.7	36.8	39.4	40.6	41.5
归母净利润率(%)	10.5	11.5	12.9	13.9	14.6
ROE(%)	13.7	14.6	16.6	17.8	18.7
ROIC(%)	21.1	33.0	46.2	58.3	74.6
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
净负债权益比	(0.6)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	247.0	263.3	263.3	263.3	263.3
应付账款周转率	11.3	9.8	10.2	10.4	10.5
费用率					
销售费用率(%)	13.6	13.1	13.4	13.3	13.2
管理费用率(%)	5.6	4.6	4.3	4.1	3.9
研发费用率(%)	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4
财务费用率(%)	(0.8)	(1.3)	(1.4)	(1.5)	(1.5)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.3	2.7	3.3	3.8	4.2
每股经营现金流(最新摊薄)	4.4	3.6	4.4	4.9	5.7
每股净资产(最新摊薄)	16.9	18.7	19.8	21.1	22.5
每股股息	1.1	1.8	2.2	2.5	2.8
估值比率					
P/E(最新摊薄)	47.6	40.4	33.5	29.3	26.2
P/B(最新摊薄)	6.5	5.9	5.6	5.2	4.9
EV/EBITDA	31.1	26.7	21.1	17.9	15.4
价格/现金流(倍)	24.8	30.8	25.2	22.3	19.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371