

青岛啤酒 (600600.SH)

经营韧性凸显，高端化稳步推进

买入

核心观点

外部因素导致全年销量同比呈现较大波动，整体延续增长态势。公司2022年实现收入321.72亿元(+6.7%)，其中销量实现807.2万千升(+1.8%)，吨价3926.8元/千升(+5.0%)，扣非归母净利润实现32.09亿元(+45.4%)，公司2022上半年受外部经营环境受限影响销量一度呈现较大同比缺口，得益于公司品牌及品质优势，叠加三季度高温酷暑天气催化，全年实现了销量的迅速恢复与增长，且结构升级明显。公司22年单Q4实现收入30.62亿元(-9.8%)，销量略有下降至79.3万千升(-6.5%)，主要系12月全国疫情冲击影响消费需求，但四季度属啤酒消费淡季，对全年销量增长态势影响有限。

结构升级趋势明显，费率管控得当，盈利能力持续提升。公司全年中高档啤酒销量增速向好，主品牌青岛啤酒实现产品销量444万千升(+2.61%)，其中，中高端以上产品实现销量293万千升(+4.99%)；其他品牌销量363万千升(+0.79%)。结构升级趋势明显，有力推升吨酒价格，结合提价落地顺利对冲成本上涨压力，公司全年毛利率得以保持平稳实现36.85%(+0.13pct)。费率方面，销售费率持平微降至13.05%(-0.53pct)，毛销差实现23.79%(+0.66pcts)，高端化推进顺利；四项费率合计16.52%(-1.97pcts)，其中主要系公司股份支付费用同比减少导致管理费用减少超1pct。公司2022年扣非归母净利润率提升至9.97%(+2.66pcts)，盈利能力持续提升。

四季度减亏明显，展望23年成本压力改善趋势不变。2022Q4减亏明显，单Q4实现扣非归母净利润-6.51亿元，同比减亏3.58亿元；扣非归母净利润率同比增加8.5pcts，背后主要系成本下降，员工薪酬优化、费效比提升。其中2022Q4吨均成本同比下降1.71%，与2022全年吨成本同比上涨4.57%相比呈现明显改善，预计2023年全年成本压力趋缓，利润弹性有望释放。

风险提示：产品销售结构升级不达预期；成本波动加大；疫情反复。

投资建议：略微上调盈利预测，维持“买入”评级。

公司高端化发展路径清晰，产品矩阵在不同价格带的布局完备，在消费者层面有较强的品牌认知。未来凭借公司在品牌及产品端的竞争优势，有望在2023年消费场景复苏的外部环境下实现销量与吨价的同步增长。我们略微上调23-24年盈利预测，新增25年盈利预测，预计2023-2025年EPS为3.20/3.77/4.35元，对应PE为34.3/29.2/25.3倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,167	32,172	34,743	36,927	39,221
(+/-%)	8.7%	6.6%	8.0%	6.3%	6.2%
净利润(百万元)	3155	3711	4364	5145	5929
(+/-%)	43.3%	17.6%	17.6%	17.9%	15.2%
每股收益(元)	2.31	2.72	3.20	3.77	4.35
EBIT Margin	9.8%	11.8%	12.9%	14.8%	16.4%
净资产收益率(ROE)	13.7%	14.6%	15.4%	16.3%	16.8%
市盈率(PE)	47.6	40.4	34.4	29.2	25.3
EV/EBITDA	43.0	36.1	31.4	26.7	23.4
市净率(PB)	6.53	5.89	5.31	4.75	4.24

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·非白酒

证券分析师：陈青青

0755-22940855

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn

S0980520110001

证券分析师：廖望州

0755-22940911

liaowangzhou@guosen.com.cn

S0980521010001

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		110.02元
总市值/流通市值		150093/150093百万元
52周最高价/最低价		116.68/73.00元
近3个月日均成交额		486.39百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《青岛啤酒(600600.SH)-销量受短期扰动，结构升级趋势不变》——2022-04-29
- 《青岛啤酒(600600.SH)-结构优化明显，盈利水平高位稳定》——2022-03-29
- 《青岛啤酒-600600-2021年报业绩预告点评：土地征收补偿净利润高增，符合预期》——2022-01-14
- 《青岛啤酒-600600-2021年三季报点评：产品结构持续升级，高端化稳步推进》——2021-10-30
- 《青岛啤酒-600600-2021年中报点评：结构升级成效显著，业绩弹性持续释放》——2021-08-27

图1: 青岛啤酒营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



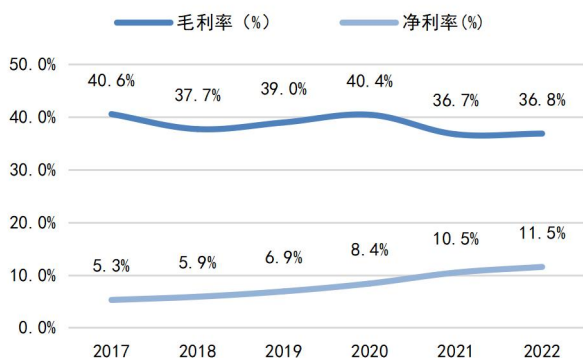
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 青岛啤酒净利润及增速 (单位: 百万元、%)



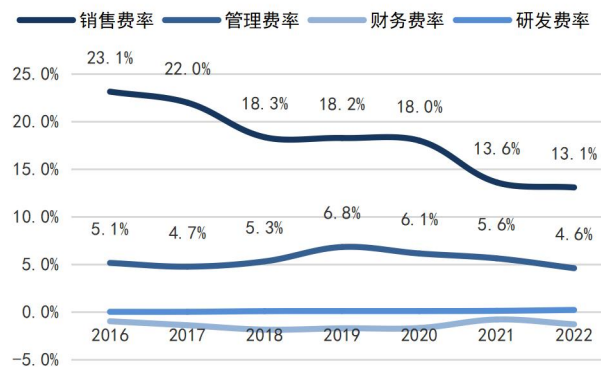
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 青岛啤酒毛利率与净利率走势 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 青岛啤酒四项费率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
0291.HK	华润啤酒	42.1	2020	1.29	1.67	2.05	42.29	32.70	26.58	6.31
600132.SH	重庆啤酒	44.5	562	2.61	3.34	4.00	48.79	34.80	29.00	27.33
002461.SZ	珠江啤酒	32.4	194	0.28	0.33	0.37	29.64	26.62	23.65	2.02
600600.SH	青岛啤酒	40.4	1501	2.72	3.20	3.77	40.4	34.4	29.2	5.89

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理、预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	17855	20481	24756	29583	营业收入	32172	34743	36927	39221
应收款项	124	133	142	150	营业成本	20318	21707	22378	23156
存货净额	4152	4472	4630	4810	营业税金及附加	2391	2536	2696	2863
其他流动资产	7187	6949	7385	7844	销售费用	4200	4517	4801	5099
流动资产合计	32002	34719	39596	45071	管理费用	1473	1492	1579	1671
固定资产	11466	10790	10128	9470	财务费用	(421)	(466)	(552)	(666)
无形资产及其他	2558	2456	2353	2251	投资收益	170	200	200	200
投资性房地产	3918	3918	3918	3918	资产减值及公允价值变动	190	200	200	200
长期股权投资	368	368	368	368	其他收入	430	600	600	600
资产总计	50312	52250	56363	61078	营业利润	5001	5958	7025	8097
短期借款及交易性金融负债	275	300	300	300	营业外净收支	5	11	11	11
应付款项	3662	3833	3968	4123	利润总额	5006	5969	7036	8108
其他流动负债	15735	14612	15209	15874	所得税费用	1201	1492	1759	2027
流动负债合计	19672	18745	19477	20297	少数股东损益	94	112	132	152
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3711	4364	5145	5929
其他长期负债	4368	4373	4382	4391					
长期负债合计	4368	4373	4382	4391	现金流量表 (百万元)				
负债合计	24039	23118	23858	24687	净利润	3711	4364	5145	5929
少数股东权益	777	845	924	1016	资产减值准备	(163)	(0)	(2)	(2)
股东权益	25495	28288	31581	35375	折旧摊销	1036	1027	1036	1041
负债和股东权益总计	50312	52250	56363	61078	公允价值变动损失	(190)	(200)	(200)	(200)
					财务费用	(421)	(466)	(552)	(666)
关键财务与估值指标					营运资本变动	1162	(1024)	136	179
每股收益	2.72	3.20	3.77	4.35	其它	217	68	81	93
每股红利	1.16	1.15	1.36	1.56	经营活动现金流	5772	4235	6197	7041
每股净资产	18.69	20.74	23.15	25.93	资本开支	(1460)	(63)	(70)	(80)
ROIC	13%	16%	20%	25%	其它投资现金流	95	0	0	0
ROE	15%	15%	16%	17%	投资活动现金流	(1368)	(63)	(70)	(80)
毛利率	37%	38%	39%	41%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	13%	15%	16%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	18%	19%	支付股利、利息	(1576)	(1571)	(1852)	(2134)
收入增长	7%	8%	6%	6%	其它融资现金流	2006	25	0	0
净利润增长率	18%	18%	18%	15%	融资活动现金流	(1147)	(1546)	(1852)	(2134)
资产负债率	49%	46%	44%	42%	现金净变动	3257	2626	4275	4827
息率	1.1%	1.0%	1.2%	1.4%	货币资金的期初余额	14598	17855	20481	24756
P/E	40.4	34.4	29.2	25.3	货币资金的期末余额	17855	20481	24756	29583
P/B	5.9	5.3	4.8	4.2	企业自由现金流	3618	3309	5208	5964
EV/EBITDA	36.1	31.4	26.7	23.4	权益自由现金流	5624	3684	5622	6464

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032