

## 不畏浮云遮望眼 只缘身在最高层

——青岛啤酒（600600.SH）年报点评

食品饮料/非白酒

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 事件：

3月23日晚间，公司发布2022年年报，全年实现营收321.7亿元（同比+6.7%），实现归母净利润37.1亿元（同比+17.6%），实现扣非归母净利润32.1亿元（同比+45.4%）；22Q4单季度实现营收30.6亿元（同比-9.8%），实现归母净利润-5.6亿元（同比-22.2%），实现扣非归母净利润-6.5亿元，较上年同期减亏3.6亿元，业绩超出我们的预期。

## 投资摘要：

**不利环境下，量价齐升推动收入增长，产品结构高端化仍在持续。**公司全年实现啤酒销量807万千升（同比+1.8%），超越疫情前2019年水平（805万千升）。其中：青岛主品牌销量444万千升（同比+2.6%），其他品牌363万千升（同比+0.8%），均实现正增长。推算吨价达到3928元（同比+5%），其中青岛主品牌吨价+5.5%，其他品牌吨价+3.3%。量价齐升背景下，公司青岛品牌销售额+8.2%，其他品牌销售额+4.1%。高吨价的青岛品牌拥有更高的销售额增速，拉动青岛品牌在公司啤酒业务的收入占比提升约1pct至67.6%，公司产品结构高端化的进程在公共卫生事件扰动下的22年仍在进行之中。

**成本上行压力下，仍实现毛利率微增。**公司的推算吨酒成本+4.9%至2483元，主要原因为大麦、包材等价格高企，公司直接材料成本提高。吨酒消耗的直接材料价值提高8.7%至1651元，该部分在啤酒业务总成本的占比也由64.2%提高至66.5%。另外两项成本直接人工、制造费用的吨酒消耗值均有中低个位数降低。外购产成品的成本有5%的增长，但在成本中占比很低。在成本上行压力下，公司的毛利率仍实现了正增长，由36.73%微升至36.78%。

**期间费用率略有下降，带来净利率提升。**公司22年销售/管理/研发/财务四项科目费用率分别同比-0.5/-1/+0.1/-0.5个pct，带来毛销差/营业利润率/净利率（归母口径）0.7/0.8/1.1个pct的增长。

**消费场景修复+渠道低库存+成本压力放缓+低基数效应，看好公司23年业绩表现。**我们判断：23年现饮场景的显著复苏，渠道库存水平整体偏低，大麦麦芽及包材价格处于高位回落阶段利好公司降低成本提升利润率，叠加22年的低基数，据此看好公司在23年的业绩弹性。预计啤酒销量、吨价均有4~5%的增长，受益于原材料价格回落，预测吨酒成本微降1.9%至2437元左右，预测公司毛利率、净利率均有中低个位数提升。

**投资建议：**我们预计公司2023-2025年的营收分别为351.6亿元、383亿元和413.7亿元，对应同比增长9.3%、8.9%、8%，归母净利润分别为44.1亿元、50.9亿元和61亿元，对应同比增长18.8%、15.6%、19.8%，EPS分别为3.23元、3.73元和4.47元，对应报告日最新收盘价的PE分别为34.8倍、30.1倍和25.1倍。参考啤酒行业估值水平，对应公司的23年预测净利润给予40倍PE的合理估值，对应目标价格129.2元，维持对该公司的“增持”评级。

**风险提示：**消费复苏不及预期、行业竞争加剧、原材料价格上涨。

## 财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	30,166.81	32,171.57	35,155.64	38,297.19	41,366.47
增长率（%）	8.67%	6.65%	9.28%	8.94%	8.01%
归母净利润（百万元）	3,155.46	3,710.63	4,407.90	5,093.58	6,101.73

敬请参阅最后一页免责声明

评级

增持

2023年03月27日

汪冰洁

分析师

SAC执业证书编号：S1660522030003

张弛

研究助理

SAC执业证书编号：S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

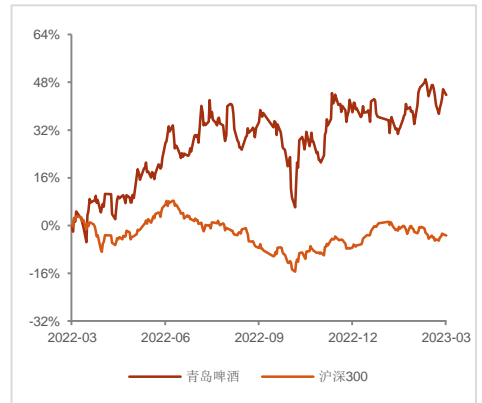
17621838100

## 交易数据

时间 2023.3.27

总市值/流通市值（亿元）	1,511.71/775.97
总股本（万股）	136,423.28
资产负债率（%）	47.78
每股净资产（元）	18.69
收盘价（元）	110.81
一年内最低价/最高价（元）	116.68/73.0

## 公司股价表现走势图



资料来源：ifind，申港证券研究所

1、《青岛啤酒公司深度研究：百年品牌再迎中兴 青啤传奇尚待续写》2022-06-23

证券研究报告

增长率 (%)	43.34%	17.59%	18.79%	15.56%	19.79%
净资产收益率 (%)	13.72%	14.55%	16.53%	17.31%	18.65%
每股收益(元)	2.33	2.74	3.23	3.73	4.47
PE	48.24	41.05	34.76	30.08	25.11
PB	6.66	6.01	5.74	5.21	4.68

资料来源: ifind、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30167	32172	35156	38297	41366	流动资产合计	28959	32002	35136	38298	41447				
营业成本	19091	20318	20804	22466	23680	货币资金	14598	17855	19970	21754	23498				
营业税金及附加	2319	2391	2708	2913	3136	应收账款	125	120	144	157	170				
营业费用	4097	4200	4484	4769	5027	其他应收款	675	683	746	813	878				
管理费用	1693	1473	1758	1838	1903	预付款项	228	282	282	282	282				
研发费用	31	63	69	75	81	存货	3493	4152	4252	4591	4839				
财务费用	-243	-421	-290	-280	-298	其他流动资产	7062	6223	6521	6835	7142				
资产减值损失	189	26	117	131	149	非流动资产合计	17604	18309	20792	23411	26331				
信用减值损失	13	-11	-2	-2	-2	长期股权投资	366	368	368	368	368				
公允价值变动收益	253	164	161	193	232	固定资产	10148	10996	11734	13050	14858				
投资净收益	186	170	127	127	127	无形资产	2481	2558	2686	2820	2961				
营业利润	4455	5001	6026	6964	8342	商誉	1307	1307	1307	1307	1307				
营业外收入	33	20	0	0	0	其他非流动资产	87	74	74	74	74				
营业外支出	9	15	0	0	0	资产总计	46563	50312	55928	61709	67778				
利润总额	4479	5006	6026	6964	8342	流动负债合计	18259	19672	24286	27187	29807				
所得税	1223	1201	1507	1741	2085	短期借款	246	225	3074	3768	4105				
净利润	3256	3805	4520	5223	6256	应付账款	3128	3464	3498	3777	3982				
少数股东损益	101	94	112	129	155	预收账款	8123	8909	10667	12582	14650				
归属母公司净利润	3155	3711	4408	5094	6102	一年内到期的非流动负债	48	49	49	49	49				
EBITDA	7594	8029	6376	7392	8802	非流动负债合计	4511	4368	4158	4158	4158				
EPS (元)	2.33	2.74	3.23	3.73	4.47	长期借款	0	0	0	0	0				
主要财务比率						应付债券	0	0	0	0	0				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	负债合计	22769	24039	28444	31345	33965				
成长能力						少数股东权益	792	777	889	1018	1173				
营业收入增长	8.67%	6.65%	9.28%	8.94%	8.01%	实收资本(或股本)	1364	1364	1364	1364	1364				
营业利润增长	37.07%	12.26%	20.50%	15.56%	19.79%	资本公积	3956	4154	3206	3206	3206				
归属于母公司净利润增长	18.79%	15.56%	18.79%	15.56%	19.79%	未分配利润	16319	18528	18767	19042	19373				
获利能力						归属母公司股东权益合计	23002	25495	26671	29421	32716				
毛利率(%)	36.71%	36.85%	40.82%	41.34%	42.75%	负债和所有者权益	46563	50312	55928	61709	67778				
净利率(%)	10.79%	11.83%	12.86%	13.64%	15.12%										
总资产净利润率(%)	6.78%	7.38%	7.88%	8.25%	9.00%	现金流量表									
ROE(%)	13.72%	14.55%	16.53%	17.31%	18.65%		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E				
偿债能力						经营活动现金流	6043	4879	5790	6945	8164				
资产负债率(%)	49%	48%	51%	51%	50%	净利润	3256	3805	4520	5223	6256				
流动比率						折旧摊销	3382.68	3448.66	0.00	439.33	475.48				
速动比率						财务费用	-243	-421	-290	-280	-298				
营运能力						应收账款减少	0	0	-25	-13	-13				
总资产周转率	0.69	0.66	0.66	0.65	0.64	预收账款增加	0	0	1758	1915	2068				
应收账款周转率	247	263	266	254	253	投资活动现金流	-10250	-2199	-3499	-3791	-4248				
应付账款周转率	11.28	9.76	10.10	10.53	10.66	公允价值变动收益	253	164	161	193	232				
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0				
每股收益(最新摊薄)	2.33	2.74	3.23	3.73	4.47	投资收益	186	170	127	127	127				
每股净现金流(最新摊薄)	-4.27	0.74	1.55	1.31	1.28	筹资活动现金流	-1614	-1676	-177	-1370	-2172				
每股净资产(最新摊薄)	16.86	18.69	19.55	21.57	23.98	应付债券增加	0	0	0	0	0				
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0				
P/E	48.24	41.05	34.76	30.08	25.11	普通股增加	0	0	0	0	0				
P/B	6.66	6.01	5.74	5.21	4.68	资本公积增加	281	198	-949	0	0				
EV/EBITDA	18.29	16.89	9.85	18.30	15.21	现金净增加额	-5820	1004	2115	1785	1743				

资料来源: ifind, 申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上