

青岛啤酒 (600600)

证券研究报告

2023年03月28日

直接提价+结构升级拉动吨价提升，费效优化盈利弹性持续释放

事件：公司发布 2022 年年报，22 年实现营业收入 321.72 亿元，同比增长 6.65%；实现归母净利润 37.11 亿元，同比增长 17.59%；实现扣非净利润 32.09 亿元，同比增长 45.43%。其中 22Q4 公司分别实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 30.62/-5.56/-6.51 亿元，同比-9.83%/-22.19%/+35.49%。

直接提价叠加结构优化，量价齐升带动营收增长。22 年公司实现销量 807.2 万千升 (+2.8%)；吨价 3985.58 元/吨 (+4.77%)。其中 22Q4 实现销量 79.3 万千升 (-6.49%)；吨价 3860.94 元/吨 (-3.57%)。销量方面，公司 22 年季度节奏来看，二三季度在高温背景下销量增长强劲，Q4 受疫情影响有所下滑；吨价方面，吨价提升一方面来自于公司 22 年在原材料成本压力下对经典、崂山经典品提价，直接提价理顺价盘促进吨价提高，另一方面高端产品占比提升，22 年青岛啤酒主品牌中高端以上产品实现销量 293 万千升 (+4.99%)。分产品来看，我们认为经典持续贡献基本盘，纯生受即饮渠道影响业绩有所下滑，白啤体量较小增速较快，产品结构持续优化。展望 23 年，公司经典产品渠道基础扎实，即饮消费场景恢复利好纯生、白啤等高端产品增长，且公司中高端产品的技改均为产品升级奠定基础，看好公司销量恢复改善及结构升级加速推动的高质量成长。

直接提价对冲成本压力，费效提升助推盈利能力提高。22 年公司实现毛利率 15.54% (+0.78pcts)；实现净利率 11.83% (+1.03pcts)。其中，销售/管理/财务费用率分别为 13.05%/4.58%/-1.31%，同比变化 -0.53/-1.03/-0.50pcts，成本端，直接提价和结构优化对冲原材料上涨压力，毛利率持平微增；费用端，公司加大费效优化力度，费用率合理控制，净利率加速改善，提供利润弹性空间。22 年公司扣非净利润同比+45.43%，增速较快，主要系非流动资产处置损益影响。公司预期麦芽成本上涨，包材价格下行，我们预计 23 年公司成本压力基本可控，全年吨成本小幅上涨，综合结构优化带来的吨价改善，盈利能力持续向好。

长期维度来看，公司核心逻辑不改，发展路径清晰。一方面公司加快向听装酒和精酿产品为代表的高附加值产品转型升级，经典及以上产品销量表现亮眼，高端化建设加速；另一方面，通过关厂裁员、精细化费用投入等方式，费效提升释放利润弹性。伴随行业整体消费场景恢复，公司加速中高端产品升级，盈利能力有望持续提升。23Q1 公司淡季不淡，延续快速恢复态势，全年仍有望实现量价齐升，建议重点关注。

盈利预测：预计公司 2023-2025 年实现营业收入 347.41/370.92/396.31 亿元，同比 +7.99%/+6.77%/+6.85%；实现归母净利润 43.96/51.69/59.66 亿元，同比+18.47%/+17.59%/+15.41%；EPS 分别为 3.22/3.79/4.37 元，当前股价对应 PE 分别为 34.97/29.74/25.77 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动，高端市场竞争加剧，疫情反复等风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,166.81	32,171.57	34,741.06	37,092.06	39,631.27
增长率(%)	8.67	6.65	7.99	6.77	6.85
EBITDA(百万元)	4,652.61	5,186.21	6,718.13	7,689.45	8,792.41
归属母公司净利润(百万元)	3,155.46	3,710.63	4,395.93	5,169.11	5,965.77
增长率(%)	43.34	17.59	18.47	17.59	15.41
EPS(元/股)	2.31	2.72	3.22	3.79	4.37
市盈率(P/E)	48.72	41.43	34.97	29.74	25.77
市净率(P/B)	6.68	6.03	5.34	4.61	4.02
市销率(P/S)	5.10	4.78	4.43	4.14	3.88
EV/EBITDA	24.98	24.02	18.99	15.63	13.03

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/非白酒
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	112.69 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	709.16
流通 A 股股本(百万股)	700.27
A 股总市值(百万元)	79,915.65
流通 A 股市值(百万元)	78,913.77
每股净资产(元)	18.69
资产负债率(%)	47.78
一年内最高/最低(元)	116.68/73.00

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	liuzhangming@tfzq.com
吴文德	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003	wuwende@tfzq.com
赵婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523020001	zhaojie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《青岛啤酒-季报点评:旺季催化量价齐升，成本及费效改善弹性有望延续》2022-10-31
- 《青岛啤酒-半年报点评:经营稳健量价稳步提升，高端产品引领结构升级》2022-08-31
- 《青岛啤酒-季报点评:渠道深耕成效显著，期待新品和机制改善》2022-04-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	14,597.59	17,854.93	21,947.62	29,511.95	35,272.97
应收票据及应收账款	124.93	124.10	154.36	137.85	177.09
预付账款	227.99	281.87	243.35	304.93	272.87
存货	3,493.00	4,152.19	3,589.36	4,562.48	3,991.21
其他	10,515.11	9,589.40	9,923.71	10,097.20	9,799.80
流动资产合计	28,958.62	32,002.48	35,858.40	44,614.41	49,513.94
长期股权投资	366.04	368.13	368.13	368.13	368.13
固定资产	10,148.83	11,009.08	10,082.02	9,154.96	8,227.90
在建工程	762.29	456.53	456.53	456.53	456.53
无形资产	2,480.75	2,557.82	2,410.65	2,263.48	2,116.31
其他	3,846.47	3,917.66	3,834.06	3,820.35	3,781.04
非流动资产合计	17,604.39	18,309.22	17,151.39	16,063.45	14,949.91
资产总计	46,563.00	50,311.70	53,009.79	60,677.85	64,463.85
短期借款	245.78	225.41	185.41	155.41	125.41
应付票据及应付账款	3,297.90	3,661.83	3,110.14	4,167.87	3,392.28
其他	6,591.69	6,875.30	15,630.02	17,618.96	17,141.98
流动负债合计	10,135.37	10,762.54	18,925.57	21,942.24	20,659.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4,510.67	4,367.60	4,439.13	4,403.37	4,421.25
非流动负债合计	4,510.67	4,367.60	4,439.13	4,403.37	4,421.25
负债合计	22,769.31	24,039.39	23,364.71	26,345.61	25,080.91
少数股东权益	791.85	777.49	873.45	996.40	1,132.75
股本	1,364.35	1,364.23	1,364.23	1,364.23	1,364.23
资本公积	3,956.21	4,154.08	4,137.65	4,137.65	4,137.65
留存收益	17,719.25	19,929.10	23,279.63	27,834.11	32,735.84
其他	(37.97)	47.42	(9.88)	(0.14)	12.46
股东权益合计	23,793.69	26,272.31	29,645.08	34,332.24	39,382.94
负债和股东权益总计	46,563.00	50,311.70	53,009.79	60,677.85	64,463.85

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,256.24	3,804.72	4,395.93	5,169.11	5,965.77
折旧摊销	1,091.24	1,077.41	1,074.23	1,074.23	1,074.23
财务费用	(270.13)	(447.01)	(332.00)	(376.40)	(354.20)
投资损失	(186.07)	(169.90)	(177.98)	(173.94)	(175.96)
营运资金变动	(3,172.07)	1,483.33	(197.71)	1,774.64	(304.75)
其它	5,323.90	(869.79)	242.08	81.45	194.99
经营活动现金流	6,043.11	4,878.77	5,004.54	7,549.09	6,400.08
资本支出	1,419.45	1,812.51	(71.54)	35.77	(17.88)
长期投资	(8.29)	2.09	0.00	0.00	0.00
其他	(11,660.92)	(4,013.70)	17.16	254.36	135.76
投资活动现金流	(10,249.76)	(2,199.11)	(54.38)	290.13	117.87
债权融资	(207.97)	401.27	291.58	346.61	324.09
股权融资	(1,218.59)	283.13	(1,149.05)	(621.49)	(1,081.02)
其他	(187.07)	(2,360.12)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,613.62)	(1,675.71)	(857.47)	(274.88)	(756.93)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(5,820.27)	1,003.95	4,092.69	7,564.33	5,761.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	30,166.81	32,171.57	34,741.06	37,092.06	39,631.27
营业成本	19,091.13	20,317.93	21,177.70	21,977.66	23,228.99
营业税金及附加	2,318.84	2,390.73	2,431.87	2,522.26	2,655.30
销售费用	4,096.87	4,199.50	4,377.37	4,636.51	4,716.12
管理费用	1,692.55	1,473.37	1,389.64	1,446.59	1,505.99
研发费用	30.89	62.95	34.74	29.67	31.71
财务费用	(243.19)	(420.81)	(332.00)	(376.40)	(354.20)
资产/信用减值损失	(201.71)	(14.98)	(20.75)	(14.80)	(17.78)
公允价值变动收益	253.44	164.35	116.18	(58.09)	29.05
投资净收益	186.07	169.90	177.98	173.94	175.96
其他	(1,513.03)	(1,172.32)	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,454.95	5,000.93	5,935.14	6,956.81	8,034.60
营业外收入	32.71	20.35	26.53	23.44	24.98
营业外支出	8.69	15.13	11.91	13.52	12.71
利润总额	4,478.98	5,006.14	5,949.76	6,966.73	8,046.87
所得税	1,222.73	1,201.42	1,427.94	1,658.08	1,915.16
净利润	3,256.24	3,804.72	4,521.82	5,308.65	6,131.72
少数股东损益	100.79	94.09	125.89	139.54	165.95
归属于母公司净利润	3,155.46	3,710.63	4,395.93	5,169.11	5,965.77
每股收益(元)	2.31	2.72	3.22	3.79	4.37

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	8.67%	6.65%	7.99%	6.77%	6.85%
营业利润	37.07%	12.26%	18.68%	17.21%	15.49%
归属于母公司净利润	43.34%	17.59%	18.47%	17.59%	15.41%
获利能力					
毛利率	36.71%	36.85%	39.04%	40.75%	41.39%
净利率	10.46%	11.53%	12.65%	13.94%	15.05%
ROE	13.72%	14.55%	15.28%	15.51%	15.60%
ROIC	-1018.35%	83.42%	125.33%	192.50%	-2540.16%
偿债能力					
资产负债率	48.90%	47.78%	44.08%	43.42%	38.91%
净负债率	-60.11%	-66.92%	-73.24%	-85.36%	-89.12%
流动比率	1.59	1.63	1.89	2.03	2.40
速动比率	1.39	1.42	1.71	1.83	2.20
营运能力					
应收账款周转率	241.25	258.38	249.52	253.87	251.68
存货周转率	8.91	8.42	8.98	9.10	9.27
总资产周转率	0.69	0.66	0.67	0.65	0.63
每股指标(元)					
每股收益	2.31	2.72	3.22	3.79	4.37
每股经营现金流	4.43	3.58	3.67	5.53	4.69
每股净资产	16.86	18.69	21.09	24.44	28.04
估值比率					
市盈率	48.72	41.43	34.97	29.74	25.77
市净率	6.68	6.03	5.34	4.61	4.02
EV/EBITDA	24.98	24.02	18.99	15.63	13.03
EV/EBIT	32.33	30.01	22.60	18.17	14.84

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com