

结构升级趋势显著，23 年高端化进程可期

2023 年 03 月 27 日

➤ **事件：**2022 年公司实现总营收 321.72 亿元 (yoy+6.65%)，归母净利润 37.11 亿元 (yoy+17.59%)，扣非归母净利润 32.09 亿元 (yoy+45.43%)；其中，22Q4 实现总营收 30.62 亿元 (yoy-9.83%)，归母净利润-5.56 亿元 (去年同期为-4.55 亿元)，扣非归母净利润-6.51 亿元 (去年同期为-10.09 亿元)。

➤ **疫情中量价稳步成长，结构升级趋势显著。**整体来看，22 年公司啤酒营收 316.97 亿元 (yoy+6.82%)，销量 807 万千升 (yoy+1.77%)，吨价约为 3,928 元/吨 (yoy+4.97%)，全年量价齐升。单 Q4 公司总营收 30.62 亿元 (yoy-9.83%)，增速承压主要系 Q4 疫情影响下啤酒消费需求疲软，预计随餐饮、娱乐等消费持续复苏，公司高端化进程有望提速。**分品牌看，(1) 青岛品牌**营收 214.17 亿元 (yoy+8.19%)，销量 444 万千升 (yoy+2.54%)，吨价约为 4824 元/吨 (yoy+5.51%)。青岛品牌中，中高端以上产品销量 293 万千升 (yoy+4.99%)，中高端产品销量增速亮眼；**(2) 其他品牌** (主要为崂山) 营收 102.80 亿元 (yoy+4.09%)，销量 363 万千升 (yoy+0.83%)，吨价约为 2832 元/吨 (yoy+3.23%)。**分地区看**，山东/华北/华南/华东/东南/港澳及其他海外地区营收分别为 213.67/78.63/34.00/27.79/9.16/7.21 亿元，营收占比分别为 67.41%/24.81%/10.72%/8.77%/2.89%/2.27%，同比增速分别为 8.20%/8.07%/0.98%/-0.48%/2.82%/11.97%。截至 22 年底，公司在国内经销商数量 11826 家，报告期内净减少 1439 家 (增加 2492 家，减少 3931 家)。

➤ **费控表现优异，盈利能力增强。**22 年公司整体毛利率 36.85% (yoy+0.14 pcts)，主要系公司产品结构升级。22 年公司期间费用率 16.52% (yoy-1.96pcts)，其中销售费用率 13.05% (yoy-0.53pcts)，我们预计主要系疫情下现饮渠道消费场景受损，公司被动收紧销售费用投放；管理费用率 4.58% (yoy-1.03pcts)，主要系股份支付费用同比减少，同时人员持续优化；财务费用率-1.31% (yoy-0.50pcts)，主要系利息收入同比增加，以及本公司之全资子公司财务公司同业拆借费用同比减少。22 年公司归母净利率 11.53% (yoy+1.07pcts)，盈利能力加强。

➤ **投资建议：**展望 23 年，渠道方面公司将加速推进“一纵两横”战略带市场建设与布局，巩固和提高基地市场优势地位，积极开拓新兴市场，培育快速发展市场。产品方面公司将继续加快产品结构调整，推动中高端产品规模持续壮大，巩固和提升在中高端市场的竞争优势。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 348.97/376.33/404.62 亿元，同比增长 8.5%/7.8%/7.5%，归母净利润分别为 43.89/51.72/58.98 亿元，同比增长 18.3%/17.8%/14%，当前股价 (3 月 24 日收盘价) 对应 PE 分别为 35/30/26X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格大幅上涨、高端化进程不及预期、食品安全问题等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	32172	34897	37633	40462
增长率 (%)	6.6	8.5	7.8	7.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	3711	4389	5172	5898
增长率 (%)	17.6	18.3	17.8	14.0
每股收益 (元)	2.72	3.22	3.79	4.32
PE	41	35	30	26
PB	6.0	5.6	5.0	4.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 3 月 24 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

112.31 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 李啸

执业证书：S0100521100002

电话：021-80508453

邮箱：lixiao@mszq.com

研究助理 杜山

执业证书：S0100122100005

电话：021-80508452

邮箱：dushan@mszq.com

相关研究

1. 青岛啤酒公司点评：疫情下经营展现韧性，2022 年蓄势待发-2022/01/14
2. 青岛啤酒(600600):疫情扰动短期销量，不改长期升级趋势-2021/10/29
3. 青岛啤酒 (600600) 2021 年半年报点评：21H1 收入增速稳健，产品高端化助力利润高增-2021/08/26
4. 青岛啤酒 (600600) 2021 年一季报点评：21Q1 经营业绩较疫情前增长，主业竞争优势巩固-2021/04/23
5. 青岛啤酒 (600600) 2020 年报点评：创新营销作用显著，利润端改善趋势延续-2021/03/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	32172	34897	37633	40462
营业成本	20318	21628	22875	24197
营业税金及附加	2391	2617	2822	3035
销售费用	4200	4537	4779	5058
管理费用	1473	1570	1618	1740
研发费用	63	44	47	51
EBIT	4282	5129	6093	6948
财务费用	-421	-523	-599	-718
资产减值损失	-26	-90	-96	-101
投资收益	170	144	155	167
营业利润	5001	6054	7128	8137
营业外收支	5	20	30	25
利润总额	5006	6074	7158	8162
所得税	1201	1519	1789	2040
净利润	3805	4556	5368	6121
归属于母公司净利润	3711	4389	5172	5898
EBITDA	5407	6359	7477	8454

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17855	20366	24297	28679
应收账款及票据	124	145	157	169
预付款项	282	282	299	316
存货	4152	4020	4251	4497
其他流动资产	9589	9445	9487	9530
流动资产合计	32002	34258	38491	43191
长期股权投资	368	368	368	368
固定资产	11009	11141	11430	11656
无形资产	2558	2557	2549	2540
非流动资产合计	18309	18317	18463	18591
资产合计	50312	52575	56955	61782
短期借款	225	225	225	225
应付账款及票据	3662	3635	3845	4067
其他流动负债	15785	15986	16893	17860
流动负债合计	19672	19847	20963	22152
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	4368	4356	4338	4315
非流动负债合计	4368	4356	4338	4315
负债合计	24039	24203	25301	26467
股本	1364	1364	1364	1364
少数股东权益	777	944	1140	1364
股东权益合计	26272	28372	31653	35315
负债和股东权益合计	50312	52575	56955	61782

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.65	8.47	7.84	7.52
EBIT 增长率	23.04	19.79	18.80	14.04
净利润增长率	17.59	18.29	17.84	14.02
盈利能力 (%)				
毛利率	36.85	38.02	39.22	40.20
净利润率	11.53	12.58	13.74	14.58
总资产收益率 ROA	7.38	8.35	9.08	9.55
净资产收益率 ROE	14.55	16.00	16.95	17.37
偿债能力				
流动比率	1.63	1.73	1.84	1.95
速动比率	1.09	1.20	1.32	1.45
现金比率	0.91	1.03	1.16	1.29
资产负债率 (%)	47.78	46.03	44.42	42.84
经营效率				
应收账款周转天数	1.36	1.48	1.48	1.48
存货周转天数	74.59	69.36	69.36	69.36
总资产周转率	0.66	0.68	0.69	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	2.72	3.22	3.79	4.32
每股净资产	18.69	20.11	22.37	24.89
每股经营现金流	3.58	4.23	5.14	5.80
每股股利	1.80	1.53	1.80	2.06
估值分析				
PE	41	35	30	26
PB	6.0	5.6	5.0	4.5
EV/EBITDA	25.10	20.94	17.28	14.76
股息收益率 (%)	1.60	1.36	1.61	1.83

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3805	4556	5368	6121
折旧和摊销	1125	1230	1384	1506
营运资金变动	759	389	719	770
经营活动现金流	4879	5765	7017	7912
资本开支	-1738	-821	-1064	-1127
投资	-1112	0	0	0
投资活动现金流	-2199	-677	-909	-960
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-42	-49	0	0
筹资活动现金流	-1676	-2577	-2177	-2571
现金净流量	1026	2511	3931	4381

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026