

Q1 开门红量价齐升，关注旺季结构表现

2023 年 05 月 07 日

➤ **事件：**公司发布 2023 年一季报，23Q1 公司实现营业总收入 107.06 亿元同比+16.27%；实现归母净利润 14.51 亿元，同比 yoy+28.86%，实现扣非归母净利润 13.49 亿元，同比+32.07%。

➤ **Q1 开门红量价齐升，主品牌内部结构进一步改善。**23Q1 公司实现销量 236.3 万千升，同比+11.0%，其中主品牌销量 140.1 万千升，同比+7.5%，其他品牌销量 96.2 万千升，同比+16.6%。23Q1 主品牌占比同比下降，主要由于 2022 年 3 月山东疫情，崂山、银麦主销区均在山东，受疫情影响下滑明显（22Q1 其他品牌销量共 82.5 万千升，同比-13%），因此其他品牌高增主要为低基数下的表现。此外，主品牌中体量最大的经典 2022 年同期基数较高，抑制单季度主品牌增速。同时，23Q1 公司主品牌内部结构进一步改善，经典及以上产品销量共 98.4 万吨，同比+11.6%，主因白啤维持高增，1903、纯生增长态势良好，经典在高基数下表现稳健。产品结构持续叠加提价影响，23Q1 吨价达 4531 元/千升，同比+4.76%。

➤ **预计 23 年结构改善，随着步入旺季超预期核心变量由量转为价。**2022 年受疫情影响，公司中高端产品放量对吨价增长贡献有限，主要依靠提价、低端产品结构改善及罐化率提升弥补。展望 2023 年，餐饮、夜场终端逐步复苏有望提振中高端产品表现，我们预计全年吨价提速。年初至今销量低基数逻辑逐步兑现，随着进入啤酒旺季，后续核心变量由量转为价，我们建议 23Q2 尤其 4-5 月重点关注纯生增速，主因纯生销区分散，2022 年 4 月起上海及多地受疫情影响，22Q2 为其主要受损季度；步入 23Q3 吨价基数开始回落。

➤ **毛利率微增，费用持续精益，凸显盈利韧性。**23Q1 公司吨成本同比+3.96%，主要由大麦价格涨幅较大所致，但包材价格整体呈下行趋势，我们预计后续成本压力有望逐季缓解，Q1 公司毛利率 38.32%，同比微增 0.47pct。费用端公司持续精益，销售费用率同比-0.35pct，主因费用投放更精细化；管理费用率同比-0.87pct，主因股份支付减少、人员持续优化。综合驱动 23Q1 扣非归母净利率达 12.60%，同比+1.51pct，盈利韧性凸显。

➤ **投资建议：**随着疫情扰动褪去，2023 年公司基本面强化，我们预计收入质量有望提升，同时成本压力回落、费用投放及管理持续精益，看好全年利润弹性释放。我们预计 2023-2025 年公司营收 347.37/370.36/391.15 亿元，分别同比增长 8.0%/6.6%/5.6%；归母净利润分别为 46.55/56.64/67.15 亿元，分别同比增长 25.4%/21.7%/18.6%；当前市值对应 PE 分别为 33/27/23x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**旺季天气、场景恢复不及预期；高端啤酒竞争加剧等

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	34737	37036	39115
增长率 (%)	6.6	8.0	6.6	5.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	3711	4655	5664	6715
增长率 (%)	17.6	25.4	21.7	18.6
每股收益 (元)	2.72	3.41	4.15	4.92
PE	41	33	27	23
PB	6.0	5.4	4.8	4.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

112.15 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

相关研究

1. 青岛啤酒 (600600.SH) 2022 年年报点评：结构升级趋势显著，23 年高端化进程可期-2023/03/27
2. 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
3. 青岛啤酒(600600):疫情扰动短期销量，不改长期升级趋势-2021/10/29
4. 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

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	34737	37036	39115
营业成本	20318	20964	21587	22044
营业税金及附加	2391	2605	2778	2934
销售费用	4200	4620	4852	5046
管理费用	1473	1494	1520	1525
研发费用	63	34	37	39
EBIT	4282	5569	6812	8077
财务费用	-421	-524	-567	-579
资产减值损失	-26	-98	-100	-101
投资收益	170	50	80	80
营业利润	5001	6194	7509	8785
营业外收支	5	15	15	115
利润总额	5006	6209	7524	8900
所得税	1201	1459	1768	2091
净利润	3805	4750	5756	6808
归属于母公司净利润	3711	4655	5664	6715
EBITDA	5407	6742	8010	9251

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17855	21831	25729	29877
应收账款及票据	124	159	158	151
预付款项	282	273	281	287
存货	4152	3903	4073	4231
其他流动资产	9589	9470	9621	9766
流动资产合计	32002	35636	39861	44312
长期股权投资	368	418	498	578
固定资产	11009	10895	10995	11095
无形资产	2558	2561	2611	2661
非流动资产合计	18309	18330	18534	18789
资产合计	50312	53966	58396	63101
短期借款	225	225	225	225
应付账款及票据	3662	3906	4140	4228
其他流动负债	15785	16241	16894	17397
流动负债合计	19672	20372	21259	21850
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	4368	4333	4333	4333
非流动负债合计	4368	4333	4333	4333
负债合计	24039	24705	25592	26183
股本	1364	1364	1364	1364
少数股东权益	777	873	965	1058
股东权益合计	26272	29262	32803	36918
负债和股东权益合计	50312	53966	58396	63101

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	7.97	6.62	5.61
EBIT 增长率	23.04	30.08	22.32	18.57
净利润增长率	17.59	25.44	21.68	18.57
盈利能力 (%)				
毛利率	36.85	39.65	41.71	43.64
净利润率	11.53	13.40	15.29	17.17
总资产收益率 ROA	7.38	8.63	9.70	10.64
净资产收益率 ROE	14.55	16.40	17.79	18.73
偿债能力				
流动比率	1.63	1.75	1.88	2.03
速动比率	1.09	1.25	1.39	1.55
现金比率	0.91	1.07	1.21	1.37
资产负债率 (%)	47.78	45.78	43.83	41.49
经营效率				
应收账款周转天数	1.36	1.67	1.56	1.41
存货周转天数	74.59	69.67	70.56	71.74
总资产周转率	0.66	0.67	0.66	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	2.72	3.41	4.15	4.92
每股净资产	18.69	20.81	23.34	26.29
每股经营现金流	3.58	4.98	5.45	5.89
每股股利	1.80	1.62	1.97	2.34
估值分析				
PE	41	33	27	23
PB	6.0	5.4	4.8	4.3
EV/EBITDA	25.06	19.51	15.93	13.34
股息收益率 (%)	1.60	1.45	1.76	2.09

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3805	4750	5756	6808
折旧和摊销	1125	1172	1198	1174
营运资金变动	759	1037	616	287
经营活动现金流	4879	6790	7437	8039
资本开支	-1738	-925	-1206	-1132
投资	-1112	0	0	0
投资活动现金流	-2199	-947	-1206	-1132
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-42	-4	-57	0
筹资活动现金流	-1676	-1866	-2334	-2758
现金净流量	1026	3976	3897	4149

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。	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