

青岛啤酒 (600600)

2023 年一季报点评：业绩续超预期，旺季弹性可期

买入 (维持)

2023 年 04 月 25 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书：S0600522090007
liyzzh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 32,172 | 35,320 | 36,970 | 38,440 |
| 同比 | 7% | 10% | 5% | 4% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 3,711 | 4,483 | 5,052 | 5,487 |
| 同比 | 18% | 21% | 13% | 9% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 2.72 | 3.29 | 3.70 | 4.02 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 41.73 | 34.54 | 30.65 | 28.22 |

关键词：#业绩超预期 #消费升级 #成本下降

事件：公司发布 2023Q1 业绩公告，实现营收 107.1 亿元 (yoy+16.3%)，归母净利 14.5 亿元 (yoy+28.9%)，扣非归母净利 13.5 亿元 (yoy+32.1%)，扣非归母净利率达到 12.6% (yoy+1.5pct)。得益于淡季不淡收入迅速复苏、毛利率上行、费控效果良好等多因素共振，2023Q1 业绩超市场预期，实现产品销量、收入、利润的全面增长且创出历史新高。

■ 得益于低基数&高端化逻辑持续演绎，公司量价齐增显著。

- 1) 2023 年 Q1 整体销量 236.3 万千升 (yoy+11.01%)，分品牌来看，主品牌青岛、其它品牌销量分别为 140.1、96.2 万千升 (yoy+7.45%/+16.61%)，青岛主品牌销量占比达 59.3%，yoy-2pct，我们预计 1-2 月因“阳康”、春节聚餐等多因素影响，销量表现平稳，3 月低基数效应 (去年同期青岛疫情) 使得整体销量实现较快增长。
- 2) 2023 年 Q1 公司中高端以上产品销量达 98.4 万千升 (yoy+11.55%)，我们预计其中青岛纯生、经典、白啤等核心单品表现良好，产品矩阵升级&部分产品于 2022 年结构性提价带动 2023Q1 整体吨酒价格达到 4,531 元，同比 2022Q1 增长 4.8%，较 2022 年全年增长 13.7%。

■ 毛利率得益于吨价增长&成本下行持续提升，降本增效成果显著，驱动业绩增速高于收入增速。2023 年 Q1 公司吨成本为 2,795 元 (yoy+3.96%)，得益于产品结构升级对冲成本提升，一季度毛利率达 38.3% (yoy+0.47pct)，今年大麦全年锁定价格处于相对高位，但季节性采购的包材价格同比走弱，我们预计毛利率有望持续优化。公司在疫情下营销费用投入更加稳健、亦通过内部降本增效措施削减开支，2023 年 Q1 销售费用率 13.8% (yoy-0.35pct)，管理费用率 3.0% (yoy-0.87pct)，费控成效良好。

■ 盈利预测与投资评级：近期渠道反馈乐观，各地经销商备货意愿积极。展望全年，消费旺季将临+产品中高端化升级+结构性提价落地+包材成本回落+降本增效等五大因素共振将带来较大业绩弹性。我们上调 2023-25 年归母净利润至 44.8/50.5/54.9 亿元 (前值为 43.4/49.3/54.2 亿元)，同比+21/+13/+9%，对应最新收盘价 2023-2025 年动态 PE 为 35/31/28 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：疫情反复致场景复苏不及预期；成本端压力上涨风险；竞争格局变化。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元) | 113.50 |
| 一年最低/最高价 | 76.60/125.65 |
| 市净率(倍) | 5.73 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 79,480.99 |
| 总市值(百万元) | 154,840.42 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 19.80 |
| 资产负债率(% ,LF) | 44.61 |
| 总股本(百万股) | 1,364.23 |
| 流通 A 股(百万股) | 700.27 |

相关研究

《青岛啤酒(600600): 2022 年报点评: 业绩超预期, 期待场景修复&产品升级盈利弹性》

2023-03-23

《青岛啤酒(600600): 2022Q3 业绩点评: 高端化升级路线行稳致远, 业绩基本符合预期》

2022-10-27

青岛啤酒三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 32,002 | 37,080 | 43,354 | 48,955 | 营业总收入 | 32,172 | 35,320 | 36,970 | 38,440 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 20,539 | 25,289 | 29,472 | 34,573 | 营业成本(含金融类) | 20,318 | 22,053 | 22,908 | 23,712 |
| 经营性应收款项 | 406 | 439 | 439 | 476 | 税金及附加 | 2,391 | 2,472 | 2,551 | 2,614 |
| 存货 | 4,152 | 3,928 | 4,497 | 4,247 | 销售费用 | 4,200 | 4,627 | 4,732 | 4,843 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 1,473 | 1,519 | 1,553 | 1,576 |
| 其他流动资产 | 6,906 | 7,423 | 8,947 | 9,660 | 研发费用 | 63 | 35 | 37 | 38 |
| 非流动资产 | 18,309 | 18,719 | 19,159 | 19,609 | 财务费用 | -421 | -522 | -655 | -770 |
| 长期股权投资 | 368 | 371 | 374 | 377 | 加:其他收益 | 543 | 625 | 649 | 672 |
| 固定资产及使用权资产 | 11,164 | 11,568 | 12,013 | 12,477 | 投资净收益 | 170 | 171 | 193 | 196 |
| 在建工程 | 457 | 460 | 462 | 463 | 公允价值变动 | 164 | 50 | 50 | 50 |
| 无形资产 | 2,558 | 2,528 | 2,498 | 2,468 | 减值损失 | -15 | -86 | -86 | -86 |
| 商誉 | 1,307 | 1,307 | 1,307 | 1,307 | 资产处置收益 | -10 | 182 | 190 | 163 |
| 长期待摊费用 | 102 | 132 | 152 | 162 | 营业利润 | 5,001 | 6,078 | 6,839 | 7,421 |
| 其他非流动资产 | 2,354 | 2,354 | 2,354 | 2,355 | 营业外净收支 | 5 | 14 | 9 | 16 |
| 资产总计 | 50,312 | 55,799 | 62,514 | 68,564 | 利润总额 | 5,006 | 6,092 | 6,848 | 7,437 |
| 流动负债 | 19,672 | 20,504 | 21,994 | 22,378 | 减:所得税 | 1,201 | 1,462 | 1,643 | 1,785 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 275 | 325 | 375 | 425 | 净利润 | 3,805 | 4,630 | 5,204 | 5,652 |
| 经营性应付款项 | 3,662 | 3,476 | 4,050 | 3,757 | 减:少数股东损益 | 94 | 147 | 152 | 166 |
| 合同负债 | 8,909 | 9,308 | 9,807 | 10,144 | 归属母公司净利润 | 3,711 | 4,483 | 5,052 | 5,487 |
| 其他流动负债 | 6,826 | 7,396 | 7,763 | 8,052 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 2.72 | 3.29 | 3.70 | 4.02 |
| 非流动负债 | 4,368 | 4,388 | 4,403 | 4,413 | EBIT | 4,282 | 5,238 | 5,837 | 6,329 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 5,407 | 5,835 | 6,426 | 6,942 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 36.85 | 37.56 | 38.04 | 38.32 |
| 租赁负债 | 98 | 118 | 133 | 143 | 归母净利率(%) | 11.53 | 12.69 | 13.67 | 14.27 |
| 其他非流动负债 | 4,269 | 4,269 | 4,269 | 4,269 | 收入增长率(%) | 6.65 | 9.79 | 4.67 | 3.98 |
| 负债合计 | 24,039 | 24,892 | 26,397 | 26,790 | 归母净利润增长率(%) | 17.59 | 20.82 | 12.69 | 8.60 |
| 归属母公司股东权益 | 25,495 | 29,983 | 35,040 | 40,532 | | | | | |
| 少数股东权益 | 777 | 924 | 1,076 | 1,242 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 26,272 | 30,907 | 36,117 | 41,774 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 50,312 | 55,799 | 62,514 | 68,564 | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|------------|--------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 4,879 | 5,364 | 4,802 | 5,779 | 每股净资产(元) | 18.69 | 21.98 | 25.68 | 29.71 |
| 投资活动现金流 | -2,199 | -925 | -924 | -974 | 最新发行在外股份(百万股) | 1,364 | 1,364 | 1,364 | 1,364 |
| 筹资活动现金流 | -1,676 | 57 | 49 | 42 | ROIC(%) | 12.80 | 13.73 | 13.05 | 12.18 |
| 现金净增加额 | 1,026 | 4,501 | 3,932 | 4,851 | ROE-摊薄(%) | 14.55 | 14.95 | 14.42 | 13.54 |
| 折旧和摊销 | 1,125 | 597 | 588 | 613 | 资产负债率(%) | 47.78 | 44.61 | 42.23 | 39.07 |
| 资本开支 | -1,738 | -811 | -839 | -903 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 41.73 | 34.54 | 30.65 | 28.22 |
| 营运资本变动 | 759 | 455 | -651 | -167 | P/B(现价) | 6.07 | 5.16 | 4.42 | 3.82 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

