

# 青岛啤酒 (600600.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 费率控制良好, Q1 扣非超预期

### 业绩简评

4月24日,公司公告,23Q1实现营收107.06亿元,同比+16.27%;归母净利14.51亿元,同比+28.86%;扣非净利13.49亿元,同比+32.07%。

### 经营分析

区域品牌恢复至21年,中高档占比略有提升。23Q1销量236.3万千升,同比+11.02%(对比21年增长8%);吨收入同比+4.7%,系去年淡季部分超高档、低档崂山、光明纯生等提价贡献,主品牌、其他品牌内部都在做升级。分品牌看:

1) 主品牌青岛销量140.1万千升,同比+7.45%(对比21年增长13%),占比-2pct至59.3%。中高端以上量98.4万千升,同比+11.55%(对比21年预计增长20%多),占比+0.2pct至41.6%;青岛中低端产品(类经典等)销量41.7万吨,同比-1.2%,占比-2.2ct。我们判断,1月餐饮、夜场场景受限、结构承压,3月低基数+复苏下形成弥补。Q1经典等主力有双位数增长,白啤保持良好势头。

2) 其他品牌销量96.2万吨,同比+16.6%(对比21年增长1%),系22Q1陕西、青岛遭受疫情,汉斯、崂山等受损偏重,今年修复。毛利率微增,费率优化改善盈利能力。23Q1净利率同+1.2pct至13.8%,扣非净利率同比+1.5pct,其中:1) 23Q1吨成本同比+3.9%(大麦提价为主要贡献,包材或使用节奏影响),毛利率同比+0.5pct至38.3%。2) 23Q1销售/管理费率同比-0.4/-0.9pct,税金及附加占比同比-0.3pct,系22Q1赞助冬奥产生额外广宣费,叠加规模效应、人员优化,经营管理效率增强。

我们认为,近期气温升高步入旺季,淄博烧烤、山东旅游火爆,青啤作为本地龙头,将最为受益。现饮恢复带动结构升级提速,成本端大麦锁价完成,铝罐、纸箱等采购降价趋势确立,随着低价包材投入使用,看好后续季度毛利率加快上行。公司对外享受行业β,对内120周年庆下积极开拓,有望保持向上态势。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计23-25年收入增速8%/6%/6%,利润增速20%/18%/17%,对应EPS为3.26/3.84/4.50元,当前股价对应PE为35/30/25X,维持“买入”评级。

### 风险提示

市场竞争加剧;原材料上涨过快风险;升级不及预期。

食品饮料组

分析师:刘宸倩(执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人:李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价(人民币):113.50元

相关报告:

- 《青岛啤酒公司点评:Q4业绩超预期,期待现饮恢复加速升级》,2023.3.23
- 《Q3销量表现亮眼,经营效率维稳-青岛啤酒三季报点评》,2022.10.27
- 《Q2业绩超预期,经营彰显韧劲-青岛啤酒中报点评》,2022.8.25



### 公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,167	32,172	34,605	36,701	38,731
营业收入增长率	8.67%	6.65%	8%	6%	6%
归母净利润(百万元)	3,155	3,711	4,453	5,238	6,137
归母净利润增长率	43.34%	17.59%	20%	18%	17%
摊薄每股收益(元)	2.313	2.720	3.26	3.84	4.50
每股经营性现金流净额	4.56	3.70	6.27	4.73	5.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.72%	14.55%	15.77%	16.63%	17.34%
P/E	42.81	39.52	35	30	25
P/B	5.87	5.75	5.48	4.92	4.38

来源:公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>27,760</b>	<b>30,167</b>	<b>32,172</b>	<b>34,605</b>	<b>36,701</b>	<b>38,731</b>
增长率	8.7%	6.6%	7.6%	6.1%	5.5%	
主营业务成本	-16,541	-19,091	-20,318	-21,212	-21,895	-22,465
%销售收入	59.6%	63.3%	63.2%	61.3%	59.7%	58.0%
毛利	11,219	11,076	11,854	13,393	14,805	16,266
%销售收入	40.4%	36.7%	36.8%	38.7%	40.3%	42.0%
营业税金及附加	-2,219	-2,319	-2,391	-2,561	-2,716	-2,866
%销售收入	8.0%	7.7%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
销售费用	-4,985	-4,097	-4,200	-4,429	-4,624	-4,803
%销售收入	18.0%	13.6%	13.1%	12.8%	12.6%	12.4%
管理费用	-1,678	-1,693	-1,473	-1,488	-1,541	-1,588
%销售收入	6.0%	5.6%	4.6%	4.3%	4.2%	4.1%
研发费用	-21	-31	-63	-62	-55	-39
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	2,316	2,937	3,727	4,852	5,869	6,971
%销售收入	8.3%	9.7%	11.6%	14.0%	16.0%	18.0%
财务费用	471	243	421	336	349	424
%销售收入	-1.7%	-0.8%	-1.3%	-1.0%	-0.9%	-1.1%
资产减值损失	-129	-202	-15	-110	-120	-130
公允价值变动收益	55	253	164	170	180	190
投资收益	25	186	170	148	148	150
%税前利润	0.8%	4.2%	3.4%	2.5%	2.1%	1.8%
营业利润	3,250	4,455	5,001	5,986	7,025	8,215
营业利润率	11.7%	14.8%	15.5%	17.3%	19.1%	21.2%
营业外收支	-11	24	5	5	5	5
税前利润	3,240	4,479	5,006	5,991	7,030	8,220
利润率	11.7%	14.8%	15.6%	17.3%	19.2%	21.2%
所得税	-913	-1,223	-1,201	-1,438	-1,687	-1,973
所得税率	28.2%	27.3%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	2,327	3,256	3,805	4,553	5,343	6,247
少数股东损益	126	101	94	100	105	110
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,201</b>	<b>3,155</b>	<b>3,711</b>	<b>4,453</b>	<b>5,238</b>	<b>6,137</b>
净利率	7.9%	10.5%	11.5%	12.9%	14.3%	15.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,327	3,256	3,805	4,553	5,343	6,247
少数股东损益	126	101	94	100	105	110
非现金支出	1,292	1,346	1,140	1,168	1,254	1,345
非经营收益	-648	-1,568	-816	-402	-477	-499
营运资金变动	2,251	3,181	923	3,230	337	842
<b>经营活动现金净流</b>	<b>5,222</b>	<b>6,216</b>	<b>5,052</b>	<b>8,549</b>	<b>6,457</b>	<b>7,935</b>
资本开支	-1,275	-1,602	-1,738	-1,184	-1,275	-1,375
投资	-470	-9,185	-1,112	-7,495	-495	-295
其他	257	537	651	148	148	150
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,488</b>	<b>-10,250</b>	<b>-2,199</b>	<b>-8,531</b>	<b>-1,622</b>	<b>-1,520</b>
股权募资	282	6	0	0	0	0
债权募资	450	-450	-42	-747	100	102
其他	-1,087	-1,170	-1,634	-1,719	-1,984	-2,257
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-356</b>	<b>-1,614</b>	<b>-1,676</b>	<b>-2,466</b>	<b>-1,884</b>	<b>-2,155</b>
<b>现金净流量</b>	<b>3,354</b>	<b>-5,657</b>	<b>1,199</b>	<b>-2,447</b>	<b>2,951</b>	<b>4,260</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	18,467	14,598	17,855	15,408	18,358	22,618
应收款项	199	800	807	904	959	1,012
存货	3,281	3,493	4,152	4,144	4,199	4,247
其他流动资产	2,681	10,068	9,188	13,966	14,655	15,153
流动资产	24,628	28,959	32,002	34,421	38,172	43,030
%总资产	59.3%	62.2%	63.6%	65.1%	67.3%	69.6%
长期投资	402	392	398	393	388	383
固定资产	10,642	10,911	11,466	11,505	11,579	11,672
%总资产	25.6%	23.4%	22.8%	21.8%	20.4%	18.9%
无形资产	3,897	3,915	3,967	3,995	4,005	4,013
非流动资产	16,886	17,604	18,309	18,415	18,586	18,776
%总资产	40.7%	37.8%	36.4%	34.9%	32.7%	30.4%
<b>资产总计</b>	<b>41,514</b>	<b>46,563</b>	<b>50,312</b>	<b>52,836</b>	<b>56,758</b>	<b>61,806</b>
短期借款	745	294	275	60	60	62
应付款项	5,447	6,368	7,056	6,962	7,192	7,385
其他流动负债	9,318	11,597	12,341	12,879	13,106	13,863
流动负债	15,510	18,259	19,672	19,901	20,358	21,310
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4,636	4,511	4,368	3,815	3,915	4,015
负债	20,146	22,769	24,039	23,716	24,272	25,325
<b>普通股股东权益</b>	<b>20,622</b>	<b>23,002</b>	<b>25,495</b>	<b>28,243</b>	<b>31,503</b>	<b>35,389</b>
其中：股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
未分配利润	14,221	16,319	18,528	21,276	24,536	28,422
少数股东权益	746	792	777	877	982	1,092
<b>负债股东权益合计</b>	<b>41,514</b>	<b>46,563</b>	<b>50,312</b>	<b>52,836</b>	<b>56,758</b>	<b>61,806</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.614	2.313	2.720	3.264	3.840	4.499
每股净资产	15.117	16.859	18.688	20.702	23.092	25.941
每股经营现金净流	3.828	4.556	3.703	6.267	4.733	5.816
每股股利	0.550	0.750	1.100	1.250	1.450	1.650
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.67%	13.72%	14.55%	15.77%	16.63%	17.34%
总资产收益率	5.30%	6.78%	7.38%	8.43%	9.23%	9.93%
投入资本收益率	7.47%	8.80%	10.59%	12.55%	13.62%	14.42%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-0.80%	8.67%	6.65%	7.56%	6.06%	5.53%
EBIT增长率	46.18%	26.80%	26.92%	30.19%	20.95%	18.77%
净利润增长率	18.86%	43.34%	17.59%	20.02%	17.62%	17.16%
总资产增长率	11.26%	12.16%	8.05%	5.02%	7.42%	8.89%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	1.8	1.5	1.4	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	71.3	64.8	68.7	71.3	70.0	69.0
应付账款周转天数	48.4	51.1	59.2	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	135.5	122.8	124.9	115.1	107.4	100.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-91.77%	-71.79%	-77.13%	-88.26%	-90.29%	-93.42%
EBIT利息保障倍数	-4.9	-12.1	-8.9	-14.4	-16.8	-16.4
资产负债率	48.53%	48.90%	47.78%	44.89%	42.76%	40.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-26	买入	89.12	N/A
2	2021-10-29	买入	94.80	N/A
3	2022-03-29	买入	78.00	N/A
4	2022-04-29	买入	82.90	N/A
5	2022-08-25	买入	98.97	N/A
6	2022-10-27	买入	94.79	N/A
7	2023-03-23	买入	108.69	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

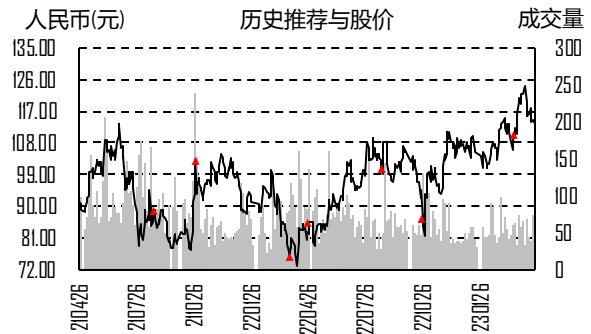
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402