

Q1 业绩超预期，期待旺季表现

青岛啤酒(600600)

评级:	买入	股票代码:	600600
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	125.65/76.6
目标价格:		总市值(亿)	1,548.40
最新收盘价:	113.5	自由流通市值(亿)	1,548.40
		自由流通股数(百万)	1,364.23

事件概述

公司发布 23Q1 业绩，报告期内实现收入 107.06 亿元，同比+16.27%；归母净利润 14.51 亿元，同比+28.86%；扣非归母净利润 13.49 亿元，同比+32.07%。业绩表现超过我们之前预期。

分析判断:

▶ 量价齐升，结构升级引领增长

由于疫情防控措施的放开以及春节等节日消费刺激，23Q1 啤酒行业复苏势头良好。青岛啤酒抓住机遇积极布局，实现营业收入、利润双双增长，23Q1 营业收入、归母净利润及扣非归母净利润分别同比+16.27%/+28.86%/+32.07%。

拆分量价来看，公司 23Q1 实现销量 236.3 万千升，同比+11.02%，吨价 4530.76 元，同比+4.75%，实现量价齐升；其中主品牌青岛啤酒实现销量 140.1 万千升，同比+7.45%，中高端以上产品实现销量 98.4 万千升，同比+11.55%，产品结构升级趋势延续。2023 年是各大啤酒企业战略转型的重要时点，高端化是各企业战略的重要一环。对比欧美等成熟市场近万元的吨价水平，我国啤酒市场高端化仍有巨大空间。我们认为经济复苏叠加前期高端化布局，2023 年仍将是啤酒行业全面高端化的一年，青啤作为行业领军者也将延续升级趋势。

▶ 降本增效，经营效率持续提升

公司 23Q1 毛利率为 38.32%，同比+0.47pct，归母净利率为 13.55%，同比+1.32pct，经营效率提升明显。成本端来看，受益于包材等原材料价格回落，成本压力趋缓，毛利率略有提升；费用端来看，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.84%/2.99%/0.10%/-0.96%，分别同比-0.36/-0.87/+0.04/-0.29pct，费用率水平整体下降 1.48pct，经营效率显著提升。综合来看，公司 23Q1 实现归母净利率 13.55%，同比+1.32pct。我们认为青啤费控能力优秀，经营效率有望持续提升。

▶ 行业复苏，期待旺季表现

今年 Q2-Q3 是疫情防控措施放开后第一个啤酒消费旺季，餐饮等啤酒消费渠道已基本恢复，行业整体销量有望在去年低基数上实现高增长。青岛啤酒抓住国内啤酒市场复苏和国家全面促进消费、加快消费提质升级的有利机遇，充分发挥品牌优势，积极开拓市场，为旺季动销打下良好基础。我们预计青啤在旺季将维持量价齐升态势，收入维持高增；利润端预计随着成本压力缓解与费控持续优化，净利率有望持续提升。

投资建议

参考最新财报，考虑到公司利润端表现超出之前预期，我们维持公司 23-25 年 352.28/374.47/393.57 亿元的预测；上调 23-25 年 EPS 为 3.23/3.67/4.04 元的预测至 3.27/3.75/4.22 元，对应 4 月 24 日收盘价 113.5 元，PE 分别为 35/30/27 倍，维持“买入”评级。

风险提示

高端市场竞争加剧、成本波动风险、汇率波动

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,167	32,172	35,228	37,447	39,357
YoY (%)	8.7%	6.6%	9.5%	6.3%	5.1%
归母净利润(百万元)	3,155	3,711	4,462	5,117	5,756
YoY (%)	43.3%	17.6%	20.3%	14.7%	12.5%
毛利率 (%)	36.7%	36.8%	37.0%	37.1%	37.2%
每股收益 (元)	2.33	2.74	3.27	3.75	4.22
ROE	13.7%	14.6%	14.9%	14.6%	14.1%
市盈率	48.75	41.48	34.70	30.26	26.90

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	32,172	35,228	37,447	39,357	净利润	3,805	4,577	5,248	5,903
YoY (%)	6.6%	9.5%	6.3%	5.1%	折旧和摊销	1,125	232	234	236
营业成本	20,318	22,208	23,554	24,716	营运资金变动	759	1,845	415	1,504
营业税金及附加	2,391	2,607	2,771	2,873	经营活动现金流	4,879	6,295	5,517	7,233
销售费用	4,200	4,403	4,381	4,369	资本开支	-1,738	-209	-198	-178
管理费用	1,473	1,444	1,460	1,417	投资	-1,112	-100	-80	-80
财务费用	-421	-437	-543	-638	投资活动现金流	-2,199	-133	-91	-61
研发费用	63	53	56	59	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-26	0	0	0	债务募资	-42	0	0	0
投资收益	170	176	187	197	筹资活动现金流	-1,676	-9	-9	-9
营业利润	5,001	6,007	6,890	7,742	现金净流量	1,026	6,154	5,418	7,163
营业外收支	5	15	15	25					
利润总额	5,006	6,022	6,905	7,767	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	1,201	1,445	1,657	1,864	成长能力				
净利润	3,805	4,577	5,248	5,903	营业收入增长率	6.6%	9.5%	6.3%	5.1%
归属于母公司净利润	3,711	4,462	5,117	5,756	净利润增长率	17.6%	20.3%	14.7%	12.5%
YoY (%)	17.6%	20.3%	14.7%	12.5%	盈利能力				
每股收益	2.74	3.27	3.75	4.22	毛利率	36.8%	37.0%	37.1%	37.2%
					净利率	11.5%	12.7%	13.7%	14.6%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	7.4%	7.9%	8.1%	8.2%
货币资金	17,855	24,008	29,426	36,589	净资产收益率 ROE	14.6%	14.9%	14.6%	14.1%
预付款项	282	333	330	331	偿债能力				
存货	4,152	4,361	4,799	5,087	流动比率	1.63	1.78	1.96	2.14
其他流动资产	9,713	9,439	9,957	9,658	速动比率	1.09	1.27	1.46	1.66
流动资产合计	32,002	38,141	44,512	51,666	现金比率	0.91	1.12	1.30	1.52
长期股权投资	368	368	368	368	资产负债率	47.8%	45.5%	42.8%	40.4%
固定资产	11,009	10,977	10,943	10,906	经营效率				
无形资产	2,558	2,658	2,758	2,858	总资产周转率	0.66	0.66	0.63	0.59
非流动资产合计	18,309	18,477	18,643	18,807	每股指标 (元)				
资产合计	50,312	56,618	63,155	70,473	每股收益	2.74	3.27	3.75	4.22
短期借款	225	225	225	225	每股净资产	18.69	21.96	25.71	29.93
应付账款及票据	3,662	4,111	4,395	4,942	每股经营现金流	3.58	4.61	4.04	5.30
其他流动负债	15,785	17,065	18,070	18,937	每股股利	1.80	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	19,672	21,401	22,690	24,105	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	41.48	34.70	30.26	26.90
其他长期负债	4,368	4,368	4,368	4,368	PB	5.75	5.17	4.41	3.79
非流动负债合计	4,368	4,368	4,368	4,368					
负债合计	24,039	25,769	27,058	28,472					
股本	1,364	1,364	1,364	1,364					
少数股东权益	777	892	1,023	1,171					
股东权益合计	26,272	30,849	36,097	42,000					
负债和股东权益合计	50,312	56,618	63,155	70,473					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。