

# 青岛啤酒 (600600.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 扣非符合预期，升级明显加速

### 业绩简评

8月27日，公司公告，23H1实现营收215.92亿元，同比+12.03%；归母净利34.26亿元，同比+20.11%；扣非净利32.28亿元，同比+24.61%。其中，23Q2实现营收108.86亿元，同比+8.16%；归母净利19.74亿元，同比+14.40%；扣非净利18.78亿元，同比+19.76%。

### 经营分析

**Q2 中高档量增19%，带动ASP加快提升。**

23H1销量502.3万千升，同比+6.5%，啤酒吨价同比+5.2%。其中，青岛主品牌销量281.2万千升，同比+8.2%，占比+0.9pct至56.0%；中高端以上197.5万千升，同比+15%，占比+2.9pct至39.3%。预计H1白啤高两位数增长、经典增速双位数，类经典等中低档同比-5%，崂山、汉斯等其他品牌同比+4%（Q1低基数修复）。

23Q2销量同比+2.7%，吨收入同比+5.4%，吨价环比提速。其中，青岛主品牌同比+9%、中高端以上同比+19%、类经典等同比-9%，其他品牌同比-4%。现饮场景恢复下，Q2销量占比主品牌同比+3pct，中高端以上同比+5pct，类经典加快向经典转换，叠加部分超高端、低档崂山、光明纯生等有提价贡献。

分区域看，23H1山东/华南/华北/华东/东南地区收入同比+13.5%/7.8%/10.8%/13.9%/6.4%，山东、华东市场疫后恢复良好。

**Q2 吨成本低预期，盈利持续增强。**

1) 成本端看，23H1吨材料同比-0.6%（包含原材料、包装物及消耗品），吨运费同比-0.5%，吨折旧费同比-0.4%，压力都较轻；但啤酒吨成本同比+3.4%，拆下来系“产成品及在产品存货变动”增幅较大扰动（吨增长超50%，包含麦汁等），H1啤酒毛利率同比+1.1pct。23Q2吨成本同比+2.4%（Q1为3.9%，增幅收窄），毛利率同比+1.8pct。

2) 费用端看，Q2销售/管理费率同比+0.2/-0.4pct，扣非净利率同比+1.7pct。H1销售费率维稳，职工薪酬/广宣费同比-0.3/+0.3pct（疫后费投恢复+120周年活动），管理费率同比-0.6pct，经营效率提升，净利率同比+1.1pct。

3) Q2非经减少主要系政府补助减少0.7e所致。

7-8月由于天气、基数原因销量难免波动，但9月起全面进入低基数，中秋国庆双节营造良好消费氛围、展望乐观。H2低价包材逐步投入使用，公司仍维持23年吨成本上涨1%的预判；24年大麦有望显著改善，成本红利或加快释放。

### 盈利预测、估值与评级

预计23-25年收入增速8%/5%/5%，利润增速21%/22%/15%，EPS为3.29/4.02/4.63元，对应PE为29/24/21X，维持“买入”评级。

### 风险提示

升级不及预期；原材料上涨过快风险；区域市场竞争加剧。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

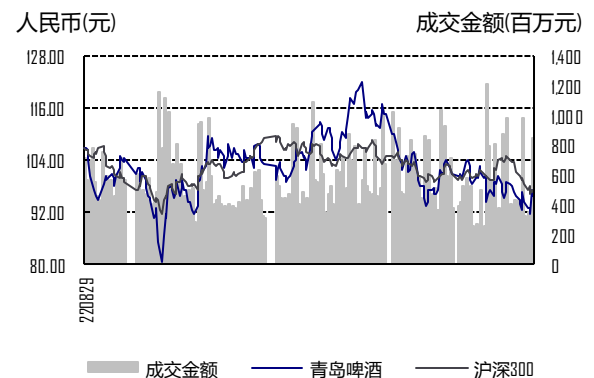
联系人：李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：95.70元

相关报告：

- 《青岛啤酒公司点评：费率控制良好，Q1扣非超预期》，2023.4.25
- 《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



### 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	34,609	36,370	38,102
营业收入增长率	8.67%	6.65%	8%	5%	5%
归母净利润(百万元)	3,155	3,711	4,483	5,481	6,314
归母净利润增长率	43.34%	17.59%	21%	22%	15%
摊薄每股收益(元)	2.313	2.720	3.29	4.02	4.63
每股经营性现金流净额	4.56	3.70	6.33	4.84	5.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.72%	14.55%	15.86%	17.25%	17.62%
P/E	42.81	39.52	29	24	21
P/B	5.87	5.75	4.62	4.11	3.64

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	27,760	30,167	32,172	34,609	36,370	38,102	货币资金	18,467	14,598	17,855	18,477	20,048	22,670
增长率		8.7%	6.6%	7.6%	5.1%	4.8%	应收款项	199	800	807	904	950	995
主营业务成本	-16,541	-19,091	-20,318	-20,968	-21,058	-21,463	存货	3,281	3,493	4,152	4,096	4,039	4,057
%销售收入	59.6%	63.3%	63.2%	60.6%	57.9%	56.3%	其他流动资产	2,681	10,068	9,188	10,962	13,144	15,339
毛利	11,219	11,076	11,854	13,641	15,312	16,639	流动资产	24,628	28,959	32,002	34,440	38,181	43,062
%销售收入	40.4%	36.7%	36.8%	39.4%	42.1%	43.7%	%总资产	59.3%	62.2%	63.6%	65.2%	67.3%	69.6%
营业税金及附加	-2,219	-2,319	-2,391	-2,596	-2,728	-2,839	长期投资	402	392	398	393	388	383
%销售收入	8.0%	7.7%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%	固定资产	10,642	10,911	11,466	11,505	11,579	11,672
销售费用	-4,985	-4,097	-4,200	-4,465	-4,655	-4,763	%总资产	25.6%	23.4%	22.8%	21.8%	20.4%	18.9%
%销售收入	18.0%	13.6%	13.1%	12.9%	12.8%	12.5%	无形资产	3,897	3,915	3,967	3,995	4,005	4,013
管理费用	-1,678	-1,693	-1,473	-1,488	-1,528	-1,562	非流动资产	16,886	17,604	18,309	18,415	18,586	18,776
%销售收入	6.0%	5.6%	4.6%	4.3%	4.2%	4.1%	%总资产	40.7%	37.8%	36.4%	34.8%	32.7%	30.4%
研发费用	-21	-31	-63	-35	-36	-38	<b>资产总计</b>	<b>41,514</b>	<b>46,563</b>	<b>50,312</b>	<b>52,855</b>	<b>56,767</b>	<b>61,838</b>
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	745	294	275	60	60	62
息税前利润 (EBIT)	2,316	2,937	3,727	5,058	6,365	7,438	应付款项	5,447	6,368	7,056	6,891	6,945	7,082
%销售收入	8.3%	9.7%	11.6%	14.6%	17.5%	19.5%	其他流动负债	9,318	11,597	12,341	12,917	13,067	13,727
财务费用	471	243	421	368	399	443	流动负债	15,510	18,259	19,672	19,869	20,072	20,871
%销售收入	-1.7%	-0.8%	-1.3%	-1.1%	-1.1%	-1.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-129	-202	-15	-110	-120	-130	其他长期负债	4,636	4,511	4,368	3,836	3,936	4,036
公允价值变动收益	55	253	164	170	180	190	负债	20,146	22,769	24,039	23,704	24,008	24,906
投资收益	25	186	170	180	180	180	<b>普通股股东权益</b>	<b>20,622</b>	<b>23,002</b>	<b>25,495</b>	<b>28,273</b>	<b>31,776</b>	<b>35,839</b>
%税前利润	0.8%	4.2%	3.4%	2.9%	2.4%	2.1%	其中：股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
营业利润	3,250	4,455	5,001	6,106	7,443	8,560	未分配利润	14,221	16,319	18,528	21,306	24,810	28,873
%营业收入	11.7%	14.8%	15.5%	17.6%	20.5%	22.5%	少数股东权益	746	792	777	877	982	1,092
营业外收支	-11	24	5	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>41,514</b>	<b>46,563</b>	<b>50,312</b>	<b>52,855</b>	<b>56,767</b>	<b>61,838</b>
税前利润	3,240	4,479	5,006	6,111	7,448	8,565	<b>比率分析</b>						
利润率	11.7%	14.8%	15.6%	17.7%	20.5%	22.5%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-913	-1,223	-1,201	-1,528	-1,862	-2,141	<b>每股指标</b>						
所得税率	28.2%	27.3%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.614	2.313	2.720	3.286	4.018	4.628
净利润	2,327	3,256	3,805	4,583	5,586	6,424	每股净资产	15.117	16.859	18.688	20.724	23.292	26.270
少数股东损益	126	101	94	100	105	110	每股经营现金净流	3.828	4.556	3.703	6.331	4.842	5.891
归属于母公司的净利润	2,201	3,155	3,711	4,483	5,481	6,314	每股股利	0.550	0.750	1.100	1.250	1.450	1.650
净利率	7.9%	10.5%	11.5%	13.0%	15.1%	16.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	10.67%	13.72%	14.55%	15.86%	17.25%	17.62%
							总资产收益率	5.30%	6.78%	7.38%	8.48%	9.66%	10.21%
							投入资本收益率	7.47%	8.80%	10.59%	12.89%	14.45%	14.99%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	-0.80%	8.67%	6.65%	7.58%	5.09%	4.76%
							EBIT增长率	46.18%	26.80%	26.92%	35.71%	25.84%	16.85%
							净利润增长率	18.86%	43.34%	17.59%	20.82%	22.26%	15.19%
							总资产增长率	11.26%	12.16%	8.05%	5.05%	7.40%	8.93%
							<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	115.0	108.4	102.3
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-91.77%	-71.79%	-77.13%	-88.41%	-90.12%	-92.96%
							EBIT利息保障倍数	-4.9	-12.1	-8.9	-13.7	-16.0	-16.8
							资产负债率	48.53%	48.90%	47.78%	44.85%	42.29%	40.28%

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	2021-10-29	买入	94.80	N/A
2	2022-03-29	买入	78.00	N/A
3	2022-04-29	买入	82.90	N/A
4	2022-08-25	买入	98.97	N/A
5	2022-10-27	买入	94.79	N/A
6	2023-03-23	买入	108.69	N/A
7	2023-04-25	买入	113.50	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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806