

2023年08月28日

# 业绩符合预期，结构升级持续

## 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:	125.65/80.88
目标价格:		总市值(亿)	1,288.65
最新收盘价:	94.46	自由流通市值(亿)	665.66
		自由流通股数(百万)	704.70

### 事件概述

公司 23H1 实现营业收入 215.92 亿元，同比+12.0%；归母净利润 34.3 亿元，同比+20.1%；扣非归母净利润 32.3 亿元，同比+24.6%。据此推算，公司 23Q2 实现营业收入 108.8 亿元，同比+8.15%；归母净利润 19.8 亿元，同比+15.12%；扣非归母净利润 18.8 亿元，同比+19.75%。

### 分析判断:

#### ▶ 量价齐升，结构升级持续

受益于消费场景恢复，公司上半年实现营收、利润双双增长，业绩表现基本符合我们的预期。拆分量价来看，公司 23H1 实现销量 502.3 万吨，同比+6.42%；对应吨价 4298.23 元，同比+5.28%。据此推算公司 23Q2 实现销量 266.0 万吨，同比+2.66%；对应吨价 4090.23 元，同比+5.35%；整体实现量价齐升。分品牌来看，公司 23H1 主品牌/其他品牌分别实现销量 281.2/221.1 万吨，分别同比+8.20%/+4.29%；其中 23Q2 主品牌/其他品牌分别实现销量 141.1/124.9 万吨，分别同比+8.87%/-3.55%。分产品档次来看，公司 23H1 中高端及以上/其他档次产品分别实现销量 197.50/304.8 万吨，分别同比+15%/-0.39%，公司产品结构提升势头延续。我们预计随着居民消费进一步恢复，啤酒消费高端化趋势仍将持续，公司作为行业龙头有望持续受益。

分地区来看，23H1 公司在山东地区/华南地区/华北地区/华东地区/东南地区/港澳及海外地区分别实现收入 134.09/16.32/40.50/16.42/5.05/3.50 亿元，分别同比+13.51%/+7.72%/+10.75%/+13.87%/+6.54%/-3.05%，其中山东基地市场表现依然稳健，华东地区增速较快。我们预计随着青岛啤酒区域市场整合发展的持续推进，公司全国化进程有望提速，华东、华南等非基地市场有望持续提供业绩增量。

#### ▶ 降费增效，经营效率提升

成本端来看，公司 23H1/23Q2 毛利率分别为 39.2%/40.1%，分别同比+1.11pct/+1.76pct，毛利率有所提升，我们预计主因产品结构提升。费用端来看，公司 23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.1%/3.0%/0.1%/-1.0%，分别同比+0.03pct/-0.63pct/+0.01pct/-0.07pct；公司 23Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.3%/3.1%/0.1%/-1.1%，分别同比+0.18pct/-0.41pct/-0.01pct/+0.12pct。23H1/23Q2 整体费用率水平分别为 13.2%/10.4%，同比-0.6pct/-0.1pct，费用率水平整体均稳中有降，其中销售费用率同比提升预计主因消费场景恢复后营销活动增加所致。利润端来看，公司 23H1/23Q2 归母净利润率分别为 15.9%/18.1%，分别同比+1.07pct/+0.99pct，公司经营效率及盈利能力进一步提升。我们预计随着高端化进程持续推进和成本压力进一步缓解，公司利润弹性有望持续释放。

#### ▶ 布局新品+优化运营，发展势头延续

2023 年是青岛啤酒成立 120 周年，也是公司改制上市 30 周年。公司提出并启动实施“百廿再启航”战略，通过规模化、智能化、数字化助力运营等举措做强做优啤酒主业。产品端来看，公司加速推进“魅力质量提升工程”，不断推出新品，包括 1 升精品原浆、1 升水晶纯生高端生鲜产品等等，满足消费者对生鲜啤酒日益增长的需求。运营端来看，公司在营销上以“体育营销+音乐营销+体验营销”为主线，深化与扩展品牌与消费者之间的连接，在供应链上加快向数字化、智能化运营转型，实现渠道运作能力和效率的提升。我们认为公司作为行业龙头，产品优势与运营优势十分稳固，发展势头仍将延续。

### 投资建议

参考公司最新财务数据，同时考虑到 7 月以来北方地区气候灾害等因素，我们将 23-25 年营收预测由 352.28/374.47/393.57 亿元下调至 345.84/367.63/386.38 亿元，下调 23-25 年 EPS 为 3.27/3.75/4.22 元的预测至 3.22/3.69/4.14 元，对应 8 月 28 日 94.46 元/股的收盘价，PE 分别为 29/26/23 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

成本压力缓解不及预期、市场竞争加剧、高端化进度不及预期

## 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	34,584	36,763	38,638
YoY (%)	8.7%	6.6%	7.5%	6.3%	5.1%
归母净利润(百万元)	3,155	3,711	4,387	5,030	5,649
YoY (%)	43.3%	17.6%	18.2%	14.7%	12.3%
毛利率 (%)	36.7%	36.8%	37.0%	37.1%	37.2%
每股收益 (元)	2.33	2.74	3.22	3.69	4.14
ROE	13.7%	14.6%	16.0%	15.5%	14.8%
市盈率	40.58	34.52	29.38	25.62	22.81

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	34,584	36,763	38,638	净利润	3,805	4,499	5,159	5,794
YoY (%)	6.6%	7.5%	6.3%	5.1%	折旧和摊销	1,125	232	234	236
营业成本	20,318	21,802	23,124	24,265	营运资金变动	759	1,585	360	1,523
营业税金及附加	2,391	2,559	2,684	2,782	经营活动现金流	4,879	5,965	5,380	7,151
销售费用	4,200	4,323	4,301	4,289	资本开支	-1,738	-212	-201	-182
管理费用	1,473	1,418	1,434	1,391	投资	-1,112	-100	-80	-80
财务费用	-421	-437	-479	-574	投资活动现金流	-2,199	-139	-97	-69
研发费用	63	52	55	58	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	173	184	193	筹资活动现金流	-1,676	-2,465	-9	-9
营业利润	5,001	5,905	6,773	7,598	现金净流量	1,026	3,361	5,273	7,073
营业外收支	5	15	15	25					
利润总额	5,006	5,920	6,788	7,623	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	1,201	1,421	1,629	1,830	<b>成长能力</b>				
净利润	3,805	4,499	5,159	5,794	营业收入增长率	6.6%	7.5%	6.3%	5.1%
归属于母公司净利润	3,711	4,387	5,030	5,649	净利润增长率	17.6%	18.2%	14.7%	12.3%
YoY (%)	17.6%	18.2%	14.7%	12.3%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	2.74	3.22	3.69	4.14	毛利率	36.8%	37.0%	37.1%	37.2%
					净利率	11.5%	12.7%	13.7%	14.6%
					总资产收益率 ROA	7.4%	8.2%	8.4%	8.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	净资产收益率 ROE	14.6%	16.0%	15.5%	14.8%
货币资金	17,855	21,216	26,489	33,562	<b>偿债能力</b>				
预付款项	282	327	324	325	流动比率	1.63	1.68	1.86	2.05
存货	4,152	4,205	4,787	4,918	速动比率	<b>1.09</b>	<b>1.16</b>	<b>1.35</b>	<b>1.57</b>
其他流动资产	9,713	9,416	9,956	9,635	现金比率	0.91	1.01	1.18	1.42
流动资产合计	32,002	35,164	41,556	48,441	资产负债率	47.8%	47.2%	44.4%	41.6%
长期股权投资	368	368	368	368	<b>经营效率</b>				
固定资产	11,009	10,977	10,943	10,906	总资产周转率	0.66	0.67	0.65	0.61
无形资产	2,558	2,658	2,758	2,858	<b>每股指标 (元)</b>				
非流动资产合计	18,309	18,477	18,643	18,807	每股收益	2.74	3.22	3.69	4.14
资产合计	50,312	53,641	60,199	67,247	每股净资产	18.69	20.10	23.79	27.93
短期借款	225	225	225	225	每股经营现金流	3.58	4.37	3.94	5.24
应付账款及票据	3,662	3,969	4,381	4,785	每股股利	1.30	0.50	0.00	0.00
其他流动负债	15,785	16,763	17,750	18,601	<b>估值分析</b>				
流动负债合计	19,672	20,957	22,356	23,611	PE	34.52	29.38	25.62	22.81
长期借款	0	0	0	0	PB	5.75	4.70	3.97	3.38
其他长期负债	4,368	4,368	4,368	4,368					
非流动负债合计	4,368	4,368	4,368	4,368					
负债合计	24,039	25,325	26,724	27,979					
股本	1,364	1,364	1,364	1,364					
少数股东权益	777	890	1,019	1,164					
股东权益合计	26,272	28,316	33,475	39,268					
负债和股东权益合计	50,312	53,641	60,199	67,247					

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。

**郭辉：**10 年白酒产业从业经验，前就任某公募基金消费研究员，现负责白酒板块研究，具备产业、卖方、买方多方面工作经历，对产业趋势与资本市场均有深刻洞察。

**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。