

青岛啤酒 (600600.SH) 吨价增速提升, 成本压力放缓

2023年08月28日

——公司信息更新报告

投资评级: 增持 (维持)

张宇光 (分析师)

方勇 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

fangyong@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790520100003

日期	2023/8/28
当前股价(元)	94.46
一年最高最低(元)	125.65/80.88
总市值(亿元)	1,288.65
流通市值(亿元)	665.66
总股本(亿股)	13.64
流通股本(亿股)	7.05
近3个月换手率(%)	46.5

● 收入稳定增长、利润快速增长

2023H1 公司营收 215.9 亿元, 同比+12.03%; 扣非前后归母净利润 34.26、32.28 亿元, 同比+20.11%、+24.61%。2023Q2 营收 108.86 亿元, 同比+8.16%; 扣非前后归母净利润 19.74、18.78 亿元, 同比+14.40%、+19.76%。维持 2023-2025 年归母净利润预测 44.56\51.62\58.66 亿元, 对应 2023-2025 年 EPS 3.27\3.78\4.30 元, 当前股价对应 28.9\25.0\22.0 倍 PE, 高端化趋势依旧, 维持“增持”评级。

● 结构受益现饮渠道修复明显改善

2023Q2 单季啤酒销量同比增 2.7%、吨价增 5.3%, 环比 2023Q1 销量增速有所放缓, 主因 2022Q2 期间 5-6 月渠道补库存导致基数较高; 吨价增速环比 2023Q1 有所提升, 主因中高端以上品牌占比提升。分品牌看, 公司主品牌、副品牌增速同比+8.9%、-3.6%, 其中中高端以上产品销量同比增 18.6%, 中高端及主品牌增速明显提升, 主因旺季到来餐饮等现饮渠道恢复。分区域看, 2023H1 山东、华北、华东、华南、东南地区收入同比+13.5%、+10.8%、+13.9%、+7.8%、+6.4%, 净利润同比+16.6%、+8.8%、+129.6%、+21.9%、+14.3%, 沿黄河区域市场山东、华北继续保持快速稳健增长, 沿长江和沿海市场盈利持续修复。

● 成本压力放缓, 盈利能力持续改善

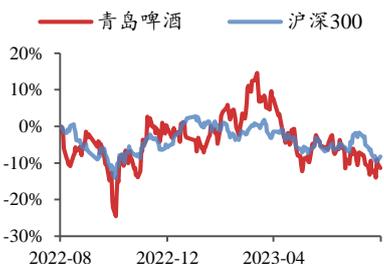
2023Q2 归母净利率同比+0.99pct, 其中公司毛利率同比+1.76pct, 主因中高端以上占比提升带动产品结构升级影响; 吨成本同比+2.3%, 成本虽有上涨但比 2023Q1 明显放缓。销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.19、-0.41、-0.01、+0.12pct, 整体费用率控制较好。其他收益/收入同比-0.77pct。

● 2023H2 成本有望下降, 业绩确定性强

相对来看啤酒板块需求韧性仍强, 强厄尔尼诺下 2023Q3 啤酒销量仍有望较高基数下实现正增长。叠加大麦、纸箱等原料价格开始回落, 相对较低成本的澳洲大麦有望于 2023Q3 体现, 啤酒 2023Q3 业绩确定性强, 板块仍有较高的配置价值。

● **风险提示:** 成本上涨风险、雨水天气风险、宏观经济放缓风险

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《需求改善, 高端化趋势依旧——公司信息更新报告》-2023.4.25

《销量双位数增长, 结构持续升级——公司信息更新报告》-2022.10.27

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,167	32,172	34,643	36,305	37,644
YOY(%)	8.7	6.6	7.7	4.8	3.7
归母净利润(百万元)	3,155	3,711	4,456	5,162	5,866
YOY(%)	43.3	17.6	20.1	15.8	13.6
毛利率(%)	36.7	36.8	37.4	38.9	39.6
净利率(%)	10.5	11.5	12.9	14.2	15.6
ROE(%)	13.7	14.5	15.7	16.0	16.0
EPS(摊薄/元)	2.31	2.72	3.27	3.78	4.30
P/E(倍)	40.8	34.7	28.9	25.0	22.0
P/B(倍)	5.6	5.1	4.6	4.0	3.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	28959	32002	34686	39909	44996
现金	14598	17855	20711	25131	30853
应收票据及应收账款	125	124	150	135	161
其他应收款	675	683	502	823	521
预付账款	228	282	263	309	284
存货	3493	4152	3841	4397	4028
其他流动资产	9840	8907	9218	9114	9149
非流动资产	17604	18309	18059	17511	16788
长期投资	366	368	387	406	425
固定资产	10150	11023	11155	10897	10446
无形资产	2481	2558	2330	2129	1933
其他非流动资产	4608	4361	4187	4079	3983
资产总计	46563	50312	52745	57420	61784
流动负债	18259	19672	19252	19905	19628
短期借款	246	225	232	230	231
应付票据及应付账款	3298	3662	3400	3949	3543
其他流动负债	14715	15785	15619	15726	15855
非流动负债	4511	4368	4415	4399	4405
长期借款	0	0	-0	-0	-0
其他非流动负债	4511	4368	4415	4399	4405
负债合计	22769	24039	23667	24304	24033
少数股东权益	792	777	900	1039	1197
股本	1364	1364	1364	1364	1364
资本公积	3956	4154	4154	4154	4154
留存收益	17719	19929	22447	25363	28676
归属母公司股东权益	23002	25495	28177	32078	36554
负债和股东权益	46563	50312	52745	57420	61784

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6043	4879	4707	5321	6428
净利润	3256	3805	4579	5301	6024
折旧摊销	1091	1077	1070	1136	1184
财务费用	-243	-421	-565	-674	-826
投资损失	-186	-170	-101	-121	-145
营运资金变动	3181	923	-173	-160	362
其他经营现金流	-1057	-335	-103	-161	-172
投资活动现金流	-10250	-2199	-657	-292	-149
资本支出	1635	1780	-231	-580	-738
长期投资	-9185	-1112	-19	-19	-19
其他投资现金流	-17800	-1531	-906	-891	-907
筹资活动现金流	-1614	-1676	-1193	-610	-557
短期借款	-457	-20	7	-2	1
长期借款	0	0	-0	-0	-0
普通股增加	0	-0	0	0	0
资本公积增加	281	198	0	0	0
其他筹资现金流	-1437	-1853	-1200	-608	-558
现金净增加额	-5829	1026	2856	4420	5722

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30167	32172	34643	36305	37644
营业成本	19091	20318	21671	22187	22741
营业税金及附加	2319	2391	2495	2540	2581
营业费用	4097	4200	4381	4591	4757
管理费用	1693	1473	1473	1544	1368
研发费用	31	63	43	45	50
财务费用	-243	-421	-565	-674	-826
资产减值损失	-189	-26	-91	-73	-84
其他收益	556	543	550	546	548
公允价值变动收益	253	164	132	151	175
投资净收益	186	170	101	121	145
资产处置收益	482	-10	0	0	0
营业利润	4455	5001	6019	6964	7925
营业外收入	33	20	19	26	15
营业外支出	9	15	14	16	13
利润总额	4479	5006	6025	6975	7927
所得税	1223	1201	1446	1674	1902
净利润	3256	3805	4579	5301	6024
少数股东损益	101	94	123	138	159
归属母公司净利润	3155	3711	4456	5162	5866
EBITDA	5147	5562	6530	7437	8285
EPS(元)	2.31	2.72	3.27	3.78	4.30

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	8.7	6.6	7.7	4.8	3.7
营业利润(%)	37.1	12.3	20.4	15.7	13.8
归属于母公司净利润(%)	43.3	17.6	20.1	15.8	13.6
获利能力					
毛利率(%)	36.7	36.8	37.4	38.9	39.6
净利率(%)	10.5	11.5	12.9	14.2	15.6
ROE(%)	13.7	14.5	15.7	16.0	16.0
ROIC(%)	10.7	11.4	12.7	13.1	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	48.9	47.8	44.9	42.3	38.9
净负债比率(%)	-41.9	-51.1	-55.9	-62.5	-70.0
流动比率	1.6	1.6	1.8	2.0	2.3
速动比率	1.0	1.1	1.3	1.4	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	241.3	258.4	252.7	254.6	253.9
应付账款周转率	6.7	5.8	6.1	6.0	6.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.31	2.72	3.27	3.78	4.30
每股经营现金流(最新摊薄)	4.43	3.58	3.45	3.90	4.71
每股净资产(最新摊薄)	16.86	18.69	20.65	23.51	26.79
估值比率					
P/E	40.8	34.7	28.9	25.0	22.0
P/B	5.6	5.1	4.6	4.0	3.5
EV/EBITDA	22.7	20.4	17.0	14.3	12.2

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn