

证券研究报告

公司研究

点评报告

青岛啤酒(600600.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

公司深度报告《青岛啤酒：高端化势头正盛，利润加速释放》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

Q2 吨酒收入加速提升，成本环比改善

2023年08月29日

事件：青岛啤酒发布 2023 年中期报告，2023H1 实现营收 215.92 亿元，同比+12.03%；实现归母净利润 34.26 亿元，同比+20.11%；扣非归母净利润 32.28 亿元，同比+24.61%。

点评：

- **Q2 收入符合预期，千升酒收入加速提升。**2023Q2 公司实现营业收入 108.86 亿元，同比+8.2%，符合我们预期；其中实现销量 266 万千升，同比+2.7%。从产品结构来看，2023Q2 公司千升酒收入实现 4092 元，同比+5.3%，主要受益于中高档及以上产品销量增长较好、同比+27.4%。分品牌来看，2023Q2 主品牌销量为 141 万千升，同比+8.9%，占比 53%、同比+3.0pct；而副品牌销量为 125 万千升，同比-3.6%，占比 47%。
- **Q2 成本环比持续改善，毛利率同比+1.8pct。**从成本端来看，2023Q2 公司吨酒成本为 2452 元，同比+2.34%，较 Q1 继续环比改善；带动公司毛利率同比+1.8pct 至 40.1%。从费用端来看，2023Q1 公司销售费用率同比+0.2pct 至 8.3%，主要系啤酒消费旺季公司略增加投入，我们认为属于正常波动；管理费用率同比-0.4pct 至 3.1%，主要系股份支付费用同比减少。综上，公司扣非后归母净利润实现 18.78 亿元，同比+19.8%，扣非后归母净利润率 17.3%，同比+1.7pct，盈利能力持续提升，符合我们预期。2023Q2 公司归母净利润同比+14.40%至 19.74 亿元，主要系其他收益同比-44.78%至 8755 万元，其他收益率同比-0.8pct。
- **盈利预测与投资评级：**啤酒行业格局清晰，且高端化逻辑得到业绩兑现，我们认为山东和华北市场产品结构升级+费效比改善释放的利润弹性有望超出市场预期，预计 2023-2025 年营收 CAGR 为 7.2%，归母净利润 CAGR 为 21.1%，EPS 分别为 3.34、4.04、4.89 元，当前股价（2023 年 8 月 28 日收盘价 94.46 元）对应 2023-2025 年 PE 分别为 28、23、19 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**中高端啤酒竞争加剧、原材料价格上涨

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入-百万元	30,167	32,172	35,372	37,936	40,677
同比(%)	8.7%	6.6%	9.9%	7.2%	7.2%
归母净利润-百万元	3,155	3,711	4,552	5,509	6,676
同比(%)	43.3%	17.6%	22.7%	21.0%	21.2%
毛利率(%)	36.7%	36.8%	38.6%	41.1%	43.8%
ROE(%)	13.7%	14.6%	16.5%	17.4%	18.2%
EPS (摊薄) (元)	2.31	2.72	3.34	4.04	4.89
P/E	40.84	34.73	28.31	23.39	19.30
P/B	5.60	5.05	4.67	4.06	3.51

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 28 日收盘价

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	28,959	32,002	34,845	40,361	45,517
货币资金	14,598	17,855	21,158	24,972	30,093
应收票据	0	5	1	5	1
应收账款	125	120	180	141	204
预付账款	228	282	283	292	299
存货	3,493	4,152	3,323	4,250	3,371
其他	10,515	9,589	9,899	10,702	11,550
非流动资产	17,604	18,309	18,373	18,368	18,288
长期股权投资	366	368	365	362	360
固定资产(合计)	10,149	11,009	11,363	11,413	11,339
无形资产	2,481	2,558	2,558	2,558	2,558
其他	4,609	4,374	4,087	4,035	4,031
资产总计	46,563	50,312	53,218	58,730	63,805
流动负债	18,259	19,672	20,402	21,671	21,599
短期借款	246	225	265	297	340
应付票据	170	198	203	210	213
应付账款	3,128	3,464	2,949	3,654	3,101
其他	14,715	15,785	16,984	17,509	17,945
非流动负债	4,511	4,368	4,353	4,339	4,324
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4,511	4,368	4,353	4,339	4,324
负债合计	22,769	24,039	24,755	26,010	25,923
少数股东权益	792	777	872	986	1,124
归属母公司股东权益	23,002	25,495	27,591	31,734	36,757
负债和股东权益	46,563	50,312	53,218	58,730	63,805

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	30,167	32,172	35,372	37,936	40,677
同比(%)	8.7%	6.6%	9.9%	7.2%	7.2%
归属母公司净利润	3,155	3,711	4,552	5,509	6,676
同比(%)	43.3%	17.6%	22.7%	21.0%	21.2%
毛利率(%)	36.7%	36.8%	38.6%	41.1%	43.8%
ROE(%)	13.7%	14.6%	16.5%	17.4%	18.2%
EPS(摊薄)(元)	2.31	2.72	3.34	4.04	4.89
P/E	40.84	34.73	28.31	23.39	19.30
P/B	5.60	5.05	4.67	4.06	3.51
EV/EBITDA	26.14	23.89	16.48	13.09	10.31

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	30,167	32,172	35,372	37,936	40,677
营业成本	19,091	20,318	21,703	22,348	22,862
营业税金及附加	2,319	2,391	2,554	2,701	2,896
销售费用	4,097	4,200	4,664	5,004	5,365
管理费用	1,693	1,473	1,458	1,564	1,677
研发费用	31	63	74	79	85
财务费用	-243	-421	-703	-834	-985
减值损失合计	-189	-26	-69	-77	-87
投资净收益	186	170	157	168	181
其他	1,278	709	398	427	458
营业利润	4,455	5,001	6,108	7,592	9,328
营业外收支	24	5	6	6	6
利润总额	4,479	5,006	6,114	7,598	9,335
所得税	1,223	1,201	1,468	1,976	2,520
净利润	3,256	3,805	4,646	5,623	6,814
少数股东损益	101	94	94	114	138
归母净利润	3,155	3,711	4,552	5,509	6,676
EBITDA	4,624	5,407	6,559	7,971	9,621
EPS(当年)(元)	2.33	2.74	3.34	4.04	4.89

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,043	4,879	7,846	7,166	8,796
净利润	3,256	3,805	4,646	5,623	6,814
折旧摊销	1,144	1,125	1,222	1,282	1,348
财务费用	-270	-447	11	13	14
投资损失	-186	-170	-157	-168	-181
营运资金变动	2,527	759	2,040	324	696
其它	-429	-193	83	93	104
投资活动现金流	-10,25	-2,199	-2,102	-1,991	-2,037
资本支出	-1,602	-1,738	-1,365	-1,366	-1,367
长期投资	-9,185	-1,112	-887	-787	-843
其他	537	651	149	161	173
筹资活动现金流	-1,614	-1,676	-2,441	-1,361	-1,638
吸收投资	6	0	0	0	0
借款	251	229	40	32	43
支付利息或股息	-1,111	-1,576	-2,467	-1,378	-1,667
现金净增加额	-5,829	1,026	3,303	3,814	5,121

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

姜青丰，金融硕士，毕业于中央财经大学，覆盖速冻食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品），和调味品（深度研究安琪酵母、天味食品，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、颐海国际、宝立食品、日辰股份）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。