



## 买入（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造  
当前价格(元)：113.50

### 证券分析师

熊鹏

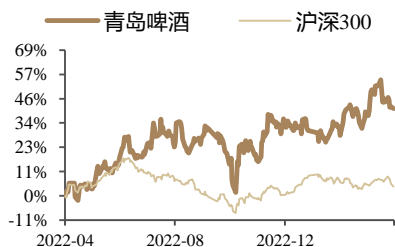
资格编号：S0120522120002  
邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

韦香怡

资格编号：S0120522080002  
邮箱：weixy@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.16	7.40	7.93
相对涨幅(%)	4.56	10.35	12.69

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《青岛啤酒(600600.SH)：利润表现超预期，产品结构升级有望加速》，2023.3.23
- 《青岛啤酒三季报业绩点评：Q3销量双位数增长，高端化趋势延续》，2022.10.27
- 《青岛啤酒：百年历史啤酒龙头，行稳致远再扬帆》，2022.10.24

# 青岛啤酒(600600.SH)：高端化稳步推进，费效比持续优化

### 投资要点

- 事件：**公司发布2023年第一季度报告。2023Q1公司实现营业收入107.06亿元，同比+16.27%；实现归母净利润14.51亿元，同比+28.86%；实现扣非归母净利润13.49亿元，同比+32.07%。
- 量价齐升趋势延续，费效比持续改善。**(1) 2023Q1公司累计实现产品销量236.3万千升，同比增长11.02%。其中，主品牌青岛啤酒实现产品销量140.1万千升，同比增长7.45%；中高端以上产品实现销量98.4万千升，同比增长11.55%，快于整体销量增速。23Q1整体吨酒价格/吨酒成本分别同比约+4.8%/+4.0%，ASP提升带动公司毛利率同比+0.47pct至38.32%。(2) 从费用端来看，公司2023Q1销售/管理/财务费用率分别为13.84%/2.99%/-0.96%，同比-0.35pct/-0.87pct/-0.28pct，综合来看，公司费控能力提升带动归母净利率同比+1.32pct至13.56%，盈利能力稳步提升。
- 高管减持幅度较小，不改长期成长信心。**公司同步披露董事、高管集中竞价减持股份计划公告，此次计划减持的董事、高级管理人员拟以集中竞价的方式减持公司股份合计不超过7.55万股，约占公司总股本的0.0055%，公司管理层减持股份是基于支付股权激励认购过程中的融资还款及解禁支付相关费用的需要，我们认为此次减持幅度较小且有合理用途，不改对公司长期稳健发展的信心。
- 高端化趋势下把握行业β，公司发展路径清晰。**2023年以来啤酒现饮场景逐步修复，公司抓住国内啤酒市场复苏和国家全面促进消费的有利机遇，充分发挥青岛啤酒的品牌和品质优势积极开拓市场，持续推进品牌优化和产品结构升级，加强高端化建设；同时公司积极开源节流、控本降费、提质增效，叠加近期成本压力趋缓，利润弹性有望稳步释放。23Q1公司实现淡季不淡，Q2起在去年低基数下有望延续快速恢复态势，全年业绩高增可期。
- 投资建议：**我们根据一季报业绩略微调整此前盈利预测，预计公司2023-2025年实现营收349.56/370.81/392.13亿元，同比增长8.7%/6.1%/5.8%，实现归母净利润45.57/53.49/60.83亿元，同比增长22.8%/17.4%/13.7%，EPS分别为3.34/3.92/4.46元，对应PE分别为34.0x/29.0x/25.5x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品结构升级不及预期；市场高端化竞争加剧；原材料成本上升；终端消费恢复不及预期等

### 股票数据

总股本(百万股)：	1,364.23
流通A股(百万股)：	700.27
52周内股价区间(元)：	78.79-124.33
总市值(百万元)：	154,840.42
总资产(百万元)：	50,311.70
每股净资产(元)：	18.69

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,167	32,172	34,956	37,081	39,213
(+/-)YOY(%)	8.7%	6.6%	8.7%	6.1%	5.8%
净利润(百万元)	3,155	3,711	4,557	5,349	6,083
(+/-)YOY(%)	43.3%	17.6%	22.8%	17.4%	13.7%
全面摊薄EPS(元)	2.31	2.72	3.34	3.92	4.46
毛利率(%)	36.7%	36.8%	39.0%	40.6%	41.8%
净资产收益率(%)	13.7%	14.6%	16.0%	16.6%	16.8%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	2.74	3.34	3.92	4.46
每股净资产	18.69	20.93	23.55	26.54
每股经营现金流	3.58	4.66	4.51	5.29
每股股利	1.30	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	39.29	33.98	28.95	25.46
P/B	5.75	5.42	4.82	4.28
P/S	4.81	4.43	4.18	3.95
EV/EBITDA	23.99	21.10	18.04	15.32
股息率%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.8%	39.0%	40.6%	41.8%
净利润率	11.8%	13.4%	14.8%	15.9%
净资产收益率	14.6%	16.0%	16.6%	16.8%
资产回报率	7.4%	8.4%	9.1%	9.6%
投资回报率	12.1%	14.5%	15.2%	15.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	6.6%	8.7%	6.1%	5.8%
EBIT 增长率	22.4%	33.8%	17.4%	13.8%
净利润增长率	17.6%	22.8%	17.4%	13.7%
偿债能力指标				
资产负债率	47.8%	45.7%	43.5%	41.2%
流动比率	1.6	1.7	1.9	2.0
速动比率	1.1	1.3	1.4	1.5
现金比率	0.9	1.1	1.2	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.4	1.4	1.4	1.4
存货周转天数	67.7	67.7	67.7	67.7
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	2.9	3.1	3.2	3.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,711	4,557	5,349	6,083
少数股东损益	94	116	136	154
非现金支出	1,140	612	480	558
非经营收益	-825	-232	-295	-307
营运资金变动	759	1,305	490	721
经营活动现金流	4,879	6,358	6,159	7,210
资产	-1,738	-762	-748	-1,237
投资	-1,112	0	0	0
其他	651	109	196	207
投资活动现金流	-2,199	-654	-552	-1,030
债权募资	-42	-25	-20	-10
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,634	-1,513	-1,773	-2,015
融资活动现金流	-1,676	-1,538	-1,793	-2,025
现金净流量	1,026	4,167	3,814	4,155

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 24 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	32,172	34,956	37,081	39,213
营业成本	20,318	21,332	22,038	22,822
毛利率%	36.8%	39.0%	40.6%	41.8%
营业税金及附加	2,391	2,598	2,756	2,914
营业税金率%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
营业费用	4,200	4,400	4,650	4,900
营业费用率%	13.1%	12.6%	12.5%	12.5%
管理费用	1,473	1,450	1,500	1,550
管理费用率%	4.6%	4.1%	4.0%	4.0%
研发费用	63	68	73	77
研发费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
EBIT	4,259	5,698	6,691	7,612
财务费用	-421	-259	-322	-380
财务费用率%	-1.3%	-0.7%	-0.9%	-1.0%
资产减值损失	-26	0	0	0
投资收益	170	185	196	207
营业利润	5,001	6,142	7,208	8,199
营业外收支	5	6	7	7
利润总额	5,006	6,148	7,216	8,207
EBITDA	5,385	6,310	7,170	8,171
所得税	1,201	1,476	1,732	1,969
有效所得税率%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
少数股东损益	94	116	136	154
归属母公司所有者净利润	3,711	4,557	5,349	6,083

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,855	22,021	25,835	29,990
应收账款及应收票据	124	146	136	162
存货	4,152	3,874	4,418	4,169
其它流动资产	9,871	9,595	9,385	9,506
流动资产合计	32,002	35,637	39,774	43,828
长期股权投资	368	368	368	368
固定资产	11,009	11,314	11,673	12,361
在建工程	457	342	257	193
无形资产	2,558	2,558	2,585	2,662
非流动资产合计	18,309	18,592	18,967	19,753
资产总计	50,312	54,228	58,741	63,581
短期借款	225	210	200	200
应付票据及应付账款	3,662	3,645	3,904	3,914
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	15,785	16,574	17,129	17,739
流动负债合计	19,672	20,430	21,233	21,853
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	4,368	4,358	4,348	4,338
非流动负债合计	4,368	4,358	4,348	4,338
负债总计	24,039	24,787	25,580	26,191
实收资本	1,364	1,364	1,364	1,364
普通股股东权益	25,495	28,548	32,132	36,207
少数股东权益	777	893	1,029	1,183
负债和所有者权益合计	50,312	54,228	58,741	63,581

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。