

青岛啤酒 (600600.SH)

持有(维持评级)

当前价格: 95.7元

目标价格: 113.25元

高端化势能延续，盈利弹性持续释放

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1364/705
总市值/流通市值 (百万元)	130557/67440
每股净资产 (元)	18.00
资产负债率 (%)	47.76
一年内最高/最低 (元)	122.19/80.39

一年内股价相对走势



事件：青岛啤酒发布 2023 年半年度报告，23H1 公司实现营收 215.9 亿元，同比增长 12%；实现归属于上市公司股东的净利润 34.3 亿元，同比增长 20.1%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 32.3 亿元，同比增长 24.6%。其中，23Q2 公司实现营收 108.9 亿元，同比增长 8.2%；实现归母净利润 19.7 亿元，同比增长 14.4%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 18.8 亿元，同比增长 19.8%。

- 高端化行稳致远，基地市场优势延续。**总体量价拆分来看，公司 23Q2 实现啤酒销量 266 万吨，同比+2.7%，对应公司吨酒价格达 4092.3 元/吨，同比+5.4%。分品牌看，公司积极推动产品结构高端化升级。上半年公司主品牌销量达 281.2 万吨，同比+8.2%，其中，中高端以上产品销量同比增长 15% 至 197.5 万吨，占主品牌比重提升了 6.4pct 至 70.2%。分地区看，公司利润池市场优势持续，华东、华南地区盈利能力显著改善。2023 年上半年，公司在山东/华南/华北/华东/东南区域营收分别同比 14.2%/9.1%/8.9%/16.1%/6.2%；净利率分别提升 +0.3/+1.4/0/+4.4/0.6pct 至 12.3%/13.2%/14.9%/9%/8.9%。
- 成本端环比改善，盈利弹性持续释放。**1) 成本方面，公司 23Q2 吨酒成本达 2452 元/吨，同比增长 2.3%，增速环比一季度已有所改善。当前大麦价格对比 22 年底已同比下降 15% 以上，我们认为，在我国终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税的背景下，大麦价格仍有下行空间，经过我们的测算，若大麦价格回归 19 年，即反倾销前水平，预计将对公司毛利率贡献至少 1.29pct 的提升。费率方面，尽管公司 23Q2 销售费用率提升了 0.18pct 至 8.32%，但是毛利率同比提升了 1.8pct 至 40.1%，驱动毛销差扩大了 1.62pct 至 31.78%，其余管理/研发/财务费用率分别 -0.41/0/+0.12pct 至 3.08%/0.11%/-1.11%，总体费率水平管控良好，公司净利率以抬升 1pct 至 18.4%。预计在公司高端化的战略推进下，盈利水平有望持续提升，而原料成本的改善亦将为公司贡献额外盈利弹性
- 盈利预测与投资建议：**我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 44.15/53.28/62.18 亿元，对应 PE 为 30.6/25.4/21.7 倍。考虑到公司在我国啤酒市场中具备较强的市场地位，且高端化进度领先，合理给予公司 23 年 35 倍 PE，对应目标价 113.25 元/股，维持持有评级。
- 风险提示：**原材料成本重回增势、高端档次竞争加剧等风险。

团队成员

分析师 刘畅
 执业证书编号：S0210523050001
 邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪
 执业证书编号：S0210523060001
 邮箱：zdx30145@hfzq.com.cn

研究助理 林若尧
 邮箱：lry30204@hfzq.com.cn

相关报告

《青岛啤酒 (600600.SH) 深度报告：青啤持续进化，迎合未来多变场景和多样人群》2023-8-7

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	30,167	32,172	34,973	37,288	39,739
增长率	9%	7%	9%	7%	7%
净利润 (百万元)	3,155	3,711	4,415	5,328	6,218
增长率	43%	18%	19%	21%	17%
EPS (元/股)	2.31	2.72	3.24	3.91	4.56
市盈率 (P/E)	41.4	35.2	30.6	25.4	21.7
市净率 (P/B)	5.7	5.1	4.9	4.2	3.5

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,855	21,956	26,680	33,859	营业收入	32,172	34,973	37,288	39,739
应收票据及账款	124	140	143	155	营业成本	20,318	21,475	22,276	23,225
预付账款	282	289	291	313	税金及附加	2,391	2,743	2,886	3,050
存货	4,152	4,192	4,326	4,597	销售费用	4,200	4,460	4,662	4,770
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,473	1,542	1,641	1,629
其他流动资产	9,589	8,439	10,585	10,514	研发费用	63	68	73	78
流动资产合计	32,002	35,016	42,025	49,437	财务费用	-421	-488	-598	-594
长期股权投资	368	370	368	369	信用减值损失	11	-15	-15	-15
固定资产	10,996	10,509	10,118	9,816	资产减值损失	-26	-25	-25	-25
在建工程	457	557	557	457	公允价值变动收益	164	158	192	171
无形资产	2,558	2,470	2,396	2,345	投资收益	170	127	148	138
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	其他收益	543	543	543	543
其他非流动资产	2,624	2,429	2,560	2,579	营业利润	5,001	5,951	7,183	8,384
非流动资产合计	18,309	17,641	17,306	16,871	营业外收入	20	20	20	20
资产合计	50,312	52,656	59,331	66,309	营业外支出	15	15	15	15
短期借款	225	236	231	233	利润总额	5,006	5,956	7,188	8,389
应付票据及账款	3,662	3,553	3,850	4,014	所得税	1,201	1,429	1,725	2,013
预收款项	0	0	0	0	净利润	3,805	4,527	5,463	6,376
合同负债	8,909	9,125	10,032	10,689	少数股东损益	94	112	135	158
其他应付款	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,711	4,415	5,328	6,218
其他流动负债	6,875	6,965	7,258	7,499	EPS (按最新股本摊薄)	2.72	3.24	3.91	4.56
流动负债合计	19,672	19,879	21,370	22,435					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	4,368	4,358	4,410	4,379					
非流动负债合计	4,368	4,358	4,410	4,379					
负债合计	24,039	24,237	25,780	26,814					
归属母公司所有者权益	25,495	27,530	32,526	38,313					
少数股东权益	777	889	1,025	1,182					
所有者权益合计	26,272	28,419	33,551	39,495					
负债和股东权益	50,312	52,656	59,331	66,309					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,879	6,485	4,766	7,406
现金收益	4,461	5,236	6,017	6,899
存货影响	-659	-40	-133	-271
经营性应收影响	-27	2	19	-8
经营性应付影响	364	-109	296	164
其他影响	740	1,396	-1,434	622
投资活动现金流	-2,199	-436	-353	-357
资本支出	-1,696	-722	-688	-663
股权投资	-2	-1	2	-1
其他长期资产变化	-501	287	334	307
融资活动现金流	-1,676	-1,266	312	130
借款增加	-20	8	-4	2
股利及利息支付	-1,576	-2,167	-2,617	-3,051
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-80	894	2,932	3,179

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	6.6%	8.7%	6.6%	6.6%
EBIT 增长率	8.3%	19.2%	20.5%	18.3%
归母公司净利润增长率	17.6%	19.0%	20.7%	16.7%
获利能力				
毛利率	36.8%	38.6%	40.3%	41.6%
净利率	11.8%	12.9%	14.7%	16.0%
ROE	14.1%	15.5%	15.9%	15.7%
ROIC	19.5%	21.1%	21.3%	21.1%
偿债能力				
资产负债率	47.8%	46.0%	43.5%	40.4%
流动比率	1.6	1.8	2.0	2.2
速动比率	1.4	1.6	1.8	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6
应收账款周转天数	1	1	1	1
存货周转天数	68	70	69	69
每股指标 (元)				
每股收益	2.72	3.24	3.91	4.56
每股经营现金流	3.58	4.75	3.49	5.43
每股净资产	18.69	20.18	23.84	28.08
估值比率				
P/E	35	31	25	22
P/B	5	5	4	4
EV/EBITDA	92	78	67	58

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn