



买入（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造
当前价格(元)：94.46

证券分析师

熊鹏

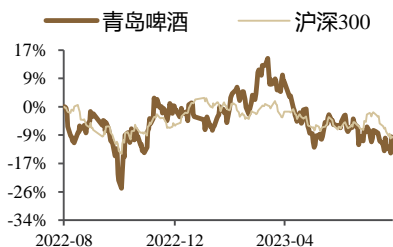
资格编号：S0120522120002
邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

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(%)	-2.82	-4.54	-2.46
相对涨幅(%)	2.13	-1.00	1.23

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《青岛啤酒(600600.SH)：高端化稳步推进，费效比持续优化》，2023.4.24
- 《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)：中报业绩符合预期，产品结构升级加速推进

投资要点

- 事件：**公司发布2023年半年度报告。2023H1公司实现营业收入215.92亿元，同比+12.03%；实现归母净利润34.26亿元，同比+20.11%；实现扣非归母净利润32.28亿元，同比+24.61%。其中，2023Q2实现营业收入108.86亿元，同比+8.16%；实现归母净利润19.74亿元，同比+14.40%；实现扣非归母净利润18.78亿元，同比+19.76%。
- 量价齐升趋势延续，结构升级稳步推进。**(1) 23H1公司实现啤酒销量502.3万吨，同比+6.4%；主品牌销量281.2万吨，同比+8.2%。23Q2实现啤酒销量266万吨，同比+2.7%；主品牌销量141.1万吨，同比+8.9%。公司抢抓市场渠道修复和消费复苏的有利时机，结合青岛啤酒百廿华诞开展系列营销活动，主品牌销量增速快于其他品牌(同比-3.6%)，中高端以上产品销量占比同比+5.8pct至70.2%，产品结构升级趋势明显。(2) 公司高端化战略持续推行，23H1中高端以上产品实现销量197.5万吨，同比+15.0%；23Q2中高端以上产品实现销量99.1万吨，同比+18.6%。中高端以上产品销量增速环比加快，带动23Q2单季度吨酒价格同比+5.4%，23H1吨酒价格同比+5.3%至4253.52元/吨。(3) 分区域来看，23H1山东/华南/华北/华东/东南收入分别同比+13.5%/+7.8%/+10.8%/+13.9%/+6.4%，公司巩固和提高基地市场优势地位，推动区域市场整合发展。
- 成本压力有所缓解，盈利能力逐步改善。**(1) 2023Q2/2023H1公司毛利率分别同比+1.76/+1.11pct至40.08%/39.21%，2023H1吨成本同比+3.5%至2589.67元，23Q1/23Q2啤酒吨成本分别同比+4.0%/+2.3%，成本压力环比改善，结合产品结构升级带动公司毛利率提升。(2) 费用端，23H1公司销售/管理/财务费用率分别同比+0.03/-0.63/-0.07pct，23Q2销售/管理/财务费用率分别同比+0.18/-0.41/+0.12pct，公司费控能力不断提升。(3) 综合来看，成本压力缓解、产品结构升级结合公司费控能力提升带动公司23Q2/23H1归母净利率分别同比+0.99/+1.07pct至18.14%/15.87%。同时，23Q2/23H1公司非经常损益分别减少0.61/0.64亿元，其中政府补贴分别减少0.71/0.74亿元，抛开非经常性项目影响，23Q2/23H1公司扣非归母净利率分别同比+1.7/1.5pcts，主业盈利能力加速提升。
- 百廿华诞再启航，战略发展规划清晰。**渠道端，公司以基地战略带建设为导向夯实市场基础，着力实现全系列多渠道产品覆盖，市场占有率稳步提升。营销端，公司以“体育营销+音乐营销+体验营销”为主线深化和扩展品牌与消费者之间的连接。产品端，公司通过打造青岛经典大单品、重塑青岛纯生啤酒年轻化、时尚化形象，聚焦推进白啤等新主流产品传播推广等举措，巩固提升青岛啤酒中高端产品的竞争优势；同时依托雄厚研发实力不断推出潮流新品，如创新推出的1L精品原浆和水晶纯生等高端生鲜产品满足了消费者对生鲜啤酒日益增长的需求。
- 盈利预测：**展望全年，公司销量增长稳健，产品结构持续升级，同时吨成本有望在澳麦双反政策结束后进一步改善，盈利能力有望持续提升。我们依据中报业绩对盈利预测进行调整，预计公司2023-2025年实现营收348.2/370.7/390.8亿元，同比+8.2%/6.5%/5.4%，实现归母净利润45.07/54.41/63.42亿元，同比+21.4%/20.7%/16.6%，对应PE分别为28.6x/23.7x/20.3x，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		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,364.23		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	704.70	营业收入(百万元)	30,167	32,172	34,820	37,070	39,077
52 周内股价区间(元):	80.39-122.19	(+/-)YOY(%)	8.7%	6.6%	8.2%	6.5%	5.4%
总市值(百万元):	130,557.08	净利润(百万元)	3,155	3,711	4,507	5,441	6,342
总资产(百万元):	52,331.13	(+/-)YOY(%)	43.3%	17.6%	21.4%	20.7%	16.6%
每股净资产(元):	19.46	全面摊薄 EPS(元)	2.31	2.72	3.30	3.99	4.65
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	36.7%	36.8%	39.0%	40.9%	42.7%
		净资产收益率(%)	13.7%	14.6%	16.2%	17.9%	18.9%

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	3.30	3.99	4.65
每股净资产	18.69	20.34	22.33	24.66
每股经营现金流	3.58	4.56	4.54	5.33
每股股利	1.30	1.65	1.99	2.32
价值评估(倍)				
P/E	39.29	28.60	23.68	20.32
P/B	5.75	4.64	4.23	3.83
P/S	4.01	3.70	3.48	3.30
EV/EBITDA	23.89	17.40	14.35	11.89
股息率%	1.2%	1.7%	2.1%	2.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.8%	39.0%	40.9%	42.7%
净利润率	11.8%	13.3%	15.1%	16.6%
净资产收益率	14.6%	16.2%	17.9%	18.9%
资产回报率	7.4%	8.4%	9.5%	10.5%
投资回报率	12.2%	14.7%	16.2%	17.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	6.6%	8.2%	6.5%	5.4%
EBIT 增长率	23.0%	30.7%	22.3%	17.1%
净利润增长率	17.6%	21.4%	20.7%	16.6%
偿债能力指标				
资产负债率	47.8%	46.3%	44.7%	42.5%
流动比率	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.4
现金比率	0.9	1.0	1.1	1.3
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	0.7	0.7	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	4,507	5,441	6,342
少数股东损益	94	114	138	161
非现金支出	1,140	612	480	558
非经营收益	-825	-265	-325	-331
营运资金变动	759	1,257	453	537
经营活动现金流	4,879	6,224	6,187	7,268
资产	-1,738	-729	-717	-1,212
投资	-1,112	0	0	0
其他	651	108	196	206
投资活动现金流	-2,199	-620	-522	-1,005
债权募资	-42	-25	-20	-10
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,634	-2,262	-2,729	-3,179
融资活动现金流	-1,676	-2,287	-2,749	-3,189
现金净流量	1,026	3,317	2,916	3,073

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 28 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	34,820	37,070	39,077
营业成本	20,318	21,254	21,924	22,405
毛利率%	36.8%	39.0%	40.9%	42.7%
营业税金及附加	2,391	2,588	2,755	2,904
营业税金率%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
营业费用	4,200	4,440	4,597	4,787
营业费用率%	13.1%	12.8%	12.4%	12.3%
管理费用	1,473	1,462	1,501	1,544
管理费用率%	4.6%	4.2%	4.0%	4.0%
研发费用	63	68	73	76
研发费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
EBIT	4,282	5,597	6,847	8,021
财务费用	-421	-259	-309	-353
财务费用率%	-1.3%	-0.7%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	-26	0	0	0
投资收益	170	184	196	206
营业利润	5,001	6,040	7,352	8,580
营业外收支	5	40	38	32
利润总额	5,006	6,080	7,390	8,613
EBITDA	5,407	6,209	7,326	8,579
所得税	1,201	1,459	1,810	2,110
有效所得税率%	24.0%	24.0%	24.5%	24.5%
少数股东损益	94	114	138	161
归属母公司所有者净利润	3,711	4,507	5,441	6,342

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,855	21,172	24,088	27,162
应收账款及应收票据	124	145	137	160
存货	4,152	3,845	4,404	4,026
其它流动资产	9,871	9,588	9,388	9,489
流动资产合计	32,002	34,750	38,018	40,836
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	53,342	56,985	60,589
短期借款	225	210	200	200
应付票据及应付账款	3,662	3,619	3,892	3,783
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	15,785	16,515	17,047	17,438
流动负债合计	19,672	20,344	21,139	21,422
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	24,702	25,487	25,759
实收资本	1,364	1,364	1,364	1,364
普通股股东权益	25,495	27,748	30,469	33,640
少数股东权益	777	892	1,030	1,191
负债和所有者权益合计	50,312	53,342	56,985	60,589

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

	类别	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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。