

青岛啤酒 (600600)

结构升级趋势延续，全年业绩望稳增长

事件：23H1 公司收入/归母净利润分别为 215.92/34.26 亿元 (+12.03%/+20.11%)；23Q2 公司收入/归母净利润分别为 108.86/19.74 亿元 (+8.16%/+14.40%)。

量价齐升，结构化升级趋势显著。1) 量：23H1 销量为 502.3 万千升 (+6.42%)，其中主品牌青岛啤酒/中高端以上产品销量分别 281.2/197.5 万千升 (+8.15%/+18.98%)；23Q2 销量为 266 万千升 (+2.66%)，其中主品牌青岛啤酒/中高端以上产品销量分别 141.1/99.1 万千升 (+8.87%/+27.39%)，抢抓市场渠道修复和消费复苏的有利时机，中高端以上销量快速放量。2) 价：23H1 吨价为 4298 元/千升 (+5.27%)，23Q2 吨价为 4092 元/千升 (+5.33%)。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，巩固提升青岛啤酒中高端产品的竞争优势；产品方面创新推出 1 升精品原浆、1 升水晶纯生高端生鲜产品，产品结构升级趋势显著。

区域均衡发展，市占率稳步提升。23H1 山东/华南/华北/华东/东南/港澳及其他海外地区分别实现收入 134.09/16.32/40.50/16.42/5.05/3.50 亿元 (同比+13.51%/+7.76%/+10.75%/+13.86%/+6.43%/-2.96%)，收入占比分别变动 0.78/-0.30/-0.22/0.12/-0.12/-0.25 个百分点至 62.11%/7.56%/18.76%/7.61%/2.34%/1.62%。分别实现净利润 18.82/2.76/7.70/1.66/0.45/0.65 亿元 (同比+16.62%/+21.88%/+8.75%/+129.63%/+14.32%/+120.95%)。由于疫情防控政策优化，市场渠道持续修复，大陆地区均实现正增长。渠道方面公司以基地战略带建设为导向夯实市场基础，巩固和提高基地市场优势地位，推动区域市场整合发展，市场占有率稳步提升。

产品结构升级，利润稳步释放。23Q2 公司毛利率/净利率分别同比变动 +1.77/+1.00 个百分点至 40.08%/18.45%，公司毛利率同比增长主要系产品结构优化，吨营收/吨成本分别同比 +5.35%/+2.35%。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动 +0.18/-0.41/+0.12 个百分点至 8.32%/3.08%/-1.11%。其中管理费用率同比下降主要系股份支付费用同比减少所致。

投资建议：展望下半年，作为提出并启动实施“百廿再启航”战略的一年，公司有望通过规模化、智能化、数字化助力运营等战略增强企业市场竞争力，加力提速高质量发展。预计 23-25 年公司收入增速分别为 8%/7%/7%，净利润增速分别为 20%/18%/15%，对应 PE 分别为 29X/25X/21X。

风险提示：行业竞争加剧风险；原材料价格上升风险；供应链管理风险；宏观经济复苏不及预期风险

投资评级

行业	食品饮料/非白酒
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	91.1 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	709.16
流通 A 股股本(百万股)	704.70
A 股总市值(百万元)	64,604.81
流通 A 股市值(百万元)	64,198.03
每股净资产(元)	19.46
资产负债率(%)	47.76
一年内最高/最低(元)	125.65/80.88

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《青岛啤酒-年报点评报告:直接提价+结构升级拉动吨价提升，费效优化盈利弹性持续释放》2023-03-28
- 《青岛啤酒-季报点评:旺季催化量价齐升，成本及费效改善弹性有望延续》2022-10-31
- 《青岛啤酒-半年报点评:经营稳健量价稳步提升，高端产品引领结构升级》2022-08-31

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,166.81	32,171.57	34,783.90	37,149.20	39,563.90
增长率(%)	8.67	6.65	8.12	6.80	6.50
EBITDA(百万元)	4,652.61	5,186.21	6,317.53	7,406.90	8,373.34
归属母公司净利润(百万元)	3,155.46	3,710.63	4,438.40	5,237.34	6,018.16
增长率(%)	43.34	17.59	19.61	18.00	14.91
EPS(元/股)	2.31	2.72	3.25	3.84	4.41
市盈率(P/E)	40.93	34.81	29.10	24.66	21.46
市净率(P/B)	5.61	5.07	4.60	4.06	3.59
市销率(P/S)	4.28	4.01	3.71	3.48	3.26
EV/EBITDA	24.98	24.02	16.67	14.97	12.28

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	14,597.59	17,854.93	19,559.42	13,900.63	21,998.31	营业收入	30,166.81	32,171.57	34,783.90	37,149.20	39,563.90
应收票据及应收账款	124.93	124.10	208.51	108.41	232.29	营业成本	19,091.13	20,317.93	21,496.45	22,623.86	23,817.47
预付账款	227.99	281.87	228.22	324.78	256.89	营业税金及附加	2,318.84	2,390.73	2,434.87	2,563.29	2,571.65
存货	3,493.00	4,152.19	3,886.25	4,447.23	4,433.27	销售费用	4,096.87	4,199.50	4,243.64	4,272.16	4,470.72
其他	10,515.11	9,589.40	9,487.34	10,085.55	9,529.88	管理费用	1,692.55	1,473.37	1,460.92	1,485.97	1,542.99
流动资产合计	28,958.62	32,002.48	33,369.73	28,866.60	36,450.63	研发费用	30.89	62.95	69.57	74.30	79.13
长期股权投资	366.04	368.13	368.13	368.13	368.13	财务费用	(243.19)	(420.81)	(527.69)	(473.93)	(508.48)
固定资产	10,148.83	11,009.08	10,354.63	9,746.55	9,163.43	资产/信用减值损失	(201.71)	(14.98)	1.79	0.09	4.34
在建工程	762.29	456.53	669.57	818.70	923.09	公允价值变动收益	253.44	164.35	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,480.75	2,557.82	2,415.15	2,285.48	2,137.16	投资净收益	186.07	169.90	150.00	168.66	162.85
其他	3,846.47	3,917.66	3,671.28	3,742.79	3,712.58	其他	(1,513.03)	(1,172.32)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	17,604.39	18,309.22	17,478.76	16,961.65	16,304.39	营业利润	4,454.95	5,000.93	5,757.93	6,772.30	7,757.61
资产总计	46,563.00	50,311.70	50,848.50	45,828.25	52,755.02	营业外收入	32.71	20.35	22.55	25.20	22.70
短期借款	245.78	225.41	0.00	0.00	0.00	营业外支出	8.69	15.13	16.31	13.38	14.94
应付票据及应付账款	3,297.90	3,661.83	4,578.48	2,962.81	4,976.35	利润总额	4,478.98	5,006.14	5,764.16	6,784.12	7,765.37
其他	6,591.69	6,875.30	12,887.14	5,850.48	6,554.94	所得税	1,222.73	1,201.42	1,325.76	1,546.78	1,747.21
流动负债合计	10,135.37	10,762.54	17,465.62	8,813.29	11,531.28	净利润	3,256.24	3,804.72	4,438.40	5,237.34	6,018.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	100.79	94.09	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	3,155.46	3,710.63	4,438.40	5,237.34	6,018.16
其他	4,510.67	4,367.60	4,504.82	4,461.03	4,444.48	每股收益(元)	2.31	2.72	3.25	3.84	4.41
非流动负债合计	4,510.67	4,367.60	4,504.82	4,461.03	4,444.48						
负债合计	22,769.31	24,039.39	21,970.44	13,274.32	15,975.77	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	791.85	777.49	777.49	777.49	777.49	成长能力					
股本	1,364.35	1,364.23	1,364.23	1,364.23	1,364.23	营业收入	8.67%	6.65%	8.12%	6.80%	6.50%
资本公积	3,956.21	4,154.08	4,154.08	4,154.08	4,154.08	营业利润	37.07%	12.26%	15.14%	17.62%	14.55%
留存收益	17,719.25	19,929.10	22,592.14	26,258.28	30,470.99	归属于母公司净利润	43.34%	17.59%	19.61%	18.00%	14.91%
其他	(37.97)	47.42	(9.88)	(0.14)	12.46	获利能力					
股东权益合计	23,793.69	26,272.31	28,878.06	32,553.94	36,779.26	毛利率	36.71%	36.85%	38.20%	39.10%	39.80%
负债和股东权益总计	46,563.00	50,311.70	50,848.50	45,828.25	52,755.02	净利率	10.46%	11.53%	12.76%	14.10%	15.21%
						ROE	13.72%	14.55%	15.79%	16.48%	16.72%
						ROIC	-1018.35%	83.42%	118.53%	113.72%	41.49%
						偿债能力					
						资产负债率	48.90%	47.78%	43.21%	28.97%	30.28%
						净负债率	-60.11%	-66.92%	-67.71%	-42.68%	-59.79%
						流动比率	1.59	1.63	1.91	3.28	3.16
						速动比率	1.39	1.42	1.69	2.77	2.78
						营运能力					
						应收账款周转率	241.25	258.38	209.16	234.44	232.25
						存货周转率	8.91	8.42	8.65	8.92	8.91
						总资产周转率	0.69	0.66	0.69	0.77	0.80
						每股指标(元)					
						每股收益	2.31	2.72	3.25	3.84	4.41
						每股经营现金流	4.43	3.58	2.66	-3.09	7.12
						每股净资产	16.86	18.69	20.60	23.29	26.39
						估值比率					
						市盈率	40.93	34.81	29.10	24.66	21.46
						市净率	5.61	5.07	4.60	4.06	3.59
						EV/EBITDA	24.98	24.02	16.67	14.97	12.28
						EV/EBIT	32.33	30.01	20.14	17.61	14.20

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,256.24	3,804.72	4,438.40	5,237.34	6,018.16
折旧摊销	1,091.24	1,077.41	1,089.08	1,108.62	1,128.55
财务费用	(270.13)	(447.01)	(527.69)	(473.93)	(508.48)
投资损失	(186.07)	(169.90)	(150.00)	(168.66)	(162.85)
营运资金变动	(3,172.07)	1,483.33	(1,215.66)	(9,924.28)	3,244.31
其它	5,323.90	(869.79)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	6,043.11	4,878.77	3,634.13	(4,220.90)	9,719.69
资本支出	1,419.45	1,812.51	367.78	563.79	518.05
长期投资	(8.29)	2.09	0.00	0.00	0.00
其他	(11,660.92)	(4,013.70)	(722.78)	(915.13)	(856.69)
投资活动现金流	(10,249.76)	(2,199.11)	(355.00)	(351.34)	(338.65)
债权融资	(207.97)	401.27	258.01	474.93	509.48
股权融资	(1,218.59)	(1,490.37)	(1,832.66)	(1,561.47)	(1,792.84)
其他	(187.07)	(586.61)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,613.62)	(1,675.71)	(1,574.64)	(1,086.54)	(1,283.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(5,820.27)	1,003.95	1,704.48	(5,658.78)	8,097.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com