

青岛啤酒 (600600.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，中高端占比加快提升

业绩简评

10月27日，公司公告，23Q1-3实现营收309.78亿元，同比+6.42%；归母净利49.08亿元，同比+15.02%；扣非净利45.96亿元，同比+19.08%。23Q3营收93.86亿元，同比-4.58%；归母净利14.82亿元，同比+4.75%；扣非净利13.68亿元，同比+7.78%。

经营分析

Q3 ASP超预期，结构升级加速。

Q1-3销量729万千升、量增0.2%，吨收入同比+6.2%至4247元；其中青岛主品牌销量409万吨、同比+3.5%，其他品牌同比-3.7%。1-9月中高档以上销量同比+11%、占比+4pct至40%；预计经典、1903双位数增长、纯生中个位数左右增长、白啤增速30%多；类经典等中低档下滑11%。

Q3量-11.3%，系去年高基数（高温天气+疫后复苏回补），今年雨水多、消费环境偏弱；吨收入同比+7.5%（Q2+5.4%），尽管高端表现增速疲弱（Q3中高档以上量+3.3%，预计1903&白啤有增长、经典维稳、纯生下滑），但占比加快提升（Q3占比+6pct、Q2+5pct），彰显升级韧劲。Q3青岛品牌量同比-5.5%、其他品牌同比-17.7%，类经典等中低档同比-23%，抓紧整合升级。

Q3周年庆加投费用，固定摊销拖累吨成本。

23Q3扣非净利率同比+1.7pct（政府补助减少9kw），其中：1）毛利率同比+2.9pct，吨成本同比+2.5%（Q1-3同比+3.4%、Q2同比+2.4%），环比压力未明显改善，我们认为系：①销量下滑双位数导致规模效应减弱、固定摊销增多；②低价包材投入使用、7月生产成本已持平。2）销售费率同比+0.5pct，预计系今年7-8月举办120周年庆活动、费投增加，Q1-3同比+0.2pct；3）管理费率同比+0.04pct，Q1-3同比-0.4pct，维持稳定。

Q3吨价超预期，再次印证啤酒升级在大众品中具备α（起步晚、空间大、供给端共同驱动）。展望未来，Q4低基数（去年量-7%、价-3%），24年餐饮、夜场修复，经济好转也将为升级提供更多动力。成本端看，随着低价包材&澳麦逐步使用（进口大麦9月均价对比年初已下降28%）、销量恢复摊销固定成本，吨成本压力改善可期。中长期看，公司经营稳健、品牌基础扎实，经典通过整合类经典+顺应8元扩容趋势抢份额，增长却确信度高；白啤、纯生也在持续培育。

盈利预测、估值与评级

预计23-25年收入增速7%/6%/5%，利润增速18%/20%/16%，EPS为3.22/3.88/4.49元，对应PE为26/22/19X，维持“买入”评级。

风险提示

需求&升级不及预期；原材料上涨过快风险；区域市场竞争加剧。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

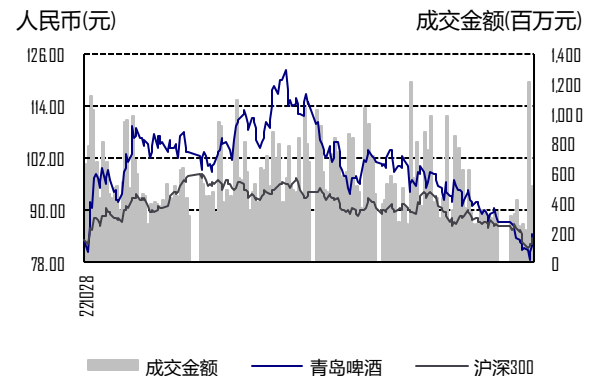
分析师：李本媛（执业S1130523090002）

libenyuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：84.40元

相关报告：

- 《青岛啤酒公司点评：扣非符合预期，升级明显加速》，2023.8.28
- 《青岛啤酒公司点评：费率控制良好，Q1扣非超预期》，2023.4.25
- 《青岛啤酒公司点评：Q4业绩超预期，期待现饮恢复加速升级》，2023.3.23



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,167	32,172	34,387	36,388	38,240
营业收入增长率	8.67%	6.65%	7%	6%	5%
归母净利润(百万元)	3,155	3,711	4,388	5,287	6,123
归母净利润增长率	43.34%	17.59%	18%	20%	16%
摊薄每股收益(元)	2.313	2.720	3.22	3.88	4.49
每股经营性现金流净额	4.56	3.70	6.29	4.96	5.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.72%	14.55%	15.76%	17.16%	17.90%
P/E	42.81	39.52	26	22	19
P/B	5.87	5.75	4.14	3.74	3.37

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	27,760	30,167	32,172	34,387	36,388	38,240
增长率	8.7%	6.6%	6.9%	5.8%	5.1%	
主营业务成本	-16,541	-19,091	-20,318	-21,071	-21,490	-21,963
%销售收入	59.6%	63.3%	63.2%	61.3%	59.1%	57.4%
毛利	11,219	11,076	11,854	13,316	14,897	16,277
%销售收入	40.4%	36.7%	36.8%	38.7%	40.9%	42.6%
营业税金及附加	-2,219	-2,319	-2,391	-2,441	-2,584	-2,715
%销售收入	8.0%	7.7%	7.4%	7.1%	7.1%	7.1%
销售费用	-4,985	-4,097	-4,200	-4,505	-4,705	-4,876
%销售收入	18.0%	13.6%	13.1%	13.1%	12.9%	12.8%
管理费用	-1,678	-1,693	-1,473	-1,479	-1,528	-1,560
%销售收入	6.0%	5.6%	4.6%	4.3%	4.2%	4.1%
研发费用	-21	-31	-63	-34	-36	-19
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	2,316	2,937	3,727	4,857	6,044	7,107
%销售收入	8.3%	9.7%	11.6%	14.1%	16.6%	18.6%
财务费用	471	243	421	345	372	413
%销售收入	-1.7%	-0.8%	-1.3%	-1.0%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	-129	-202	-15	-25	-25	-25
公允价值变动收益	55	253	164	170	180	190
投资收益	25	186	170	180	180	180
%税前利润	0.8%	4.2%	3.4%	3.0%	2.5%	2.2%
营业利润	3,250	4,455	5,001	5,952	7,176	8,297
营业利润率	11.7%	14.8%	15.5%	17.3%	19.7%	21.7%
营业外收支	-11	24	5	6	6	7
税前利润	3,240	4,479	5,006	5,958	7,182	8,304
利润率	11.7%	14.8%	15.6%	17.3%	19.7%	21.7%
所得税	-913	-1,223	-1,201	-1,475	-1,796	-2,076
所得税率	28.2%	27.3%	24.0%	24.8%	25.0%	25.0%
净利润	2,327	3,256	3,805	4,483	5,387	6,228
少数股东损益	126	101	94	95	100	105
归属于母公司的净利润	2,201	3,155	3,711	4,388	5,287	6,123
净利率	7.9%	10.5%	11.5%	12.8%	14.5%	16.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,327	3,256	3,805	4,483	5,387	6,228
少数股东损益	126	101	94	95	100	105
非现金支出	1,292	1,346	1,140	1,083	1,159	1,240
非经营收益	-648	-1,568	-816	-199	-285	-296
营运资金变动	2,251	3,181	923	3,216	499	721
经营活动现金净流	5,222	6,216	5,052	8,584	6,760	7,893
资本开支	-1,275	-1,602	-1,738	-1,183	-1,249	-1,308
投资	-470	-9,185	-1,112	-4,495	-1,995	-1,995
其他	257	537	651	180	180	180
投资活动现金净流	-1,488	-10,250	-2,199	-5,498	-3,064	-3,123
股权募资	282	6	0	0	0	0
债权募资	450	-450	-42	-747	100	102
其他	-1,087	-1,170	-1,634	-2,060	-2,325	-2,734
筹资活动现金净流	-356	-1,614	-1,676	-2,807	-2,225	-2,632
现金净流量	3,354	-5,657	1,199	279	1,471	2,138

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	18,467	14,598	17,855	18,134	19,605	21,743
应收款项	199	800	807	880	931	978
存货	3,281	3,493	4,152	4,099	4,121	4,212
其他流动资产	2,681	10,068	9,188	10,958	13,143	15,339
流动资产	24,628	28,959	32,002	34,070	37,800	42,272
%总资产	59.3%	62.2%	63.6%	65.1%	67.4%	69.8%
长期投资	402	392	398	393	388	383
固定资产	10,642	10,911	11,466	11,560	11,679	11,777
%总资产	25.6%	23.4%	22.8%	22.1%	20.8%	19.4%
无形资产	3,897	3,915	3,967	3,995	4,005	4,013
非流动资产	16,886	17,604	18,309	18,270	18,286	18,281
%总资产	40.7%	37.8%	36.4%	34.9%	32.6%	30.2%
资产总计	41,514	46,563	50,312	52,340	56,086	60,553
短期借款	745	294	275	60	60	62
应付款项	5,447	6,368	7,056	7,060	7,218	7,382
其他流动负债	9,318	11,597	12,341	12,675	13,096	13,797
流动负债	15,510	18,259	19,672	19,795	20,374	21,241
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4,636	4,511	4,368	3,836	3,936	4,036
负债	20,146	22,769	24,039	23,631	24,309	25,276
普通股股东权益	20,622	23,002	25,495	27,837	30,804	34,199
其中：股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
未分配利润	14,221	16,319	18,528	20,870	23,838	27,233
少数股东权益	746	792	777	872	972	1,077
负债股东权益合计	41,514	46,563	50,312	52,340	56,086	60,553

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.614	2.313	2.720	3.217	3.875	4.488
每股净资产	15.117	16.859	18.688	20.405	22.580	25.068
每股经营现金净流	3.828	4.556	3.703	6.292	4.955	5.786
每股股利	0.750	1.100	1.800	1.500	1.700	2.000
回报率						
净资产收益率	10.67%	13.72%	14.55%	15.76%	17.16%	17.90%
总资产收益率	5.30%	6.78%	7.38%	8.38%	9.43%	10.11%
投入资本收益率	7.47%	8.80%	10.59%	12.61%	14.14%	14.99%
增长率						
主营业务收入增长率	-0.80%	8.67%	6.65%	6.89%	5.82%	5.09%
EBIT增长率	46.18%	26.80%	26.92%	30.32%	24.44%	17.59%
净利润增长率	18.86%	43.34%	17.59%	18.26%	20.48%	15.82%
总资产增长率	11.26%	12.16%	8.05%	4.03%	7.16%	7.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.8	1.5	1.4	1.8	1.8	1.8
存货周转天数	71.3	64.8	68.7	71.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	48.4	51.1	59.2	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	135.5	122.8	124.9	115.8	108.4	101.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-91.77%	-71.79%	-77.13%	-88.57%	-91.51%	-94.69%
EBIT利息保障倍数	-4.9	-12.1	-8.9	-14.1	-16.2	-17.2
资产负债率	48.53%	48.90%	47.78%	45.15%	43.34%	41.74%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-29	买入	94.80	N/A
2	2022-03-29	买入	78.00	N/A
3	2022-04-29	买入	82.90	N/A
4	2022-08-25	买入	98.97	N/A
5	2022-10-27	买入	94.79	N/A
6	2023-03-23	买入	108.69	N/A
7	2023-04-25	买入	113.50	N/A
8	2023-08-28	买入	95.70	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806