

青岛啤酒 (600600)

2023 年三季度报点评：业绩符合预期，期待结构化升级弹性

买入 (维持)

2023 年 10 月 30 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书：S0600522090007
liyzzh@dwzq.com.cn

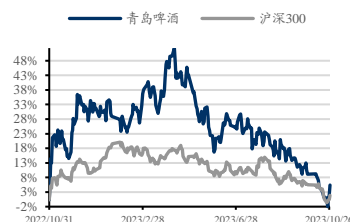
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	32,172	35,320	36,970	38,440
同比	7%	10%	5%	4%
归属母公司净利润 (百万元)	3,711	4,483	5,219	5,729
同比	18%	21%	16%	10%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.72	3.29	3.83	4.20
P/E (现价&最新股本摊薄)	31.03	25.68	22.06	20.10

关键词：#消费升级 #成本下降 #业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年三季度报，2023 年前三季度实现收入 309.8 亿元 (yoy+6.4%)，归母净利润 49.1 亿元 (yoy+15.0%)，扣非归母净利 46.0 亿元 (yoy+19.1%)。2023 年单三季度收入 93.9 亿元 (yoy-4.6%)，归母净利润 14.8 亿元 (yoy+4.8%)，扣非归母净利 13.7 亿元 (yoy+7.8%)，单季度业绩表现符合我们预期。
- **中高端结构化升级持续，吨价提升亮眼。**2023 年前三季度啤酒销量达 729.4 万千升 (yoy+0.2%)，其中中高档及以上产品销量 290.2 万千升 (yoy+11.0%)，中高端产品销量占比达 39.8%。分品牌来看，主品牌青岛/其它品牌销量分别为 409/320.4 万千升 (yoy+3.5%/ -3.7%)。整体吨价同比增长+6.2%。2023Q3 单季来看，由于去年同期高基数及今年旺季恶劣天气等因素影响，整体销量 227 万千升 (yoy-11.4%)，分品牌来看，主品牌青岛/其它品牌销量分别为 127.8/99.3 万千升 (yoy-5.5%/ -17.9%)。公司 7 元以上产品 (经典/纯生/白啤) 增长良好，结构化升级持续，带动 Q3 淡季吨价同比增长 7.5%，环比 2023H1 持续提升。
- **毛利率上行，费控稳健。**2023 年前三季度毛利率 39.7% (yoy+1.7pct)，疫情下营销费用投入更加稳健，销售费用率 11.2% (yoy+0.2pct)，管理费用率 3.3% (yoy-0.4pct)，略有优化。2023Q3 单季毛利率 40.9% (yoy+2.9pct)，主要系吨价增长带动利润率上行，销售费用率 11.7% (yoy+0.5pct)，主要系收入下降带来费用率微增，管理费用率 3.9% (同比持平)。
- **2023Q4 及 2024 展望：**10 月后逐步进入行业淡季，我们预计 23Q4 整体销量或有所下滑，但经典/白啤/纯生等重点大单品仍有望保持正增长，展望 2024 年，我们认为公司在维持销量稳定前提下将持续以产品结构升级和利润为主要导向，伴随大麦成本下行叠加费用率稳定，利润率仍有向上弹性。
- **盈利预测与投资评级：**2023Q3 公司经营表现符合预期，考虑 2024 原材料成本下行，公司毛利率有望持续提升，我们维持 2023~25 年归母净利润 44.8/52.2/57.3 亿元预测，三年对应动态 PE 为 26/22/20 倍，当前估值已处历史估值区间底部，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动，行业竞争加剧，产品销售及结构升级不及市场预期，原材料成本压力上行。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	84.40
一年最低/最高价	75.00/125.65
市净率(倍)	4.10
流通 A 股市值(百万元)	59,476.55
总市值(百万元)	115,141.25

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.60
资产负债率(% ,LF)	41.86
总股本(百万股)	1,364.23
流通 A 股(百万股)	704.70

相关研究

《青岛啤酒(600600)：2023 年中报点评：业绩符合预期，中高端快速放量》

2023-08-29

《青岛啤酒(600600)：2023 年一季报点评：业绩续超预期，旺季弹性可期》

2023-04-25

青岛啤酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	32,002	34,624	38,306	41,618	营业总收入	32,172	35,320	36,970	38,440
货币资金及交易性金融资产	20,539	22,834	24,538	27,307	营业成本(含金融类)	20,318	22,053	22,608	23,236
经营性应收款项	406	439	435	469	税金及附加	2,391	2,472	2,551	2,614
存货	4,152	3,928	4,386	4,182	销售费用	4,200	4,627	4,732	4,843
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,473	1,519	1,553	1,576
其他流动资产	6,906	7,423	8,947	9,660	研发费用	63	35	37	38
非流动资产	18,309	18,719	19,159	19,609	财务费用	(421)	(522)	(581)	(622)
长期股权投资	368	371	374	377	加:其他收益	543	625	649	672
固定资产及使用权资产	11,164	11,568	12,013	12,477	投资净收益	170	171	193	196
在建工程	457	460	462	463	公允价值变动	164	50	50	50
无形资产	2,558	2,528	2,498	2,468	减值损失	(15)	(86)	(86)	(86)
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	资产处置收益	(10)	182	190	163
长期待摊费用	102	132	152	162	营业利润	5,001	6,078	7,065	7,749
其他非流动资产	2,354	2,354	2,354	2,355	营业外净收支	5	14	9	16
资产总计	50,312	53,343	57,465	61,227	利润总额	5,006	6,092	7,074	7,765
流动负债	19,672	20,504	21,686	21,986	减:所得税	1,201	1,462	1,698	1,864
短期借款及一年内到期的非流动负债	275	325	375	425	净利润	3,805	4,630	5,376	5,902
经营性应付款项	3,662	3,476	3,951	3,699	减:少数股东损益	94	147	157	173
合同负债	8,909	9,308	9,679	9,941	归属母公司净利润	3,711	4,483	5,219	5,729
其他流动负债	6,826	7,396	7,681	7,922	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.72	3.29	3.83	4.20
非流动负债	4,368	4,388	4,403	4,413	EBIT	4,282	5,238	6,137	6,805
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	5,407	5,835	6,726	7,418
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.85	37.56	38.85	39.55
租赁负债	98	118	133	143	归母净利率(%)	11.53	12.69	14.12	14.90
其他非流动负债	4,269	4,269	4,269	4,269	收入增长率(%)	6.65	9.79	4.67	3.98
负债合计	24,039	24,892	26,088	26,399	归母净利润增长率(%)	17.59	20.82	16.42	9.76
归属母公司股东权益	25,495	27,527	30,296	33,574					
少数股东权益	777	924	1,081	1,254					
所有者权益合计	26,272	28,452	31,377	34,828					
负债和股东权益	50,312	53,343	57,465	61,227					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,879	5,364	4,779	5,903	每股净资产(元)	18.69	20.18	22.21	24.61
投资活动现金流	(2,199)	(925)	(924)	(974)	最新发行在外股份(百万股)	1,364	1,364	1,364	1,364
筹资活动现金流	(1,676)	(2,399)	(2,406)	(2,414)	ROIC(%)	12.80	14.34	15.35	15.37
现金净增加额	1,026	2,045	1,454	2,520	ROE-摊薄(%)	14.55	16.29	17.23	17.06
折旧和摊销	1,125	597	588	613	资产负债率(%)	47.78	46.66	45.40	43.12
资本开支	(1,738)	(811)	(839)	(903)	P/E (现价&最新股本摊薄)	31.03	25.68	22.06	20.10
营运资本变动	759	455	(846)	(292)	P/B (现价)	4.52	4.18	3.80	3.43

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>