

青岛啤酒 (600600.SH)

买入(上调评级)

当前价格: 84.4元
 目标价格: 108.36元

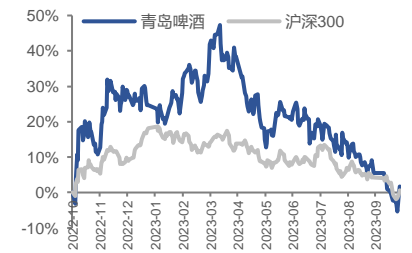
短期挑战不改高端化趋势，结构升级加速演绎

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)	115141/59477
每股净资产 (元)	20.60
资产负债率 (%)	41.86
一年内最高/最低 (元)	122.19/78.5

事件：青岛啤酒发布2023年三季度报告，公司前三季度实现营收309.78亿元，同比+6.42%，销量729.4万吨，同比+0.2%，对应吨酒收入4247.06元/吨，同比+6.2%；实现归母净利润49.08亿元，同比+15.02%，实现扣非净利润45.96亿元，同比+19.08%。其中，23Q3公司实现营收93.86亿元，同比-4.58%；实现归母净利润14.82元，同比+4.75%，实现扣非归母净利润13.68亿元，同比+7.78%

一年内股价相对走势



➤ **天气不可控因素造成短期销量承压，但高端化趋势不改，价增环比提速。**公司23Q3单季度实现啤酒销量227.1万吨，同比-11.25%，主要系今年二季度末开始，频繁的台风、强降雨等极端天气对啤酒销售有所压制；但可以观察到，**公司高端化逻辑并未在此环境下受到影响，甚至加速演绎**，公司主品牌Q3销量占比对比同期提升了3.4pct，而主品牌中的中高端以上产品更是实现了10.62%的销量增长，销量占比亦由去年同期的32.75%提升了8.07pct至40.82%，对应公司23年Q3吨酒价格达4133.09元/吨，同比+7.52%，结构升级加速推进，我们认为这正是由于啤酒单价绝对值较低，当前阶段高端化进程更多为厂商主导，需求端与经济周期相关性较小的原因。

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

➤ **成本端环比改善，盈利弹性持续释放。**公司23Q3吨酒成本约2441.6元/吨，环比-0.42%，结构升级和原材料成本下行逻辑逐步兑现下，毛利率对比同期提升2.93pct至40.93%；销售费用率为11.67%，对比去年同期提升0.51pct，毛销差随之提升2.42pct至29.26%；管理/研发/财务费用率分别为3.93%/0.14%/-1.21%，对比同期分别变动+0.03/+0.01/+0.15pct，整体费用率水平管控良好，驱动公司净利率提升1.35pct至16.17%。我们认为在公司高端化战略的逐步推进和原料成本价格持续的下行趋势下，公司盈利水平有望进一步提升。

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》2023-8-6

《青岛啤酒 (600600.SH) 半年度业绩点评：高端化势能延续，盈利弹性持续释放》2023-8-27

➤ **盈利预测与投资建议：**由于公司第三季度销量下滑超出此前预期，我们调低了公司的盈利预测，预计公司23-25年归母净利润分别为43.71/52.75/61.49亿元（原23-25年为44.15/53.28/62.18亿元），对应PE为26/22/19倍。考虑到公司在我国啤酒市场中具备较强的市场地位，且高端化进程领先，给予公司24年28倍PE进行估值，对应每股目标价108.36元，上调至买入评级。

➤ **风险提示：**原材料成本增长、竞争加剧、食品安全问题等风险。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	30,167	32,172	34,275	36,573	39,015
增长率	9%	7%	7%	7%	7%
净利润 (百万元)	3,155	3,711	4,371	5,275	6,149
增长率	43%	18%	18%	21%	17%
EPS (元/股)	2.31	2.72	3.20	3.87	4.51
市盈率 (P/E)	36.5	31.0	26.3	21.8	18.7
市净率 (P/B)	5.0	4.5	4.1	3.5	3.0

数据来源：公司公告、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