

啤酒

青岛啤酒 (600600.SH)

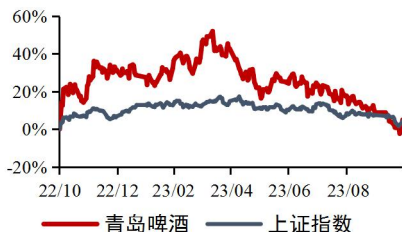
买入-A(维持)

高基下销量有所承压，成本红利持续兑现

2023年10月29日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年10月27日

收盘价(元):	84.40
年内最高/最低(元):	125.65/75.00
流通A股/总股本(亿):	7.05/13.64
流通A股市值(亿):	594.77
总市值(亿):	1,151.41

基础数据：2023年9月30日

基本每股收益:	3.61
摊薄每股收益:	3.61
每股净资产(元):	21.20
净资产收益率:	17.28

资料来源：最闻

分析师：

周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

事件描述

➢ **事件：**公司公布2023年三季报，2023Q1-3实现营业收入309.78亿元，同比增长6.42%，归母净利润49.08亿元，同比增长15.02%，其中2023Q3实现营业收入93.86亿元，同比减少4.58%，归母净利润14.82亿元，同比增长4.75%。

事件点评

➢ **23Q3 高基下销量有所承压，拖累短期营收表现。**公司23Q1-3实现营业收入309.78亿元，同比+6.42%。拆分量价，公司23Q1-3完成啤酒销量729万千升，同比+0.21%；吨酒价4247元/千升，同比+6.20%。其中主品牌青岛啤酒实现产品销量409万千升，同比+3.47%。23Q3实现营业收入93.86亿元，同比-4.58%。拆分量价，23Q3完成啤酒销量227万千升，同比-11.33%；吨酒价4137元/千升，同比+7.61%。23Q3由于去年同期基数较高及恶劣天气影响啤酒消费，销量短期有所承压。三季度中高档以上产品实现销量92.7万千升，同比+10.6%，预计经典、纯生等单品仍有较好表现，主品牌收入占比持续提升，整体结构升级趋势不改。未来在白啤、经典等大单品稳健增长以及低档产品逐步出清策略下，吨价有望持续提升，助力公司收入保持稳健增长。

➢ **大麦价格下行&费用优化，盈利能力持续向好。**23Q1-3/Q3公司毛利率为39.73%/40.93%，同比+1.66/+2.92pct。23Q2以来大麦价格持续下行，成本红利&产品结构升级，助力公司毛利率向好。23Q1-3/Q3公司净利率为15.84%/15.79%，同比+1.18/+1.41pct，其中23Q3销售费用率/管理费用率分别同比+0.51/+0.04pct。三季度为传统销售旺季，公司适当增加了营销端费用投放，整体保持平稳。展望四季度及明年，公司主要原材料价格将进入下降通道，成本回落红利将充分释放，公司盈利能力有望稳定向好。

投资建议

➢ 我们认为近期青岛啤酒三厂原料污染事件为一次性短期舆情，影响有限。中长期看，公司继续进行产品结升级，同时不断完善终端布局。未来将继续凭借优质渠道，不断扩大中高端市场份额，助力其收入稳定增长。鉴于高基数&天气影响三季度销量有所承压，我们略调整公司盈利预测：预计2023-2025年公司营业收入分别为343.73/368.88/392.91亿元，同比增长6.8%/7.3%/6.5%。归母净利润44.19/52.38/60.62亿元，同比增长



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





19.1%/18.5%/15.7%。对应 EPS 分别为 3.24/3.84/4.44 元，当前股价对应 PE 分别为 26/22/19 倍，维持“买入-A”投资评级。

风险提示

➤ 产品升级不及预期，行业竞争加剧，原材料波动超预期，食品安全问题等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,167	32,172	34,373	36,888	39,291
YoY(%)	8.7	6.6	6.8	7.3	6.5
净利润(百万元)	3,155	3,711	4,419	5,238	6,062
YoY(%)	43.3	17.6	19.1	18.5	15.7
毛利率(%)	36.7	36.8	38.4	40.3	41.8
EPS(摊薄/元)	2.31	2.72	3.24	3.84	4.44
ROE(%)	13.7	14.5	15.8	16.3	16.4
P/E(倍)	36.5	31.0	26.1	22.0	19.0
P/B(倍)	5.0	4.5	4.1	3.6	3.1
净利率(%)	10.5	11.5	12.9	14.2	15.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	28959	32002	34899	40456	45515
现金	14598	17855	21008	25821	31144
应收票据及应收账款	125	124	142	144	161
预付账款	228	282	263	322	301
存货	3493	4152	3812	4475	4134
其他流动资产	10515	9589	9674	9696	9776
非流动资产	17604	18309	18032	17812	17478
长期投资	366	368	390	412	434
固定资产	10149	11009	11026	11059	10964
无形资产	2481	2558	2330	2129	1933
其他非流动资产	4609	4374	4286	4212	4147
资产总计	46563	50312	52931	58268	62993
流动负债	18259	19672	19475	20635	20485
短期借款	246	225	225	225	225
应付票据及应付账款	3298	3662	3589	3956	3882
其他流动负债	14715	15785	15661	16454	16378
非流动负债	4511	4368	4368	4368	4368
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4511	4368	4368	4368	4368
负债合计	22769	24039	23842	25003	24852
少数股东权益	792	777	949	1149	1353
股本	1364	1364	1364	1364	1364
资本公积	3956	4154	4154	4154	4154
留存收益	17719	19929	22326	25164	28435
归属母公司股东权益	23002	25495	28140	32116	36788
负债和股东权益	46563	50312	52931	58268	62993

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6043	4879	4948	6088	6547
净利润	3256	3805	4590	5438	6265
折旧摊销	1091	1077	1095	1171	1250
财务费用	-243	-421	-543	-616	-736
投资损失	-186	-170	-170	-170	-170
营运资金变动	3181	923	108	416	114
其他经营现金流	-1057	-335	-132	-151	-175
投资活动现金流	-10250	-2199	-515	-630	-571
筹资活动现金流	-1614	-1676	-1280	-646	-654
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.31	2.72	3.24	3.84	4.44
每股经营现金流(最新摊薄)	4.43	3.58	3.63	4.46	4.80
每股净资产(最新摊薄)	16.86	18.69	20.63	23.54	26.97

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30167	32172	34373	36888	39291
营业成本	19091	20318	21166	22024	22879
营业税金及附加	2319	2391	2554	2741	2920
营业费用	4097	4200	4486	4795	5108
管理费用	1693	1473	1444	1476	1572
研发费用	31	63	67	72	77
财务费用	-243	-421	-543	-616	-736
资产减值损失	-202	-15	-16	-17	-18
公允价值变动收益	253	164	132	151	175
投资净收益	186	170	170	170	170
营业利润	4455	5001	6028	7243	8342
营业外收入	33	20	26	23	25
营业外支出	9	15	14	16	13
利润总额	4479	5006	6040	7251	8354
所得税	1223	1201	1450	1813	2088
税后利润	3256	3805	4590	5438	6265
少数股东损益	101	94	172	200	203
归属母公司净利润	3155	3711	4419	5238	6062
EBITDA	5147	5562	6565	7733	8763

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	8.7	6.6	6.8	7.3	6.5
营业利润(%)	37.1	12.3	20.5	20.2	15.2
归属于母公司净利润(%)	43.3	17.6	19.1	18.5	15.7
获利能力					
毛利率(%)	36.7	36.8	38.4	40.3	41.8
净利率(%)	10.5	11.5	12.9	14.2	15.4
ROE(%)	13.7	14.5	15.8	16.3	16.4
ROIC(%)	10.7	11.4	12.8	13.5	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	48.9	47.8	45.0	42.9	39.5
流动比率	1.6	1.6	1.8	2.0	2.2
速动比率	1.0	1.1	1.3	1.4	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	241.3	258.4	258.4	258.4	258.4
应付账款周转率	6.7	5.8	5.8	5.8	5.8
估值比率					
P/E	36.5	31.0	26.1	22.0	19.0
P/B	5.0	4.5	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	20.0	17.9	14.7	11.9	9.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

