

# 高基数下销量有所承压，结构升级趋势延续

增持(维持)

——青岛啤酒(600600)点评报告

2023年10月31日

## 报告关键要素:

10月27日,公司发布2023年第三季度报告。报告显示,公司前三季度实现营业收入309.78亿元(YoY+6.42%),实现归母净利润49.08亿元(YoY+15.02%),实现扣非归母净利润45.96亿元(YoY+19.08%)。其中,23Q3实现营业收入93.86亿元(YoY-4.58%),实现归母净利润14.82亿元(YoY+4.75%),实现扣非归母净利润13.68亿元(YoY+7.78%)。

## 投资要点:

**2023Q3销量有所承压,产品结构持续优化升级。**从量上看,2023年前三季度公司啤酒总销量约729.4万千升,同比增长0.21%;2023Q3受去年同期高基数及雨水天气影响,销量同比下滑11.25%至227.1万千升,2023Q3收入下滑主要受销量拖累。其中,公司主品牌青岛啤酒2023年前三季度/2023Q3分别实现销量409万千升/127.8万千升,同比+3.47%/-5.54%。**从价上看,**2023年前三季度公司产品吨价同比增长6.20%至4247.05元/吨,2023Q3产品吨价同比增长7.52%至4132.98元/吨,公司吨价持续提升。**分档次来看,**2023年前三季度公司中高档及以上产品实现销量290.2万千升,同比增长11.00%,2023Q3公司中高档及以上产品销量为92.7万千升,同比增长10.62%。中高端产品销量增幅较高,销量下滑主因低端产品销量大幅下滑,公司产品结构有所优化。

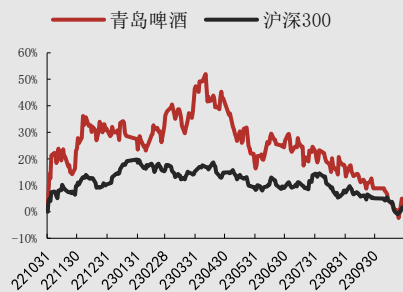
**毛利率及净利率均提升,销售费用率小幅增长。**2023年前三季度/2023Q3公司毛利率分别为39.73%/40.93%,同比+1.67pcts/+2.93pcts;2023年前三季度/2023Q3公司净利率分别为16.14%/16.17%,同比+1.14pcts/+1.35pcts,毛利率与净利率均有所提升主因原材料成本压力下降叠加公司产品结构不断优化升级。2023年前三季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别11.24%/3.31%/0.11%,同比+0.17pct/-0.43pct/+0.01pct。2023Q3销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为11.67%/3.93%/0.14%,同比+0.51pct/+0.03pct/+0.01pct,销售费用率提升主因公司增加营销端费用投放。

**盈利预测与投资建议:**受益于现饮消费复苏、市场需求向好及行业高端化进程逐步推进,啤酒行业仍有发展空间。公司作为国产啤酒龙头,品

## 基础数据

总股本(百万股)	1,364.23
流通股A股(百万股)	704.70
收盘价(元)	83.80
总市值(亿元)	1,143.23
流通股A股市值(亿元)	590.54

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源:聚源,万联证券研究所

## 相关研究

百年青啤积淀深厚,结构升级焕发新活力

## 分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 02032255207

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

## 研究助理:

李晨崑

电话: 18079728929

邮箱: licw@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	32171.57	34585.71	37310.29	40586.50
增长比率(%)	6.65	7.50	7.88	8.78
归母净利润(百万元)	3710.63	4485.22	5238.62	6007.05
增长比率(%)	17.59	20.88	16.80	14.67
每股收益(元)	2.72	3.29	3.84	4.40
市盈率(倍)	30.81	25.49	21.82	19.03
市净率(倍)	4.48	4.15	3.49	2.95

数据来源:携宁科技云估值,万联证券研究所

牌价值位列啤酒行业第一，近年来在高端/超高端市场均加速布局，未来高端化和结构升级推动均价提升的空间广阔，业务发展长期向好。我们维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 44.85/52.39/60.07 亿元，同比增长 20.88%/16.80%/14.67%，对应 EPS 为 3.29/3.84/4.40 元/股，10 月 30 日股价对应 PE 为 25.49/21.82/19.03 倍，维持“增持”评级。

**风险因素：**原材料及包材价格波动风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险、经济复苏不及预期风险

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>32172</b>	<b>34586</b>	<b>37310</b>	<b>40586</b>
同比增速 (%)	6.65	7.50	7.88	8.78
营业成本	20318	20969	22031	23595
毛利	11854	13617	15279	16992
营业收入 (%)	36.85	39.37	40.95	41.87
税金及附加	2391	2614	2796	3055
营业收入 (%)	7.43	7.56	7.50	7.53
销售费用	4200	4531	4906	5349
营业收入 (%)	13.05	13.10	13.15	13.18
管理费用	1473	1556	1604	1664
营业收入 (%)	4.58	4.50	4.30	4.10
研发费用	63	52	64	65
营业收入 (%)	0.20	0.15	0.17	0.16
财务费用	-421	-256	-301	-382
营业收入 (%)	-1.31	-0.74	-0.81	-0.94
资产减值损失	-26	-7	45	27
信用减值损失	11	8	12	15
其他收益	543	611	644	709
投资收益	170	198	205	228
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	164	0	0	0
资产处置收益	-10	271	37	32
<b>营业利润</b>	<b>5001</b>	<b>6200</b>	<b>7152</b>	<b>8251</b>
营业收入 (%)	15.54	17.93	19.17	20.33
营业外收支	5	5	5	7
<b>利润总额</b>	<b>5006</b>	<b>6205</b>	<b>7157</b>	<b>8258</b>
营业收入 (%)	15.56	17.94	19.18	20.35
所得税费用	1201	1592	1777	2084
净利润	3805	4614	5380	6174
营业收入 (%)	11.83	13.34	14.42	15.21
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3711</b>	<b>4485</b>	<b>5239</b>	<b>6007</b>
同比增速 (%)	17.59	20.88	16.80	14.67
少数股东损益	94	128	141	167
EPS (元/股)	2.72	3.29	3.84	4.40

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	2.72	3.29	3.84	4.40
BVPS	18.69	20.17	24.01	28.40
PE	30.81	25.49	21.82	19.03
PEG	1.75	1.22	1.30	1.30
PB	4.48	4.15	3.49	2.95
EV/EBITDA	23.89	15.72	12.54	10.07
ROE	14.55%	16.30%	16.00%	15.50%
ROIC	12.21%	14.23%	14.54%	14.19%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17855	20277	25268	32561
交易性金融资产	2684	2684	2684	2684
应收票据及应收账款	124	161	153	197
存货	4152	3518	4666	4040
预付款项	282	271	295	310
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	6906	6699	7159	6735
流动资产合计	32002	33610	40225	46526
长期股权投资	368	365	365	363
固定资产	11009	11427	11989	12398
在建工程	457	360	166	93
无形资产	2558	2585	2637	2676
商誉	1307	1307	1307	1307
递延所得税资产	2250	2250	2250	2250
其他非流动资产	360	355	347	340
<b>资产总计</b>	<b>50312</b>	<b>52259</b>	<b>59285</b>	<b>65953</b>
短期借款	225	-14	-143	-327
应付票据及应付账款	3662	3232	4163	3676
预收账款	0	0	0	0
合同负债	8909	9059	9589	10231
应付职工薪酬	2181	2319	2400	2590
应交税费	772	904	935	1040
其他流动负债	4148	3952	4031	4087
流动负债合计	19672	19466	21119	21623
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	202	202	202	202
其他非流动负债	4165	4165	4165	4165
<b>负债合计</b>	<b>24039</b>	<b>23834</b>	<b>25486</b>	<b>25991</b>
归属于母公司的所有者权益	25495	27519	32751	38748
少数股东权益	777	906	1047	1214
<b>股东权益</b>	<b>26272</b>	<b>28425</b>	<b>33798</b>	<b>39963</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>50312</b>	<b>52259</b>	<b>59285</b>	<b>65953</b>

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4879</b>	<b>5537</b>	<b>5820</b>	<b>8119</b>
投资	-1112	-51	-57	-54
资本性支出	-1738	-555	-844	-819
其他	651	198	205	228
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2199</b>	<b>-408</b>	<b>-696</b>	<b>-645</b>
债权融资	-271	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	229	-239	-130	-184
筹资成本	-1576	-2467	-4	3
其他	-57	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1676</b>	<b>-2706</b>	<b>-133</b>	<b>-181</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1026</b>	<b>2422</b>	<b>4991</b>	<b>7292</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，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。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场