



买入（维持）

所属行业：食品饮料/非白酒
当前价格(元)：83.80

证券分析师

熊鹏

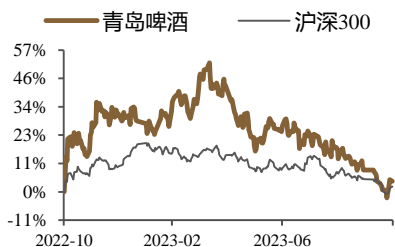
资格编号：S0120522120002
邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

韦香怡

资格编号：S0120522080002
邮箱：weixy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.18	-11.48	-16.32
相对涨幅(%)	-1.32	-6.04	-6.07

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《青岛啤酒(600600.SH)：中报业绩符合预期，产品结构升级加速推进》，2023.8.28
- 《青岛啤酒(600600.SH)：高端化稳步推进，费效比持续优化》，2023.4.24
- 《青岛啤酒(600600.SH)：利润表现超预期，产品结构升级有望加速》，2023.3.23

青岛啤酒(600600.SH)：销量短期承压，高端化趋势不改

投资要点

- 事件：**公司发布2023年第三季度报告。2023Q1-Q3公司实现营业收入309.78亿元，同比+6.42%；实现归母净利润49.08亿元，同比+15.02%；实现扣非归母净利润45.96亿元，同比+19.08%。其中，2023Q3单季度实现营业收入93.86亿元，同比-4.58%；实现归母净利润14.82亿元，同比+4.75%；实现扣非归母净利润13.68亿元，同比+7.78%。
- 中高端产品表现强劲，带动吨价加速上行。**(1)销量方面，23Q1-Q3公司实现啤酒销量729.4万吨，同比+0.2%。其中，青岛主品牌销量409万吨，同比+3.5%；中高端销量290.2万吨，同比+16.2%。23Q3公司整体实现啤酒销量227.1吨，同比-11.3%，主要系低端产品及其他品牌销量有所下滑，23Q3青岛主品牌/中高端产品分别实现销量127.8/92.7万吨，同比-5.5%/+3.3%，产品结构升级趋势明显。(2)吨价方面，公司坚持推行高端化战略，23Q1-3/23Q3中高端销量占主品牌销量比例分别同比+4.8/+6.2pct至71.0%/72.5%，带动23Q1-Q3/23Q3的吨酒价格分别同比+6.2%/+7.5%，中高端产品带动公司整体吨价稳步提升。
- 成本压力缓解，盈利能力提升。**(1)Q3成本端环比变化不大，原材料价格下降红利稳步释放，23Q3公司啤酒吨成本同比+2.4%，在产品结构升级拉动下Q3毛利率同比+2.92pct至40.9%。(2)费用端，23Q1-Q3公司销售/管理/财务费用率分别同比+0.17/-0.44/+0.01pct，23Q3销售/管理/财务费用率分别同比+0.51/+0.04/+0.15pct，我们预计销售费用率同比微增主要系Q3销量下滑导致规模效应减弱，同时青啤120周年庆活动费用投放有所增加，但总体费率水平较为稳定。(3)23Q1-Q3/23Q3公司归母净利率分别同比+1.2/+1.4pct至15.84%/15.79%，盈利能力稳步提升。
- 盈利预测：**受到雨水天气及消费需求恢复不及预期的影响，公司Q3整体销量有所承压。展望全年，Q4公司在去年低基数影响下量价或有更好增长，同时原材料成本在澳麦双反政策取消后或有更大弹性，夜场等消费场景的恢复也将为高端化持续推进提供更强大动力，看好公司作为行业龙头的增长确定性。我们根据公司三季度业绩报告对盈利预测进行调整，预计公司2023-2025年实现营收344.0/366.0/388.1亿元，同比+6.9%/+6.4%/+6.0%；归母净利润44.3/53.7/62.7亿元，同比+19.4%/+21.3%/+16.6%，对应PE分别为26x/21x/18x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品结构升级不及预期；市场高端化竞争加剧；原材料成本上升；终端消费恢复不及预期等

股票数据

总股本(百万股)：	1,364.23
流通A股(百万股)：	704.70
52周内股价区间(元)：	78.50-122.19
总市值(百万元)：	114,322.71
总资产(百万元)：	49,750.53
每股净资产(元)：	20.60

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,167	32,172	34,402	36,597	38,807
(+/-)YOY(%)	8.7%	6.6%	6.9%	6.4%	6.0%
净利润(百万元)	3,155	3,711	4,431	5,373	6,265
(+/-)YOY(%)	43.3%	17.6%	19.4%	21.3%	16.6%
全面摊薄EPS(元)	2.31	2.72	3.25	3.94	4.59
毛利率(%)	36.7%	36.8%	38.6%	40.6%	42.4%
净资产收益率(%)	13.7%	14.6%	16.0%	17.7%	18.7%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	2.74	3.25	3.94	4.59
每股净资产	18.69	20.31	22.28	24.58
每股经营现金流	3.58	4.45	4.44	5.36
每股股利	1.30	1.62	1.97	2.30
价值评估(倍)				
P/E	39.29	25.80	21.28	18.25
P/B	5.75	4.13	3.76	3.41
P/S	4.01	3.75	3.52	3.32
EV/EBITDA	23.89	15.32	12.54	10.33
股息率%	1.2%	1.9%	2.4%	2.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.8%	38.6%	40.6%	42.4%
净利润率	11.8%	13.2%	15.1%	16.6%
净资产收益率	14.6%	16.0%	17.7%	18.7%
资产回报率	7.4%	8.3%	9.5%	10.4%
投资回报率	12.2%	14.4%	16.1%	17.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	6.6%	6.9%	6.4%	6.0%
EBIT 增长率	23.0%	28.4%	22.9%	17.2%
净利润增长率	17.6%	19.4%	21.3%	16.6%
偿债能力指标				
资产负债率	47.8%	46.2%	44.6%	42.6%
流动比率	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.4
现金比率	0.9	1.0	1.1	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.4	1.4	1.4	1.4
存货周转天数	67.7	67.7	67.7	67.7
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	2.9	3.0	3.1	3.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,711	4,431	5,373	6,265
少数股东损益	94	112	136	159
非现金支出	1,140	612	480	558
非经营收益	-825	-263	-323	-329
营运资金变动	759	1,182	384	655
经营活动现金流	4,879	6,075	6,051	7,308
资产	-1,738	-729	-717	-1,212
投资	-1,112	0	0	0
其他	651	106	193	205
投资活动现金流	-2,199	-623	-524	-1,007
债权募资	-42	-25	-20	-10
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,634	-2,224	-2,695	-3,140
融资活动现金流	-1,676	-2,249	-2,715	-3,150
现金净流量	1,026	3,203	2,812	3,150

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 30 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	32,172	34,402	36,597	38,807
营业成本	20,318	21,126	21,728	22,363
毛利率%	36.8%	38.6%	40.6%	42.4%
营业税金及附加	2,391	2,580	2,745	2,911
营业税金率%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%
营业费用	4,200	4,266	4,428	4,657
营业费用率%	13.1%	12.4%	12.1%	12.0%
管理费用	1,473	1,445	1,482	1,533
管理费用率%	4.6%	4.2%	4.0%	4.0%
研发费用	63	69	73	78
研发费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
EBIT	4,282	5,497	6,759	7,921
财务费用	-421	-259	-308	-350
财务费用率%	-1.3%	-0.8%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	-26	0	0	0
投资收益	170	182	193	205
营业利润	5,001	5,938	7,260	8,476
营业外收支	5	40	38	32
利润总额	5,006	5,978	7,297	8,508
EBITDA	5,407	6,109	7,238	8,479
所得税	1,201	1,435	1,788	2,084
有效所得税率%	24.0%	24.0%	24.5%	24.5%
少数股东损益	94	112	136	159
归属母公司所有者净利润	3,711	4,431	5,373	6,265

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,855	21,058	23,870	27,020
应收账款及应收票据	124	142	136	158
存货	4,152	3,797	4,379	4,036
其它流动资产	9,871	9,569	9,383	9,479
流动资产合计	32,002	34,565	37,768	40,693
长期股权投资	368	368	368	368
固定资产	11,009	11,314	11,673	12,361
在建工程	457	342	257	193
无形资产	2,558	2,558	2,585	2,662
非流动资产合计	18,309	18,592	18,967	19,753
资产总计	50,312	53,157	56,736	60,447
短期借款	225	210	200	200
应付票据及应付账款	3,662	3,575	3,868	3,792
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	15,785	16,414	16,896	17,402
流动负债合计	19,672	20,199	20,965	21,394
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	4,368	4,358	4,348	4,338
非流动负债合计	4,368	4,358	4,348	4,338
负债总计	24,039	24,556	25,312	25,732
实收资本	1,364	1,364	1,364	1,364
普通股股东权益	25,495	27,710	30,397	33,529
少数股东权益	777	890	1,026	1,185
负债和所有者权益合计	50,312	53,157	56,736	60,447

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。