

青岛啤酒(600600)

报告日期: 2023年11月11日

Q3 销量阶段性承压，高端化下利润率提升逻辑不改

——青岛啤酒 23Q3 季报点评

投资要点

- **事件:** 23Q1-3 公司实现营业总收入 309.78 亿元, 同比+6.4%; 实现归母净利润 49.08 亿元, 同比+15.0%; 实现扣非净利润 45.96 亿元, 同比+19.1%。23Q3 公司实现营业总收入 93.86 亿元, 同比-4.6%; 实现归母净利润 14.82 亿元, 同比+4.8%; 实现扣非净利润 13.68 亿元, 同比+7.8%。
- **Q3 销量阶段性承压, 结构升级引领吨价显著提升**
 - 1) 量: 23Q1-3 公司实现啤酒销量 729.4 万千升 (+0.2%), 主品牌青岛啤酒销量同比+3.5%至 409.0 万千升, 中高端及以上产品销量同比+11.0%至 290.2 万千升。23Q3 公司实现啤酒销量 227.1 万千升 (-11.3%), 销量承压主因高基数&夏季雨水及极端天气影响, 主品牌青岛啤酒销量同比-5.5%至 127.8 万千升, 主品牌销量占比提升 3.40pct 至 56.27%, 中高端及以上产品销量同比+3.3%至 92.7 万千升, 中高端及以上销量占比提升 5.77pct 至 40.82%。
 - 2) 价: 23Q1-3 吨价为 4247.06 元/千升 (+6.2%), 23Q3 吨价为 4133.09 元/千升 (+7.5%), 吨价提升主因结构升级。
- **高端化升级下利润率提升逻辑不改, 成本改善可期**
 - 1) 盈利能力: 23Q3 公司毛利率、净利率同比变动+2.9、+1.3 个百分点至 40.9%、16.2%。
 - 2) 成本: 23Q1-3 吨成本为 2559.81 元/千升 (+3.3%), 23Q3 吨成本为 2441.60 元/千升 (+2.4%), 2023 年 10 月 31 日玻璃、瓦楞纸、铝价格较 22 年均值变动 +12%、-17%、-5%; 2023 年 9 月进口大麦价格同比 22 年同期下降 21%; 伴随低价包材使用, 预计 23Q4 及 24 年酒企吨成本将迎改善。
 - 3) 费用率: 23Q3 期间费用率同比+0.7 个百分点至 14.5%, 其中销售费用率、管理费用率(含研发费用)、财务费用率分别同比变动+0.5、+0.0、+0.2 个百分点至 11.7%、4.1%、-1.2%。
 - 4) 现金流: 23Q3 经营性现金流净额同比-62.0%至 4.84 亿元。
- **我们认为: Q4 销量或有望重回增长, 成本改善下 24 年业绩确定性仍强, 估值切换下性价比凸显。8 月商务部终止对澳麦征收反倾销税和反补贴税, 24 年原料成本端改善确定性强, 叠加啤酒板块结构升级仍在延续, 利润弹性有望释放, 当前 23/24 年 PE 仅为 25/21 倍, 估值具性价比。**
- **盈利预测与估值**
 预计 2023-2025 年收入增速分别为 6.97%、6.39%、6.13%; 归母净利润增速分别为 18.43%、21.90%、16.85%; EPS 分别为 3.22/3.93/4.59 元; PE 分别为 25/21/18 倍。长期业绩成长性强, 当前估值具性价比, 维持买入评级。
- **风险提示**
 消费升级不及预期; 纯生经典动销情况不及预期。

投资评级: 买入(维持)

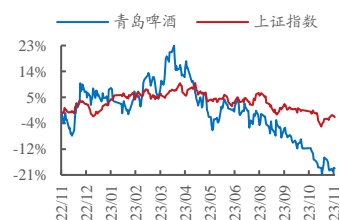
分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

分析师: 张家祯
 执业证书号: S1230523080001
 zhangjiazhen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 80.75
总市值(百万元)	110,161.80
总股本(百万股)	1,364.23

股票走势图



相关报告

- 1 《收入符合预期, 结构升级亮眼》 2023.09.25
- 2 《23Q1 业绩略超预期, 盈利能力持续提升》 2023.04.28
- 3 《22 年利润超预期, 23 年高端化有望加速》 2023.03.24

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	32172	34414	36613	38856
(+/-) (%)	6.65%	6.97%	6.39%	6.13%
归母净利润	3711	4394	5357	6259
(+/-) (%)	17.59%	18.43%	21.90%	16.85%
每股收益(元)	2.72	3.22	3.93	4.59
P/E	29.69	25.07	20.57	17.60

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	32002	35759	41598	47808
现金	17855	22903	26864	33051
交易性金融资产	2684	2731	2707	2719
应收账款	124	443	747	1028
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	282	283	283	298
存货	4152	4309	4420	4521
其他	6906	5090	6577	6191
非流动资产	18309	17551	17159	16682
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	368	370	368	369
固定资产	10996	10665	10362	10157
无形资产	2558	2390	2252	2127
在建工程	457	439	407	287
其他	3931	3688	3770	3742
资产总计	50312	53311	58757	64490
流动负债	19672	18470	19217	19436
短期借款	225	391	288	301
应付款项	3662	3489	3737	3824
预收账款	0	0	0	0
其他	15785	14589	15193	15311
非流动负债	4368	4505	4461	4444
长期借款	0	0	0	0
其他	4368	4505	4461	4444
负债合计	24039	22974	23678	23880
少数股东权益	777	889	1025	1183
归属母公司股东权益	25495	29447	34054	39426
负债和股东权益	50312	53311	58757	64490

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	32172	34414	36613	38856
营业成本	20318	21087	21626	22124
营业税金及附加	2391	2557	2721	2887
营业费用	4200	4405	4686	5051
管理费用	1473	1377	1391	1477
研发费用	63	43	52	60
财务费用	(421)	(283)	(349)	(427)
资产减值损失	(26)	(135)	(134)	(109)
公允价值变动损益	164	164	164	164
投资净收益	170	127	161	153
其他经营收益	534	539	546	543
营业利润	5001	5923	7221	8439
营业外收支	5	5	6	6
利润总额	5006	5929	7227	8444
所得税	1201	1423	1734	2027
净利润	3805	4506	5493	6418
少数股东损益	94	111	136	159
归属母公司净利润	3711	4394	5357	6259
EBITDA	5827	6539	7787	8956
EPS (最新摊薄)	2.72	3.22	3.93	4.59

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	6.65%	6.97%	6.39%	6.13%
营业利润	12.26%	18.44%	21.92%	16.86%
归属母公司净利润	17.59%	18.43%	21.90%	16.85%
获利能力				
毛利率	36.85%	38.73%	40.93%	43.06%
净利率	11.83%	13.09%	15.00%	16.52%
ROE	14.82%	15.53%	16.38%	16.54%
ROIC	13.47%	13.77%	14.71%	14.88%
偿债能力				
资产负债率	47.78%	43.10%	40.30%	37.03%
净负债比率	1.14%	1.91%	1.42%	1.46%
流动比率	1.63	1.94	2.16	2.46
速动比率	1.42	1.70	1.93	2.23
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.66	0.65	0.63
应收账款周转率	263.35	265.68	257.16	261.37
应付账款周转率	6.16	6.24	6.33	6.19
每股指标(元)				
每股收益	2.72	3.22	3.93	4.59
每股经营现金	3.58	3.91	3.46	5.12
每股净资产	18.69	21.59	24.96	28.90
估值比率				
P/E	29.69	25.07	20.57	17.60
P/B	4.32	3.74	3.23	2.79
EV/EBITDA	17.66	13.32	10.67	8.60

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4879	5337	4721	6989
净利润	3805	4506	5493	6418
折旧摊销	1077	898	914	943
财务费用	(421)	(283)	(349)	(427)
投资损失	(170)	(127)	(161)	(153)
营运资金变动	2051	578	(688)	549
其它	(1464)	(235)	(488)	(342)
投资活动现金流	(2199)	(293)	(256)	(357)
资本支出	(554)	(342)	(388)	(428)
长期投资	(5)	0	2	(1)
其他	(1639)	49	131	73
筹资活动现金流	(1676)	4	(504)	(446)
短期借款	(20)	166	(104)	14
长期借款	0	0	0	0
其他	(1655)	(162)	(400)	(460)
现金净增加额	1004	5048	3961	6187

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>