

青岛啤酒 (600600.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩基本符合，升级节奏延续

业绩简评

3月26日，公司公告，23年收入339.37亿元，同比+5.49%；归母净利42.68亿元，同比+15.02%；扣非净利37.21亿元，同比+15.94%。23Q4收入29.58亿元，同比-3.37%；归母净利润-6.40亿元；扣非净利润-8.76亿元。

经营分析

Q4吨收入增速加速至7.5%，销量承压、结构趋势向好。

23Q4销量同比-10.1%，青岛/其他品牌/中高端销量同比-3.5%/-20.6%/+6.4%，销量虽因视频舆论事件承压，但公司主动优化、顶住压力实现升级（中高端占比+7pct）。

23年啤酒销售800.7万吨，同比-0.8%；啤酒吨价+6.3%到4172元。分产品看，23年青岛品牌/其他品牌同比+2.7%/-5.1%，中高档同比+10.5%至324万吨（占比+4.1pct至40.5%），中低端同比-13%，类经典向经典切换较顺利。23年经典、白啤持续快速增长，新推出的1L原浆、1L水晶纯生高端生鲜产品通过新鲜直达模式满足消费者对生鲜啤酒的需求。

分区域看，23年山东/华北/华南/华东/东南地区量同比+1%/-4%/+3%/-8%/-11%，山东大本营优势强化，华北、华东、东南受竞品抢夺份额影响而承压。但公司主动利用中高端产品在非基地市场突围，华东、东南吨价同比+9%/8%。

Q4费投、企业年金计提扰动，亏损有所扩大。

吨成本23年同比+3.3%，23Q4同比+4.3%，系大麦涨价、回瓶率降低、员工涨薪、结构升级，Q4吨成本恶化系销量下滑导致固定成本摊薄减少。Q4净利率同比-3.7pct，其中毛利率同比+2.2pct，销售/管理费率同比+9.6/4.2pct，23年10月新实施企业年金（新增0.41亿元），裁员伴随的其他辞退福利+0.26亿元，且视频事件后广宣业务费投、监督管理费用也有增加。

23年净利率同比+1.0pct到12.8%，毛利率同比+1.8pct，销售/管理费率同比+0.8/-0.1pct，主要系广告及业务宣传费率同比+0.9pct；资产处置收益新增1.9亿元。

公司23年分红率已提升至64%（历史大多在40%+），我们认为，3月春耕行动备货，4月起进入低基数，7-8月有奥运+天气好转催化；成本端大麦价格下降双位数、玻璃瓶回瓶率提升+新瓶价格维稳、铝罐成本向下，红利有望加快释放。

盈利预测、估值与评级

预计24-26年收入增速5%/4%/4%，利润增速20%/15%/13%，EPS为3.75/4.31/4.89元，对应PE为23/20/17X，维持“买入”评级。

风险提示

需求&升级不及预期；原材料上涨过快风险；区域市场竞争加剧。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

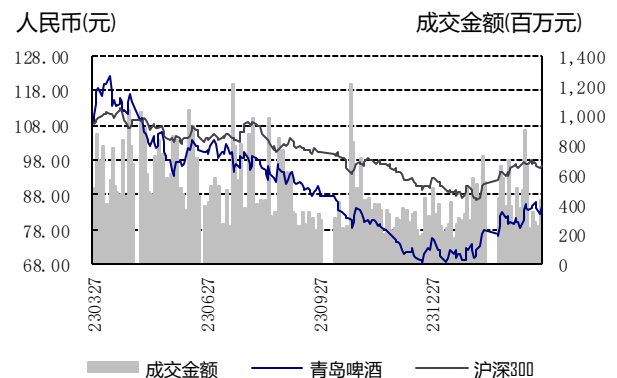
分析师：李本媛（执业S1130523090002）

libenyuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：85.08元

相关报告：

- 《青岛啤酒公司点评：业绩符合预期，中高端占比加快提升》，2023.10.28
- 《青岛啤酒公司点评：扣非符合预期，升级明显加速》，2023.8.28
- 《青岛啤酒公司点评：费率控制良好，Q1扣非超预期》，2023.4.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	32,172	33,937	35,467	36,959	38,443
营业收入增长率	7%	5%	5%	4%	4%
归母净利润(百万元)	3,711	4,268	5,122	5,884	6,670
归母净利润增长率	18%	15%	20%	15%	13%
摊薄每股收益(元)	2.720	3.128	3.75	4.31	4.89
每股经营性现金流净额	3.70	2.20	6.55	5.20	6.06
ROE(归属母公司)(摊薄)	15%	16%	17%	17%	18%
P/E	39.52	23.89	23	20	17
P/B	5.75	3.71	3.80	3.40	3.05

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	30,167	32,172	33,937	35,467	36,959	38,443
增长率	6.6%	5.5%	4.5%	4.2%	4.0%	
主营业务成本	-19,091	-20,318	-20,817	-20,607	-20,780	-20,973
%销售收入	63.3%	63.2%	61.3%	58.1%	56.2%	54.6%
毛利	11,076	11,854	13,120	14,860	16,179	17,470
%销售收入	36.7%	36.8%	38.7%	41.9%	43.8%	45.4%
营业税金及附加	-2,319	-2,391	-2,387	-2,518	-2,643	-2,729
%销售收入	7.7%	7.4%	7.0%	7.1%	7.2%	7.1%
销售费用	-4,097	-4,200	-4,708	-4,930	-5,100	-5,286
%销售收入	13.6%	13.1%	13.9%	13.9%	13.8%	13.8%
管理费用	-1,693	-1,473	-1,519	-1,578	-1,626	-1,672
%销售收入	5.6%	4.6%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%
研发费用	-31	-63	-101	-106	-111	-96
%销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	2,937	3,727	4,405	5,728	6,699	7,686
%销售收入	9.7%	11.6%	13.0%	16.1%	18.1%	20.0%
财务费用	243	421	457	394	429	479
%销售收入	-0.8%	-1.3%	-1.3%	-1.1%	-1.2%	-1.2%
资产减值损失	-202	-15	-97	-50	-50	-50
公允价值变动收益	253	164	230	170	180	190
投资收益	186	170	172	170	170	170
%税前利润	4.2%	3.4%	3.0%	2.5%	2.1%	1.9%
营业利润	4,455	5,001	5,737	6,902	7,918	8,965
营业利润率	14.8%	15.5%	16.9%	19.5%	21.4%	23.3%
营业外收支	24	5	10	8	8	8
税前利润	4,479	5,006	5,746	6,910	7,926	8,973
利润率	14.8%	15.6%	16.9%	19.5%	21.4%	23.3%
所得税	-1,223	-1,201	-1,398	-1,693	-1,942	-2,198
所得税率	27.3%	24.0%	24.3%	24.5%	24.5%	24.5%
净利润	3,256	3,805	4,348	5,217	5,984	6,775
少数股东损益	101	94	80	95	100	105
归属于母公司的净利润	3,155	3,711	4,268	5,122	5,884	6,670
净利率	10.5%	11.5%	12.6%	14.4%	15.9%	17.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,256	3,805	4,348	5,217	5,984	6,775
少数股东损益	101	94	80	95	100	105
非现金支出	1,346	1,140	1,279	1,118	1,193	1,274
非经营收益	-1,568	-816	-826	-536	-354	-364
营运资金变动	3,181	923	-1,807	3,138	276	580
经营活动现金净流	6,216	5,052	2,995	8,937	7,099	8,264
资本开支	-1,602	-1,738	-895	-1,043	-1,172	-1,232
投资	-9,185	-1,112	-3,295	-4,495	-1,995	-1,995
其他	537	651	728	170	170	170
投资活动现金净流	-10,250	-2,199	-3,463	-5,368	-2,997	-3,057
股权募资	6	0	0	0	0	0
债权募资	-450	-42	-219	-278	100	102
其他	-1,170	-1,634	-2,649	-2,050	-2,323	-2,732
筹资活动现金净流	-1,614	-1,676	-2,868	-2,328	-2,223	-2,630
现金净流量	-5,657	1,199	-3,331	1,241	1,879	2,577

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	14,598	17,855	19,282	20,523	22,402	24,979
应收款项	800	807	285	907	945	983
存货	3,493	4,152	3,540	4,008	3,985	4,022
其他流动资产	10,068	9,188	6,505	10,192	12,374	14,567
流动资产	28,959	32,002	29,612	35,631	39,707	44,551
%总资产	62.2%	63.6%	60.1%	64.3%	66.8%	69.3%
长期投资	392	398	1,834	1,829	1,824	1,819
固定资产	10,911	11,466	11,644	11,702	11,784	11,846
%总资产	23.4%	22.8%	23.6%	21.1%	19.8%	18.4%
无形资产	3,915	3,967	3,911	3,940	3,950	3,960
非流动资产	17,604	18,309	19,644	19,760	19,742	19,703
%总资产	37.8%	36.4%	39.9%	35.7%	33.2%	30.7%
资产总计	46,563	50,312	49,256	55,391	59,448	64,254
短期借款	294	275	50	60	60	62
应付款项	6,368	7,056	6,377	6,996	7,076	7,161
其他流动负债	11,597	12,341	10,491	13,108	13,322	13,894
流动负债	18,259	19,672	16,918	20,164	20,458	21,117
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4,511	4,368	4,083	3,801	3,901	4,001
负债	22,769	24,039	21,001	23,965	24,358	25,118
普通股股东权益	23,002	25,495	27,449	30,525	34,090	38,031
其中：股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
未分配利润	16,319	18,528	20,334	23,410	26,974	30,916
少数股东权益	792	777	805	900	1,000	1,105
负债股东权益合计	46,563	50,312	49,256	55,391	59,448	64,254

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.313	2.720	3.128	3.755	4.313	4.889
每股净资产	16.859	18.688	20.121	22.376	24.989	27.878
每股经营现金净流	4.556	3.703	2.195	6.551	5.204	6.058
每股股利	0.750	1.100	1.800	1.500	1.700	2.000
回报率						
净资产收益率	13.72%	14.55%	15.55%	16.78%	17.26%	17.54%
总资产收益率	6.78%	7.38%	8.66%	9.25%	9.90%	10.38%
投入资本收益率	8.80%	10.59%	11.68%	13.64%	14.30%	14.72%
增长率						
主营业务收入增长率	8.67%	6.65%	5.49%	4.51%	4.21%	4.02%
EBIT增长率	26.80%	26.92%	18.19%	30.03%	16.95%	14.74%
净利润增长率	43.34%	17.59%	15.02%	20.01%	14.88%	13.35%
总资产增长率	12.16%	8.05%	-2.10%	12.45%	7.33%	8.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.5	1.4	1.2	1.8	1.8	1.8
存货周转天数	64.8	68.7	67.4	71.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	51.1	59.2	56.3	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	122.8	124.9	119.9	113.5	107.8	102.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-71.79%	-77.13%	-74.88%	-86.10%	-88.67%	-91.68%
EBIT利息保障倍数	-12.1	-8.9	-9.6	-14.5	-15.6	-16.1
资产负债率	48.90%	47.78%	42.64%	43.27%	40.97%	39.09%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	12	28	45	139
增持	0	2	3	3	5
中性	0	0	0	1	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.10	1.10	1.10

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-29	买入	78.00	N/A
2	2022-04-29	买入	82.90	N/A
3	2022-08-25	买入	98.97	N/A
4	2022-10-27	买入	94.79	N/A
5	2023-03-23	买入	108.69	N/A
6	2023-04-25	买入	113.50	N/A
7	2023-08-28	买入	95.70	N/A
8	2023-10-28	买入	84.40	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

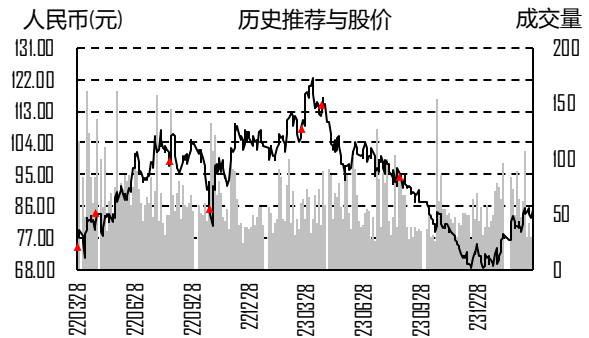
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806