

青岛啤酒 (600600.SH)

买入 (维持评级)

高端化持续推进，盈利弹性亟待兑现

事件：23年结构升级贡献高增长，盈利空间有效提升。青岛啤酒发布2023年年报，公司23年实现营收339.37亿元，同比增长5.49%，全年实现啤酒销量801万吨，同比-0.81%，对应吨酒价格增速达6.25%，实现归母净利润42.68亿元，同比增长15.02%，实现扣非归母净利润37.21亿元，同比增长15.94%。根据年报，公司23Q4单季度实现营收29.58亿元，同比下滑3.37%，归母净利润亏损6.4亿元，同比下滑15.01%。

➤ 高端化持续兑现，基地市场优势延续。

分品牌看，公司主品牌替代区域品牌进程明显加速，同时品牌结构内亦有升级。1) 销量层面：23年公司主品牌实现销量456万吨，同比增长2.7%，占总销量比重提升了1.91pct至56.93%，其中中高端以上产品实现销量324万吨，同比增长高达10.5%，占主品牌销量比重增长了5.06pct至71.05%，区域品牌销量则同比下滑4.96%。2) 吨价层面：公司积极推进品牌体系内的结构升级，主品牌和区域品牌在2023年均实现了客观的吨价增幅，分别为5.76%/3.81%。

分地区看，公司基地市场维持较高增速，盈利弹性亦在持续提升。公司23年在山东/华北/华南/华东/东南地区营收分别同比+7.03%/+1.51%/+6.53%/-0.26%/-3.06%，毛利率分别提升1.11/0.15/0.16/2.37/1.04pct，基地市场优势延续。

➤ 成本端预期改善，配合结构升级预计将双重释放公司盈利空间。

当前大麦价格对比22年底已同比下降15%以上，经过我们的测算，若吨酒大麦价格采购均价回归19年，即反倾销前水平，预计将对公司毛利率贡献至少1.29pct的提升。费率方面，尽管公司销售费用率提升了0.82pct至13.87%，但是毛利率同比提升了1.81pct至38.66%，驱动毛销差扩大了0.99pct至24.79%，其余管理/研发/财务费用率分别-0.1/+0.1/-0.04pct至4.48%/0.3%/-1.35%，总体费率水平管控良好，公司净利率以抬升0.98pct至12.81%。预计在公司高端化的战略推进下，盈利水平有望持续提升，而原料成本的改善亦将为公司贡献额外盈利弹性。

➤ 盈利预测与投资建议

考虑到短期宏观经济因素的影响，我们对公司24-25年的盈利预测进行了调整，预计公司24-26年归母净利润分别为52.49/62.46/71.2亿元（原24-25年为52.75/61.49亿元），对应PE分别为22/19/16倍。考虑到公司在我国啤酒市场中具备较强的市场地位，合理给予其24年28倍PE，对应目标价107.74亿元，维持买入评级。

➤ 风险提示

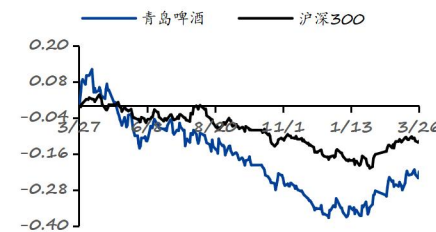
原材料成本增长、竞争加剧、食品安全问题等风险

当前价格：85.08元
目标价格：107.74元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,364.20/704.70
流通A股市值(百万元)	59,955.74
每股净资产(元)	20.12
资产负债率(%)	42.64
一年内最高/最低价(元)	125.65/67.56

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师：张东雪(S0210523060001)
zdx30145@hfzq.com.cn
联系人：林若尧(S0210123070039)
lry30204@hfzq.com.cn

相关报告

- 【华福食品饮料】青岛啤酒(600600.SH)2023年第三季度报告点评：短期挑战不改高端化趋势，结构升级加速演绎——2023.10.28
- 【华福食品饮料】青岛啤酒(600600.SH)2023年半年报点评：高端化势能延续，盈利弹性持续释放——2023.08.27
- 【华福食品饮料】青岛啤酒(600600.SH)深度：青啤持续进化，迎合未来多变场景和多样人群——2023.08.06

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	32,172	33,937	35,473	36,966	38,408
增长率	7%	5%	5%	4%	4%
净利润(百万元)	3,711	4,268	5,249	6,246	7,120
增长率	18%	15%	23%	19%	14%
EPS(元/股)	2.72	3.13	3.85	4.58	5.22
市盈率(P/E)	31.3	27.2	22.1	18.6	16.3
市净率(P/B)	4.6	4.2	3.9	3.6	3.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所



图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,282	21,793	26,565	29,489	营业收入	33,937	35,473	36,966	38,408
应收票据及账款	100	217	168	204	营业成本	20,817	20,815	20,820	20,841
预付账款	211	249	250	237	税金及附加	2,387	2,495	2,600	2,701
存货	3,540	3,867	3,888	3,769	销售费用	4,708	4,851	5,007	5,079
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,519	1,552	1,584	1,569
其他流动资产	6,479	7,730	7,423	7,931	研发费用	101	71	70	65
流动资产合计	29,612	33,856	38,294	41,630	财务费用	-457	-513	-603	-561
长期股权投资	365	366	366	366	信用减值损失	-14	-5	-3	-7
固定资产	11,132	10,216	9,375	8,604	资产减值损失	-83	-99	-69	-84
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动收益	230	216	204	217
无形资产	2,493	2,399	2,281	2,191	投资收益	172	176	173	174
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	其他收益	391	467	467	442
其他非流动资产	4,347	3,153	3,370	3,592	营业利润	5,737	7,042	8,391	9,562
非流动资产合计	19,644	17,441	16,700	16,060	营业外收入	22	23	22	22
资产合计	49,256	51,297	54,994	57,691	营业外支出	13	13	13	13
短期借款	0	0	0	0	利润总额	5,746	7,052	8,400	9,571
应付票据及账款	3,146	3,498	3,466	3,374	所得税	1,398	1,704	2,037	2,317
预收款项	0	0	0	0	净利润	4,348	5,348	6,363	7,254
合同负债	7,691	8,040	8,378	8,705	少数股东损益	80	99	118	134
其他应付款	0	0	0	0	归属母公司净利润	4,268	5,249	6,245	7,120
其他流动负债	6,081	4,792	5,556	5,169	EPS (按最新股本摊薄)	3.13	3.85	4.58	5.22
流动负债合计	16,918	16,329	17,400	17,248					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	4,083	4,315	4,251	4,218					
非流动负债合计	4,083	4,315	4,251	4,218					
负债合计	21,001	20,644	21,651	21,466					
归属母公司所有者权益	27,449	29,749	32,321	35,069					
少数股东权益	805	904	1,022	1,156					
所有者权益合计	28,255	30,653	33,342	36,225					
负债和股东权益	49,256	51,297	54,994	57,691					
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流					成长能力				
现金收益	5,019	6,022	6,869	7,725	营业收入增长率	5.5%	4.5%	4.2%	3.9%
存货影响	612	-327	-21	119	EBIT 增长率	15.4%	23.6%	19.2%	15.6%
经营性应收影响	177	-55	118	60	归母公司净利润增长率	15.0%	23.0%	19.0%	14.0%
经营性应付影响	-3,909	351	-32	-92	获利能力				
其他影响	878	-3,066	977	-995	毛利率	38.7%	41.3%	43.7%	45.7%
投资活动现金流	-3,463	1,536	6	-45	净利率	12.8%	15.1%	17.2%	18.9%
资本支出	-743	-177	-150	-171	ROE	15.1%	17.1%	18.7%	19.7%
股权投资	3	-2	0	1	ROIC	21.5%	23.0%	25.3%	26.9%
其他长期资产变化	-2,723	1,715	156	125	偿债能力				
融资活动现金流	-2,868	-1,950	-3,146	-3,848	资产负债率	42.6%	40.2%	39.4%	37.2%
借款增加	-224	-1	0	0	流动比率	1.8	2.1	2.2	2.4
股利及利息支付	-2,534	-3,743	-4,454	-5,078	速动比率	1.5	1.8	2.0	2.2
股东融资	0	0	0	0	营运能力				
其他影响	-110	1,794	1,308	1,230	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
					应收账款周转天数	1	2	2	2
					存货周转天数	67	64	67	66
					每股指标 (元)				
					每股收益	3.13	3.85	4.58	5.22
					每股经营现金流	2.04	2.14	5.80	5.00
					每股净资产	20.12	21.81	23.69	25.71
					估值比率				
					P/E	27	22	19	16
					P/B	4	4	4	3
					EV/EBITDA	48	40	35	31

数据来源：公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn