

吨价表现亮眼，成本有望下行

2024 年 03 月 27 日

► **事件：**公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入 339.37 亿元，同比+5.49%，归母净利润 42.68 亿元，同比+15.02%，扣非归母净利润 37.21 亿元，同比+15.94%。经测算，23Q4 公司实现营业收入 29.58 亿元，同比-3.37%，归母净利润-6.40 亿元，22Q4 为-5.56 亿元，扣非归母净利润-8.76 亿元，22Q4 为-6.51 亿元。此外，公司拟分配现金分红总额约 27.3 亿元，分红比例达 63.9%，2022 年度剔除特别分红的分红比例约为 47.8%，提升显著。

► **销量有所承压，吨价表现亮眼。**2023 年公司销量 800.7 万千升，同比-0.8%，行业规上企业产量同比+0.3%，公司销量略有承压预计主因旺季北方多雨、消费弱复苏。结构端看，其他品牌、主品牌内中高端以下产品占比分别同比-1.9/-2.2pct，而主品牌中高端产品占比同比+4.2pct。尽管 23 年现饮渠道复苏较为缓慢（公司 23 年现饮、非现饮销量占比为 41:59，vs22 年 40.6:59.4），但公司升级节奏保持稳健，青岛经典、白啤等持续快速增长，同时低端品加速出清，结构改善驱动公司吨价表现亮眼，全年同比+6.3%。单 23Q4，公司销量同比-10.1%，吨价同比+7.5%，其中中高端产品占比同比+7.6pct，其他品牌占比同比-4.3pct。

► **费用投放影响盈利增速，毛利率改善驱动全年利润率稳健提升。**2023 年公司吨成本同比+3.3%，主要系原材料价格上涨及品种结构优化所致，此外销量下滑影响固定成本摊薄、人工成本提升也有一定影响（原料/人工/制造费用吨成本分别同比+3.6%/+10.0%/+4.6%，其中制造费用剔除运费后吨成本增 8%左右）。受益于吨价提升显著，23 年公司毛利率同比+1.8pct 至 38.7%。23 年公司销售费用率同比增 0.8pct，增幅较大，主因广告及业务宣传费用同比增 28%，管理、研发费用率基本持平，其他收益同比减少 1.5 亿元，主要由于政府补助减少。综上，23 年扣非后归母净利率 11.0%，同比+1.0pcts。单 23Q4，公司毛利率同比增 2.2pct，销售/管理费用率分别同比+9.6/+4.2pct，除费用增投外公司于 Q4 一次性计提企业年金亦对费用端造成一定影响。

► **收入韧性强，成本红利有望释放。**目前啤酒行业竞争态势仍属较好阶段，高端化空间较广，行业结构改善由供需两端共同驱动。在当前外部环境下，不同价格带升级速率有一定分化，其中 8-10 元需求景气度较好，我们看好公司大单品经典在核心基地市场持续承接下方产品向上升级，同时中低端产品内部结构亦有望进一步优化，公司收入端韧性强。成本端，预计澳麦双反政策取消将利好 24 年麦芽采购价格。建议持续关注旺季天气及现饮渠道景气恢复情况。

► **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 353.96/368.50/382.79 亿元，分别同比增 4.3%/4.1%/3.9%；归母净利润分别为 50.31/57.44/64.58 亿元，分别同比增 17.9%/14.2%/12.4%，当前股价对应 PE 分别为 23/20/18 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**旺季天气不及预期；餐饮恢复不及预期；中高端啤酒竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	33,937	35,396	36,850	38,279
增长率 (%)	5.5	4.3	4.1	3.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,268	5,031	5,744	6,458
增长率 (%)	15.0	17.9	14.2	12.4
每股收益 (元)	3.13	3.69	4.21	4.73
PE	27	23	20	18
PB	4.2	3.9	3.6	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

85.08 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张馨予

执业证书：S0100523060004

邮箱：zhangxinyu@mszq.com

相关研究

1. 青岛啤酒 (600600.SH) 2023 年一季报点评：Q1 开门红量价齐升，关注旺季结构表现-2023/05/07

2. 青岛啤酒 (600600.SH) 2022 年年报点评：结构升级趋势显著，23 年高端化进程可期-2023/03/27

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	33,937	35,396	36,850	38,279
营业成本	20,817	20,792	21,072	21,367
营业税金及附加	2,387	2,478	2,579	2,680
销售费用	4,708	5,062	5,233	5,359
管理费用	1,519	1,487	1,474	1,455
研发费用	101	105	109	114
EBIT	4,778	5,960	6,868	7,794
财务费用	-457	-470	-515	-542
资产减值损失	-83	-78	-77	-78
投资收益	172	155	155	157
营业利润	5,737	6,737	7,694	8,651
营业外收支	10	10	10	10
利润总额	5,746	6,747	7,704	8,661
所得税	1,398	1,619	1,849	2,079
净利润	4,348	5,128	5,855	6,583
归属于母公司净利润	4,268	5,031	5,744	6,458
EBITDA	5,961	7,148	8,071	8,954

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,282	23,500	26,001	28,579
应收账款及票据	100	149	145	136
预付款项	211	270	274	278
存货	3,540	3,871	3,976	4,101
其他流动资产	6,479	7,170	7,273	7,405
流动资产合计	29,612	34,961	37,670	40,499
长期股权投资	365	519	674	831
固定资产	11,146	11,193	11,293	11,393
无形资产	2,493	2,490	2,540	2,590
非流动资产合计	19,644	19,896	20,246	20,656
资产合计	49,256	54,856	57,916	61,155
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	3,146	3,874	4,041	4,098
其他流动负债	13,772	16,367	16,753	17,114
流动负债合计	16,918	20,241	20,794	21,212
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	4,083	4,077	4,077	4,137
非流动负债合计	4,083	4,077	4,077	4,137
负债合计	21,001	24,318	24,871	25,349
股本	1,364	1,364	1,364	1,364
少数股东权益	805	903	1,014	1,139
股东权益合计	28,255	30,538	33,044	35,806
负债和股东权益合计	49,256	54,856	57,916	61,155

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.49	4.30	4.11	3.88
EBIT 增长率	11.60	24.73	15.25	13.47
净利润增长率	15.02	17.87	14.18	12.43
盈利能力 (%)				
毛利率	38.66	41.26	42.82	44.18
净利润率	12.58	14.21	15.59	16.87
总资产收益率 ROA	8.66	9.17	9.92	10.56
净资产收益率 ROE	15.55	16.97	17.93	18.63
偿债能力				
流动比率	1.75	1.73	1.81	1.91
速动比率	1.27	1.31	1.40	1.50
现金比率	1.14	1.16	1.25	1.35
资产负债率 (%)	42.64	44.33	42.94	41.45
经营效率				
应收账款周转天数	1.08	1.67	1.56	1.41
存货周转天数	62.07	69.67	70.56	71.74
总资产周转率	0.68	0.68	0.65	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	3.13	3.69	4.21	4.73
每股净资产	20.12	21.72	23.48	25.41
每股经营现金流	2.04	6.01	5.21	5.56
每股股利	2.00	2.44	2.79	3.13
估值分析				
PE	27	23	20	18
PB	4.2	3.9	3.6	3.3
EV/EBITDA	15.95	13.30	11.78	10.62
股息收益率 (%)	2.39	2.91	3.33	3.74

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,348	5,128	5,855	6,583
折旧和摊销	1,182	1,188	1,203	1,160
营运资金变动	-2,203	2,181	357	156
经营活动现金流	2,778	8,195	7,109	7,589
资本开支	-895	-1,091	-1,195	-1,206
投资	-3,295	0	0	0
投资活动现金流	-3,463	-1,091	-1,166	-1,206
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-219	0	-50	0
筹资活动现金流	-2,868	-2,887	-3,442	-3,805
现金净流量	-3,548	4,218	2,501	2,578

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026