

青岛啤酒 (600600)

2023 年报点评: 业绩基本符合预期, 结构持续优化

买入 (维持)

2024 年 03 月 28 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书: S0600522090007

liyzh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 32,172 | 33,937 | 35,745 | 37,540 | 38,973 |
| 同比 | 6.65% | 5.49% | 5.33% | 5.02% | 3.82% |
| 归母净利润 (百万元) | 3,711 | 4,268 | 5,046 | 5,726 | 6,432 |
| 同比 | 17.59% | 15.02% | 18.23% | 13.48% | 12.34% |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 2.72 | 3.13 | 3.70 | 4.20 | 4.72 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 30.79 | 26.77 | 22.65 | 19.96 | 17.76 |

关键词: #业绩符合预期 #产品价格上涨 #成本下降

投资要点

事件: 公司发布 2023 年业绩公告, 全年实现收入 339.4 亿元 (yoy+5.5%), 归母净利 42.7 亿元 (yoy+15.0%), 扣非归母净利 37.2 亿元 (yoy+15.9%)。2023Q4 单季度收入 29.6 亿元 (yoy-3.4%), 归母净利-6.4 亿元 (上年同期-5.6 亿元), 扣非归母净利-8.8 亿元 (上年同期-6.5 亿元), Q4 业绩受舆情扰动, 但基本符合我们预期。2023 年度公司每股拟派发现金红利 2.0 元/股 (含税), 分红总额 27.3 亿元, 分红率大幅提升至 64%。

■ **大经典战略持续推进, 高端化提速。** 2023 全年整体销量 800.7 万千升 (yoy-0.8%), 公司加快落地青岛啤酒主品牌“1+1+1+2+N”产品组合发展, 受益经典、白啤等主力大单品放量, 中高档及以上产品销量 324 万千升 (yoy+10.6%), 产品结构升级提速带动整体吨价提升至 4238 元/千升 (yoy+6.4%)。

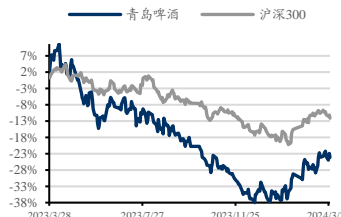
分品牌看, 主品牌青岛/其它品牌销量分别为 456.0/344.7 万千升 (yoy+2.7%/+5.1%)。2023Q4: 四季度为啤酒传统淡季, 舆情影响下销量同比-10.1% (其中主品牌同比-3.5%、中高档同比+7.1%、其他品牌同比-20.6%), Q4 亏损同比扩大, 结构升级趋势延续, 低档产品加速迭代。2023 年 12 月以来风波逐渐退却, 终端动销企稳回升。分区域看, 2023 年公司山东/华北/华南/华东/东南等区域量同比+1.5%/+4.3%/+3.1%/+8.1%/+10.6%, 公司山东省收入占比达 68.5%, 强势市场优势巩固, 华北及华东区域因行业竞争、战略调整等原因整体销量有所承压, 但产品矩阵升级持续落地。

■ **毛利率优化, 2024 成本红利持续释放。** 2023 年公司吨成本为 2,600 元/千升 (yoy+3.3%), 得益于产品结构升级对冲成本提升, 2023 毛利率 38.7% (yoy+1.8pct), 表现亮眼, 2024 年大麦价格回落, 包材成本亦有环比走弱趋势, 我们预计毛利率有望持续提升。2023 年, 以“体育营销+音乐营销+体验营销”为主线开展系列营销活动, 销售费用率 13.9% (yoy+0.8pct), 管理费用率 4.5% (yoy-0.1pct)。2023Q4 毛利率同比+2.2pct, 销售费用率同比+9.6pct (营销、经销商补贴加大), 管理费用率同比+4.2pct (企业年金计提增加)。

■ **盈利预测与投资评级:** 2024Q1 高基数下库存逐步优化, 核心市场山东铺货、顺价进程顺利, 伴随现饮场景顺周期复苏, 结构+成本+控费驱动盈利能力释放, 奥运体育年旺季销售值得期待。我们调整 2024-26 年归母净利润至 50.5/57.3/64.3 亿元 (24-25 年前值为 52.2/57.3 亿元), 同比增速+18/+13/+12%, 对应最新收盘价 2024-2026 年 PE 为 23/20/18 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 竞争加剧, 场景复苏与结构升级不及预期, 食品安全风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元) | 83.76 |
| 一年最低/最高价 | 67.56/125.65 |
| 市净率(倍) | 4.16 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 59,025.54 |
| 总市值(百万元) | 114,265.12 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 20.12 |
| 资产负债率(% ,LF) | 42.64 |
| 总股本(百万股) | 1,364.20 |
| 流通 A 股(百万股) | 704.70 |

相关研究

《青岛啤酒(600600): 2023 年三季报点评: 业绩符合预期, 期待结构化升级弹性》

2023-10-30

《青岛啤酒(600600): 2023 年中报点评: 业绩符合预期, 中高端快速放量》

2023-08-29

青岛啤酒三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 29,612 | 30,860 | 35,035 | 28,302 | 营业总收入 | 33,937 | 35,745 | 37,540 | 38,973 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 21,206 | 21,548 | 25,475 | 18,561 | 营业成本(含金融类) | 20,817 | 21,383 | 21,916 | 22,282 |
| 经营性应收款项 | 311 | 363 | 380 | 384 | 税金及附加 | 2,387 | 2,574 | 2,628 | 2,728 |
| 存货 | 3,540 | 3,932 | 4,041 | 4,100 | 销售费用 | 4,708 | 4,826 | 4,993 | 5,106 |
| 其他流动资产 | 4,555 | 5,017 | 5,139 | 5,257 | 管理费用 | 1,519 | 1,609 | 1,614 | 1,676 |
| 非流动资产 | 19,644 | 20,089 | 20,543 | 20,950 | 研发费用 | 101 | 71 | 75 | 78 |
| 长期股权投资 | 365 | 368 | 371 | 374 | 财务费用 | (457) | (575) | (576) | (684) |
| 固定资产及使用权资产 | 11,265 | 11,715 | 12,183 | 12,615 | 加:其他收益 | 391 | 558 | 551 | 543 |
| 在建工程 | 499 | 501 | 502 | 503 | 投资净收益 | 172 | 197 | 198 | 206 |
| 无形资产 | 2,493 | 2,463 | 2,433 | 2,403 | 公允价值变动 | 230 | 50 | 50 | 50 |
| 商誉 | 1,307 | 1,307 | 1,307 | 1,307 | 减值损失 | (97) | (86) | (86) | (86) |
| 长期待摊费用 | 111 | 131 | 141 | 141 | 资产处置收益 | 179 | 249 | 149 | 211 |
| 其他非流动资产 | 3,604 | 3,605 | 3,606 | 3,606 | 营业利润 | 5,737 | 6,826 | 7,752 | 8,712 |
| 资产总计 | 49,256 | 50,950 | 55,578 | 49,252 | 营业外净收支 | 10 | 13 | 9 | 11 |
| 流动负债 | 16,918 | 20,229 | 21,049 | 10,977 | 利润总额 | 5,746 | 6,839 | 7,762 | 8,723 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 50 | 100 | 150 | 200 | 减:所得税 | 1,398 | 1,641 | 1,863 | 2,093 |
| 经营性应付款项 | 3,146 | 3,512 | 3,608 | 3,655 | 净利润 | 4,348 | 5,198 | 5,899 | 6,629 |
| 合同负债 | 7,691 | 9,831 | 10,288 | 0 | 减:少数股东损益 | 80 | 152 | 173 | 197 |
| 其他流动负债 | 6,030 | 6,786 | 7,003 | 7,122 | 归属母公司净利润 | 4,268 | 5,046 | 5,726 | 6,432 |
| 非流动负债 | 4,083 | 4,098 | 4,108 | 4,108 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 3.13 | 3.70 | 4.20 | 4.72 |
| 租赁负债 | 63 | 78 | 88 | 88 | EBIT | 4,778 | 6,264 | 7,186 | 8,039 |
| 其他非流动负债 | 4,019 | 4,019 | 4,019 | 4,019 | EBITDA | 5,961 | 6,848 | 7,794 | 8,658 |
| 负债合计 | 21,001 | 24,327 | 25,157 | 15,085 | 毛利率(%) | 38.66 | 40.18 | 41.62 | 42.83 |
| 归属母公司股东权益 | 27,449 | 25,665 | 29,291 | 32,840 | 归母净利率(%) | 12.58 | 14.12 | 15.25 | 16.50 |
| 少数股东权益 | 805 | 957 | 1,130 | 1,327 | 收入增长率(%) | 5.49 | 5.33 | 5.02 | 3.82 |
| 所有者权益合计 | 28,255 | 26,623 | 30,421 | 34,167 | 归母净利润增长率(%) | 15.02 | 18.23 | 13.48 | 12.34 |
| 负债和股东权益 | 49,256 | 50,950 | 55,578 | 49,252 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|---------|---------|---------|----------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 2,778 | 7,716 | 6,715 | (3,439) | 每股净资产(元) | 20.12 | 18.81 | 21.47 | 24.07 |
| 投资活动现金流 | (3,463) | (856) | (992) | (784) | 最新发行在外股份(百万股) | 1,364 | 1,364 | 1,364 | 1,364 |
| 筹资活动现金流 | (2,868) | (2,713) | (3,095) | (3,495) | ROIC(%) | 13.14 | 17.26 | 19.01 | 18.77 |
| 现金净增加额 | (3,548) | 4,152 | 2,629 | (7,719) | ROE-摊薄(%) | 15.55 | 19.66 | 19.55 | 19.59 |
| 折旧和摊销 | 1,182 | 584 | 608 | 619 | 资产负债率(%) | 42.64 | 47.75 | 45.26 | 30.63 |
| 资本开支 | (895) | (776) | (922) | (833) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 26.77 | 22.65 | 19.96 | 17.76 |
| 营运资本变动 | (2,203) | 2,354 | 523 | (10,304) | P/B (现价) | 4.16 | 4.45 | 3.90 | 3.48 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>