



买入（维持）

所属行业：食品饮料/非白酒
当前价格(元)：83.76

青岛啤酒（600600.SH）：结构升级趋势不改，关注旺季销量表现

证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

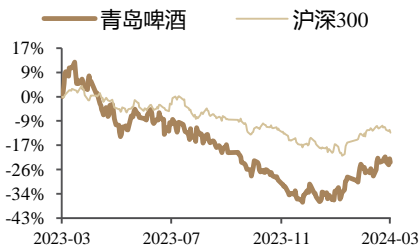
韦香怡

资格编号：S0120522080002

邮箱：weixy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | 2.86 | 16.00 | 16.14 |
| 相对涨幅(%) | 1.43 | 10.93 | 10.79 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《青岛啤酒（600600.SH）：销量短期承压，高端化趋势不改》，2023.10.31
- 《青岛啤酒（600600.SH）：中报业绩符合预期，产品结构升级加速推进》，2023.8.28
- 《青岛啤酒（600600.SH）：高端化稳步推进，费效比持续优化》，2023.4.24

投资要点

- 事件：**公司发布 2023 年年度报告。2023 年公司实现营收 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%。其中，2023Q4 单季度实现营收 29.58 亿元，同比-3.37%；归母净利润-6.40 亿元，同比-15.01%；扣非归母净利润-8.76 亿元，同比-34.53%。
- 全年销量略有下滑，中高档产品拉动吨价上行。**（1）销量方面，23 年全年公司实现啤酒销量 800.7 万吨，同比-0.8%。其中，青岛主品牌销量 456 万吨，同比+2.7%；中高端销量 324 万吨，同比+10.5%，产品结构升级趋势明显。23Q4 公司整体实现啤酒销量 71.3 万吨，同比-10.1%，青岛主品牌实现销量 47 万吨，同比-3.5%，其中中高端产品实现销量 33.8 万吨，同比+7.1%，Q4 或受视频舆论事件影响销量承压，但公司积极应对，高端化稳步推进。从产品端来看，青岛经典、青岛白啤等持续快速增长，新品 1 升精品原浆及 1 升水晶纯生高端生鲜产品“新鲜直送”，带动产品结构不断提升。（2）吨价方面，2023 年啤酒吨价同比+6.2%至 4172 元/吨，其中青岛品牌/其他品牌吨价分别同比+5.8%/+3.8%。23A/23Q4 中高端销量占主品牌比例分别同比+5.1/+7.1pct 至 71.1%/71.9%，带动 23A/23Q4 吨酒价格分别同比+6.2%/+7.5%，中高端产品带动公司整体吨价稳步提升。
- Q4 费用增加等因素扰动，亏损短期有所扩大。**（1）2023 年公司啤酒吨成本同比+3.3%至 2565 元/吨，主要系原料价格上涨及结构优化影响，其中 23Q4 吨成本同比+4.3%，预计销量下滑导致固定成本摊销偏多的影响较大。在吨成本提升的情况下，公司通过品种结构优化拉动 23A/23Q4 毛利率分别同比+1.8/+2.2pct 至 38.7%/27.5%。（2）2023 年全年公司销售/管理/研发费用率分别同比+0.8/-0.1/+0.1pct，其中广宣费率同比+0.9pct，23 年员工数量减少比例约 3.3%（行政人员减少 23%），全年其他辞退福利同比+0.26 亿元。在产品结构优化主要贡献下 23A 归母净利率同比+1.0pct 至 12.58%。（3）23Q4 销售/管理/研发费用率分别同比+9.6/+4.2/+1.1pct，我们预计主要系视频舆论事件后加大广宣费投和监督管理，同时 23 年 10 月公司新实施企业年金计划（新增 0.41 亿元）影响，23Q4 归母净利率同比-3.5pct 至-21.63%。
- 盈利预测：**受行业竞争加剧及消费需求恢复不及预期的影响，公司 23Q4 整体销量有所承压。展望 2024 年全年，现饮场景持续恢复，公司 Q2 起基数较低，夏季在奥运拉动和高温催化下销量有望实现大幅改善，建议关注旺季销售情况；成本端大麦原料价格下降确定性强，夜场、餐饮等消费场景的恢复有望持续助力高端化进程，看好公司作为行业龙头的增长确定性。我们根据公司年报对盈利预测进行调整，预计公司 2024-2026 年实现营收 356.6/372.6/388.4 亿元，同比+5.1%/+4.5%/+4.2%；归母净利润 50.8/57.7/64.1 亿元，同比+19.1%/+13.5%/+11.1%，对应 PE 分别为 22x/20x/18x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品结构升级不及预期；市场高端化竞争加剧；原材料成本上升；终端消费恢复不及预期等

| 股票数据 | | 主要财务数据及预测 | | | | | |
|---------------|--------------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总股本(百万股): | 1,364.20 | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流通 A 股(百万股): | 704.70 | 营业收入(百万元) | 32,172 | 33,937 | 35,664 | 37,262 | 38,841 |
| 52 周内股价区间(元): | 68.35-122.19 | (+/-)YOY(%) | 6.6% | 5.5% | 5.1% | 4.5% | 4.2% |
| 总市值(百万元): | 114,265.12 | 净利润(百万元) | 3,711 | 4,268 | 5,081 | 5,766 | 6,406 |
| 总资产(百万元): | 49,256.01 | (+/-)YOY(%) | 17.6% | 15.0% | 19.1% | 13.5% | 11.1% |
| 每股净资产(元): | 20.12 | 全面摊薄 EPS(元) | 2.72 | 3.13 | 3.72 | 4.23 | 4.70 |
| 资料来源: 公司公告 | | 毛利率(%) | 36.8% | 38.7% | 41.9% | 43.0% | 44.0% |
| | | 净资产收益率(%) | 14.6% | 15.5% | 17.2% | 18.0% | 18.5% |

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 3.14 | 3.72 | 4.23 | 4.70 |
| 每股净资产 | 20.12 | 21.69 | 23.46 | 25.43 |
| 每股经营现金流 | 2.04 | 3.77 | 5.43 | 4.80 |
| 每股股利 | 2.00 | 2.16 | 2.45 | 2.72 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 23.81 | 22.49 | 19.82 | 17.84 |
| P/B | 3.71 | 3.86 | 3.57 | 3.29 |
| P/S | 3.37 | 3.20 | 3.07 | 2.94 |
| EV/EBITDA | 13.89 | 13.59 | 11.56 | 10.16 |
| 股息率% | 2.7% | 2.6% | 2.9% | 3.3% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 38.7% | 41.9% | 43.0% | 44.0% |
| 净利润率 | 12.8% | 14.5% | 15.8% | 16.8% |
| 净资产收益率 | 15.5% | 17.2% | 18.0% | 18.5% |
| 资产回报率 | 8.7% | 9.8% | 10.6% | 11.0% |
| 投资回报率 | 12.7% | 15.6% | 16.4% | 16.8% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 5.5% | 5.1% | 4.5% | 4.2% |
| EBIT 增长率 | 11.6% | 31.9% | 13.6% | 11.5% |
| 净利润增长率 | 15.0% | 19.1% | 13.5% | 11.1% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 42.6% | 41.3% | 39.4% | 38.3% |
| 流动比率 | 1.8 | 1.8 | 2.0 | 2.1 |
| 速动比率 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.6 |
| 现金比率 | 1.1 | 1.2 | 1.4 | 1.5 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 存货周转天数 | 66.5 | 67.0 | 66.5 | 65.5 |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 固定资产周转率 | 3.0 | 3.1 | 3.2 | 3.2 |

| 现金流量表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 4,268 | 5,081 | 5,766 | 6,406 |
| 少数股东损益 | 80 | 98 | 112 | 124 |
| 非现金支出 | 1,279 | 596 | 611 | 648 |
| 非经营收益 | -647 | -554 | -393 | -405 |
| 营运资金变动 | -2,203 | -73 | 1,311 | -230 |
| 经营活动现金流 | 2,778 | 5,149 | 7,408 | 6,543 |
| 资产 | -895 | -529 | -635 | -563 |
| 投资 | -3,295 | -59 | -66 | -67 |
| 其他 | 728 | 140 | 189 | 197 |
| 投资活动现金流 | -3,463 | -448 | -512 | -433 |
| 债权募资 | -219 | -10 | -10 | -10 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -2,649 | -2,947 | -3,345 | -3,715 |
| 融资活动现金流 | -2,868 | -2,957 | -3,355 | -3,725 |
| 现金净流量 | -3,548 | 1,744 | 3,541 | 2,385 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 27 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 33,937 | 35,664 | 37,262 | 38,841 |
| 营业成本 | 20,817 | 20,738 | 21,235 | 21,768 |
| 毛利率% | 38.7% | 41.9% | 43.0% | 44.0% |
| 营业税金及附加 | 2,387 | 2,508 | 2,621 | 2,732 |
| 营业税金率% | 7.0% | 7.0% | 7.0% | 7.0% |
| 营业费用 | 4,708 | 4,885 | 5,020 | 5,124 |
| 营业费用率% | 13.9% | 13.7% | 13.5% | 13.2% |
| 管理费用 | 1,519 | 1,553 | 1,572 | 1,602 |
| 管理费用率% | 4.5% | 4.4% | 4.2% | 4.1% |
| 研发费用 | 101 | 106 | 104 | 101 |
| 研发费用率% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| EBIT | 4,778 | 6,302 | 7,158 | 7,981 |
| 财务费用 | -457 | -289 | -315 | -369 |
| 财务费用率% | -1.3% | -0.8% | -0.8% | -0.9% |
| 资产减值损失 | -83 | -29 | -1 | -27 |
| 投资收益 | 172 | 181 | 189 | 197 |
| 营业利润 | 5,737 | 6,833 | 7,754 | 8,616 |
| 营业外收支 | 10 | 10 | 11 | 11 |
| 利润总额 | 5,746 | 6,843 | 7,765 | 8,626 |
| EBITDA | 5,961 | 6,870 | 7,768 | 8,601 |
| 所得税 | 1,398 | 1,663 | 1,887 | 2,096 |
| 有效所得税率% | 24.3% | 24.3% | 24.3% | 24.3% |
| 少数股东损益 | 80 | 98 | 112 | 124 |
| 归属母公司所有者净利润 | 4,268 | 5,081 | 5,766 | 6,406 |

| 资产负债表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 19,282 | 21,026 | 24,567 | 26,952 |
| 应收账款及应收票据 | 100 | 131 | 100 | 132 |
| 存货 | 3,540 | 4,179 | 3,666 | 4,255 |
| 其它流动资产 | 6,690 | 6,549 | 5,783 | 6,243 |
| 流动资产合计 | 29,612 | 31,886 | 34,116 | 37,582 |
| 长期股权投资 | 365 | 362 | 360 | 357 |
| 固定资产 | 11,146 | 11,445 | 11,816 | 12,021 |
| 在建工程 | 499 | 308 | 143 | 66 |
| 无形资产 | 2,493 | 2,489 | 2,492 | 2,471 |
| 非流动资产合计 | 19,644 | 20,050 | 20,344 | 20,533 |
| 资产总计 | 49,256 | 51,936 | 54,460 | 58,116 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 3,146 | 3,636 | 3,309 | 3,810 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 13,772 | 13,740 | 14,067 | 14,417 |
| 流动负债合计 | 16,918 | 17,376 | 17,376 | 18,227 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它长期负债 | 4,083 | 4,073 | 4,063 | 4,053 |
| 非流动负债合计 | 4,083 | 4,073 | 4,063 | 4,053 |
| 负债总计 | 21,001 | 21,449 | 21,439 | 22,280 |
| 实收资本 | 1,364 | 1,364 | 1,364 | 1,364 |
| 普通股股东权益 | 27,449 | 29,584 | 32,006 | 34,696 |
| 少数股东权益 | 805 | 904 | 1,015 | 1,139 |
| 负债和所有者权益合计 | 49,256 | 51,936 | 54,460 | 58,116 |

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。