

啤酒

青岛啤酒 (600600.SH)

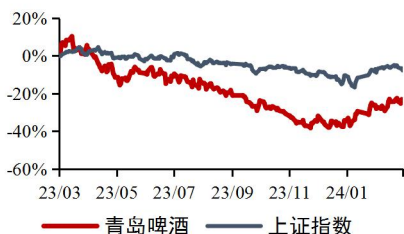
买入-A(维持)

23 年结构升级持续, 24 年利润弹性有望释放

2024 年 3 月 28 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2024 年 3 月 27 日

收盘价(元):	83.76
年内最高/最低(元):	125.65/67.56
流通 A 股/总股本(亿):	7.05/13.64
流通 A 股市值(亿):	590.26
总市值(亿):	1,142.65

基础数据: 2023 年 12 月 31 日

基本每股收益:	3.14
摊薄每股收益:	3.14
每股净资产(元):	20.71
净资产收益率:	15.39

资料来源: 最闻

分析师:

周蓉

执业登记编码: S0760522080001

邮箱: zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenzhzhi@sxzq.com

事件描述

➢ **事件:** 公司发布 2023 年年报, 报告期内公司实现营业收入 339.37 亿元, 同比增长 5.49%; 归母净利润 42.68 亿元, 同比增长 15.02%; 扣非归母净利润 37.21 亿元, 同比增长 15.94%。其中, 23Q4 实现营业收入 29.58 亿元, 同比减少 3.37%; 归母净利润-6.40 亿元, 扣非归母净利润-8.76 亿元。

事件点评

➢ **Q4 销量有所承压, 全年结构升级持续。**从销量来看, 2023 年公司实现啤酒销量 801 万千升, 同比-0.81%。23Q4 受舆情事件影响, 同时叠加消费力偏疲软, 整体销量有所承压, 23Q4 销量同比-10.09%。分品牌看, 去年全年青岛主品牌销量实现 456 万千升, 同比+2.74%, 占比达 57.0%; 其他品牌销量实现 345 万千升, 同比-5.01%。从吨价看, 23 年公司啤酒平均吨价为 4238 元/吨, 同比+6.34%, 其中 23Q4 啤酒吨价为 4149 元/吨, 同比+7.47%。分地区看, 23 年公司在强势区域山东和华北地区实现收入 228.69/79.81 亿元, 同比+7.03%/+1.51%。总体而言, 虽然下半年在销量上有所承压, 公司产品结构升级仍在持续, 从而助力公司 23 年全年营收实现增长。我们预计 24Q1 在高基数扰动下, 公司销量仍有所承压。展望全年, 在高基数影响逐步消退及夏季奥运会背景下, 公司销量有望逐季恢复实现正增长。

➢ **全年毛利率显著改善, Q4 销售/管理费用较高。**公司 2023 年毛利率/净利率为 38.66%/12.58%, 同比+1.81/+1.04pct; 销售费用率/管理费用率分别为 13.87%/4.48%, 同比+0.82/-0.10pct, 其中 23Q4 销售费用率/管理费用率分别同比+9.55/+4.19pct, 销售费用率大幅提升, 主要整体消费偏弱, 公司加大市场投入所致; 管理费用率提升主要系公司启动企业年金, 员工薪酬有所增加所致。全年来看, 2023 年在产品高端化助力之下, 毛/净利率稳定向好。我们预计 2024 年公司费用端投放较为平稳, 同时在大麦、铝罐等原材料成本下行背景下, 公司有望释放利润弹性。

投资建议

➢ 中长期看, 公司继续进行产品结构升级, 同时不断完善终端布局。未来将继续凭借优质渠道, 不断扩大中高端市场份额, 助力其收入稳定增长。我们预计 24 年整体呈现前低后高经营节奏, 密切关注其在旺季的销售表现。我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 352.26/368.00/383.44 亿元, 同比



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



增长 3.8%/4.5%/4.2%。归母净利润 49.87/57.54/65.37 亿元，同比增长 16.9%/15.4%/13.6%。对应 EPS 分别为 3.66/4.22/4.79 元，3 月 27 日收盘价对应 PE 分别为 23/20/18 倍，维持“买入-A”投资评级。

风险提示

➤ 产品升级不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨超预期等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	32,172	33,937	35,226	36,800	38,344
YoY(%)	6.6	5.5	3.8	4.5	4.2
净利润(百万元)	3,711	4,268	4,987	5,754	6,537
YoY(%)	17.6	15.0	16.9	15.4	13.6
毛利率(%)	36.8	38.7	40.4	42.3	44.0
EPS(摊薄/元)	2.72	3.13	3.66	4.22	4.79
ROE(%)	14.5	15.4	15.4	15.5	15.3
P/E(倍)	30.8	26.8	22.9	19.9	17.5
P/B(倍)	4.5	4.2	3.5	3.1	2.7
净利率(%)	11.5	12.6	14.2	15.6	17.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	32002	29612	37235	40972	49097
现金	17855	19282	25575	30472	37278
应收票据及应收账款	124	100	133	111	143
预付账款	282	211	301	234	323
存货	4152	3540	4216	3636	4304
其他流动资产	9589	6479	7010	6519	7049
非流动资产	18309	19644	19052	18516	17914
长期投资	368	365	380	395	410
固定资产	11009	11146	10834	10556	10201
无形资产	2558	2493	2305	2120	1943
其他非流动资产	4374	5641	5533	5445	5359
资产总计	50312	49256	56287	59488	67011
流动负债	19672	16918	18797	17162	19064
短期借款	225	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3662	3146	3719	3232	3796
其他流动负债	15785	13772	15078	13930	15268
非流动负债	4368	4083	4083	4083	4083
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4368	4083	4083	4083	4083
负债合计	24039	21001	22880	21244	23147
少数股东权益	777	805	970	1127	1298
股本	1364	1364	1364	1364	1364
资本公积	4154	4207	4207	4207	4207
留存收益	19929	21735	26887	32798	39506
归属母公司股东权益	25495	27449	32437	37116	42566
负债和股东权益	50312	49256	56287	59488	67011

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4879	2778	5887	5457	7218
净利润	3805	4348	5152	5911	6708
折旧摊销	1077	1128	1070	1121	1171
财务费用	-421	-457	-584	-718	-874
投资损失	-170	-172	-175	-175	-174
营运资金变动	923	-1807	599	-475	583
其他经营现金流	-335	-262	-176	-206	-194
投资活动现金流	-2199	-3463	-127	-204	-200
筹资活动现金流	-1676	-2868	-533	-356	-213
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.72	3.13	3.66	4.22	4.79
每股经营现金流(最新摊薄)	3.58	2.04	4.32	4.00	5.29
每股净资产(最新摊薄)	18.69	20.12	23.78	27.21	31.20

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	32172	33937	35226	36800	38344
营业成本	20318	20817	20990	21251	21489
营业税金及附加	2391	2387	2477	2588	2697
营业费用	4200	4708	4597	4821	5100
管理费用	1473	1519	1480	1546	1534
研发费用	63	101	104	109	114
财务费用	-421	-457	-584	-718	-874
资产减值损失	-15	-97	-101	-105	-110
公允价值变动收益	164	230	176	206	194
投资净收益	170	172	175	175	174
营业利润	5001	5737	6802	7870	8935
营业外收入	20	23	23	25	23
营业外支出	15	13	15	13	14
利润总额	5006	5746	6809	7881	8943
所得税	1201	1398	1657	1970	2236
税后利润	3805	4348	5152	5911	6708
少数股东损益	94	80	165	157	171
归属母公司净利润	3711	4268	4987	5754	6537
EBITDA	5562	6296	7207	8161	9098

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	6.6	5.5	3.8	4.5	4.2
营业利润(%)	12.3	14.7	18.6	15.7	13.5
归属于母公司净利润(%)	17.6	15.0	16.9	15.4	13.6
获利能力					
毛利率(%)	36.8	38.7	40.4	42.3	44.0
净利率(%)	11.5	12.6	14.2	15.6	17.0
ROE(%)	14.5	15.4	15.4	15.5	15.3
ROIC(%)	11.4	12.5	12.8	12.9	12.8
偿债能力					
资产负债率(%)	47.8	42.6	40.6	35.7	34.5
流动比率	1.6	1.8	2.0	2.4	2.6
速动比率	1.1	1.3	1.5	1.9	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	258.4	302.3	302.3	302.3	302.3
应付账款周转率	5.8	6.1	6.1	6.1	6.1
估值比率					
P/E	30.8	26.8	22.9	19.9	17.5
P/B	4.5	4.2	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	17.8	15.5	12.7	10.6	8.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

