

青岛啤酒 (600600.SH) / 饮料制造

证券研究报告/公司点评

2024年3月27日

评级：买入（维持）

市场价格：85.08

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongxw@zts.com.cn

分析师：晏诗雨

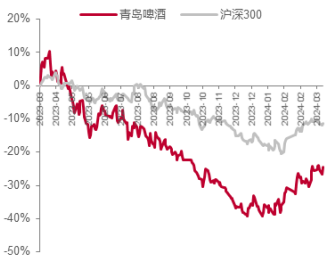
执业证书编号：S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,364
流通股本(百万股)	705
市价(元)	85.08
市值(百万元)	116,066
流通市值(百万元)	59,956

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 青岛啤酒(600600.SH)_点评报告：均价提升超预期，销量短期承压
- 2 青岛啤酒(600600.SH)_点评报告：扣非利润符合预期，盈利能力加速修复
- 3 青岛啤酒(600600.SH)_点评报告：一季度开门红，业绩再超预期

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	32,172	33,937	35,136	36,386	37,664
增长率 yoy%	7%	5%	4%	4%	4%
净利润(百万元)	3,711	4,268	5,099	5,798	6,378
增长率 yoy%	18%	15%	19%	14%	10%
每股收益(元)	2.72	3.13	3.74	4.25	4.67
每股现金流量	3.58	2.04	4.13	4.68	5.12
净资产收益率	14%	15%	16%	17%	17%
P/E	31.3	27.2	22.8	20.0	18.2
P/B	4.6	4.2	3.9	3.5	3.1

备注：股价选取自2024年3月26日收盘价

投资要点

- **事件**：2023年公司实现收入339.37亿元，同比增长5.49%；实现归母净利润42.68亿元，同比增长15.02%；实现扣非后归母净利润37.21亿元，同比增长15.94%。2023Q4公司实现收入29.58亿元，同比增长-3.37%；实现归母净利润-6.40亿元，去年同期为-5.56亿元；实现扣非后归母净利润-8.76亿元，去年同期为-6.51亿元。
- **2023Q4 销量承压，但结构表现良好**。2023Q4公司销量同比下降10%至72万千升，主要系需求疲软+舆情影响。单四季度ASP同比提升7.59%至4132元/千升，产品结构升级推动均价强劲增长。分产品看，单四季度主品牌销量仅下滑4%，其中中高端以上产品销量增长6%，其他主品牌销量下滑22%，而崂山等其他品牌销量下滑20%。单四季度吨酒成本同比增长4.39%至2997元/千升，主要系销量下降导致固定成本摊薄效应减弱。受益吨价的高增，单四季度公司毛利率同比提升2.22个pct至27.47%。
- **费用率大幅上升，导致2023Q4盈利承压**。受益于均价的强劲增长，2023Q4公司税金及附加率同比下降0.92个pct至9.65%。单四季度公司销售、管理、研发、财务费用率同比分别+9.56、+4.19、+1.14、-0.76个pct至41.42%、16.73%、2.21%、-4.08%。销售费用率大幅上升，主要系四季度市场需求疲软，公司加大对渠道的支持；管理费用率上升，主要系职工薪酬增加。2023Q4由于工厂搬迁计提0.82亿元的资产减值损失，同时前期关厂处置完毕后确认1.58亿的资产处置收益。
- **盈利预测**：公司产品结构持续升级，青岛经典、青岛白啤等啤酒产品持续快速增长，并且新推出青岛啤酒1升精品原浆、1升水晶纯生等高端生鲜产品。同时公司加快规模化、智能化、绿色化工厂建设，年产100万千升高端特色啤酒生产基地、100万千升纯生啤酒生产基地、25万吨高端麦芽原料基地等项目相继启动建设，进一步提升公司高端啤酒的生产能力，持续看好公司高端化发展趋势。根据公司财报，考虑到2024年需求端仍有压力，我们下调盈利预测，预计公司2024-2026年收入分别为351.36、363.86、376.64亿元（原2024-2025年为361.06、380.11），归母净利润分别为50.99、57.98、63.78亿元（原2024-2025年为56.14、64.03），EPS分别为3.74、4.25、4.67元，对应PE为22.8倍、20.0倍、18.2倍，维持“买入”评级。
- **风险提示事件**：全球疫情反复及全球经济增速放缓；食品安全风险；因不可抗力要素带来销量的下滑；市场竞争恶化带来超预期促销活动

图表 1：青岛啤酒三大财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,282	22,373	26,214	30,652	营业收入	33,937	35,136	36,386	37,664
应收票据	0	0	0	0	营业成本	20,817	20,623	20,761	21,091
应收账款	100	117	117	119	税金及附加	2,387	2,366	2,377	2,385
预付账款	211	209	210	214	销售费用	4,708	4,884	5,021	5,160
存货	3,540	3,507	3,530	3,586	管理费用	1,519	1,546	1,565	1,582
合同资产	0	0	0	0	研发费用	101	104	108	112
其他流动资产	6,479	6,640	6,807	6,979	财务费用	-457	-447	-447	-447
流动资产合计	29,612	32,846	36,879	41,550	信用减值损失	-14	0	0	0
其他长期投资	44	44	44	44	资产减值损失	-83	0	0	0
长期股权投资	365	365	365	365	公允价值变动收益	230	230	230	230
固定资产	11,132	11,016	10,909	10,812	投资收益	172	170	170	170
在建工程	499	499	499	499	其他收益	391	400	400	400
无形资产	2,493	2,332	2,187	2,057	营业利润	5,737	6,861	7,801	8,582
其他非流动资产	5,112	5,141	5,164	5,182	营业外收入	22	20	20	20
非流动资产合计	19,644	19,396	19,168	18,959	营业外支出	13	15	15	15
资产合计	49,256	52,242	56,047	60,509	利润总额	5,746	6,866	7,806	8,587
短期借款	0	0	0	0	所得税	1,398	1,671	1,899	2,089
应付票据	194	192	193	196	净利润	4,348	5,195	5,907	6,498
应付账款	2,953	2,925	2,945	2,992	少数股东损益	80	96	109	120
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	4,268	5,099	5,798	6,378
合同负债	7,691	7,963	8,247	8,536	NOPLAT	4,002	4,857	5,568	6,159
其他应付款	0	0	0	0	EPS（按最新股本摊薄）	3.13	3.74	4.25	4.67
一年内到期的非流动负债	50	50	50	50					
其他流动负债	6,030	6,034	6,084	6,164	主要财务比率				
流动负债合计	16,918	17,165	17,519	17,939	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	5.5%	3.5%	3.6%	3.5%
其他非流动负债	4,083	4,083	4,083	4,083	EBIT增长率	15.4%	21.4%	14.7%	10.6%
非流动负债合计	4,083	4,083	4,083	4,083	归母公司净利润增长率	15.0%	19.5%	13.7%	10.0%
负债合计	21,001	21,247	21,601	22,021	获利能力				
归属母公司所有者权益	27,449	30,093	33,435	37,357	毛利率	38.7%	41.3%	42.9%	44.0%
少数股东权益	805	901	1,010	1,130	净利率	12.8%	14.8%	16.2%	17.3%
所有者权益合计	28,255	30,994	34,446	38,488	ROE	15.1%	16.5%	16.8%	16.6%
负债和股东权益	49,256	52,242	56,047	60,509	ROIC	21.1%	23.1%	23.6%	23.1%
					偿债能力				
					资产负债率	42.6%	40.7%	38.5%	36.4%
					债务权益比	14.6%	13.3%	12.0%	10.7%
					流动比率	1.8	1.9	2.1	2.3
					速动比率	1.5	1.7	1.9	2.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6
					应收账款周转天数	1	1	1	1
					应付账款周转天数	55	51	51	51
					存货周转天数	67	62	61	61
					每股指标（元）				
					每股收益	3.13	3.74	4.25	4.67
					每股经营现金流	2.04	4.13	4.68	5.12
					每股净资产	20.12	22.06	24.51	27.38
					估值比率				
					P/E	27.2	22.8	20.0	18.2
					P/B	4	4	3	3

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，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）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。