

青岛啤酒 (600600.SH) 结构持续升级, 分红率明显提升

2024年03月28日

——公司信息更新报告

投资评级: 增持 (维持)

张宇光 (分析师)

方勇 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

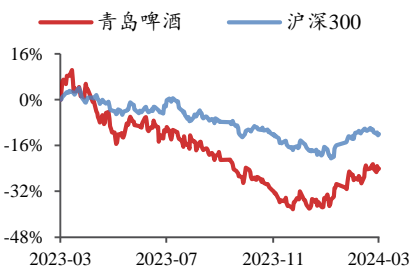
fangyong@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790520100003

日期	2024/3/28
当前股价(元)	84.14
一年最高最低(元)	125.65/67.56
总市值(亿元)	1,147.84
流通市值(亿元)	592.93
总股本(亿股)	13.64
流通股本(亿股)	7.05
近3个月换手率(%)	42.13

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《吨价增速提升, 成本压力放缓——公司信息更新报告》-2023.8.28
- 《需求改善, 高端化趋势依旧——公司信息更新报告》-2023.4.25

● 收入稳定增长, 分红率提高

2023年公司营收339.4亿元, 同比+5.49%; 扣非前后归母净利润42.7、37.2亿元, 同比+15.02%、+15.94%。2023Q4营收29.6亿元, 同比-3.37%; 扣非前后归母净利润亏6.4、亏8.8亿元, 同比亏损有所扩大。公司拟分红每股股利2元, 本次分红率63.9%。因消费力下降、餐饮需求疲软, 我们下调2024-2025年归母净利润预测至49.44/54.64亿元, (前次51.62/58.66亿元), 新增2026年归母净利润预测58.37亿元, 对应2024-2026年EPS 3.62/4.01/4.28元, 当前股价对应23.2/21.0/19.7倍PE, 需求有望保持韧性、利润较快增长, 维持“增持”评级。

● 结构持续升级, 销量略有下滑

2023年啤酒销量同比-0.8%, 吨价同比+6.2%, 吨价增速同比提升1.2pct。其中主品牌收入同比+8.6%、吨价+5.8%、销量+2.7%, 副品牌收入同比-1.3%、吨价+3.9%、销量-5.0%。啤酒销量有所下滑我们预计因为餐饮疲软、消费降级背景下结构向上升级过快导致销量承压。吨价增速环比提升, 主因结构持续线上升级, 中高端以上品牌增长10.5%, 2023H2增速有所放缓。

● 吨价提升消化成本压力, 盈利能力提升

2023年归母净利率同比+1.04pct, 其中公司毛利率同比+1.81pct, 主因中高端以上占比提升带动产品结构升级带动; 吨成本同比+3.3%, 成本上涨较多主因原材料价格上涨, 但成本压力被吨价提升消化。销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.82、-0.10、+0.10、-0.04pct, 费用率整体保持平稳。

● 预计全年销量平稳, 吨价小幅增长

展望2024年, 预计全年啤酒销量相对平稳, 吨价小幅增长、但增速有所放缓, 白啤等产品有望继续带动公司产品结构向上改善, 同时成本端大麦等原料价格有望回落, 公司利润仍有望保持较快增长。公司提高分红率, 高分红如若持续有望提升股东回报。

● **风险提示:** 成本上涨风险、雨水天气风险、宏观经济放缓风险、食品安全风险

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	32,172	33,937	35,179	36,173	36,829
YOY(%)	6.6	5.5	3.7	2.8	1.8
归母净利润(百万元)	3,711	4,268	4,944	5,464	5,837
YOY(%)	17.6	15.0	15.9	10.5	6.8
毛利率(%)	36.8	38.7	39.8	40.7	40.9
净利率(%)	11.5	12.6	14.1	15.1	15.8
ROE(%)	14.5	15.4	15.2	14.7	14.0
EPS(摊薄/元)	2.72	3.13	3.62	4.01	4.28
P/E(倍)	30.9	26.9	23.2	21.0	19.7
P/B(倍)	4.5	4.2	3.5	3.1	2.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	32002	29612	37416	41407	48365
现金	17855	19282	24614	30411	35580
应收票据及应收账款	124	100	144	103	150
其他应收款	683	184	851	162	886
预付账款	282	211	315	221	326
存货	4152	3540	4328	3635	4451
其他流动资产	8907	6294	7165	6875	6972
非流动资产	18309	19644	18634	18031	17099
长期投资	368	365	382	398	415
固定资产	11023	11160	10903	10464	9847
无形资产	2558	2493	2305	2120	1943
其他非流动资产	4361	5627	5045	5049	4894
资产总计	50312	49256	56049	59438	65464
流动负债	19672	16918	18569	17488	18634
短期借款	225	0	75	50	58
应付票据及应付账款	3662	3146	3881	3210	3999
其他流动负债	15785	13772	14612	14228	14577
非流动负债	4368	4083	4178	4146	4157
长期借款	0	0	-0	-0	-0
其他非流动负债	4368	4083	4178	4146	4157
负债合计	24039	21001	22746	21635	22790
少数股东权益	777	805	909	1020	1140
股本	1364	1364	1364	1364	1364
资本公积	4154	4207	4207	4207	4207
留存收益	19929	21735	24511	27577	30854
归属母公司股东权益	25495	27449	32394	36784	41534
负债和股东权益	50312	49256	56049	59438	65464

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4879	2778	4442	6164	5100
净利润	3805	4348	5048	5575	5957
折旧摊销	1077	1128	1045	1088	1118
财务费用	-421	-457	-656	-822	-987
投资损失	-170	-172	-138	-167	-162
营运资金变动	923	-1807	-594	666	-623
其他经营现金流	-335	-262	-263	-177	-204
投资活动现金流	-2199	-3463	101	-53	150
资本支出	1780	1618	-611	-758	-902
长期投资	-1112	-3295	-17	-16	-16
其他投资现金流	-1531	-5140	-527	-827	-768
筹资活动现金流	-1676	-2868	788	-313	-80
短期借款	-20	-225	75	-25	8
长期借款	0	0	-0	-0	-0
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	198	53	0	0	0
其他筹资现金流	-1853	-2696	713	-288	-89
现金净增加额	1026	-3548	5331	5797	5170

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	32172	33937	35179	36173	36829
营业成本	20318	20817	21164	21464	21783
营业税金及附加	2391	2387	2410	2430	2445
营业费用	4200	4708	4835	4971	5054
管理费用	1473	1519	1536	1580	1449
研发费用	63	101	70	72	91
财务费用	-421	-457	-656	-822	-987
资产减值损失	-26	-83	-67	-75	-74
其他收益	543	391	467	429	448
公允价值变动收益	164	230	176	206	194
投资净收益	170	172	138	167	162
资产处置收益	-10	179	0	0	0
营业利润	5001	5737	6668	7355	7872
营业外收入	20	23	19	26	15
营业外支出	15	13	15	13	14
利润总额	5006	5746	6672	7368	7873
所得税	1201	1398	1623	1793	1916
净利润	3805	4348	5048	5575	5957
少数股东损益	94	80	104	111	120
归属母公司净利润	3711	4268	4944	5464	5837
EBITDA	5562	6296	7060	7634	8004
EPS(元)	2.72	3.13	3.62	4.01	4.28

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	6.6	5.5	3.7	2.8	1.8
营业利润(%)	12.3	14.7	16.2	10.3	7.0
归属于母公司净利润(%)	17.6	15.0	15.9	10.5	6.8
获利能力					
毛利率(%)	36.8	38.7	39.8	40.7	40.9
净利率(%)	11.5	12.6	14.1	15.1	15.8
ROE(%)	14.5	15.4	15.2	14.7	14.0
ROIC(%)	11.4	12.5	12.5	12.2	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	47.8	42.6	40.6	36.4	34.8
净负债比率(%)	-51.1	-54.5	-61.8	-70.0	-74.0
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	287.7	292.6	290.9
应付账款周转率	5.8	6.1	6.0	6.1	6.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.72	3.13	3.62	4.01	4.28
每股经营现金流(最新摊薄)	3.58	2.04	3.26	4.52	3.74
每股净资产(最新摊薄)	18.69	20.12	23.75	26.96	30.45
估值比率					
P/E	30.9	26.9	23.2	21.0	19.7
P/B	4.5	4.2	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	17.9	15.6	13.2	11.4	10.3

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn