

2024年04月10日

# 青岛啤酒 (600600.SH)

## 公司快报

食品饮料 | 啤酒III

投资评级

**买入-B(首次)**

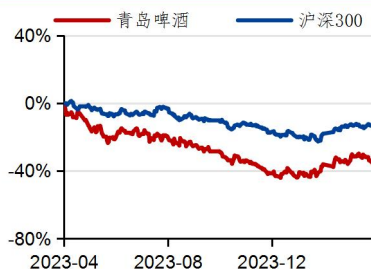
股价(2024-04-09)

78.45 元

### 交易数据

总市值(百万元)	107,021.24
流通市值(百万元)	55,283.59
总股本(百万股)	1,364.20
流通股本(百万股)	704.70
12个月价格区间	118.72/69.11

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.37	6.52	-20.32
绝对收益	0.05	13.84	-34.62

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001  
 lixinxin@huajinsec.com

### 相关报告

## 结构升级延续, 成本改善可期

### 事件:

公司发布 2023 年年报, 2023 全年公司实现营业收入 339.37 亿元, 同比+5.5%, 实现归母净利润 42.68 亿元, 同比+15.02%, 实现扣非归母净利润 37.21 亿元, 同比+15.94%。单季度来看, 23Q4 公司实现营业收入 29.58 亿元, 同比-3.4%, 实现归母净利润-6.4 亿元, 同比-15.01%, 实现扣非归母净利润-8.76 亿元, 同比-34.53%。

### 投资要点

◆ **收入分析: 高端化进程稳步推进, 基地市场增长亮眼。**2023 年公司实现营收 339.37 亿元, 同比+5.5% (其中 Q1: +16.27%; Q2: +8.16%; Q3: -4.58%; Q4: -3.37%)。公司啤酒业务实现收入 334.06 亿元, 同比+5.4%, 销量 800.7 万千升, 同比-0.82%, 对应吨价 4238.36 元, 同比+6.34%。其中, Q4 啤酒销量同比-10.1%, 我们认为 Q4 销量承压主要系受消费力疲软、舆情事件以及高基数扰动影响所致; Q4 吨价同比+7.5%, 我们认为主要系公司结构升级趋势延续以及提价所致。

1) **产品结构: 结构升级趋势延续。**2023 年青岛品牌实现销量 456 万千升, 同比+2.7%; 其他品牌销量实现 345 万千升, 同比-5.08%。2023 年中高端品牌实现销量 324 万千升, 同比+10.5%, 占比提升 4.2pct 至 40.5%。

2) **区域拆分: 基地市场增长亮眼。**2023 年山东、华北、华南、华东分别实现营收 228.69、79.81、36.21、27.71 亿元, 同比+7.03%、+1.51%、+6.53%、-0.26%, 大本营山东市场增长亮眼, 主要系公司持续巩固和提升基地市场的优势地位。

◆ **利润分析: 产品结构升级, 带动盈利能力提升。**2023 年公司实现归母净利润 42.68 亿元, 同比增长 15.02% (其中 Q1: +28.86%; Q2: +14.40%; Q3: +4.75%; Q4: -15.01%)。

1) **成本上,** 公司 23 年吨成本同比+3.34%, 其中原料吨成本同比+2.72% (22 年同比+10.63%), 原料成本压力有所放缓。公司 23 年毛利率为 38.66%, 同比提升 1.81pct, 主要系公司产品结构升级带动毛利率提升。其中 Q4 毛利率为 27.47%, 同比提升 2.22pct。

2) **费用上,** 23 年公司期间费用率为 17.30%, 同比提升 0.78pct。其中销售费用率同比提升 0.82pct, 主要系公司加大品牌宣传力度以及职工薪酬同比增加所致。综合来看, 23 年归母净利率为 12.58%, 同比提升 1.05pct。

◆ **展望 2024 年, 高端化趋势延续, 24 年成本改善可期。**展望 2024 年, 我们认为:

1) **收入端:** 考虑到 6-8 月欧洲杯和奥运会的催化, 叠加夏季传统旺季及低基数, 下半年销量同比预计有较好增长;

2) **渠道端:** 公司加速推进“一纵两横”战略带市场建设与布局, 巩固和提升基地市场优势地位, 积极开拓新兴市场;

3) **成本端:** 大麦双反政策取消或将直接带动啤酒企业原料成本改善, 同时玻瓶、



铝材、瓦楞纸等包材价格下降有望加强成本改善；

4) **利润端**：随着餐饮、旅游等相关现饮渠道的持续修复，叠加消费场景的多元化，有望推动公司产品组合高端化趋势延续，利润弹性可期。

◆ **投资建议**：短期来看，随着消费力恢复、成本改善以及夏季赛事催化，公司增长势能有望延续。中长期来看，公司高端化、全球化战略持续推进，有望带动均价提升。我们预测公司 2024 年至 2026 年营业收入增速分别为 4.4%、4.3%、4.1%，归母净利润增速分别为 15.8%、13.6%、12.6%，EPS 分别为 3.62、4.12、4.63 元，对应 PE 分别为 21.7x、19.1x、16.9x，首次覆盖，给予“买入-B”建议。

◆ **风险提示**：行业竞争加剧、原材料成本上涨风险、食品安全问题、消费复苏进度不及预期等。

#### 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	35,424	36,946	38,474
YoY(%)	6.6	5.5	4.4	4.3	4.1
归母净利润(百万元)	3,711	4,268	4,941	5,614	6,322
YoY(%)	17.6	15.0	15.8	13.6	12.6
毛利率(%)	36.8	38.7	40.5	41.8	42.8
EPS(摊薄/元)	2.72	3.13	3.62	4.12	4.63
ROE(%)	14.5	15.4	15.3	15.2	14.9
P/E(倍)	28.8	25.1	21.7	19.1	16.9
P/B(倍)	4.2	3.9	3.3	2.9	2.5
净利率(%)	11.5	12.6	13.9	15.2	16.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测

分产品来看：

**1) 主品牌(青岛啤酒)：**伴随公司高端化趋势持续延续，我们预计主品牌将呈现量价齐升的增长态势。我们预计主品牌 2024-2026 年营收分别为 250.08、267.58、284.97 亿元，同比增长 7.5%、7.0%、6.5%。

**2) 其他品牌(崂山啤酒)：**考虑到公司产品结构升级稳步推进，崂山啤酒销量预计持平微降，但吨价提升有望对冲销量微降，我们预计其他品牌 2024-2026 年营收分别为 98.59、96.02、93.62 亿元，同比-2.8%、-2.6%、-2.5%。

**3) 其他业务：**公司其他主营业务在整体营收中占比较小，我们预计 2024-2026 年公司营收增速分别为 5%、5%、5%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 354.24、369.46、384.74 亿元，同比增长 4.38%、4.3%、4.14%，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 49.41、56.14、63.22 亿元，同比增长 15.8%、13.6%、12.6%。

表 1：公司盈利拆分（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
青岛品牌	19795.91	21416.87	23262.99	25007.71	26758.25	28497.53
yoy	14.75%	8.19%	8.62%	7.50%	7.00%	6.50%
其他品牌	9876.79	10280.48	10142.81	9858.81	9602.48	9362.42
yoy	-2.08%	4.09%	-1.34%	-2.80%	-2.60%	-2.50%
其他业务收入	494.11	474.23	530.72	557.26	585.12	614.38
yoy	17.16%	-4.02%	11.91%	5.00%	5.00%	5.00%
总收入（百万元）	30166.81	32171.57	33936.52	35423.78	36945.86	38474.34
yoy	8.67%	6.65%	5.49%	4.38%	4.30%	4.14%
毛利率（%）	36.71%	36.85%	38.66%	40.47%	41.79%	42.78%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、可比公司估值

青岛啤酒品牌矩阵完善，高端化路径清晰，渠道竞争优势稳固，可比公司选择时，我们选取同为啤酒行业龙头公司作为可比公司，具体标的包括重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒。

估值来看，三家啤酒企业 2024-2025 年估值平均分别为 25x、21x，相较于其他三家啤酒企业，青岛啤酒 2024 年 PE 为 22x，低于可比公司均值。

表 2：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600132.SH	重庆啤酒	325	13	15	16	17	22	20	19
000729.SZ	燕京啤酒	262	-	9	12	-	30	23	-
002461.SZ	珠江啤酒	173	6	8	9	9	23	20	18
	平均	-	-	10	12	-	25	21	-
600600.SH	青岛啤酒	855	43	49	56	63	22	19	17

资料来源：Wind 一致预期，华金证券研究所，青岛啤酒盈利预测来自华金证券研究所，股价为 2024 年 4 月 9 日收盘价

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	32002	29612	37227	40912	49062	<b>营业收入</b>	32172	33937	35424	36946	38474
现金	17855	19282	25523	30357	37099	营业成本	20318	20817	21087	21506	22014
应收票据及应收账款	124	100	134	110	144	营业税金及附加	2391	2387	2670	2742	2830
预付账款	282	211	303	233	326	营业费用	4200	4708	4676	4877	4925
存货	4152	3540	4252	3695	4440	管理费用	1473	1519	1523	1552	1539
其他流动资产	9589	6479	7015	6518	7054	研发费用	63	101	106	111	115
<b>非流动资产</b>	18309	19644	19121	18562	17950	财务费用	-421	-457	-566	-506	-627
长期投资	368	365	380	395	410	资产减值损失	-15	-97	-18	-18	-19
固定资产	11009	11146	10901	10601	10237	公允价值变动收益	164	230	176	206	194
无形资产	2558	2493	2305	2120	1943	投资净收益	170	172	138	167	162
其他非流动资产	4374	5641	5535	5446	5360	<b>营业利润</b>	5001	5737	6887	7719	8631
<b>资产总计</b>	50312	49256	56348	59474	67013	营业外收入	20	23	23	25	23
<b>流动负债</b>	19672	16918	18906	17339	19477	营业外支出	15	13	15	13	14
短期借款	225	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	5006	5746	6894	7731	8640
应付票据及应付账款	3662	3146	3750	3283	3917	所得税	1201	1398	1789	1963	2153
其他流动负债	15785	13772	15155	14056	15561	<b>税后利润</b>	3805	4348	5105	5767	6487
<b>非流动负债</b>	4368	4083	4083	4083	4083	少数股东损益	94	80	164	153	165
长期借款	0	0	-0	-0	-0	<b>归属母公司净利润</b>	3711	4268	4941	5614	6322
其他非流动负债	4368	4083	4083	4083	4083	EBITDA	5562	6296	7295	8018	8803
<b>负债合计</b>	24039	21001	22989	21422	23560	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	777	805	969	1122	1287	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	1364	1364	1364	1364	1364	<b>成长能力</b>					
资本公积	4154	4207	4207	4207	4207	营业收入(%)	6.6	5.5	4.4	4.3	4.1
留存收益	19929	21735	25029	28911	33517	营业利润(%)	12.3	14.7	20.0	12.1	11.8
归属母公司股东权益	25495	27449	32391	36931	42165	归属于母公司净利润(%)	17.6	15.0	15.8	13.6	12.6
<b>负债和股东权益</b>	50312	49256	56348	59474	67013	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	36.8	38.7	40.5	41.8	42.8
						净利率(%)	11.5	12.6	13.9	15.2	16.4
						ROE(%)	14.5	15.4	15.3	15.2	14.9
						ROIC(%)	11.4	12.5	12.7	12.6	12.5
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	47.8	42.6	40.8	36.0	35.2
						流动比率	1.6	1.8	2.0	2.4	2.5
						速动比率	1.1	1.3	1.5	1.9	2.0
						<b>营运能力</b>					
						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
						<b>估值比率</b>					
						P/E	28.8	25.1	21.7	19.1	16.9
						P/B	4.2	3.9	3.3	2.9	2.5
						EV/EBITDA	16.5	14.4	11.6	9.9	8.3

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)