



股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	117.04
总股本/流通股本(亿股)	13.64 / 7.00
总市值/流通市值(亿元)	1,597 / 820
52周内最高/最低价	124.33 / 79.70
资产负债率(%)	47.8%
市盈率	42.78
第一大股东	香港中央结算(代理人) 有限公司
持股比例(%)	45.0%

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com

青岛啤酒(600600)

高端化进展顺利，全年盈利有望持续高增

● 事件

公司发布 2023 年一季报，公司 2023 年一季度实现营业收入 107.06 亿元，同增 16.27%；归母净利润 14.51 亿元，同增 28.86%；扣非归母净利润 13.49 亿元，同增 32.07%，略超预期。

● 核心观点

高端化进展顺利，23Q1 量价齐升。23Q1 实现销量 236.3 万千升，同增 11.0%，已恢复至疫情前水平，比 19Q1 同增 9.1%。其中，公司 23Q1 产品结构持续升级，主品牌销量 140.1 万千升，同增 7.5%，中高端以上产品实现销量 98.4 万千升，同比增长 11.6%，高端化进展顺利。吨价方面，受益于夜场、餐饮等现饮渠道复苏、公司重视非现饮渠道开拓，叠加提价，23Q1 吨价同增 4.8%至 4530.8 元/千升。

成本费用管控良好，盈利能力持续提升。毛利率方面，吨成本同增 4.0%至 2794.7 元/千升，环比下降约 3.4%，原材料成本下行已于报表端体现，同时受益于公司持续进行精益化管理等措施，毛利率同增 0.5pct 至 38.3%。费用率方面，销售费用率同降 0.4pct 至 13.8%，管理费用率同降 0.9pct 至 3.0%，期间费用控制良好。综合来看，公司 23Q1 归母净利率同增 1.3pcts 至 13.6%，扣非后归母净利率同增 1.5pcts 至 12.6%。

多方位催化销售增长，全年盈利有望持续高增。展望全年，现饮消费场景修复，非现饮场景持续培育开拓，叠加气温升高、旺季来临，同时考虑到淄博烧烤（淄博位于鲁中，青岛啤酒为其主要消费品牌）、青岛啤酒节等催化作用，将带动公司崂山及经典等中高端品牌销售，同时，公司对纯生换包升级后积极进行全链路广告宣传与渠道推广，通过“TSINGTAO1903 青岛啤酒吧”进行高端品牌建设，叠加部分品牌提价落地，预计 23 年全年高端化仍将顺利推进，量价齐升态势延续。此外，成本费用方面，原材料、包材等成本下降已开始于报表端体现，全年成本可控，叠加公司关厂减员提效进展顺利，管理运营效率亦有望持续提升，进而有望推动公司全年盈利维持高增。

● 盈利预测与投资建议

公司开源节流、提质增效精细化管理，叠加外部有利环境催化，同时公司线上线下并举助力品牌势能进一步提升，中高端产品规模有望进一步扩大，公司高质量发展可期。我们预计 2023-25 年归母净利润分别为 43.97/51.62/59.58 亿元，对应 23-25 年 EPS 分别为

3.22/3.78/4.37 元，对应当前股价 PE 为 35/30/26 倍，考虑到公司产品结构升级有望加速，给予 23 年 40 倍 PE，对应目标价为 129 元，首次覆盖给予“买入”评级。

● **风险提示：**

市场竞争加剧风险；原材料成本变动风险；高端化超预期风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	32172	34765	37086	39352
增长率(%)	6.6	8.1	6.7	6.1
EBITDA（百万元）	5663	7288	8534	9611
归属母公司净利润（百万元）	3711	4397	5162	5958
增长率(%)	17.6	18.5	17.4	15.4
EPS（元/股）	2.72	3.22	3.78	4.37
市盈率（P/E）	41.73	35.22	30.00	25.99
市净率（P/B）	6.07	5.18	4.42	3.78
EV/EBITDA	25.05	19.34	16.39	14.45

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	32172	34765	37086	39352	营业收入	6.6%	8.1%	6.7%	6.1%
营业成本	20318	20896	21484	22075	营业利润	0.0%	22.1%	0.0%	0.0%
税金及附加	2391	2583	2756	2924	归属于母公司净利润	17.6%	18.5%	17.4%	15.4%
销售费用	4200	4384	4659	4924	获利能力				
管理费用	1473	1517	1601	1680	毛利率	36.8%	39.9%	42.1%	43.9%
研发费用	63	66	70	75	净利率	11.8%	13.0%	14.3%	15.5%
财务费用	-421	-55	-65	-71	ROE	14.6%	14.7%	14.7%	14.5%
资产减值损失	-26	-137	-146	-155	ROIC	26.3%	33.9%	31.2%	28.9%
营业利润	5001	6108	7342	8476	偿债能力				
营业外收入	20	25	25	25	资产负债率	47.8%	48.0%	48.8%	49.5%
营业外支出	15	16	16	16	流动比率	1.63	1.70	1.73	1.76
利润总额	5006	6117	7351	8485	营运能力				
所得税	1201	1609	2058	2376	应收账款周转率	268.99	246.77	246.77	246.77
净利润	3805	4508	5293	6109	存货周转率	4.89	5.12	5.12	5.12
归母净利润	3711	4397	5162	5958	总资产周转率	0.64	0.69	0.72	0.75
每股收益(元)	2.72	3.22	3.78	4.37	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.72	3.22	3.78	4.37
货币资金	17855	19145	20786	22396	每股净资产	18.69	21.91	25.69	30.06
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	124	145	155	164	PE	41.73	35.22	30.00	25.99
预付款项	282	289	309	327	PB	6.07	5.18	4.42	3.78
存货	4152	4080	4194	4310	现金流量表				
流动资产合计	32002	33603	35873	38100	净利润	3805	3859	4634	5465
固定资产	11164	10344	9503	8434	折旧和摊销	1077	1227	1248	1197
在建工程	457	228	0	0	营运资本变动	923	45	283	282
无形资产	2558	2430	2302	2174	其他	-963	-55	-65	-71
非流动资产合计	18309	17102	15874	14697	经营活动现金流净额	4842	5076	6100	6873
资产总计	50312	50704	51747	52796	资本开支	-1909	151	0	0
短期借款	225	0	0	0	其他	-290	478	639	624
应付票据及应付账款	3662	3457	3555	3653	投资活动现金流净额	-2199	629	639	624
其他流动负债	15785	16344	17158	17959	股权融资	198	0	0	0
流动负债合计	19672	19802	20713	21612	债务融资	-35	-225	0	0
其他	4368	4519	4519	4519	其他	-1839	-4190	-5097	-5887
非流动负债合计	4368	4519	4519	4519	筹资活动现金流净额	-1676	-4415	-5097	-5887
负债合计	24039	24321	25232	26131	现金及现金等价物净增加额	989	1290	1642	1610
股本	1364	1364	1364	1364					
资本公积金	4154	4154	4154	4154					
未分配利润	19977	24373	29535	35493					
少数股东权益	777	889	1020	1171					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	26272	30780	36073	42182					
负债和所有者权益总计	50312	55101	61305	68313					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048