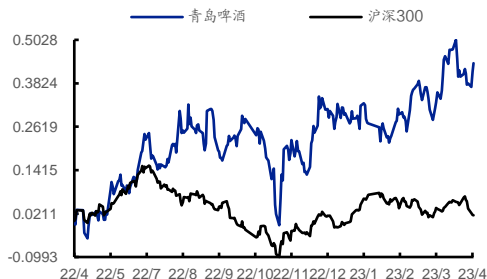


研究所
 证券分析师: 薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师: 宋英男 S0350522040002
 songyn@ghzq.com.cn

量价齐升利润高增，百廿青啤稳步向前

——青岛啤酒（600600）2023 一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2023/04/26		
表现	1M	3M	12M	
青岛啤酒	5.9%	13.1%	45.7%	
沪深 300	-1.7%	-5.3%	4.6%	

市场数据		2023/04/26
当前价格(元)		118.94
52 周价格区间(元)		76.60-125.65
总市值(百万)		162,261.85
流通市值(百万)		83,290.48
总股本(万股)		136,423.28
流通股本(万股)		70,027.30
日均成交额(百万)		795.99
近一月换手(%)		0.75

相关报告

《——青岛啤酒（600600）年报点评：产品结构持续升级，2021 实现高质量发展（买入）*饮料制造*薛玉虎，刘洁铭》——2022-03-29

《——青岛啤酒（600600）事件点评：业绩表现符合预期，高端化趋势不改（买入）*饮料制造*薛玉虎，刘洁铭》——2022-01-14

事件：

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

投资要点：

■ **消费场景稳步复苏，2023Q1 公司实现量价齐升。**春节后餐饮等消费场景和终端消费快速修复，一季度公司抢抓机遇，实现销量 236.3 万千升（同比+11.0%），其中青岛主品牌实现销量 140.1 万千升（同比+7.5%），中高端以上产品销量同比增长 11.6%至 98.4 万千升；同时，受去年同期疫情影响，以崂山等产品为代表的区域品牌在低基数基础上实现销量 96.2 万千升（同比+16.7%）。从吨价看，2023Q1 公司吨价为 4531 元/吨（同比+4.7%），公司延续结构升级趋势，预计一季度白啤、经典等延续稳健增长，纯生在低基数基础上恢复弹性增长，崂山等产品稳步替换各区域品牌。

■ **毛利提升+费用优化，公司盈利能力稳步提升。**受毛利率提升+费用优化提振，2023Q1 公司盈利能力稳步提升，净利率同+1.3pct 至 13.6%。整体来看，一季度公司吨价/吨成本同比分别增长 4.7%/3.9%，影响毛利率微增 0.5pct 至 38.3%，预计成本下行传导至生产端仍需时间。同时，公司积极开源节流、控本降费、提质增效的效果显著，管理费用率/销售费用率/税金及附加比率同比分别下降 0.9/0.4/0.3pct。

■ **公司旺季复苏可期，长期高端化趋势不改。**短期看，节后啤酒消费场景逐步修复，终端动销环比加速，据国家统计局数据，2023 年 1-3 月，中国规模以上企业啤酒产量 852.7 万千升，同比增长 4.5%，仅 3 月产量即实现 343.3 万千升，同比增长 20.4%。当前行业逐步进入旺季，考虑到去年同期行业受疫情影响基数较低，预计二季度行业仍将保持较快复苏节奏。此外成本稳步回落预计也将提振公司盈利能力。**长期看**，公司当前基本形成了完整的本土化高端产品矩阵和全国渠道网络，品牌力突出，消费者认可度高。公司管理层锐意进取，持续推动内外改革提效举措落地，长期看公司仍将延续高

端化趋势不改。

- **盈利预测和投资评级:** 当前啤酒步入旺季, 场景改善修复空间较大, 中长期板块盈利能力预计仍将持续提升, 青岛啤酒作为百年国货精品, 产品优异, 渠道和品牌力突出, 预计未来仍将实现稳健增长。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.30/3.88/4.46 元, 对应 PE 分别为 36/31/27 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 消费复苏仍需时间; 2) 市场竞争加剧导致费用提升; 3) 经济大幅波动致产品价格下滑; 4) 产品升级节奏不及预期; 5) 食品安全风险。相关数据及资料与公司公布内容如有差异, 以公司公布内容为准。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	32172	34706	36896	39001
增长率 (%)	7	8	6	6
归母净利润 (百万元)	3711	4496	5298	6087
增长率 (%)	18	21	18	15
摊薄每股收益 (元)	2.72	3.30	3.88	4.46
ROE (%)	15	16	17	17
P/E	39.29	36.09	30.63	26.66
P/B	5.75	5.70	5.09	4.55
P/S	4.56	4.68	4.40	4.16
EV/EBITDA	23.89	23.34	20.64	17.01

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：青岛啤酒盈利预测表

证券代码:	600600				股价:	118.94				投资评级:	买入				日期:	2023/04/26			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E										
盈利能力					每股指标														
ROE	15%	16%	17%	17%	EPS	2.74	3.30	3.88	4.46										
毛利率	37%	38%	38%	39%	BVPS	18.69	20.85	23.36	26.14										
期间费率	16%	16%	15%	14%	估值														
销售净利率	12%	13%	14%	16%	P/E	39.29	36.09	30.63	26.66										
成长能力					P/B	5.75	5.70	5.09	4.55										
收入增长率	7%	8%	6%	6%	P/S	4.56	4.68	4.40	4.16										
利润增长率	18%	21%	18%	15%															
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
总资产周转率	0.64	0.66	0.62	0.62	营业收入	32172	34706	36896	39001										
应收账款周转率	268.99	185.46	335.50	189.91	营业成本	20318	21650	22719	23745										
存货周转率	7.75	9.47	8.05	9.34	营业税金及附加	2391	2429	2509	2574										
偿债能力					销售费用	4200	4304	4428	4407										
资产负债率	48%	44%	45%	41%	管理费用	1473	1492	1476	1404										
流动比	1.63	1.80	1.83	2.01	财务费用	-421	-273	-236	-279										
速动比	1.09	1.16	1.09	1.24	其他费用/(-收入)	63	28	30	31										
					营业利润	5001	6062	7133	8206										
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业外净收支	5	4	14	6										
现金及现金等价物	20539	21781	22876	26577	利润总额	5006	6066	7147	8212										
应收款项	124	236	76	265	所得税费用	1201	1456	1715	1971										
存货净额	4152	3663	4584	4177	净利润	3805	4610	5432	6241										
其他流动资产	7187	8440	13031	12752	少数股东损益	94	114	134	154										
流动资产合计	32002	34120	40567	43771	归属于母公司净利润	3711	4496	5298	6087										
固定资产	11009	11056	11212	11607															
在建工程	457	542	666	563	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
无形资产及其他	6475	6540	6572	6620	经营活动现金流	4879	3357	3312	6612										
长期股权投资	368	365	361	360	净利润	3711	4496	5298	6087										
资产总计	50312	52623	59378	62921	少数股东权益	94	114	134	154										
短期借款	225	225	225	225	折旧摊销	1125	703	538	630										
应付款项	3662	2925	4399	3351	公允价值变动	-164	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	759	-1623	-2145	97										
其他流动负债	15785	15774	17507	18155	投资活动现金流	-2199	-844	-793	-735										
流动负债合计	19672	18924	22131	21732	资本支出	-1738	-719	-488	-784										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-1112	-321	-507	-176										
其他长期负债	4368	4364	4357	4348	其他	651	195	202	225										
长期负债合计	4368	4364	4357	4348	筹资活动现金流	-1676	-1551	-1884	-2299										
负债合计	24039	23288	26489	26079	债务融资	-42	-3	-7	-9										
股本	1364	1364	1364	1364	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	26272	29334	32889	36841	其它	-1634	-1548	-1877	-2289										
负债和股东权益总计	50312	52623	59378	62921	现金净增加额	1026	961	635	3578										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，从业证书编号：S0350521110005。研究所食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，从业证书编号：S0350521110006。研究所食品饮料组联席首席，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

宋英男，从业证书编号：S0350522040002。复旦大学硕士，主要覆盖白酒、啤酒等板块，曾任职于方正证券、东吴证券等。

【分析师承诺】

薛玉虎，宋英男，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。