

青岛啤酒 (600600.SH) / 青岛啤酒股份 (00168.HK)

2024 一季报点评: 业绩超预期, 利润率显著提升

2024 年 04 月 29 日

买入(维持)-A / 买入(首次)-H

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书: S0600522090007

liyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	32,172	33,937	35,745	37,540	38,973
同比 (%)	6.65	5.49	5.33	5.02	3.82
归母净利润 (百万元)	3,711	4,268	5,097	5,740	6,414
同比 (%)	17.59	15.02	19.44	12.60	11.74
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.72	3.13	3.74	4.21	4.70
P/E (A)	29.16	25.35	21.23	18.85	16.87
P/E (H)	18.61	16.18	13.55	12.40	10.77

行业走势



关键词: #业绩超预期 #成本下降 #产品结构变动带来利润率上升

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 一季报, 2024Q1 实现营收 101.5 亿元 (yoy-5.2%), 归母净利润 16.0 亿元 (yoy+10.1%), 扣非归母净利润 15.1 亿元 (yoy+12.1%), 公司收入符合预期, 业绩双位数增长超预期。
- **中高档产品销量占比持续提升, 吨价同比增长。** 2024Q1 公司整体啤酒销量达 218.4 万千升 (yoy-7.6%), 其中中高档以上产品销量为 96 万千升 (yoy-2.4%)。分品牌看, 2024Q1 主品牌青岛销量 132.2 万千升 (yoy-5.6%), 崂山及其他品牌销量 86.2 万千升 (yoy-10.4%)。公司销量在去年同期高基数下增长有所承压 (2023Q1 公司整体销量同比增长超 11%), 但产品结构升级趋势延续, 叠加低端产品线加速迭代, 公司 2024Q1 中高档以上产品销量占比整体销量达 44.0% (同比+2.3pct), 公司吨价达 4,647 元 (yoy+2.5%)
- **原料成本下行&结构升级带动毛利率大幅提升, 销售费用率优化。** 2024Q1 公司吨酒成本为 2,768 元 (yoy-1%), 受益大麦等原料价格下行、产品持续结构升级等催化, 公司 2024Q1 毛利率达 40.4% (yoy+2.1pct)。公司 2024Q1 销售费用率 12.8% (yoy-1pct), 我们预计主要系公司回收部分非强势市场投入以提升费效比所致, 2024Q1 管理费用率 3.4% (yoy+0.4pct), 财务费用率-1.4% (yoy-0.4pct), 归母净利率同比增长 2.2pct 至 15.7%, 盈利能力提升显著。
- **成本优化&利润率提升如期兑现, 场景修复+经营旺季值得期待。** 2024Q1 以来线下餐饮场景有所修复, 公司备货及动销情况良好, 升级趋势延续。展望 2024, 我们预计公司销售节奏前低后高 (对应 23 年销量基数前高后低), 整体销量平稳之下持续打造核心产品矩阵, 加快迭代低档产品, 推动产品结构优化, 吨价持续提升, 啤酒旺季值得期待。同时考虑原材料成本下降 (我们预计 2024 年吨成本同比下降 2%)、费控持续稳健, 预计利润增速将持续快于收入。
- **盈利预测与投资评级:** 基于上述假设&一季报业绩, 我们上调公司 2024-26 年归母净利润预测至 51/57/64 亿元 (2024-26 年归母净利润 CAGR 为 12%, 前值为 50/57/64 亿元), 最新收盘价对应 A 股 2024-26 年 PE 为 21/19/17 倍, 中长线看好公司持续成长性, 维持“买入”评级。青啤 H 股估值低于 A 股, 股息率更高, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争; 场景复苏、结构升级不及预期; 原料成本波动; 食品安全与舆情风险。

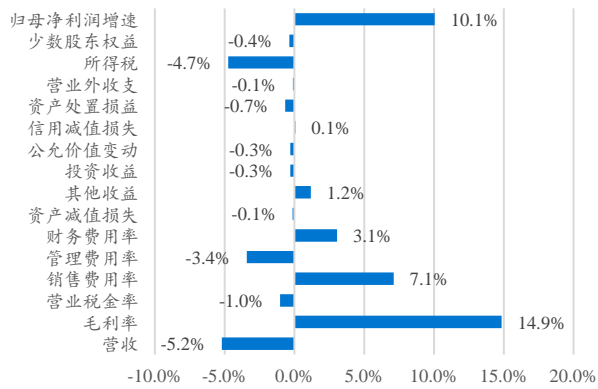
市场数据

人民币/港币	600600 SH	00168 HK
收盘价	79.31	55.80
52 周价格范围	68.35/112.15	43.20/84.50
市净率 (倍)	3.72	2.77
市值 (百万)	108,194.45	76,122.18

相关研究

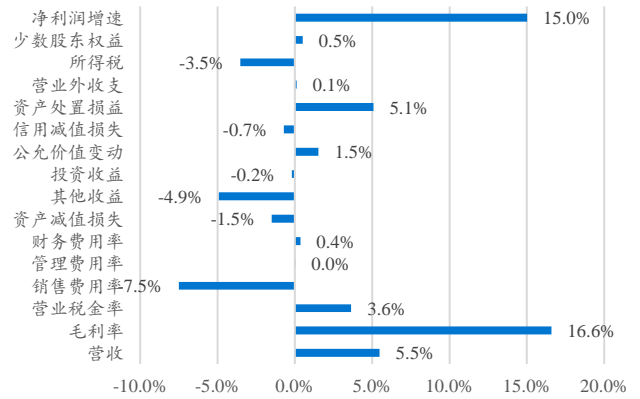
- 《青岛啤酒(600600): 2023 年报点评: 业绩基本符合预期, 结构持续优化》
2024-03-28
- 《青岛啤酒(600600): 2023 年三季报点评: 业绩符合预期, 期待结构化升级弹性》
2023-10-30

图1: 青岛啤酒 24Q1 归母净利润增速贡献拆分



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图2: 青岛啤酒 2023 全年归母净利润增速贡献拆分



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

青岛啤酒三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	29,612	30,152	34,205	38,133	营业总收入	33,937	35,745	37,540	38,973
货币资金及交易性金融资产	21,206	20,838	24,638	28,376	营业成本(含金融类)	20,817	21,313	21,876	22,282
经营性应收款项	311	363	379	384	税金及附加	2,387	2,574	2,628	2,728
存货	3,540	3,919	4,033	4,100	销售费用	4,708	4,826	4,993	5,106
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,519	1,609	1,614	1,676
其他流动资产	4,555	5,032	5,154	5,272	研发费用	101	71	75	78
非流动资产	19,644	20,248	20,702	21,109	财务费用	(457)	(575)	(554)	(659)
长期股权投资	365	368	371	374	加:其他收益	391	558	551	543
固定资产及使用权资产	11,265	11,715	12,183	12,615	投资净收益	172	197	198	206
在建工程	499	501	502	503	公允价值变动	230	50	50	50
无形资产	2,493	2,463	2,433	2,403	减值损失	(97)	(86)	(86)	(86)
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	资产处置收益	179	249	149	211
长期待摊费用	111	131	141	141	营业利润	5,737	6,896	7,771	8,687
其他非流动资产	3,604	3,764	3,765	3,765	营业外净收支	10	13	9	11
资产总计	49,256	50,401	54,907	59,242	利润总额	5,746	6,909	7,780	8,697
流动负债	16,918	19,580	20,272	20,869	减:所得税	1,398	1,658	1,867	2,087
短期借款及一年内到期的非流动负债	50	104	154	204	净利润	4,348	5,251	5,913	6,610
经营性应付款项	3,146	3,501	3,601	3,655	减:少数股东损益	80	154	173	196
合同负债	7,691	9,209	9,525	9,889	归属母公司净利润	4,268	5,097	5,740	6,414
其他流动负债	6,030	6,767	6,992	7,122	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.13	3.74	4.21	4.70
非流动负债	4,083	4,157	4,167	4,167	EBIT	4,778	6,334	7,226	8,039
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	5,961	6,918	7,834	8,658
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.66	40.37	41.73	42.83
租赁负债	63	78	88	88	归母净利率(%)	12.58	14.26	15.29	16.46
其他非流动负债	4,019	4,079	4,079	4,079	收入增长率(%)	5.49	5.33	5.02	3.82
负债合计	21,001	23,737	24,439	25,037	归母净利润增长率(%)	15.02	19.44	12.60	11.74
归属母公司股东权益	27,449	25,705	29,336	32,877					
少数股东权益	805	959	1,132	1,328					
所有者权益合计	28,255	26,663	30,468	34,205					
负债和股东权益	49,256	50,401	54,907	59,242					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,778	7,019	6,596	7,203	每股净资产(元)	20.12	18.84	21.50	24.10
投资活动现金流	(3,463)	(913)	(992)	(784)	ROIC(%)	13.14	17.44	19.08	18.74
筹资活动现金流	(2,868)	(2,664)	(3,102)	(3,485)	ROE-摊薄(%)	15.55	19.83	19.57	19.51
现金净增加额	(3,548)	3,442	2,501	2,934	资产负债率(%)	42.64	47.10	44.51	42.26
折旧和摊销	1,182	584	608	619	P/E (A)	25.35	21.23	18.85	16.87
资本开支	(895)	(776)	(922)	(833)	P/B (A)	3.94	4.21	3.69	3.29
营运资本变动	(2,203)	1,715	389	358					

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据货币单位均为人民币,港元汇率取2024年4月29日0.9077,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>