

青岛啤酒 (600600.SH)

买入 (维持评级)

高端化韧性彰显，利润率提升逻辑稳步兑现

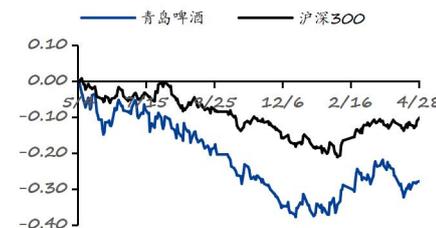
事件：青岛啤酒发布2024年一季度报告，公司24Q1实现营业收入101.5亿元，同比-5.19%，实现归属于母公司股东的净利润15.97亿元，同比+10.06%，实现扣非归母净利润15.13亿元，同比+12.11%。

当前价格：79.31元
目标价格：108.09元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,364.20/704.70
流通A股市值(百万元)	55,889.63
每股净资产(元)	20.12
资产负债率(%)	42.64
一年内最高/最低价(元)	117.63/67.56

一年内股价相对走势



➤ 高端化韧性彰显，吨成本同比改善明显

公司24Q1持续推进品牌优化和产品结构升级，实现销量218.4万吨，同比-7.58%，其中青岛主品牌实现销量132.2万吨，同比-5.64%，中高端以上产品实现销量96万吨，同比-2.44%，下降幅度均低于公司总体水平，驱动公司吨酒价格同比增长2.58%至4647.44元。

➤ 吨成本同比改善明显，盈利弹性逐步释放

24Q1，公司吨酒成本对比同期下降了0.96%，我们认为主要来自原材料成本改善和结构提升的双重促进，受益于吨成本的改善和吨价的提升，公司24Q1毛利率对比同期增长了2.12pct至40.44%，盈利弹性逐步释放，销售费用率对比同期减少了1.01pct至12.83%，驱动毛销差对比同期提升了3.13pct至27.61，其余管理/研发/财务费用率分别对比同期+0.41/+0.08/-0.43pct至3.4%/0.18%/-1.39%，驱动净利率水平对比同期增长了2.23pct至15.99%，利润率水平稳步提升。

团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师：张东雪(S0210523060001)
zdx30145@hfzq.com.cn
联系人：林若尧(S0210123070039)
lry30204@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、高端化持续推进，盈利弹性亟待兑现——2024.03.27
- 2、【华福食品饮料】青岛啤酒(600600.SH)2023年第三季度报告点评：短期挑战不改高端化趋势，结构升级加速演绎——2023.10.28
- 3、【华福食品饮料】青岛啤酒(600600.SH)2023年半年报点评：高端化势能延续，盈利弹性持续释放——2023.08.27

➤ 盈利预测与投资建议

考虑到公司吨成本改善路径明确，我们调整了公司的盈利预测，预计24-26年归母净利润分别为52.82/62.84/71.54亿元(原24-26年分别为52.49/62.46/71.2亿元)，对应PE分别为20/17/15倍。考虑到公司在我国啤酒市场中具备较强的市场地位，合理给予其24年28倍PE，对应目标价108.09元/股，维持买入评级。

➤ 风险提示

原材料成本增长、竞争加剧、食品安全问题等风险

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	32,172	33,937	35,535	37,034	38,482
增长率	7%	5%	5%	4%	4%
净利润(百万元)	3,711	4,268	5,282	6,283	7,154
增长率	18%	15%	24%	19%	14%
EPS(元/股)	2.72	3.13	3.87	4.61	5.24
市盈率(P/E)	29.2	25.4	20.5	17.2	15.1
市净率(P/B)	4.2	3.9	3.6	3.3	3.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,282	23,063	27,054	30,409	营业收入	33,937	35,535	37,034	38,482
应收票据及账款	100	112	113	119	营业成本	20,817	20,832	20,842	20,865
预付账款	211	250	250	237	税金及附加	2,387	2,499	2,605	2,706
存货	3,540	3,870	3,892	3,773	销售费用	4,708	4,859	5,016	5,089
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,519	1,555	1,587	1,572
其他流动资产	6,479	7,837	7,483	8,021	研发费用	101	71	70	65
流动资产合计	29,612	35,132	38,793	42,559	财务费用	-457	-529	-624	-574
长期股权投资	365	366	366	366	信用减值损失	-14	-5	-3	-7
固定资产	11,132	10,239	9,418	8,663	资产减值损失	-83	-99	-69	-84
在建工程	499	499	499	499	公允价值变动收益	230	216	204	217
无形资产	2,493	2,399	2,281	2,191	投资收益	172	176	173	174
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	其他收益	391	467	467	442
其他非流动资产	3,849	3,028	3,214	3,397	营业利润	5,737	7,087	8,441	9,607
非流动资产合计	19,644	17,838	17,086	16,423	营业外收入	22	22	23	23
资产合计	49,256	52,970	55,878	58,983	营业外支出	13	13	13	13
短期借款	0	0	0	0	利润总额	5,746	7,096	8,451	9,617
应付票据及账款	3,146	3,501	3,470	3,378	所得税	1,398	1,715	2,049	2,328
预收款项	0	0	0	0	净利润	4,348	5,381	6,402	7,289
合同负债	7,691	8,054	8,393	8,722	少数股东损益	80	99	118	135
其他应付款	3,231	3,231	3,231	3,231	归属母公司净利润	4,268	5,282	6,284	7,154
其他流动负债	2,850	3,181	3,137	3,152	EPS (按最新股本摊薄)	3.13	3.87	4.61	5.24
流动负债合计	16,918	17,965	18,231	18,482					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	4,083	4,318	4,256	4,219					
非流动负债合计	4,083	4,318	4,256	4,219					
负债合计	21,001	22,283	22,487	22,701					
归属母公司所有者权益	27,449	29,782	32,368	35,124					
少数股东权益	805	905	1,023	1,158					
所有者权益合计	28,255	30,687	33,391	36,282					
负债和股东权益	49,256	52,970	55,878	58,983					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,778	4,551	7,099	7,226
现金收益	5,019	6,064	6,911	7,771
存货影响	612	-331	-21	118
经营性应收影响	177	49	68	90
经营性应付影响	-678	354	-31	-92
其他影响	-2,352	-1,586	173	-662
投资活动现金流	-3,463	1,162	37	-6
资本支出	-1,242	-225	-194	-211
股权投资	3	-2	0	1
其他长期资产变化	-2,224	1,389	231	204
融资活动现金流	-2,868	-1,932	-3,145	-3,866
借款增加	-224	-1	0	0
股利及利息支付	-2,534	-3,767	-4,481	-5,102
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-110	1,836	1,336	1,236

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	5.5%	4.7%	4.2%	3.9%
EBIT 增长率	15.4%	24.2%	19.2%	15.5%
归母公司净利润增长率	15.0%	23.8%	19.0%	13.9%
获利能力				
毛利率	38.7%	41.4%	43.7%	45.8%
净利率	12.8%	15.1%	17.3%	18.9%
ROE	15.1%	17.2%	18.8%	19.7%
ROIC	21.6%	23.4%	25.6%	27.2%
偿债能力				
资产负债率	42.6%	42.1%	40.2%	38.5%
流动比率	1.8	2.0	2.1	2.3
速动比率	1.5	1.7	1.9	2.1
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	1	1	1	1
存货周转天数	67	64	67	66
每股指标 (元)				
每股收益	3.13	3.87	4.61	5.24
每股经营现金流	2.04	3.34	5.20	5.30
每股净资产	20.12	21.83	23.73	25.75
估值比率				
P/E	25	20	17	15
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	48	40	35	31

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn