

成本红利释放，营收有望提速

2024 年 05 月 01 日

► **事件：**2024 年 4 月 29 日，公司发布 2024 年一季报。24Q1 公司营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 101.50/15.97/15.13 亿元，分别同比-5.19%/+10.06%/+12.11%；归母净利率 15.74% (yoy+2.18pct)；扣非归母净利率 14.91% (yoy+2.30pct)。

► **高基数下销量略有承压，结构升级节奏稳健，Q2 营收有望提速。**24Q1，公司销量同比-7.58%至 218.4 万千升，公司销量略有承压一方面系基数较高(23Q1 同比+11.0%)，同时春节后现饮消费表现较平淡。结构端看，青岛啤酒主品牌销量同比-5.64%至 132.2 万千升，其中中高端及以上产品销量同比-2.44%至 96 万千升。其他品牌、主品牌内中高端以下产品占比分别同比-1.2/-1.1pct，而主品牌中高端产品占比同比+2.3pct。在现饮渠道复苏较为缓慢的情况下，公司仍保持稳健升级节奏，驱动公司吨价平稳增长，Q1 同比+2.58%。展望 Q2，随着啤酒旺季逐步到来，公司有望积极开展市场投入动作，叠加销量基数回落，Q2 营收有望提速。

► **成本红利兑现，费用持续精益，盈利能力稳步提升。**24Q1 公司吨成本同比-0.96%，成本压力显著回落 (vs 2023 年同比+3.3%)，预计主要是澳麦双反政策取消后公司麦芽采购价格下降，展望全年，后续成本红利有望稳步释放。得益于成本下行和吨价提升，24Q1 公司毛利率同比+2.12pct 至 40.44%，改善明显。费用端公司管控良好，其中销售费用率同比-1.02pct，主因费用投放持续精细化，其他期间费用率整体保持平稳，管理/研发/财务费用率分别同比+0.41/+0.08/-0.44pct。综上，24Q1 公司扣非后归母净利率同比+2.30pct 至 14.91%，盈利能力稳步提升。

► **收入端韧性强，成本红利有望稳步释放。**目前我国啤酒行业竞争态势仍属较好阶段，高端化空间较广，行业结构改善由供需两端共同驱动。在当前外部经济环境下，不同价格带升级速率有一定分化，其中 8-10 元需求景气度较好。我们看好公司大单品经典在核心基地市场持续承接下方产品向上升级，同时中低端产品内部亦有迭代优化空间。公司收入端韧性强，且年内成本红利有望稳步释放，业绩确定性较高。建议后续持续关注旺季天气及现饮渠道景气恢复情况。

► **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 353.96/368.50/382.79 亿元，分别同比增 4.3%/4.1%/3.9%；归母净利润分别为 50.31/57.63/64.76 亿元，分别同比增 17.9%/14.6%/12.4%，当前股价对应 PE 分别为 22/19/17 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**旺季天气不及预期；餐饮恢复不及预期；中高端啤酒竞争加剧等。

推荐

维持评级

当前价格：

81.96 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张馨予

执业证书：S0100523060004

邮箱：zhangxinyu@mszq.com

相关研究

1. 青岛啤酒 (600600.SH) 2023 年年报点评：吨价表现亮眼，成本有望下行-2024/03/27
2. 青岛啤酒 (600600.SH) 2023 年一季报点评：Q1 开门红量价齐升，关注旺季结构表现-2023/05/07
3. 青岛啤酒 (600600.SH) 2022 年年报点评：结构升级趋势显著，23 年高端化进程可期-2023/03/27

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	33,937	35,396	36,850	38,279
增长率 (%)	5.5	4.3	4.1	3.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,268	5,031	5,763	6,476
增长率 (%)	15.0	17.9	14.6	12.4
每股收益 (元)	3.13	3.69	4.22	4.75
PE	26	22	19	17
PB	4.1	3.8	3.5	3.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	33,937	35,396	36,850	38,279
营业成本	20,817	20,792	21,072	21,367
营业税金及附加	2,387	2,478	2,579	2,680
销售费用	4,708	5,062	5,233	5,359
管理费用	1,519	1,487	1,474	1,455
研发费用	101	105	109	114
EBIT	4,778	5,960	6,868	7,794
财务费用	-457	-470	-540	-567
资产减值损失	-83	-78	-77	-78
投资收益	172	155	155	157
营业利润	5,737	6,737	7,720	8,676
营业外收支	10	10	10	10
利润总额	5,746	6,747	7,730	8,686
所得税	1,398	1,619	1,855	2,085
净利润	4,348	5,128	5,874	6,602
归属于母公司净利润	4,268	5,031	5,763	6,476
EBITDA	5,961	7,148	8,071	8,954

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,282	24,656	27,188	29,772
应收账款及票据	100	149	145	136
预付款项	211	270	274	278
存货	3,540	3,871	3,976	4,101
其他流动资产	6,479	5,204	5,293	5,424
流动资产合计	29,612	34,151	36,875	39,711
长期股权投资	365	519	674	831
固定资产	11,146	11,193	11,293	11,393
无形资产	2,493	2,490	2,540	2,590
非流动资产合计	19,644	20,576	20,927	21,336
资产合计	49,256	54,727	57,802	61,047
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	3,146	3,874	4,041	4,098
其他流动负债	13,772	16,178	16,560	16,921
流动负债合计	16,918	20,051	20,601	21,019
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	4,083	4,136	4,136	4,196
非流动负债合计	4,083	4,136	4,136	4,196
负债合计	21,001	24,188	24,738	25,215
股本	1,364	1,364	1,364	1,364
少数股东权益	805	903	1,014	1,140
股东权益合计	28,255	30,539	33,064	35,832
负债和股东权益合计	49,256	54,727	57,802	61,047

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.49	4.30	4.11	3.88
EBIT 增长率	11.60	24.73	15.25	13.47
净利润增长率	15.02	17.87	14.56	12.38
盈利能力 (%)				
毛利率	38.66	41.26	42.82	44.18
净利润率	12.58	14.21	15.64	16.92
总资产收益率 ROA	8.66	9.19	9.97	10.61
净资产收益率 ROE	15.55	16.97	17.98	18.67
偿债能力				
流动比率	1.75	1.70	1.79	1.89
速动比率	1.27	1.38	1.47	1.57
现金比率	1.14	1.23	1.32	1.42
资产负债率 (%)	42.64	44.20	42.80	41.30
经营效率				
应收账款周转天数	1.08	1.67	1.56	1.41
存货周转天数	62.07	69.67	70.56	71.74
总资产周转率	0.68	0.68	0.65	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	3.13	3.69	4.22	4.75
每股净资产	20.12	21.72	23.49	25.43
每股经营现金流	2.04	7.24	5.23	5.58
每股股利	2.00	2.44	2.80	3.14
估值分析				
PE	26	22	19	17
PB	4.1	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	15.15	12.64	11.19	10.09
股息收益率 (%)	2.44	2.98	3.41	3.83

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,348	5,128	5,874	6,602
折旧和摊销	1,182	1,188	1,203	1,160
营运资金变动	-2,203	3,969	357	156
经营活动现金流	2,778	9,872	7,128	7,608
资本开支	-895	-1,091	-1,195	-1,206
投资	-3,295	0	0	0
投资活动现金流	-3,463	-1,669	-1,152	-1,206
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-219	-17	-54	0
筹资活动现金流	-2,868	-2,829	-3,445	-3,817
现金净流量	-3,548	5,374	2,532	2,584

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026