

青岛啤酒 (600600.SH)

高基数压制销量增速，成本下行红利释放

买入

核心观点

公司公布2024年第一季度报告，2024年第一季度，公司实现营业总收入101.50亿元，同比-5.19%；实现归母净利润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%。收入增长承压，盈利能力改善较多。

去年同期高基数压制销量增速，产品结构升级延续。第一季度，公司营业收入同比-5.2%，拆分量价来看，销量同比-7.5%，主要受到去年同期高基数、春节后啤酒消费转淡的影响。虽总销量承压，但销量结构仍有提升，青岛主品牌销量占比提升至60.5%（同比+1.2pct），其中中高端以上产品销量占比提升至44.0%（同比+2.3pct）；而崂山等其他品牌销量占比下滑至39.5%。受益于产品结构提升，公司千升酒收入同比+2.5%。

成本下行红利释放，盈利能力提升。第一季度，公司千升酒成本同比-1.0%，主要系大麦、包材成本下行。2023年国际大麦价格回落，叠加国内取消澳麦双反关税，2024年初公司对全年用大麦进行采购时已享受到价格下行红利。纸箱、铝材、玻璃等主要包材价格于2023年回落较多，包材下行红利亦在本报表中体现。受益于成本下行及产品结构优化，公司毛利率同比+2.1pct。费用率方面，第一季度，公司销售费用率同比-1.0pct，预计主要系淡季公司适度节省销售费用，为后续销售旺季及大型体育赛事期间销售费用的使用留出空间。管理费用率/研发费用率同比+0.4/+0.1pct，整体费用率较为平稳。第一季度公司归母净利润率为15.7%，同比+2.2pct。

核心产品组合发力，拉动产品结构升级，短期成本下行放大利润增幅。公司聚力打造中高档核心产品组合，其中大单品青岛经典消费者认可度显著提升，产品展现出强自然动销能力；青岛白啤渠道拓展较快推进，产品成长性较强；青岛纯生作为老牌高端产品，消费者对其品牌的信任基础较好，随着10-12元档纯生啤酒的消费场景拓展，青岛纯生有望恢复增长。核心产品仍在上升周期，为公司持续提升产品结构、强化盈利能力提供保障。短期看，2024年原材料成本进一步下降有利于放大利润增幅。

盈利预测与投资建议：第一季度为啤酒销售淡季，销量占全年的比重较低，随着基数压力逐渐缓解，后续公司收入、利润增速有望回升。维持盈利预测，预计2024-2026年公司实现营业总收入357.0/376.0/395.9亿元，实现归母净利润50.9/59.5/67.0亿元。当前股价对应2024/2025年PE分别为21/18倍，估值已回落至合理区间，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增长超预期放缓；中高端啤酒需求增长不及预期；公司核心产品渠道拓展结果不及预期；行业竞争加剧；成本超预期上涨。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	32,172	33,937	35,703	37,602	39,595
(+/-%)	6.6%	5.5%	5.2%	5.3%	5.3%
归母净利润(百万元)	3711	4268	5094	5952	6696
(+/-%)	17.6%	15.0%	19.3%	16.9%	12.5%
每股收益(元)	2.72	3.13	3.73	4.36	4.91
EBIT Margin	11.6%	13.0%	15.4%	17.5%	19.0%
净资产收益率(ROE)	14.6%	15.5%	15.8%	16.9%	17.4%
市盈率(PE)	29.2	25.4	21.2	18.2	16.2
EV/EBITDA	27.8	23.5	19.2	16.4	14.6
市净率(PB)	4.24	3.94	3.36	3.08	2.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·非白酒

证券分析师：张向伟 021-60933131 zhangxiangwei@guosen.com.cn S0980523090001
 证券分析师：杨苑 021-60933124 yangyuan4@guosen.com.cn S0980523090003

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		81.96元
总市值/流通市值		111810/111810百万元
52周最高价/最低价		117.63/67.56元
近3个月日均成交额		450.20百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《青岛啤酒(600600.SH)-结构升级韧性凸显，基础分红比例提升》——2024-03-27
- 《青岛啤酒(600600.SH)-2023年三季报点评：三季度结构优化提速，盈利能力继续强化》——2023-10-30
- 《青岛啤酒(600600.SH)-经营韧性凸显，高端化稳步推进》——2023-03-24

公司公布 2024 年第一季度报告，2024 年第一季度，公司实现营业总收入 101.50 亿元，同比-5.19%；实现归母净利润 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%。收入增长承压，盈利能力改善较多。

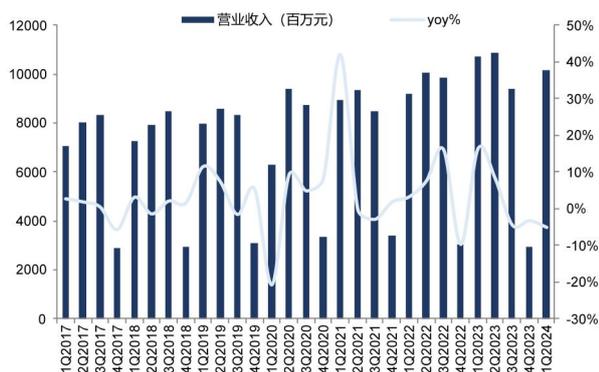
去年同期高基数压制销量增速，产品结构升级延续。第一季度，公司营业收入同比-5.2%，拆分量价来看，销量同比-7.5%，主要受到去年同期高基数、春节后啤酒消费转淡的影响。虽总销量承压，但销量结构仍有提升，青岛主品牌销量同比-5.6%，占比提升至 60.5%（同比+1.2pct），其中中高端以上产品销量同比-2.4%，销量占比提升至 44.0%（同比+2.3pct）；而崂山等其他品牌销量同比-7.5%，销量占比下滑至 39.5%。核心产品中，预计大单品青岛经典销量在高基数上同比轻微下滑，青岛纯生受到餐饮行业景气度波动的影响销量同比下滑，预计白啤实现正增长。受益于产品结构提升，公司千升酒收入同比+2.5%至 4647.44 元/千升。

成本下行红利释放，盈利能力提升。第一季度，公司千升酒成本同比-1.0%，主要系大麦、包材成本下行。2023 年国际大麦价格回落，叠加国内取消澳麦双反关税，2024 年初公司对全年用大麦进行采购时已享受到价格下行红利。纸箱、铝材、玻璃等主要包材价格于 2023 年回落较多，包材下行红利亦在本报表中体现。受益于成本下行及产品结构优化，公司毛利率同比+2.1pct。费用率方面，第一季度，公司销售费用率同比-1.0pct，预计主要系淡季公司适度节省销售费用，为后续销售旺季及大型体育赛事期间销售费用的使用留出空间。管理费用率/研发费用率同比+0.4/+0.1pct，整体费用率较为平稳。第一季度公司归母净利率为 15.7%，同比+2.2pct。

核心产品组合继续发力，拉动产品结构升级，短期成本下行放大利润增幅。公司聚力打造中高档核心产品组合，其中大单品青岛经典消费者认可度显著提升，产品展现出强自然动销能力；青岛白啤渠道拓展较快推进，产品成长性较强；青岛纯生作为老牌高端产品，消费者对其品牌的信任基础较好，随着 10-12 元档纯生啤酒的消费场景拓展，青岛纯生有望恢复增长。核心产品仍在上升周期，为公司持续提升产品结构、强化盈利能力提供保障。短期看，2024 年原材料成本进一步下降有利于放大利润增幅。

盈利预测与投资建议：第一季度为啤酒销售淡季，销量占全年的比重较低，随着基数压力逐渐缓解，后续公司收入、利润增速有望回升。维持盈利预测，预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 357.0/376.0/395.9 亿元，同比+5.2%/+5.3%/+5.3%；实现归母净利润 50.9/59.5/67.0 亿元，同比+19.3%/+16.9%/+12.5%；EPS 分别为 3.73/4.36/4.91 元。当前股价对应 2024/2025 年 PE 分别为 21/18 倍，估值已回落至合理区间，维持“买入”评级。

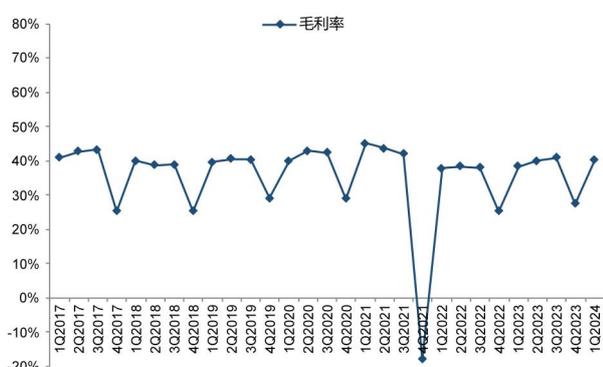
风险提示：宏观经济增长超预期放缓；中高端啤酒需求增长不及预期；公司核心产品渠道拓展结果不及预期；行业竞争加剧；成本超预期上涨。

图1: 青岛啤酒分季度营业收入及增速 (单位: 百万元、%)


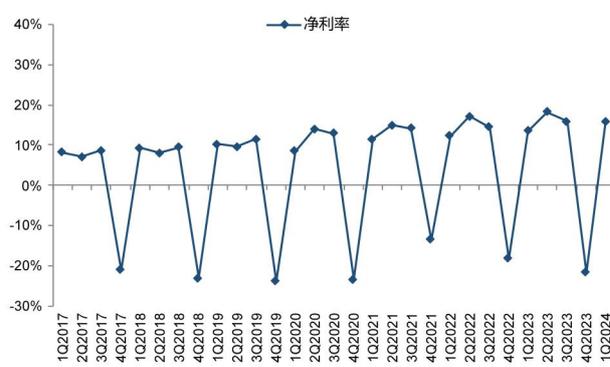
资料来源: 公司公告, Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 青岛啤酒分季度归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)


资料来源: 公司公告, Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 青岛啤酒分季度毛利率变化


资料来源: 公司公告, Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 青岛啤酒分季度净利率变化


资料来源: 公司公告, Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (元)	EPS (元)		PE		总市值 (亿元)	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
600600.SH	青岛啤酒	25.4	79.31	3.73	4.36	21.2	18.2	1,082	买入
0291.HK	华润啤酒	20.4	33.07	1.88	2.18	17.6	15.1	1,053	买入
600132.SH	重庆啤酒	24.6	68.05	3.02	3.28	22.5	20.8	329	买入
000729.SZ	燕京啤酒	40.5	9.80	0.32	0.41	30.6	24.0	276	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17855	19282	23303	26456	30253	营业收入	32172	33937	35703	37602	39595
应收款项	124	100	137	144	152	营业成本	20318	20817	21018	21540	22286
存货净额	4152	3540	3743	3777	3786	营业税金及附加	2391	2387	2511	2644	2785
其他流动资产	7187	4737	4877	5023	5171	销售费用	4200	4708	4963	5095	5246
流动资产合计	32002	29612	34378	37718	41679	管理费用	1473	1519	1618	1641	1661
固定资产	11466	11644	12045	12255	12273	研发费用	63	101	86	90	95
无形资产及其他	2558	2493	2410	2330	2252	财务费用	(421)	(457)	(466)	(543)	(620)
投资性房地产	3918	5142	5303	5472	5643	投资收益	20	16	16	16	16
长期股权投资	368	365	367	369	371	资产减值及公允价值变动	(15)	(97)	(40)	(40)	(40)
资产总计	50312	49256	54502	58143	62218	其他收入	785	856	834	827	819
短期借款及交易性金融负债	275	50	150	150	150	营业利润	5001	5737	6869	8027	9031
应付款项	3662	3146	3177	3256	3369	营业外净收支	5	10	5	5	5
其他流动负债	15735	13722	13961	14306	14773	利润总额	5006	5746	6874	8032	9036
流动负债合计	19672	16918	17288	17712	18292	所得税费用	1201	1398	1684	1968	2214
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	94	80	96	112	126
其他长期负债	4368	4083	4154	4257	4396	归属于母公司净利润	3711	4268	5094	5952	6696
非流动负债合计	4368	4083	4154	4257	4396	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	24039	21001	21442	21968	22687	净利润	3711	4268	5094	5952	6696
少数股东权益	777	805	901	1013	1139	资产减值准备	(163)	57	(17)	1	0
股东权益	25495	27449	32159	35162	38392	折旧摊销	1036	1086	1245	1330	1420
负债和股东权益总计	50312	49256	54502	58143	62218	公允价值变动损失	15	97	40	40	40
						财务费用	(421)	(457)	(466)	(543)	(620)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	1162	(895)	(42)	339	555
每股收益	2.72	3.13	3.73	4.36	4.91	其它	(881)	(1835)	1176	1175	1189
每股红利	1.16	1.86	2.22	2.59	2.91	经营活动现金流	4879	2778	7497	8836	9901
每股净资产	18.69	20.12	23.57	25.77	28.14	资本开支	(1780)	(1618)	(1600)	(1500)	(1400)
ROIC	14.68%	15.34%	28%	76%	89%	其它投资现金流	(419)	(1845)	(1468)	(1102)	(1102)
ROE	14.55%	15.55%	16%	17%	17%	投资活动现金流	(2199)	(3463)	(3068)	(2602)	(2502)
毛利率	37%	39%	41%	43%	44%	权益性融资	22	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	13%	15%	18%	19%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	19%	21%	23%	支付股利、利息	(1576)	(2534)	(508)	(3082)	(3601)
收入增长	7%	5%	5%	5%	5%	其它融资现金流	(121)	(334)	100	0	0
净利润增长率	18%	15%	19%	17%	13%	融资活动现金流	(1676)	(2868)	(408)	(3082)	(3601)
资产负债率	49%	44%	41%	40%	38%	现金净变动	3257	1427	4021	3153	3798
股息率	1.5%	2.3%	2.8%	3.3%	3.7%	货币资金的期初余额	14598	17855	19282	23303	26456
P/E	29.2	25.4	21.2	18.2	16.2	货币资金的期末余额	17855	19282	23303	26456	30253
P/B	4.2	3.9	3.4	3.1	2.8	企业自由现金流	3250	1906	3762	5145	6254
EV/EBITDA	27.8	23.5	19.2	16.4	14.6	权益自由现金流	4705	4478	4214	5555	6722

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032