

## 青岛啤酒(600600)

### 成本优化，吨价提升驱动盈利增长

#### 事件：

公司发布2024年一季报，24Q1公司实现收入101.50亿元，同比减少5.19%，实现归母净利润15.97亿元，同比增长10.06%，实现扣非净利润15.13亿元，同比增长12.11%。

#### ► 青岛品牌、中高端以上产品销量表现更优

销量拆分来看，青岛品牌优于其他品牌，中高端以上产品优于其他产品。分品牌看，青岛啤酒销量132.2万千升，同比减少5.64%，其他品牌销量86.2万千升，同比减少10.40%。分价格带看，中高端以上产品销量96万千升，同比减少2.44%，其他产品销量122.4万千升，同比减少11.24%。

#### ► 24Q1公司吨价小幅提升，驱动盈利增长

拆分量价来看，24Q1公司实现销量218.4万千升，同比减少7.58%，以营业收入口径计算吨价4647.44元，同比提升2.58%。24Q1公司以营业成本计算吨成本2767.99元，同比减少0.96%。盈利能力来看，24Q1公司毛利率40.44%，同比提升2.12pct，归母净利率15.74%，同比提升2.18pct，费用率15.02%，同比下降0.95pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为12.83%/3.40%/0.18%/-1.39%，分别同比-1.01%/+0.41%/+0.08%/-0.43pct。

#### ► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为357.71/375.98/394.20亿元，同比增速分别为5.40%/5.11%/4.84%，归母净利润分别为50.05/58.19/65.79亿元，同比增速分别为17.27%/16.26%/13.05%，EPS分别为3.67/4.27/4.82元/股，3年CAGR为15.52%。啤酒行业高端化发展趋势明显，公司作为国产啤酒高端化龙头，产品结构持续优化，成长性较强，参照可比公司估值及公司历史估值，我们给予公司2024年28倍PE，目标价102.76元，维持“买入”评级。

**风险提示：**产品质量和食品安全风险、大单品销售不达预期风险、原材料价格上涨风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	32172	33937	35771	37598	39420
增长率(%)	6.65%	5.49%	5.40%	5.11%	4.84%
EBITDA(百万元)	5711	6471	11287	12523	13625
归母净利润(百万元)	3711	4268	5005	5819	6579
增长率(%)	17.59%	15.02%	17.27%	16.26%	13.05%
EPS(元/股)	2.72	3.13	3.67	4.27	4.82
市盈率(P/E)	31.9	27.7	23.7	20.4	18.0
市净率(P/B)	4.6	4.3	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	22.8	12.9	8.3	6.8	5.5

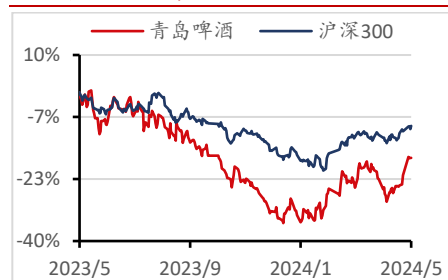
数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年05月09日收盘价

行业：食品饮料/非白酒  
 投资评级：买入(维持)  
 当前价格：86.81元  
 目标价格：102.76元

#### 基本数据

总股本/流通股(百万股) 1,364.20/1,359.77  
 流通A股市值(百万元) 61,174.87  
 每股净资产(元) 21.31  
 资产负债率(%) 40.85  
 一年内最高/最低(元) 109.80/67.56

#### 股价相对走势



#### 作者

分析师：邓周贵  
 执业证书编号：S0590524040005  
 邮箱：dzhg@glsc.com.cn  
 分析师：徐锡联  
 执业证书编号：S0590524040004  
 邮箱：xuxl@glsc.com.cn  
 分析师：刘景瑜  
 执业证书编号：S0590524030005  
 邮箱：jyl@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《青岛啤酒(600600)：短期销量承压，结构升级延续》2024.03.28  
 2、《青岛啤酒(600600)：短期销量承压，结构升级延续》2023.10.28

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	17855	19282	26478	35254	44744	营业收入	32172	33937	35771	37598	39420
应收账款+票据	124	100	131	137	144	营业成本	20318	20817	20743	21211	21635
预付账款	282	211	269	282	296	营业税金及附加	2391	2387	2641	2776	2911
存货	4152	3540	3854	3941	4020	营业费用	4200	4708	4936	5076	5282
其他	9589	6479	9142	9510	9878	管理费用	1536	1620	1699	1692	1734
<b>流动资产合计</b>	<b>32002</b>	<b>29612</b>	<b>39873</b>	<b>49125</b>	<b>59082</b>	财务费用	-421	-457	-78	-107	-140
长期股权投资	368	365	383	402	421	资产减值损失	-26	-83	-114	-119	-125
固定资产	11164	11265	8566	5729	2754	公允价值变动收益	164	230	250	250	250
在建工程	457	499	435	352	269	投资净收益	170	172	176	176	176
无形资产	2558	2493	1659	837	9	其他	545	555	708	707	707
其他非流动资产	3763	5022	4990	4955	4970	<b>营业利润</b>	<b>5001</b>	<b>5737</b>	<b>6849</b>	<b>7965</b>	<b>9006</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>18309</b>	<b>19644</b>	<b>16035</b>	<b>12276</b>	<b>8423</b>	营业外净收益	5	10	13	13	13
<b>资产总计</b>	<b>50312</b>	<b>49256</b>	<b>55908</b>	<b>61401</b>	<b>67505</b>	<b>利润总额</b>	<b>5006</b>	<b>5746</b>	<b>6862</b>	<b>7978</b>	<b>9019</b>
短期借款	225	0	0	0	0	所得税	1201	1398	1730	2011	2274
应付账款+票据	3662	3146	3486	3564	3636	<b>净利润</b>	<b>3805</b>	<b>4348</b>	<b>5132</b>	<b>5967</b>	<b>6745</b>
其他	15785	13772	15971	16594	17203	少数股东损益	94	80	127	147	167
<b>流动负债合计</b>	<b>19672</b>	<b>16918</b>	<b>19457</b>	<b>20158</b>	<b>20839</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3711</b>	<b>4268</b>	<b>5005</b>	<b>5819</b>	<b>6579</b>
长期带息负债	98	63	32	3	-22	<b>财务比率</b>					
长期应付款	16	16	16	16	16		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他	4253	4003	4003	4003	4003	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>4368</b>	<b>4083</b>	<b>4051</b>	<b>4023</b>	<b>3997</b>	营业收入	6.65%	5.49%	5.40%	5.11%	4.84%
<b>负债合计</b>	<b>24039</b>	<b>21001</b>	<b>23508</b>	<b>24181</b>	<b>24836</b>	EBIT	8.25%	15.35%	28.26%	16.02%	12.81%
少数股东权益	777	805	932	1080	1246	EBITDA	6.15%	13.32%	74.42%	10.95%	8.80%
股本	1364	1364	1364	1364	1364	归属于母公司净利润	17.59%	15.02%	17.27%	16.26%	13.05%
资本公积	4154	4207	4207	4207	4207	<b>获利能力</b>					
留存收益	19977	21878	25896	30569	35851	毛利率	36.85%	38.66%	42.01%	43.59%	45.12%
<b>股东权益合计</b>	<b>26272</b>	<b>28255</b>	<b>32400</b>	<b>37220</b>	<b>42669</b>	净利率	11.83%	12.81%	14.35%	15.87%	17.11%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>50312</b>	<b>49256</b>	<b>55908</b>	<b>61401</b>	<b>67505</b>	ROE	14.55%	15.55%	15.91%	16.10%	15.88%
						ROIC	31.70%	38.69%	51.93%	89.43%	263.98%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	47.78%	42.64%	42.05%	39.38%	36.79%
净利润	3805	4348	5132	5967	6745	流动比率	1.6	1.8	2.0	2.4	2.8
折旧摊销	1125	1182	4503	4653	4747	速动比率	1.1	1.3	1.5	1.9	2.3
财务费用	-421	-457	-78	-107	-140	<b>营运能力</b>					
存货减少(增加为“-”)	-659	612	-314	-87	-79	应收账款周转率	269.0	338.0	277.5	277.5	277.5
营运资金变动	923	-1807	-527	225	214	存货周转率	4.9	5.9	5.4	5.4	5.4
其它	106	-1101	-38	-265	-274	总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>4879</b>	<b>2778</b>	<b>8678</b>	<b>10385</b>	<b>11213</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	-1909	-1868	-875	-875	-875	每股收益	2.7	3.1	3.7	4.3	4.8
长期投资	-1112	-3295	0	0	0	每股经营现金流	3.6	2.0	6.4	7.6	8.2
其他	822	1700	334	334	334	每股净资产	18.7	20.1	23.1	26.5	30.4
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2199</b>	<b>-3463</b>	<b>-541</b>	<b>-541</b>	<b>-541</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	-35	-260	-32	-29	-25	市盈率	31.9	27.7	23.7	20.4	18.0
股权融资	0	0	0	0	0	市净率	4.6	4.3	3.8	3.3	2.9
其他	-1641	-2608	-909	-1040	-1156	EV/EBITDA	22.8	12.9	8.3	6.8	5.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1676</b>	<b>-2868</b>	<b>-940</b>	<b>-1068</b>	<b>-1181</b>	EV/EBIT	28.4	15.8	13.7	10.8	8.5
<b>现金净增加额</b>	<b>1026</b>	<b>-3548</b>	<b>7196</b>	<b>8775</b>	<b>9490</b>						

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 05 月 09 日收盘价

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼