

青岛啤酒股份(00168)

报告日期: 2024年12月10日

## β 修复与 α 催化共振, 看好向上弹性

### ——青岛啤酒股份更新报告

#### 投资要点

□ 青岛啤酒是中国啤酒龙头, 伴随政策催化下消费复苏, 叠加 24 年库存去化、或迎管理层换届&餐饮恢复等多重催化, 我们预计未来收入或有望超预期, 持续推荐。

□ 餐饮链修复确定性强, 25 年量价或迎低基数向上

**超预期点:** 餐饮产业链修复下销量有望超预期, 叠加或迎管理层换届催化, 有望驱动收入超预期。

驱动因素:

**1) 量:** 消费券驱动餐饮链修复, 6-10 元价位或有望引领增长, 销量恢复有望超预期。

青岛啤酒 24 年 1-3 季度销量同比下滑 6.98%, 显著慢于重庆啤酒、燕京啤酒、华润啤酒、珠江啤酒, 主因部分区域极端天气影响、餐饮场景表现较弱、24 年公司主动对虚出库进行管理, 进行库存去化。此外, 当前 6-10 元啤酒产品表现较优, 彰显强韧性, 而青岛啤酒主品牌经典产品便位于 8 元价位, 当前类经典产品、崂山及区域酒仍在向经典产品升级, 经典有望维持较优增长。

因此, 我们预计伴随政策催化下餐饮链修复, 叠加库存去化、管理层换届、6-10 元价位率先修复, 青岛啤酒 25 年销量或有望超预期。

**2) 价:** 6-10 元价位升级延续, 当前青啤吨价仍有提升空间, 高端化有望继续演绎。

由于餐饮场景啤酒消费以次高档以上产品为主, 其中 6-10 元价位表现相对较好, 青岛啤酒主产品经典位于 8 元价位, 另于 23 年提前布局青岛原浆、水晶纯生等超高端产品。伴随餐饮场景恢复, 我们预计青啤的高端化升级仍将继续演绎, 当前青啤吨价与重啤吨价仍相差 15%, 吨价仍有进一步提升空间。

**3) 公司治理:** 管理层或迎换届, 24 年加强公司治理, 新董事长上任或有积极催化。

青岛啤酒第十届董事会、监事会已于 2024 年 6 月 28 日任期届满, 因公司新一届董事会和监事会的候选人提名工作尚未完成, 为保证公司董事会、监事会相关工作的连续性和稳定性, 公司董事会、监事会换届选举将延期进行, 且董事会各专门委员会、高级管理人员的任期亦相应顺延。由于黄克兴董事长已到退休年龄, 我们预计在延期的背景下, 董事长或迎换届。在 24 年公司对内部结构和渠道进行梳理完善的背景下, 新董事长上任或带来更加积极的举措和目标。

□ **盈利预测与估值**

24Q3 量价仍显承压, 受外部环境影响下产品结构略有下行, 长期看或有望恢复结构升级趋势, 成本下行助力盈利提升, 我们预计伴随库存去化、管理层换届、餐饮恢复, 25 年青啤表现或迎改善。预计 2024-2026 年收入同比增速分别为 -6.05%、3.18%、3.22%; 归母净利润同比增速分别为 1.27%、11.26%、9.77%; EPS 分别为 3.17/3.52/3.87 元/股; PE 分别为 15.05/13.52/12.32 倍。

统计 2020 年以来青岛啤酒 H 股与 A 股的折价, 平均值为 70%, 故以 A 股 25x 合理估值的 70% 作为青岛啤酒 H 股的目标估值, 若考虑行业景气度向上阶段, 则折价比例或可提升至 75%-80% 以上, 当前折价比例约 63.7%, 具高弹性。当前估值具性价比, 维持买入评级。

□ **催化剂:** 餐饮渠道迎显著恢复; 经典、纯生、白啤等核心产品销量企稳回升。

□ **风险提示:** 消费升级不及预期; 纯生&经典动销情况不及预期。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥

执业证书号: S1230522030003

yangji@stocke.com.cn

分析师: 张家祯

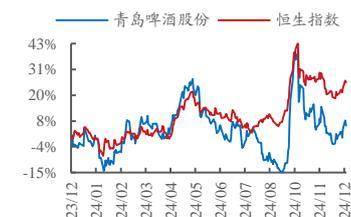
执业证书号: S1230523080001

zhangjiazhen@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	HK\$51.10
总市值(百万港元)	69,710.46
总股本(百万股)	1,364.20

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《【浙商食品饮料】青岛啤酒股份点评报告: 结构升级延续, 看好场景复苏 (20221231)》  
2023.01.03

## 财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33936.5	31884.1	32899.2	33958.5
(+/-) (%)	5.49%	-6.05%	3.18%	3.22%
归母净利润	4267.9	4321.9	4808.7	5278.6
(+/-) (%)	15.02%	1.27%	11.26%	9.77%
每股收益(元/股)	3.13	3.17	3.52	3.87
P/E	15.24	15.05	13.52	12.32

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	29612	36269	40692	45254
现金	19282	23708	28512	32995
交易性金融资产	1924	2304	2114	2209
应收账款	100	366	615	887
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	211	230	231	221
存货	3540	3262	3267	3306
其他	4555	6399	5953	5636
<b>非流动资产</b>	19644	18220	17810	17303
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	365	366	366	366
固定资产	11132	10811	10571	10151
无形资产	2493	2339	2192	2019
在建工程	499	441	297	244
其他	5156	4263	4384	4523
<b>资产总计</b>	49256	54489	58502	62557
<b>流动负债</b>	16918	18047	17975	17575
短期借款	0	157	127	95
应付款项	3146	3224	3199	3148
预收账款	0	0	0	0
其他	13772	14665	14648	14333
<b>非流动负债</b>	4083	4320	4257	4220
长期借款	0	0	0	0
其他	4083	4320	4257	4220
<b>负债合计</b>	21001	22367	22232	21795
少数股东权益	805	887	977	1077
归属母公司股东权益	27449	31235	35293	39685
<b>负债和股东权益</b>	49256	54489	58502	62557

### 现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	2778	5031	5246	5186
净利润	4348	4403	4899	5378
折旧摊销	1128	898	925	951
财务费用	(457)	(311)	(377)	(448)
投资损失	(172)	(176)	(173)	(174)
营运资金变动	(341)	(683)	340	(71)
其它	(1729)	900	(368)	(449)
<b>投资活动现金流</b>	(3463)	(536)	(40)	(232)
资本支出	(179)	(325)	(353)	(286)
长期投资	(12)	10	(3)	(2)
其他	(3273)	(221)	316	56
<b>筹资活动现金流</b>	(2868)	(69)	(403)	(471)
短期借款	(225)	157	(30)	(33)
长期借款	0	0	0	0
其他	(2643)	(226)	(373)	(438)
<b>现金净增加额</b>	(3553)	4426	4804	4483

### 利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	33937	31884	32899	33959
营业成本	20817	19186	19215	19443
营业税金及附加	2387	2242	2357	2403
营业费用	4708	4272	4474	4618
管理费用	1519	1435	1480	1528
研发费用	101	63	76	82
财务费用	(457)	(311)	(377)	(448)
资产减值损失	(83)	(52)	(54)	(64)
公允价值变动损益	230	197	197	208
投资净收益	172	176	173	174
其他经营收益	570	497	477	455
<b>营业利润</b>	5737	5809	6464	7097
营业外收支	10	10	10	10
<b>利润总额</b>	5746	5819	6475	7107
所得税	1398	1416	1575	1729
<b>净利润</b>	4348	4403	4899	5378
少数股东损益	80	81	91	99
<b>归属母公司净利润</b>	4268	4322	4809	5279
EBITDA	6585	6402	7018	7605
EPS (最新摊薄)	3.13	3.17	3.52	3.87

### 主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.49%	-6.05%	3.18%	3.22%
营业利润	14.72%	1.26%	11.28%	9.78%
归属母公司净利润	15.02%	1.27%	11.26%	9.77%
<b>获利能力</b>				
毛利率	38.66%	39.83%	41.60%	42.75%
净利率	12.81%	13.81%	14.89%	15.84%
ROE	15.65%	14.32%	14.06%	13.70%
ROIC	14.51%	12.82%	12.64%	12.33%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.64%	41.05%	38.00%	34.84%
净负债比率	0.24%	0.92%	0.80%	0.66%
流动比率	1.75	2.01	2.26	2.57
速动比率	1.54	1.83	2.08	2.39
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.68	0.61	0.58	0.56
应收账款周转率	308.53	296.20	289.07	300.80
应付账款周转率	6.49	6.40	6.34	6.50
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	3.13	3.17	3.52	3.87
每股经营现金	2.04	3.69	3.85	3.80
每股净资产	20.12	22.90	25.87	29.09
<b>估值比率</b>				
P/E	15.24	15.05	13.52	12.32
P/B	2.37	2.08	1.84	1.64
EV/EBITDA	9.83	6.43	5.21	4.21

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>