

青岛啤酒 (600600.SH)

积极备战销售旺季，下半年销量改善可期

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 非白酒

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

执证编码: S0980523090001

证券分析师: 杨苑

021-60933124

yangyuan4@guosen.com.cn

执证编码: S0980523090003

事项:

公司公告: 2024年06月28日, 青岛啤酒召开2023年年度股东大会。

国信食品饮料观点: 1) 预计上半年销量承压, 目前公司多措并举, 力争积极填补销量缺口; 2) 预计上半年产品结构持续优化, 全年销售均价预计将延续提升; 3) 全年销售费用投入或有所增加, 但不会改变盈利能力提升趋势; 4) 预计公司分红率维持长期上行趋势。考虑到二季度消费需求走弱、不利天气的出现增大公司销售压力, 小幅下调盈利预测, 预计2024-2025年公司实现营业收入347.1/358.9亿元(前预测值357.0/376.0亿元), 同比+2.3%/+3.4%, 实现归母净利润49.2/56.4亿元(前预测值50.9/59.5亿元), 同比+15.3%/+14.6%。当前股价对应PE分别为20/18倍。中长期视角下, 公司产品结构升级支撑利润持续稳定的增长, 分红率走升强化股东回报, 公司长期投资价值依然有强支撑, 目前估值低位, 维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 预计上半年销量承压, 下半年将积极填补销量缺口

据公司交流, 因受需求偏弱、不利天气、同期高基数等多重因素影响, 公司上半年销量预计将同比下滑。但今年上半年公司严格控制出货, 目前市场上产品新鲜度高, 且公司已针对7-9月旺季在促销活动、消费氛围营造等方面做了较多准备, 同时考虑到去年下半年低基数, 预计下半年销量同比增速转正, 持续填补前期销量缺口。

◆ 预计上半年产品结构持续优化, 全年销售均价预计将延续提升

上半年在总销量下滑背景下, 中高端产品也有增长压力。但中低端产品收缩更快, 产品结构依然优化, 销售均价提升趋势未变。今年6-10元啤酒细分市场韧性强, 公司在此价格带布局有青岛经典、崂山等核心大单品, 成为产品结构升级的重要支撑。同时公司在高端细分市场保持推新品节奏, 今年新上市奥古特A6、尼卡希等高端产品, 高端老品青岛白啤亦保持增长态势, 均有助于整体产品结构继续升级。此外, 因目前啤酒行业面临低端产品销量萎缩的压力, 公司产品结构享有一定程度的被动提升。

◆ 全年销售费用投入或有所增加, 但不会改变盈利能力提升趋势

考虑到今年公司在终端拓展、旺季促销活动、消费者拉动方面的投入增多, 预计全年销售费用率略有提升。今年原材料成本节省给公司费用投入打开了空间。年初公司已对大麦、铝材进行锁价, 大麦成本确定性下行, 铝材成本平稳, 玻璃瓶、纸箱成本平稳或下降, 故综合成本下行的确定性高。适度增投费用不会改变结构升级、成本下降背景下的盈利能力提升趋势。

◆ 预计公司分红率维持长期上行趋势

近两年公司开展了系列高端产能建设、工厂搬迁、产能升级等资本开支项目, 资本开支处于相对高位。根据公司规划, 未来新建产能的必要性降低, 资本开支项目以维护更新存量产能为主, 故预计在2026年后公司资本开支金额明显下降。与此同时, 公司现金储备足、经营性现金流充沛, 因此未来公司分红率预计

将继续提升。

◆ 投资建议：重视长期投资价值，维持“优于大市”评级

考虑到二季度消费需求走弱、不利天气的出现增大公司销售压力，我们小幅下调盈利预测：预计 2024-2025 年公司实现营业收入 347.1/358.9 亿元（前预测值 357.0/376.0 亿元），同比+2.3%/+3.4%，实现归母净利润 49.2/56.4 亿元（前预测值 50.9/59.5 亿元），同比+15.3%/+14.6%，EPS 分别为 3.61/4.13 元。当前股价对应 PE 分别为 20/18 倍。近期市场对公司全年业绩预期有所下修，在股价与估值层面已有所反映。三季度将是公司全年业绩的关键期，近期北方天气升温、公司积极蓄力旺季销售，三季度销售大概率迎来改善。中长期视角下，公司产品结构升级支撑利润持续稳定的增长，分红率走强强化股东回报，公司长期投资价值依然有强支撑，目前估值低位，维持“优于大市”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。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	35,703	37,602	39,595	34,708	35,888	37,218	-995	-1,714	-
收入同比增速%	5.2%	5.3%	5.3%	2.3%	3.4%	3.7%	-2.93%	-1.92%	-
毛利率%	41.1%	42.7%	43.7%	41.3%	42.8%	43.9%	0.17%	0.11%	-
销售费用率%	13.9%	13.6%	13.3%	14.2%	13.9%	13.6%	0.32%	0.35%	-
归母净利率%	14.3%	15.8%	16.9%	14.2%	15.7%	16.9%	-0.09%	-0.13%	-
归母净利润（百万元）	5,094	5,952	6,696	4,919	5,636	6,274	-174	-316	-
归母净利润同比增速%	19.3%	16.9%	12.5%	15.3%	14.6%	11.3%	-4.09%	-2.29%	-
EPS（元）	3.73	4.36	4.91	3.61	4.13	4.60	-0.13	-0.23	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：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	22.5	72.77	3.61	4.13	20.2	17.6	993	优于大市
0291.HK	华润啤酒	15.0	24.43	1.88	2.18	13.0	11.2	793	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	21.0	60.70	3.02	3.28	20.1	18.5	294	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	36.5	8.83	0.33	0.42	27.2	21.2	249	优于大市

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）-高基数压制销量增速，成本下行红利释放》——2024-05-05
- 《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

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	22824	25544	28871	营业收入	32172	33937	34708	35888	37218
应收款项	124	100	133	138	143	营业成本	20318	20817	20375	20518	20865
存货净额	4152	3540	3628	3598	3544	营业税金及附加	2391	2387	2441	2524	2617
其他流动资产	7187	4737	4741	4794	4860	销售费用	4200	4708	4936	4988	5062
流动资产合计	32002	29612	33645	36391	39736	管理费用	1473	1519	1593	1588	1604
固定资产	11466	11644	12045	12255	12273	研发费用	63	101	87	90	93
无形资产及其他	2558	2493	2410	2330	2252	财务费用	(421)	(457)	(460)	(528)	(594)
投资性房地产	3918	5142	5155	5222	5304	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	53621	56567	59936	其他收入	785	856	833	827	821
短期借款及交易性金融负债	275	50	150	150	150	营业利润	5001	5737	6633	7600	8461
应付款项	3662	3146	3080	3101	3154	营业外净收支	5	10	5	5	5
其他流动负债	15735	13722	13608	13706	13929	利润总额	5006	5746	6638	7605	8466
流动负债合计	19672	16918	16838	16958	17233	所得税费用	1201	1398	1626	1863	2074
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	94	80	93	106	118
其他长期负债	4368	4083	4049	4078	4144	归属于母公司净利润	3711	4268	4919	5636	6274
非流动负债合计	4368	4083	4049	4078	4144	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	24039	21001	20887	21036	21378	净利润	3711	4268	4919	5636	6274
少数股东权益	777	805	898	1004	1122	资产减值准备	(163)	57	(17)	1	0
股东权益	25495	27449	31837	34527	37436	折旧摊销	1036	1086	1245	1330	1420
负债和股东权益总计	50312	49256	53621	56567	59936	公允价值变动损失	15	97	40	40	40
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	(421)	(457)	(460)	(528)	(594)
每股收益	2.72	3.13	3.61	4.13	4.60	营运资本变动	1162	(895)	(343)	123	324
每股红利	1.16	1.86	2.14	2.45	2.73	其它	(881)	(1835)	1173	1169	1181
每股净资产	18.69	20.12	23.34	25.31	27.44	经营活动现金流	4879	2778	7018	8297	9239
ROIC	14.68%	15.34%	26%	69%	79%	资本开支	(1780)	(1618)	(1600)	(1500)	(1400)
ROE	14.55%	15.55%	15%	16%	17%	其它投资现金流	(419)	(1845)	(1468)	(1102)	(1102)
毛利率	37%	39%	41%	43%	44%	投资活动现金流	(2199)	(3463)	(3068)	(2602)	(2502)
EBIT Margin	12%	13%	15%	17%	19%	权益性融资	22	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	19%	21%	23%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
收入增长	7%	5%	2%	3%	4%	支付股利、利息	(1576)	(2534)	(508)	(2976)	(3410)
净利润增长率	18%	15%	15%	15%	11%	其它融资现金流	(121)	(334)	100	0	0
资产负债率	49%	44%	41%	39%	38%	融资活动现金流	(1676)	(2868)	(408)	(2976)	(3410)
股息率	1.6%	2.6%	2.9%	3.4%	3.8%	现金净变动	3257	1427	3542	2719	3327
P/E	26.8	23.3	20.2	17.6	15.8	货币资金的期初余额	14598	17855	19282	22824	25544
P/B	3.9	3.6	3.1	2.9	2.7	货币资金的期末余额	17855	19282	22824	25544	28871
EV/EBITDA	25.9	21.9	18.4	16.0	14.4	企业自由现金流	3250	1906	3287	4618	5611
						权益自由现金流	4705	4478	3735	5017	6060

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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