

2024年08月30日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 销量承压同比下滑，成本改善支撑盈利水平

—青岛啤酒（600600.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

分析师：廖望州 S1050523100001

liaowz@cfsc.com.cn

2024年08月29日，青岛啤酒发布2024年中期业绩报告。

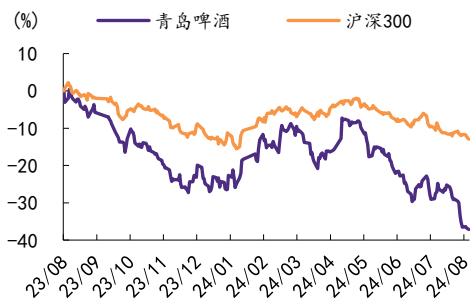
## 投资要点

## 基本数据

2024-08-29

当前股价（元）	57.9
总市值（亿元）	790
总股本（百万股）	1364
流通股本（百万股）	709
52周价格范围（元）	57.38-94.46
日均成交额（百万元）	387.34

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《青岛啤酒（600600）：毛销差同比扩大，释放业绩弹性》2024-04-29
- 《青岛啤酒（600600）：分红比率提升，高端化升级行稳致远》2024-03-27
- 《青岛啤酒（600600）：百年国货荣光，高端化升级之路行稳致远》2023-12-11

## 成本同比改善，毛销差扩大

公司2024年中期实现营收200.68亿元（同比-7.06%），归母净利润36.42亿元（同比+6.31%），扣非归母净利润为34.27亿元（同比+6.15%）。2024年中期实现毛利率为41.60%（同比+2.40pcts），净利率18.54%（同比+2.42pcts）；销售费用率为10.81%（同比-0.25pct），管理费用率为3.32%（同比+0.29pct），毛销差为30.79%（同比+2.65pcts）。

## 销量承压，吨价受益于结构改善同比提升

分品牌看，2024年中期青岛啤酒总销量463万千升（同比-7.82%），其中主品牌/其他品牌销量分别为261/202万千升，分别同比减少7.18%/8.64%；平均吨酒价格实现4334.77元/千升（同比+0.85%）。2024年中期公司中高端以上啤酒销量189.6万千升（同比-4.00%）。

## 盈利预测

公司品牌力、渠道力及产品力竞争优势明显，在激烈的竞争环境下仍实现了结构升级的态势，吨价实现了同比提升；但囿于终端需求疲软，销量同比下滑，拖累业绩增速。我们下调了公司未来三年的盈利预测，预计2024-2026年EPS为3.37/3.81/4.31元，当前股价对应PE分别为17/15/13倍，维持“买入”投资评级。

## 风险提示

宏观经济下行风险、旺季销售不及预期、原材料上涨风险、高端化进程受阻等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入 (百万元)	33,937	34,221	35,267	36,778
增长率 (%)	5.5%	0.8%	3.1%	4.3%
归母净利润 (百万元)	4,268	4,597	5,192	5,874
增长率 (%)	15.0%	7.7%	12.9%	13.1%
摊薄每股收益 (元)	3.13	3.37	3.81	4.31
ROE (%)	15.1%	14.7%	14.9%	15.1%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	19,282	22,054	26,279	30,961
应收款	100	131	126	131
存货	3,540	3,824	3,739	3,699
其他流动资产	6,690	9,239	9,186	9,170
流动资产合计	29,612	35,248	39,330	43,961
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	1,953	2,053	2,133	2,183
固定资产	11,132	10,689	10,096	9,471
在建工程	499	199	80	32
无形资产	2,493	2,368	2,244	2,125
长期股权投资	365	365	365	365
其他非流动资产	5,156	5,156	5,156	5,156
非流动资产合计	19,644	18,777	17,940	17,149
资产总计	49,256	54,025	57,270	61,109
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	30	55	70
应付账款、票据	3,146	3,569	3,481	3,434
其他流动负债	6,081	6,081	6,081	6,081
流动负债合计	16,918	18,587	18,313	18,150
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4,083	4,083	4,083	4,083
非流动负债合计	4,083	4,083	4,083	4,083
负债合计	21,001	22,669	22,396	22,233
<b>所有者权益</b>				
股本	1,364	1,364	1,364	1,364
股东权益	28,255	31,356	34,874	38,877
负债和所有者权益	49,256	54,025	57,270	61,109

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4348	4711	5309	6000
少数股东权益	80	113	117	126
折旧摊销	1086	867	831	785
公允价值变动	230	150	120	100
营运资金变动	-2968	-1126	-75	-77
经营活动现金净流量	2778	4714	6302	6934
投资活动现金净流量	-3463	642	633	623
筹资活动现金净流量	3457	-1579	-1766	-1982
现金流量净额	2,772	3,777	5,168	5,575

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>33,937</b>	<b>34,221</b>	<b>35,267</b>	<b>36,778</b>
营业成本	20,817	20,764	20,957	21,422
营业税金及附加	2,387	2,498	2,574	2,685
销售费用	4,708	4,620	4,585	4,597
管理费用	1,519	1,369	1,411	1,471
财务费用	-457	-528	-628	-740
研发费用	101	101	105	109
费用合计	5,871	5,562	5,471	5,437
资产减值损失	-83	-10	-8	-3
公允价值变动	230	150	120	100
投资收益	172	130	100	80
<b>营业利润</b>	<b>5,737</b>	<b>6,167</b>	<b>6,926</b>	<b>7,811</b>
加:营业外收入	23	20	18	15
减:营业外支出	13	5	4	3
<b>利润总额</b>	<b>5,746</b>	<b>6,182</b>	<b>6,940</b>	<b>7,823</b>
所得税费用	1,398	1,471	1,631	1,823
<b>净利润</b>	<b>4,348</b>	<b>4,711</b>	<b>5,309</b>	<b>6,000</b>
少数股东损益	80	113	117	126
<b>归母净利润</b>	<b>4,268</b>	<b>4,597</b>	<b>5,192</b>	<b>5,874</b>

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	5.5%	0.8%	3.1%	4.3%
归母净利润增长率	15.0%	7.7%	12.9%	13.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	38.7%	39.3%	40.6%	41.8%
四项费用/营收	17.3%	16.3%	15.5%	14.8%
净利率	12.8%	13.8%	15.1%	16.3%
ROE	15.1%	14.7%	14.9%	15.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.6%	42.0%	39.1%	36.4%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	338.0	260.7	280.8	280.8
存货周转率	5.9	6.1	6.3	6.5
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	3.13	3.37	3.81	4.31
P/E	18.5	17.2	15.2	13.4
P/S	2.3	2.3	2.2	2.1
P/B	2.9	2.6	2.3	2.1

## 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

## 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。