

# 青岛啤酒 (600600.SH)

## 第二季度销量同比下滑，成本下行助盈利能力改善

优于大市

### 核心观点

青岛啤酒公布 2024 年半年度业绩，2024 年上半年公司实现营业总收入 200.68 亿元，同比-7.06%；实现归母净利润 36.42 亿元，同比+6.31%；实现扣非归母净利润 34.27 亿元，同比+6.15%。第二季度实现营业总收入 99.18 亿元，同比-8.89%；实现归母净利润 20.44 亿元，同比+3.55%；实现扣非归母净利润 19.14 亿元，同比+1.87%。

**第二季度销量下滑，青岛主品牌销量占比小幅下降拖累产品结构。**第二季度公司收入同比-8.9%，拆分量价来看，销量同比-8.1%，千升酒收入同比-0.9%。销量下滑主要系受消费需求走弱、不利天气及去年同期高基数影响；千升酒收入下滑，主因第二季度吨价水平更高的青岛主品牌的销量同比-8.7%，主品牌销量下滑幅度大于平均，拖累产品结构表现，预计此与消费力偏弱、现饮场景缺失、公司主动缩减经典以下类经典产品有关。第二季度青岛主品牌销量占比 52.7%，同比-0.4pct；其他品牌销量占比 47.3%，同比+0.4pct。

**成本下行、费用控制良好，第二季度盈利能力延续改善。**第二季度毛利率 42.8%，同比+2.7pct，主因今年大麦及包材成本回落，第二季度千升酒成本同比-5.4%。环比看，第二季度千升酒成本同比降幅较第一季度扩大，主因 1) 中低端产品占比略有扩大；2) 前期高价原材料使用完毕，第二季度原材料成本环比进一步下行。第二季度销售费用率同比+0.4pct，其他费用率同比变化较小，整体费用控制能力依然较强。第二季度归母净利率同比+2.5pct，扣非归母净利率同比+2.0pct，盈利能力延续改善趋势。

**积极应对需求变化，重视长期增长质量。**当前整体消费需求仍然偏弱，餐饮、夜场等消费场景缺失给啤酒企业的高端化进程造成一定的阻力，公司也在产品及渠道策略上积极应对。一方面，公司继续依然坚持对于重点单品经典、纯生、白啤的推广；另一方面今年公司加快培育精品原浆、水晶纯生高端产品，推出新鲜直送模式，上半年销量持续增长。此外，今年公司更加关注增长质量，严格控制渠道库存，终端产品新鲜度有所提升，有助于中长期品牌形象的提升以及渠道优势的巩固。

**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。

**盈利预测与投资建议：**考虑到当前环境下需求仍有压力，我们下调盈利预测：预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 326.1/326.9/328.7 亿元（前预测值 347.1/358.9/372.2 亿元）；实现归母净利润 45.5/48.3/50.6 亿元（前预测值 49.2/56.4/62.7 亿元）；当前股价对应 PE 分别为 17/16/16 倍。中长期视角下，公司基地市场竞争优势稳固，产品覆盖全面且品牌力处于行业领先地位，对中长期业绩增长仍有较强支撑，且公司分红率走升强化股东回报，维持“优于大市”评级。

### 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	32,605	32,693	32,867
(+/-%)	6.6%	5.5%	-3.9%	0.3%	0.5%
归母净利润(百万元)	3711	4268	4550	4830	5062
(+/-%)	17.6%	15.0%	6.6%	6.1%	4.8%
每股收益(元)	2.72	3.13	3.34	3.54	3.71
EBIT Margin	11.6%	13.0%	14.7%	15.7%	16.4%
净资产收益率 (ROE)	14.6%	15.5%	14.6%	14.6%	14.4%
市盈率 (PE)	21.3	18.5	17.4	16.4	15.6
EV/EBITDA	21.6	18.2	16.4	15.3	14.5
市净率 (PB)	3.10	2.88	2.54	2.39	2.25

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

证券分析师：杨苑

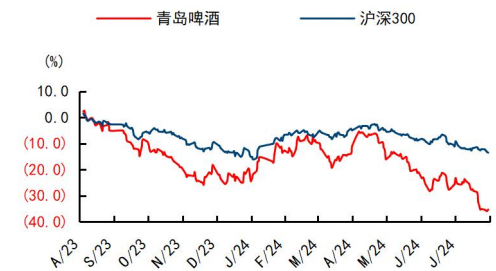
021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn  
S0980523090001 S0980523090003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	57.90 元
总市值/流通市值	78987/78981 百万元
52 周最高价/最低价	95.46/56.36 元
近 3 个月日均成交额	415.29 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) - 积极备战销售旺季，下半年销量改善可期》——2024-07-01
- 《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

青岛啤酒公布 2024 年半年度业绩，2024 年上半年公司实现营业总收入 200.68 亿元，同比-7.06%；实现归母净利润 36.42 亿元，同比+6.31%；实现扣非归母净利润 34.27 亿元，同比+6.15%。第二季度实现营业总收入 99.18 亿元，同比-8.89%；实现归母净利润 20.44 亿元，同比+3.55%；实现扣非归母净利润 19.14 亿元，同比+1.87%。

**第二季度销量下滑，青岛主品牌销量占比小幅下降拖累产品结构。**第二季度公司收入同比-8.9%，拆分量价来看，销量同比-8.1%，千升酒收入同比-0.9%。销量下滑主要系受消费需求走弱、不利天气及去年同期高基数影响；千升酒收入下滑，主因第二季度吨价水平更高的青岛主品牌的销量同比-8.7%，主品牌销量下滑幅度大于平均，拖累产品结构表现，预计此与消费力偏弱、现饮场景缺失、公司主动缩减经典以下类经典产品有关。第二季度青岛主品牌销量占比 52.7%，同比-0.4pct；其他品牌销量占比 47.3%，同比+0.4pct。累计看，上半年收入同比-7.1%，销量同比-7.8%，千升酒收入同比+0.8%。得益于第一季度产品结构升级进展良好，上半年均价同比仍有提升。

**成本下行、费用控制良好，第二季度盈利能力延续改善。**第二季度毛利率 42.8%，同比+2.7pct，主因今年大麦及包材成本回落，第二季度千升酒成本同比-5.4%。环比看，第二季度千升酒成本同比降幅较第一季度扩大，主因 1) 中低端产品占比略有扩大；2) 前期高价原材料使用完毕，第二季度原材料成本环比进一步下行。第二季度销售费用率同比+0.4pct，其他费用率同比变化较小，整体费用控制能力依然较强。第二季度其他收益同比增幅超 1 亿元，预计系政府补助增加所致。第二季度归母净利率同比+2.5pct，扣非归母净利率同比+2.0pct，盈利能力延续改善趋势。

**积极应对需求变化、重视长期增长质量。**当前整体消费需求仍然偏弱，餐饮、夜场等消费场景缺失给啤酒企业的高端化进程造成一定的阻力，但消费者对于高品质、优体验的啤酒消费需求仍然存在，公司也在产品及渠道策略上积极应对。一方面，公司继续依然坚持对于重点单品经典、纯生、白啤的推广，目前白啤在部分区域的铺市反馈良好，成长性较强；另一方面今年公司加快培育精品原浆、水晶纯生高端产品，推出新鲜直送模式，上半年销量持续增长。此外，今年公司更加关注增长质量，严格控制渠道库存，终端产品新鲜度有所提升，有助于中长期品牌形象的提升以及渠道优势的巩固。

**盈利预测与投资建议：**考虑到当前环境下需求仍有压力，我们下调盈利预测：预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 326.1/326.9/328.7 亿元（前预测值 347.1/358.9/372.2 亿元），同比-3.9%/+0.3%/+0.5%；实现归母净利润 45.5/48.3/50.6 亿元（前预测值 49.2/56.4/62.7 亿元），同比+6.6%/+6.1%/+4.8%；EPS 分别为 3.34/3.54/3.71 元；当前股价对应 PE 分别为 17/16/16 倍。中长期视角下，公司基地市场竞争优势稳固，产品覆盖全面且品牌力处于行业领先地位，对中长期业绩增长仍有较强支撑，且公司分红率走升强化股东回报，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)	34,708	35,888	37,218	32,605	32,693	32,867	-2,103	-3,195	-4,351
收入同比增速%	2.3%	3.4%	3.7%	-3.9%	0.3%	0.5%	-6.2%	-3.1%	-3.2%
毛利率%	41.3%	42.8%	43.9%	40.7%	41.3%	41.7%	-0.6%	-1.5%	-2.3%
销售费用率%	14.2%	13.9%	13.6%	14.2%	13.9%	13.6%	-0.1%	0.0%	0.0%
归母净利率%	14.2%	15.7%	16.9%	14.0%	14.8%	15.4%	-0.2%	-0.9%	-1.5%
归母净利润 (百万元)	4,919	5,636	6,274	4,550	4,830	5,062	-369	-806	-1,212
归母净利润同比增速%	15.3%	14.6%	11.3%	6.6%	6.1%	4.8%	-8.6%	-8.4%	-6.5%
EPS (元)	3.61	4.13	4.60	3.34	3.54	3.71	-0.27	-0.59	-0.89

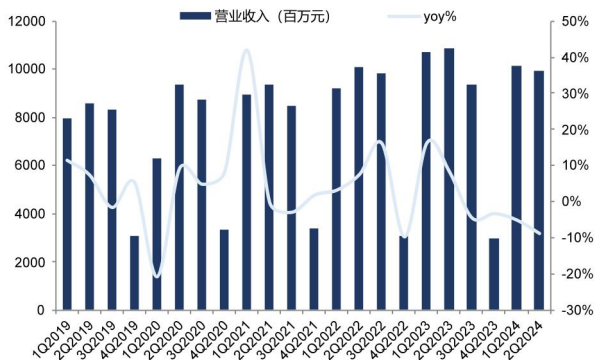
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2024年8月29日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
600600.SH	青岛啤酒	17.9	57.90	3.34	3.54	17.4	16.4	790	优于大市
0291.HK	华润啤酒	13.4	21.49	1.88	2.18	11.4	9.8	697	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	19.2	54.33	2.87	3.07	18.9	17.7	263	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	30.4	9.60	0.36	0.45	26.7	21.4	271	优于大市

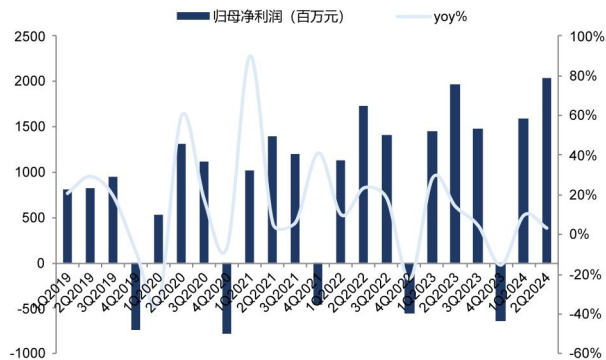
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图1: 单季度营业收入及增速



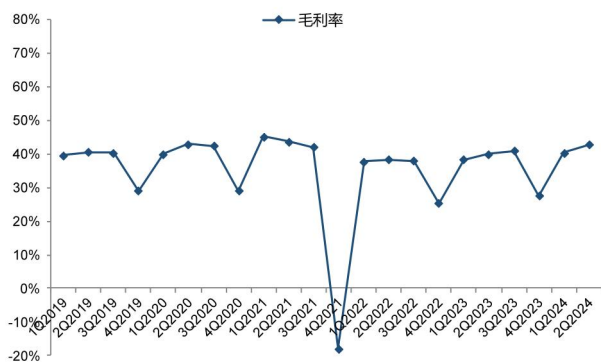
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



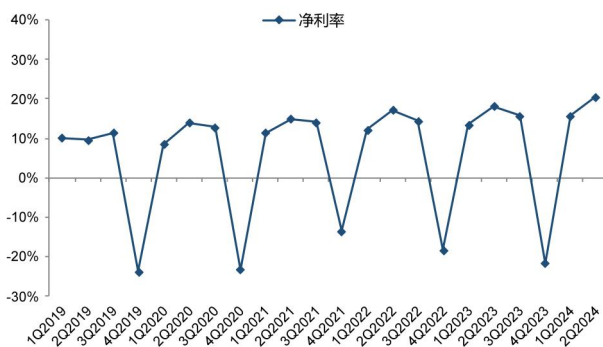
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

# 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	21808	23787	26155	<b>营业收入</b>	<b>32172</b>	<b>33937</b>	<b>32605</b>	<b>32693</b>	<b>32867</b>
应收款项	124	100	125	125	126	营业成本	20318	20817	19325	19176	19171
存货净额	4152	3540	3441	3362	3256	营业税金及附加	2391	2387	2293	2299	2311
其他流动资产	7187	4737	4453	4367	4292	销售费用	4200	4708	4614	4544	4470
<b>流动资产合计</b>	<b>32002</b>	<b>29612</b>	<b>32147</b>	<b>33960</b>	<b>36147</b>	管理费用	1473	1519	1501	1470	1442
固定资产	11466	11644	12045	12255	12273	研发费用	63	101	82	82	82
无形资产及其他	2558	2493	2410	2330	2252	财务费用	(421)	(457)	(449)	(497)	(545)
投资性房地产	3918	5142	4842	4757	4684	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)
<b>资产总计</b>	<b>50312</b>	<b>49256</b>	<b>51811</b>	<b>53671</b>	<b>55727</b>	其他收入	785	856	838	835	832
短期借款及交易性金融负债	275	50	150	150	150	营业利润	5001	5737	6135	6512	6825
应付款项	3662	3146	2921	2898	2898	营业外净收支	5	10	5	5	5
其他流动负债	15735	13722	12866	12740	12687	<b>利润总额</b>	<b>5006</b>	<b>5746</b>	<b>6140</b>	<b>6517</b>	<b>6830</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>19672</b>	<b>16918</b>	<b>15937</b>	<b>15789</b>	<b>15735</b>	所得税费用	1201	1398	1504	1597	1673
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	94	80	86	91	95
其他长期负债	4368	4083	3828	3791	3775	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3711</b>	<b>4268</b>	<b>4550</b>	<b>4830</b>	<b>5062</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>4368</b>	<b>4083</b>	<b>3828</b>	<b>3791</b>	<b>3775</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>24039</b>	<b>21001</b>	<b>19765</b>	<b>19579</b>	<b>19510</b>	<b>净利润</b>	3711	4268	4550	4830	5062
少数股东权益	777	805	891	982	1077	资产减值准备	(163)	57	(17)	1	0
股东权益	25495	27449	31155	33110	35140	折旧摊销	1036	1086	1245	1330	1420
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>50312</b>	<b>49256</b>	<b>51811</b>	<b>53671</b>	<b>55727</b>	公允价值变动损失	15	97	40	40	40
						财务费用	(421)	(457)	(449)	(497)	(545)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	1162	(895)	(982)	(20)	111
每股收益	2.72	3.13	3.34	3.54	3.71	其它	(881)	(1835)	1166	1153	1158
每股红利	1.16	1.86	1.98	2.10	2.20	<b>经营活动现金流</b>	<b>4879</b>	<b>2778</b>	<b>6002</b>	<b>7333</b>	<b>7791</b>
每股净资产	18.69	20.12	22.84	24.27	25.76	资本开支	(1780)	(1618)	(1600)	(1500)	(1400)
ROIC	14.68%	15.34%	24%	56%	59%	其它投资现金流	(419)	(1845)	(1468)	(1102)	(1102)
ROE	14.55%	15.55%	15%	15%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2199)</b>	<b>(3463)</b>	<b>(3068)</b>	<b>(2602)</b>	<b>(2502)</b>
毛利率	37%	39%	41%	41%	42%	权益性融资	22	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	13%	15%	16%	16%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	19%	20%	21%	支付股利、利息	(1576)	(2534)	(508)	(2753)	(2922)
收入增长	7%	5%	-4%	0%	1%	其它融资现金流	(121)	(334)	100	0	0
净利润增长率	18%	15%	7%	6%	5%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1676)</b>	<b>(2868)</b>	<b>(408)</b>	<b>(2753)</b>	<b>(2922)</b>
资产负债率	49%	44%	40%	38%	37%	<b>现金净变动</b>	<b>3257</b>	<b>1427</b>	<b>2526</b>	<b>1979</b>	<b>2367</b>
股息率	2.0%	3.2%	3.4%	3.6%	3.8%	货币资金的期初余额	14598	17855	19282	21808	23787
P/E	21.3	18.5	17.4	16.4	15.6	货币资金的期末余额	17855	19282	21808	23787	26155
P/B	3.1	2.9	2.5	2.4	2.2	企业自由现金流	3250	1906	2280	3677	4201
EV/EBITDA	21.6	18.2	16.4	15.3	14.5	权益自由现金流	4705	4478	2719	4053	4613

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