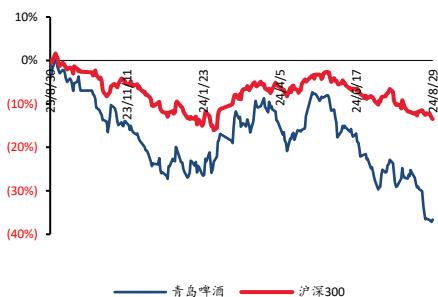


青岛啤酒：上半年销量承压，静待复苏

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|----------------|---------------|
| 总股本/流通股(亿股) | 13.64/13.64 |
| 总市值/流通(亿元) | 789.87/789.87 |
| 12个月内最高/最低价(元) | 95.46/56.36 |

相关研究报告

<<一季度成本端改善，利润增长超预期>>—2024-04-30

<<青岛啤酒：Q3产品销量高增，结构升级延续>>—2022-10-29

<<青岛啤酒：业绩超预期，疫情不改高端化进程>>—2022-08-28

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523080002

研究助理：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124030019

事件：青岛啤酒发布 2024 半年报，2024H1 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 34.27 亿元，同比+6.15%。2024Q2 实现营收 99.18 亿元，同比-8.89%，归母净利润 20.44 亿元，同比+3.55%，扣非归母净利润 19.14 亿元，同比+1.87%。

上半年全国区域销量承压，二季度结构升级放缓。二季度啤酒行业受到雨水天气以及餐饮走弱影响销量有所下滑，据国家统计局数据显示，2024Q2 中国规模以上企业啤酒产量同比下滑 5.4%。2024H1 公司销量/吨价分别为 463 万吨/4334 元/吨，同比-7.8%/+0.8%，2024Q2 销量/吨价分别为 244.6 万吨/4055 元/吨，同比-8.0%/-0.9%，二季度结构升级放缓，其中 2024Q2 主品牌/中高端以上产品销量分别为 128.8/93.6 万吨，同比-8.7%/-5.5%，带动占比分别同比-0.4/+1.0pct 至 53%/38%，上半年超高端产品普遍实现增长，纯生、经典、白啤等有所下滑。分区域看，2024H1 山东/华北/华南/华东/东南/港澳及其他海外地区地区分别实现营收 129.1/37.4/14.6/13.6/3.6/2.4 亿元，同比-3.7%/-10.4%/-7.7%/-17.1%/-29.5%/-32.6%，上半年全国区域普跌，基地市场山东下滑幅度最小，华东、东南预计受到雨水天气影响下滑幅度较大。

上半年吨成本下滑 3.1%，净利率同比提升。2024H1 吨成本下降 3.1% 至 2531.2 元/吨，主要系原材料成本下滑。2024H1 公司毛利率达 41.6%，同比+2.4pct，2024Q2 公司毛利率达 42.8%，同比+2.7pct，毛利率提升主因吨成本下降。2024Q2 税金及附加/销售/管理费用率分别为 7.4%/8.8%/3.2%，同比+0.1/+0.4/+0.2pct，费用率波动不大，其他收益占比提升 1.1pct 至 1.93%，主要为政府补助同比增加所致。2024H1 归母净利率达 18.1%，同比+2.3pct，2024Q2 归母净利率达 20.6%，同比+2.7pct。

投资建议：预计 2024-2026 年收入增速 1%/3%/3%，归母净利润增速分别为 9%/12%/9%，EPS 分别为 3.41/3.81/4.13 元，对应 PE 分别为 17x/15x/14x，按照 2024 年业绩给予 20 倍，调整目标价至 68.20 元，给予“买入”评级。

风险提示：食品安全风险、结构升级不及预期、行业竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 33,937 | 34,264 | 35,339 | 36,357 |
| 营业收入增长率(%) | 5.49% | 0.96% | 3.14% | 2.88% |
| 归母净利润(百万元) | 4,268 | 4,654 | 5,197 | 5,640 |
| 净利润增长率(%) | 15.02% | 9.06% | 11.65% | 8.53% |
| 摊薄每股收益(元) | 3.14 | 3.41 | 3.81 | 4.13 |
| 市盈率(PE) | 23.81 | 16.97 | 15.20 | 14.00 |

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 17,855 | 19,282 | 21,232 | 22,987 | 25,033 |
| 应收和预付款项 | 406 | 311 | 360 | 355 | 344 |
| 存货 | 4,152 | 3,540 | 3,642 | 3,600 | 3,521 |
| 其他流动资产 | 9,589 | 6,479 | 6,869 | 6,816 | 6,747 |
| 流动资产合计 | 32,002 | 29,612 | 32,103 | 33,758 | 35,645 |
| 长期股权投资 | 368 | 365 | 362 | 360 | 357 |
| 投资性房地产 | 29 | 44 | 50 | 58 | 67 |
| 固定资产 | 11,009 | 11,146 | 11,352 | 11,681 | 11,869 |
| 在建工程 | 457 | 499 | 551 | 481 | 489 |
| 无形资产开发支出 | 2,558 | 2,493 | 2,489 | 2,492 | 2,471 |
| 长期待摊费用 | 102 | 111 | 111 | 111 | 111 |
| 其他非流动资产 | 35,789 | 34,599 | 37,754 | 39,387 | 41,250 |
| 资产总计 | 50,312 | 49,256 | 52,670 | 54,571 | 56,615 |
| 短期借款 | 225 | 0 | -234 | -394 | -601 |
| 应付和预收款项 | 3,662 | 3,146 | 3,294 | 3,209 | 3,152 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他负债 | 20,152 | 17,855 | 19,354 | 19,301 | 19,226 |
| 负债合计 | 24,039 | 21,001 | 22,414 | 22,116 | 21,777 |
| 股本 | 1,364 | 1,364 | 1,364 | 1,364 | 1,364 |
| 资本公积 | 4,154 | 4,207 | 4,228 | 4,228 | 4,228 |
| 留存收益 | 20,224 | 22,037 | 23,899 | 25,978 | 28,234 |
| 归母公司股东权益 | 25,495 | 27,449 | 29,333 | 31,412 | 33,668 |
| 少数股东权益 | 777 | 805 | 923 | 1,044 | 1,170 |
| 股东权益合计 | 26,272 | 28,255 | 30,256 | 32,455 | 34,838 |
| 负债和股东权益 | 50,312 | 49,256 | 52,670 | 54,571 | 56,615 |

现金流量表 (百万)

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营性现金流 | 4,879 | 2,778 | 6,077 | 5,651 | 6,196 |
| 投资性现金流 | -2,199 | -3,463 | -1,179 | -618 | -560 |
| 融资性现金流 | -1,676 | -2,868 | -2,949 | -3,278 | -3,591 |
| 现金增加额 | 1,026 | -3,548 | 1,950 | 1,755 | 2,045 |

利润表 (百万)

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 32,172 | 33,937 | 34,264 | 35,339 | 36,357 |
| 营业成本 | 20,318 | 20,817 | 19,601 | 19,278 | 19,471 |
| 营业税金及附加 | 2,391 | 2,387 | 2,398 | 2,827 | 2,945 |
| 销售费用 | 4,200 | 4,708 | 4,627 | 4,877 | 5,090 |
| 管理费用 | 1,473 | 1,519 | 1,371 | 1,449 | 1,636 |
| 财务费用 | -421 | -457 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -26 | -83 | -25 | 4 | -21 |
| 投资收益 | 170 | 172 | 177 | 181 | 187 |
| 公允价值变动 | 164 | 230 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 5,001 | 5,737 | 6,381 | 7,044 | 7,657 |
| 其他非经营损益 | 5 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 5,006 | 5,746 | 6,381 | 7,044 | 7,657 |
| 所得税 | 1,201 | 1,398 | 1,609 | 1,727 | 1,890 |
| 净利润 | 3,805 | 4,348 | 4,772 | 5,317 | 5,767 |
| 少数股东损益 | 94 | 80 | 118 | 120 | 127 |
| 归母股东净利润 | 3,711 | 4,268 | 4,654 | 5,197 | 5,640 |

预测指标

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 36.85% | 38.66% | 42.79% | 45.45% | 46.44% |
| 销售净利率 | 11.53% | 12.58% | 13.58% | 14.71% | 15.51% |
| 销售收入增长率 | 6.65% | 5.49% | 0.96% | 3.14% | 2.88% |
| EBIT 增长率 | 23.04% | 11.60% | 33.54% | 10.39% | 8.70% |
| 净利润增长率 | 17.59% | 15.02% | 9.06% | 11.65% | 8.53% |
| ROE | 14.55% | 15.55% | 15.87% | 16.54% | 16.75% |
| ROA | 7.38% | 8.66% | 8.84% | 9.52% | 9.96% |
| ROIC | 12.21% | 12.75% | 15.83% | 16.52% | 16.79% |
| EPS (X) | 2.74 | 3.14 | 3.41 | 3.81 | 4.13 |
| PE (X) | 39.29 | 23.81 | 16.97 | 15.20 | 14.00 |
| PB (X) | 5.75 | 3.71 | 2.69 | 2.51 | 2.35 |
| PS (X) | 4.56 | 3.00 | 2.31 | 2.24 | 2.17 |
| EV/EBITDA (X) | 23.89 | 13.89 | 8.36 | 7.33 | 6.50 |

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。