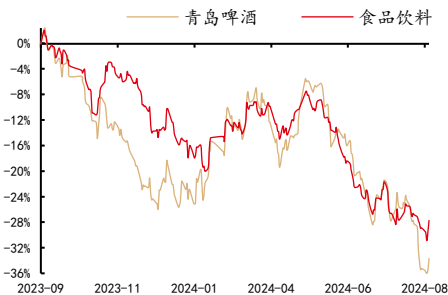


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	59.45
总股本/流通股本(亿股)	13.64 / 7.09
总市值/流通市值(亿元)	811 / 422
52周内最高/最低价	94.46 / 57.38
资产负债率(%)	42.6%
市盈率	18.94
第一大股东	香港中央结算(代理人) 有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

青岛啤酒(600600)

成本延续改善趋势，二季度产品结构承压

● 事件

公司发布 2024 年半年报。公司 2024 年上半年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 200.68/36.42/34.27 亿元，同比 -7.06%/+6.31%/+6.15%。公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 99.18/20.44/19.14 亿元，同比 -8.89%/+3.55%/+1.87%。24Q2 收入利润略低于预期。

● 投资要点

2024 上半年，公司毛利率/归母净利率为 41.6%/18.15%，分别同比 +2.4/+2.28pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.81%/3.32%/0.15%/-1.45%，分别同比 -0.25/+0.29/+0.04/-0.42pct。单二季度公司毛利率/归母净利率为 42.79%/20.61%，分别同比 +2.71/+2.47pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.75%/3.24%/0.12%/-1.51%，分别同比 +0.42/+0.16/+0.01/-0.4pct。毛利率提升主要受益于成本的改善，费用率整体维持稳定。

拆分量价来看，2024 年上半年公司实现销量 463 万吨，同比 -7.82%，均价 4334 元/吨，同比 +0.83%，成本 2531 元/吨，同比 -3.14%；单二季度实现销量 245 万吨，同比 -8.05%，均价 4055 元/吨，同比 -0.91%，成本 2320 元/吨，同比 -5.40%。24 年上半年青岛啤酒主品牌共实现产品销量 261 万吨，同比下滑 20.2 万吨；其中中高端以上产品实现销量 189.6 万吨，同比下滑 7.9 万吨。预计经典、纯生等核心单品均受到不同程度影响，超高端系列因基数较小继续保持增长。公司单二季度销量下滑，主因高基数+雨水影响，现饮渠道消费力疲软预计也有一定影响；均价同比下滑主因产品结构承压，公司上半年青岛主品牌和中高端以上产品销量均同比下滑；吨成本二季度继续延续改善趋势，主要与原材料成本下降以及产品结构下降有关。

分地区来看，山东/华北/华南/华东/东南/港澳及其他海外地区分别实现营收 129.11/14.65/37.39/13.57/3.56/2.36 亿元，同比 -3.71%/-10.26%/-7.69%/-17.39%/-29.57%/-32.47%。

● 盈利预测与投资建议

展望下半年，考虑到低基数以及去年四季度舆论风波造成的影响，我们预计公司下半年销量有望实现同比增长，一定程度上缩小全年的销量下降幅度，预计全年均价仍能实现同比正增长，下半年成本继续延续改善趋势。据此我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为

331.89/343.84/352.54 亿元（原预测 2024-2026 年为 353.12/365.24/375.59 亿元），同比增长-2.20%/3.60%/2.53%，归母净利润 45.86/51.69/56.94 亿元（原预测 2024-2026 年为 51.01/59.19/66.23 亿元），同比增长 7.46%/12.71%/10.17%。预计未来三年EPS分别为 3.36/3.79/4.17，对应当前股价PE分别为 18/16/14 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

经济/需求恢复不及预期，公司销售不及预期，食品安全等风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	33937	33189	34384	35254
增长率(%)	5.49	-2.20	3.60	2.53
EBITDA（百万元）	6417.34	7099.48	7830.68	8415.20
归属母公司净利润（百万元）	4267.85	4586.06	5168.84	5694.45
增长率(%)	15.02	7.46	12.71	10.17
EPS(元/股)	3.13	3.36	3.79	4.17
市盈率(P/E)	19.00	17.68	15.69	14.24
市净率(P/B)	2.95	2.65	2.37	2.13
EV/EBITDA	13.03	8.35	6.96	5.87

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	33937	33189	34384	35254	营业收入	5.5%	-2.2%	3.6%	2.5%
营业成本	20817	19558	19856	20011	营业利润	14.7%	7.9%	12.7%	10.2%
税金及附加	2387	2400	2487	2550	归属于母公司净利润	15.0%	7.5%	12.7%	10.2%
销售费用	4708	4514	4607	4653	获利能力				
管理费用	1519	1560	1547	1516	毛利率	38.7%	41.1%	42.3%	43.2%
研发费用	101	100	103	106	净利率	12.8%	14.2%	15.4%	16.6%
财务费用	-457	-313	-377	-456	ROE	15.5%	15.0%	15.1%	14.9%
资产减值损失	-83	-66	-69	-71	ROIC	39.7%	47.3%	54.9%	70.0%
营业利润	5737	6188	6976	7686	偿债能力				
营业外收入	23	25	25	25	资产负债率	42.6%	41.4%	39.2%	36.9%
营业外支出	13	12	12	12	流动比率	1.75	1.94	2.18	2.44
利润总额	5746	6201	6989	7699	营运能力				
所得税	1398	1498	1689	1861	应收账款周转率	338.04	277.51	277.51	277.51
净利润	4348	4702	5300	5839	存货周转率	5.88	5.38	5.38	5.38
归母净利润	4268	4586	5169	5694	总资产周转率	0.69	0.62	0.59	0.57
每股收益(元)	3.13	3.36	3.79	4.17	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	3.13	3.36	3.79	4.17
货币资金	19282	22737	27773	33082	每股净资产	20.12	22.45	25.07	27.96
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	100	121	126	129	PE	19.00	17.68	15.69	14.24
预付款项	211	249	258	265	PB	2.95	2.65	2.37	2.13
存货	3540	3634	3689	3718	现金流量表				
流动资产合计	29612	35362	40708	46230	净利润	4348	4018	4615	5154
固定资产	11265	10282	9290	8291	折旧和摊销	1128	1211	1219	1171
在建工程	499	415	332	249	营运资本变动	-1807	-1009	145	86
无形资产	2493	2410	2327	2244	其他	-946	197	133	54
非流动资产合计	19644	18452	17251	16099	经营活动现金流净额	2723	4418	6112	6466
资产总计	49256	53814	57959	62329	资本开支	-1868	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-1595	156	156	156
应付票据及应付账款	3146	3287	3337	3363	投资活动现金流净额	-3463	156	156	156
其他流动负债	13772	14918	15323	15597	股权融资	53	0	0	0
流动负债合计	16918	18205	18659	18960	债务融资	-260	-19	-18	-16
其他	4083	4064	4046	4030	其他	-2661	-1099	-1214	-1298
非流动负债合计	4083	4064	4046	4030	筹资活动现金流净额	-2868	-1118	-1232	-1314
负债合计	21001	22269	22706	22990	现金及现金等价物净增加额	-3602	3455	5036	5308
股本	1364	1364	1364	1364					
资本公积金	4207	4207	4207	4207					
未分配利润	21878	25052	28630	32571					
少数股东权益	805	922	1053	1197					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	28255	31545	35254	39339					
负债和所有者权益总计	49256	53814	57959	62329					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基准 指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 指数为基准；香港市场以恒生 指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基 准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048