

证券研究报告
公司研究
点评报告
青岛啤酒(600600.SH)
投资评级 买入

上次评级 买入

程丽丽 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523110003

联系电话: 15680937306

邮箱: chenglili@cindasc.com

赵丹晨 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080005

联系电话: 13806086406

邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

满静雅 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500523080004

联系电话: 15026413613

邮箱: manjingya@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号

金隅大厦 B 座

邮编: 100031

成本改善较多，基地市场贡献利润

2024 年 9 月 2 日

事件: 青岛啤酒发布 2024 年中报, 公司实现营收 200.68 亿元, 同比-7.1%, 归母净利润 36.41 亿元, 同比+6.3%, 扣非归母净利润 34.27 亿元, 同比+6.2%。

点评:

- **高基数影响下, Q2 收入略下降。** 2024Q2 公司营业收入同比-8.9%至 99.18 亿元, 其中销量同比-8.0%至 245 万千升, 千升酒收入同比-0.9%至 4055 元。分品牌来看, 2024Q1 主品牌销量同比-8.7%至 129 万千升, 占比同比-0.4pct 至 52.7%; 副品牌销量同比-7.3%至 116 万千升。分价格带来看, 中高档及以上产品销量同比-5.5%至 94 万千升, 中高档及以下产品销量同比-9.5%至 151 万千升。
- **盈利能力持续改善, 基地市场贡献利润。** 分区域看, 2024H1 山东、华北、华东、华南、东南、中国港澳及其他海外地区分别实现对外收入 129.11、37.39、13.57、14.65、3.56、2.36 亿元, 同比-4%、-8%、-17%、-10%、-30%、-33%; 分别实现净利润 22.44、8.55、0.78、2.6、-0.2、0.48 亿元, 山东和华北同比+19%、+11%, 基地市场持续贡献利润, 华东和华南利润有所下降, 分别同比-53%、-6%。
- **成本改善明显, 毛利率持续提升。** 2024Q2 公司实现归母净利润 20.44 亿元, 同比+3.5%, 归母净利润率 20.6%, 同比+2.5pct。受原料成本改善的影响, Q2 公司千升酒成本同比-5.4%, 毛利率同比+2.7pct 至 42.8%; 销售费用率同比+0.4pct 至 8.7%, 管理费用率同比+0.2pct 至 3.2%。
- **盈利预测与投资评级:** 啤酒行业格局清晰且稳定, 尽管在宏观环境的挑战下, 公司 Q2 吨价短期承压, 但是我们认为山东和华北两大基地市场有望持续贡献利润。我们预计 2024-2026 年 EPS 分别为 3.29、3.54、3.89 元, 对应 2024 年 8 月 30 日收盘价 (59.45 元/股) PE 18、17、15 倍, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 产品结构升级不及预期、原材料价格上涨等

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	32,172	33,937	33,296	33,668	34,321
增长率 YoY %	6.6%	5.5%	-1.9%	1.1%	1.9%
归属母公司净利润(百万元)	3,711	4,268	4,490	4,836	5,300
增长率 YoY%	17.6%	15.0%	5.2%	7.7%	9.6%
毛利率%	36.8%	38.7%	40.4%	41.2%	42.2%
净资产收益率ROE%	14.6%	15.5%	15.4%	15.4%	15.7%
EPS(摊薄)(元)	2.72	3.13	3.29	3.54	3.89
市盈率 P/E(倍)	21.86	19.00	18.06	16.77	15.30
市净率 P/B(倍)	3.18	2.95	2.77	2.58	2.40

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	32,002	29,612	32,853	34,40	36,830	
货币资金	17,855	19,282	22,292	23,92	26,018	
应收票据	5	0	4	0	5	
应收账款	120	100	144	101	151	
预付账款	282	211	238	237	238	
存货	4,152	3,540	3,790	3,648	3,727	
其他	9,589	6,479	6,385	6,488	6,693	
非流动资产	18,309	19,644	19,606	19,48	19,260	
长期股权投资	368	365	362	358	355	
固定资产(合计)	11,009	11,146	11,447	11,40	11,203	
无形资产	2,558	2,493	2,493	2,493	2,493	
其他	4,374	5,641	5,304	5,230	5,209	
资产总计	50,312	49,256	52,459	53,88	56,090	
流动负债	19,672	16,918	18,738	18,46	18,765	
短期借款	225	0	0	0	0	
应付票据	198	194	162	193	162	
应付账款	3,464	2,953	3,209	2,935	3,223	
其他	15,785	13,772	15,367	15,33	15,379	
非流动负债	4,368	4,083	4,093	4,098	4,100	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	4,368	4,083	4,093	4,098	4,100	
负债合计	24,039	21,001	22,830	22,55	22,864	
少数股东权益	777	805	890	1,002	1,125	
归属母公司股东权益	25,495	27,449	29,245	31,38	33,786	
负债和股东权益	50,312	49,256	52,965	54,94	57,776	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	32,172	33,937	33,296	33,66	34,321	
同比(%)	6.6%	5.5%	-1.9%	1.1%	1.9%	
归母净利润	3,711	4,268	4,490	4,836	5,300	
同比(%)	17.6%	15.0%	5.2%	7.7%	9.6%	
毛利率(%)	36.8%	38.7%	40.4%	41.2%	42.2%	
ROE(%)	14.6%	15.5%	15.4%	15.4%	15.7%	
EPS(摊薄)(元)	2.72	3.13	3.29	3.54	3.89	
P/E	21.86	19.00	18.06	16.77	15.30	
P/B	3.18	2.95	2.77	2.58	2.40	
EV/EBITDA	23.89	13.89	9.03	8.14	7.14	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	32,172	33,937	33,296	33,668	34,321	
营业成本	20,318	20,817	19,858	19,800	19,845	
营业税金及附加	2,391	2,387	2,342	2,368	2,414	
销售费用	4,200	4,708	4,620	4,559	4,462	
管理费用	1,473	1,519	1,490	1,507	1,536	
研发费用	63	101	99	100	102	
财务费用	-421	-457	-502	-551	-617	
减值损失合计	-26	-83	-81	-101	-183	
投资净收益	170	172	169	171	174	
其他	709	786	557	563	576	
营业利润	5,001	5,737	6,035	6,520	7,146	
营业外收支	5	10	10	6	6	
利润总额	5,006	5,746	6,045	6,526	7,152	
所得税	1,201	1,398	1,471	1,577	1,729	
净利润	3,805	4,348	4,574	4,948	5,423	
少数股东损益	94	80	85	112	123	
归母净利润	3,711	4,268	4,490	4,836	5,300	
EBITDA	5,407	5,961	6,526	7,036	7,735	
EPS(当年)(元)	2.74	3.14	3.29	3.54	3.89	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	4,879	2,778	6,589	5,414	6,174	
净利润	3,805	4,348	4,574	4,948	5,423	
折旧摊销	1,125	1,182	1,253	1,311	1,377	
财务费用	-447	-476	-502	-551	-617	
投资损失	-170	-172	-169	-171	-174	
营运资金变动	759	-2,203	1,536	-43	168	
其它	-193	98	-103	-80	-4	
投资活动现金流	-2,199	-3,463	-891	-1,085	-1,178	
资本支出	-1,738	-895	-1,165	-1,167	-1,163	
长期投资	-1,112	-3,295	98	-97	-197	
其他	651	728	177	179	182	
筹资活动现金流	-1,676	-2,868	-2,689	-2,694	-2,905	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	-20	-225	0	0	0	
支付利息或股息	-1,576	-2,534	-2,699	-2,699	-2,907	
现金净增加额	1,026	-3,548	3,009	1,635	2,091	

研究团队简介

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021 年加入国泰君安证券研究所，2021/2022 年新财富团队核心成员。2023 年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

王雪骄，美国康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、饮料（深入研究农夫山泉、东鹏饮料、欢乐家）、低度酒（深入研究百润股份）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成成分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。