

公司研究

Q3 量价降幅收窄，成本延续改善趋势

——青岛啤酒（600600.SH）2024年三季度报业绩点评

要点

事件：青岛啤酒发布2024年三季度报，24年前三季度实现营业收入289.6亿元，同比-6.5%；归母净利润49.9亿元，同比+1.7%；扣非归母净利润46.9亿元，同比+2%。其中，24Q3实现营业收入88.9亿元，同比-5.3%；归母净利润13.5亿元，同比-9%；扣非归母净利润12.6亿元，同比-7.9%。

结构升级韧性仍在，Q3量价降幅环比收窄。

24Q3公司收入同比-5.3%，主要受销量拖累。分量价两个维度看，1)量：公司24Q3销量为215.5万千升，yoy-5.1%；其中中高端以上产品销量同比-4.7%，销量下滑幅度低于公司整体水平。旺季销量下滑主要系国内啤酒市场消费低迷，以及今年雨水天气较频繁；分结构看，主要系低端产品销量下滑较多。2)价：公司24Q3吨价为4126元/千升，yoy-0.2%。整体来看，24Q3量价同比降幅均较24Q2收窄（24Q2销量yoy-8.0%，吨价yoy-0.9%）。

加大市场费用投放，致Q3净利率承压。

1) 24年前三季度/24Q3公司毛利率分别为41.76%/42.12%，同比+2.03/+1.19pcts，我们认为主要系原材料成本压力下降。2) 24年前三季度/24Q3公司销售费用率分别为11.81%/14.08%，同比+0.57/+2.41pcts。24Q3销售费用率同比提升较多，主要系公司加大市场销售费用投入和市场推广力度，积极开拓市场。24年青啤先后举办上百场青岛啤酒节，并围绕欧洲足球赛、巴黎奥运会等国际赛事开展品牌宣传活动。3) 24年前三季度/24Q3管理费用率分别为3.24%/3.06%，同比-0.06/-0.87pcts。4) 综合来看，24年前三季度/24Q3公司销售净利率达到17.72%/15.85%，同比+1.58/-0.32pcts。

全年销量压力仍较大，成本红利有望继续释放。

Q4为全年淡季，销量变化对全年影响不大，24年前三季度受需求疲软等影响公司销量同比下滑7%，全年销量下滑趋势预计持续。销量承压下，产品结构仍继续改善，24年前三季度中高端以上销量同比下滑4.2%，降幅较整体更小。成本端来看，全年仍将继续享受大麦价格下降的成本红利，利润表现预计好于收入。

盈利预测、估值与评级：考虑到当前啤酒需求仍较疲软，我们下调公司2024-2026年归母净利润预测分别至44.15/48.46/51.71亿元（分别下调4%/2%/2%），对应PE分别为21x/19x/18x，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争恶化；渠道掌控力减弱；原材料成本上涨。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	32,172	33,937	31,901	33,492	34,516
营业收入增长率	6.65%	5.49%	-6.00%	4.99%	3.06%
净利润(百万元)	3,711	4,268	4,415	4,846	5,171
净利润增长率	17.59%	15.02%	3.45%	9.75%	6.71%
EPS(元)	2.72	3.13	3.24	3.55	3.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.55%	15.55%	14.67%	14.64%	14.26%
P/E	25	22	21	19	18
P/B	3.7	3.4	3.1	2.8	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-10-29

买入（维持）

当前价：68.51元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

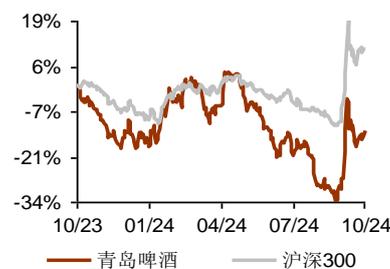
021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.64
总市值(亿元)	934.61
一年最低/最高(元)	53.20/86.18
近3月换手率	31.02%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.24	-12.15	-25.35
绝对	-12.56	3.60	-15.83

资料来源：Wind

相关研报

Q2量价承压，成本红利持续释放——青岛啤酒（600600.SH）2024年中报业绩点评（2024-08-31）

高基数下销量承压，净利率改善明显——青岛啤酒（600600.SH）2024年一季度报点评（2024-04-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	32,172	33,937	31,901	33,492	34,516
营业成本	20,318	20,817	18,973	19,763	20,249
折旧和摊销	1,036	1,134	1,227	1,228	1,227
税金及附加	2,391	2,387	2,243	2,355	2,427
销售费用	4,200	4,708	4,466	4,596	4,668
管理费用	1,473	1,519	1,460	1,499	1,511
研发费用	63	101	112	117	121
财务费用	-421	-457	-548	-614	-659
投资收益	170	172	172	172	172
营业利润	5,001	5,737	5,995	6,575	7,014
利润总额	5,006	5,746	6,004	6,585	7,024
所得税	1,201	1,398	1,501	1,646	1,756
净利润	3,805	4,348	4,503	4,938	5,268
少数股东损益	94	80	88	93	97
归属母公司净利润	3,711	4,268	4,415	4,846	5,171
EPS(元)	2.72	3.13	3.24	3.55	3.79

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,879	2,778	5,964	4,833	5,239
净利润	3,711	4,268	4,415	4,846	5,171
折旧摊销	1,036	1,134	1,227	1,228	1,227
净营运资金增加	-750	177	-1,968	983	635
其他	882	-2,801	2,289	-2,224	-1,793
投资活动产生现金流	-2,199	-3,463	1,353	-140	-232
净资本支出	-1,738	-895	0	0	0
长期投资变化	368	365	0	0	0
其他资产变化	-829	-2,932	1,353	-140	-232
融资活动现金流	-1,676	-2,868	-896	-1,480	-1,521
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-20	-224	0	0	0
无息负债变化	1,290	-2,814	877	-298	-198
净现金流	1,026	-3,548	6,421	3,213	3,486

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	36.8%	38.7%	40.5%	41.0%	41.3%
EBITDA 率	16.7%	17.7%	19.6%	20.2%	20.8%
EBIT 率	13.4%	14.4%	15.7%	16.6%	17.2%
税前净利润率	15.6%	16.9%	18.8%	19.7%	20.3%
归母净利润率	11.5%	12.6%	13.8%	14.5%	15.0%
ROA	7.6%	8.8%	8.5%	8.9%	9.0%
ROE (摊薄)	14.6%	15.5%	14.7%	14.6%	14.3%
经营性 ROIC	17.7%	19.6%	24.5%	26.9%	29.6%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	48%	43%	41%	39%	36%
流动比率	1.63	1.75	2.05	2.28	2.53
速动比率	1.42	1.54	1.86	2.09	2.33
归母权益/有息债务	92.82	546.25	598.82	658.70	721.51
有形资产/有息债务	160.54	862.06	936.33	994.47	1057.53

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	50,312	49,256	52,863	55,667	58,723
货币资金	17,855	19,282	25,703	28,916	32,402
交易性金融资产	2,684	1,924	2,309	2,771	3,325
应收账款	120	100	94	99	102
应收票据	5	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	4,152	3,540	3,226	3,360	3,443
其他流动资产	6,906	4,526	4,323	4,482	4,584
流动资产合计	32,002	29,612	35,876	39,857	44,090
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	368	365	365	365	365
固定资产	10,996	11,132	10,161	9,155	8,122
在建工程	457	499	374	280	210
无形资产	2,558	2,493	2,368	2,250	2,137
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	1,307
其他非流动资产	74	109	69	69	69
非流动资产合计	18,309	19,644	16,988	15,810	14,633
总负债	24,039	21,001	21,879	21,580	21,383
短期借款	225	0	0	0	0
应付账款	3,464	2,953	2,691	2,803	2,872
应付票据	198	194	177	184	188
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3,873	3,590	3,917	3,661	3,497
流动负债合计	19,672	16,918	17,529	17,489	17,457
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4,051	3,765	4,095	3,837	3,671
非流动负债合计	4,368	4,083	4,349	4,091	3,925
股东权益	26,272	28,255	30,985	34,086	37,340
股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
公积金	5,555	5,608	5,608	5,608	5,608
未分配利润	18,528	20,334	22,976	25,984	29,141
归属母公司权益	25,495	27,449	30,091	33,100	36,256
少数股东权益	777	805	894	986	1,084

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	13.05%	13.87%	14.00%	13.72%	13.52%
管理费用率	4.58%	4.48%	4.58%	4.48%	4.38%
财务费用率	-1.31%	-1.35%	-1.72%	-1.83%	-1.91%
研发费用率	0.20%	0.30%	0.35%	0.35%	0.35%
所得税率	24%	24%	25%	25%	25%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.50	1.30	1.35	1.48	1.57
每股经营现金流	3.58	2.04	4.37	3.54	3.84
每股净资产	18.69	20.12	22.06	24.26	26.58
每股销售收入	23.58	24.88	23.38	24.55	25.30

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	25	22	21	19	18
PB	3.7	3.4	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	16.4	14.5	12.8	11.3	10.2
股息率	0.7%	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP