

青岛啤酒 (600600.SH)

第三季度销量同比下滑，盈利能力承压

优于大市

核心观点

青岛啤酒公布2024年三季报，2024年前三季度实现营业总收入289.59亿元，同比-6.52%；实现归母净利润49.90亿元，同比+1.67%；实现扣非归母净利润46.86亿元，同比+1.96%。第三季度实现营业总收入88.91亿元，同比-5.28%；实现归母净利润13.48亿元，同比-9.03%；实现扣非归母净利润12.60亿元，同比-7.94%。

第三季度销量同比仍下滑，主因啤酒消费市场需求低迷。销量方面，第三季度公司啤酒销量同比-5.11%，主因啤酒消费市场需求低迷。据国家统计局数据，第三季度全国规模以上企业啤酒产量同比有中单位数下滑。分产品看，青岛主品牌销量同比-4.15%，其中中高端以上产品销量同比-4.54%；其他品牌销量受到中低端市场容量收缩、公司主动调整产品结构的影响，同比下滑幅度更大(-6.34%)。均价方面，第三季度千升酒收入同比-0.18%，反映产品结构欠佳。但第三季度千升酒收入同比降幅环比第二季度有所收窄。

第三季度增投销售费用，净利率转为同比下行。第三季度毛利率同比+1.2pct，主要受益于今年原材料成本下行；销售费用率同比+2.4pct，主要系公司加大促销及市场推广力度以应对需求低迷形势。第三季度归母净利率同比-0.6pct至15.2%，结束前两个季度的盈利能力改善趋势。

公司保持高端化战略定力、重视长期增长质量，静待需求改善。今年啤酒行业面临消费需求低迷的考验，且餐饮、夜场等消费场景缺失给啤酒企业的高端化进程形成阻力，静待后续政策发力后需求逐步回暖。公司战略上继续坚持推动产品创新及结构优化升级，一方面坚持推广青岛品牌及崂山品牌，另一方面加快培育精品原浆、水晶纯生高端产品，推出新鲜直送模式，以契合当前消费偏好的变化。今年公司也更加关注增长质量，控制渠道库存，提升终端产品新鲜度，期待明年产品动销改善。

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322.2/325.2/328.6亿元（前预测值326.1/326.9/328.7亿元），同比-5.1%/+0.9%/+1.1%；实现归母净利润44.5/47.4/49.9亿元（前预测值45.5/48.3/50.6亿元），同比+4.4%/+6.3%/+5.2%；EPS分别为3.27/3.47/3.65元；当前股价对应PE分别为21/20/19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	32,220	32,521	32,863
(+/-%)	6.6%	5.5%	-5.1%	0.9%	1.1%
归母净利润(百万元)	3711	4268	4455	4737	4985
(+/-%)	17.6%	15.0%	4.4%	6.3%	5.2%
每股收益(元)	2.72	3.13	3.27	3.47	3.65
EBIT Margin	11.6%	13.0%	14.5%	15.4%	16.1%
净资产收益率(ROE)	14.6%	15.5%	14.4%	14.4%	14.2%
市盈率(PE)	25.2	21.9	21.0	19.7	18.7
EV/EBITDA	24.7	20.8	19.1	17.9	16.8
市净率(PB)	3.67	3.40	3.01	2.84	2.67

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

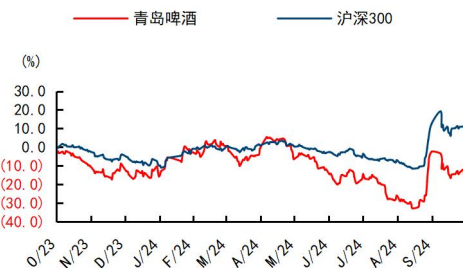
021-60933124

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	68.51元
总市值/流通市值	93461/93454百万元
52周最高价/最低价	88.02/53.20元
近3个月日均成交额	465.03百万元

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)-第二季度销量同比下滑，成本下行助盈利能力改善》——2024-08-30
- 《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

青岛啤酒公布 2024 年三季报，2024 年前三季度实现营业总收入 289.59 亿元，同比-6.52%；实现归母净利润 49.90 亿元，同比+1.67%；实现扣非归母净利润 46.86 亿元，同比+1.96%。第三季度实现营业总收入 88.91 亿元，同比-5.28%；实现归母净利润 13.48 亿元，同比-9.03%；实现扣非归母净利润 12.60 亿元，同比-7.94%。

第三季度销量同比仍下滑，主因啤酒消费市场需求低迷。销量方面，第三季度公司啤酒销量同比-5.11%，主因啤酒消费市场需求低迷。据国家统计局数据，第三季度全国规模以上企业啤酒产量同比有中单位数下滑。分产品看，青岛主品牌销量同比-4.15%，其中中高端以上产品销量同比-4.54%；其他品牌销量受到中低端市场容量收缩、公司主动调整产品结构的影响，同比下滑幅度更大（-6.34%）。均价方面，第三季度千升酒收入同比-0.18%，反映产品结构欠佳。但第三季度千升酒收入同比降幅环比第二季度有所收窄。

第三季度增投销售费用，净利率转为同比下行。第三季度毛利率同比+1.2pct，主要受益于今年原材料成本下行；销售费用率同比+2.4pct，主要系公司加大促销及市场推广力度以应对需求低迷形势。第三季度归母净利率同比-0.6pct 至 15.2%，结束前两个季度的盈利能力改善趋势。

公司保持高端化战略定力、重视长期增长质量，静待需求改善。今年啤酒行业面临消费需求低迷的考验，且餐饮、夜场等消费场景缺失给啤酒企业的高端化进程形成阻力，静待后续政策发力后需求逐步回暖。公司战略上继续坚持推动产品创新及结构优化升级，一方面坚持推广青岛品牌及崂山品牌，另一方面加快培育精品原浆、水晶纯生高端产品，推出新鲜直送模式，以契合当前消费偏好的变化。今年公司也更加关注增长质量，控制渠道库存，提升终端产品新鲜度，期待明年产品动销改善。

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 322.2/325.2/328.6 亿元（前预测值 326.1/326.9/328.7 亿元），同比-5.1%/+0.9%/+1.1%；实现归母净利润 44.5/47.4/49.9 亿元（前预测值 45.5/48.3/50.6 亿元），同比+4.4%/+6.3%/+5.2%；EPS 分别为 3.27/3.47/3.65 元；当前股价对应 PE 分别为 21/20/19 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）	32,605	32,693	32,867	32,220	32,521	32,863	-386	-172	-4
收入同比增速%	-3.9%	0.3%	0.5%	-5.1%	0.9%	1.1%	-1.1%	0.7%	0.5%
毛利率%	40.7%	41.3%	41.7%	40.6%	41.1%	41.5%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
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%	14.0%	14.8%	15.4%	13.8%	14.6%	15.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
归母净利润（百万元）	4,550	4,830	5,062	4,455	4,737	4,985	-95	-93	-77
归母净利润同比增速%	6.6%	6.1%	4.8%	4.4%	6.3%	5.2%	-2.2%	0.2%	0.4%
EPS（元）	3.34	3.54	3.71	3.27	3.47	3.65	-0.07	-0.07	-0.06

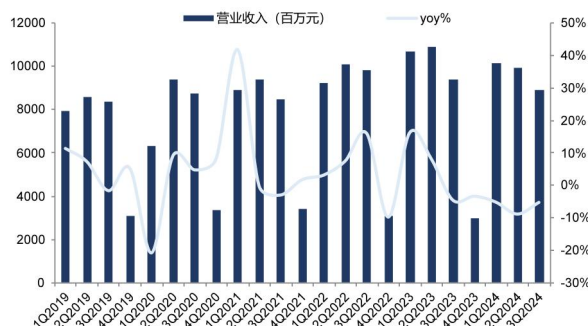
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2024年10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	20.8	68.51	3.27	3.47	21.0	19.7	935	优于大市
0291.HK	华润啤酒	17.1	27.51	1.69	1.80	16.2	15.3	892	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	20.9	59.26	2.87	3.07	20.7	19.3	287	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	29.2	10.12	0.36	0.46	28.3	22.1	285	优于大市
002461.SZ	珠江啤酒	25.5	9.07	0.36	0.41	25.1	22.2	201	优于大市

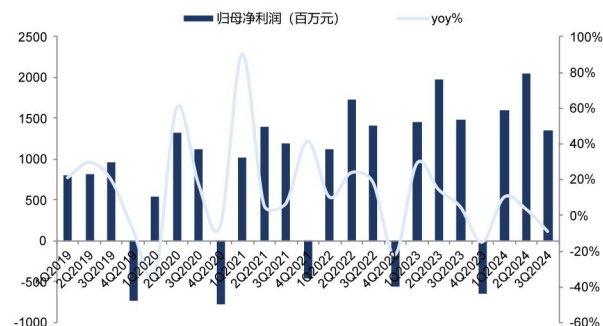
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图1: 单季度营业收入及增速



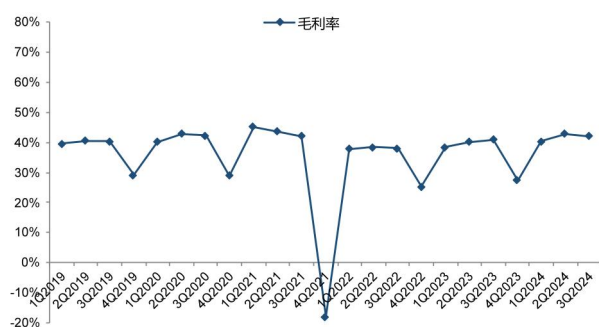
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



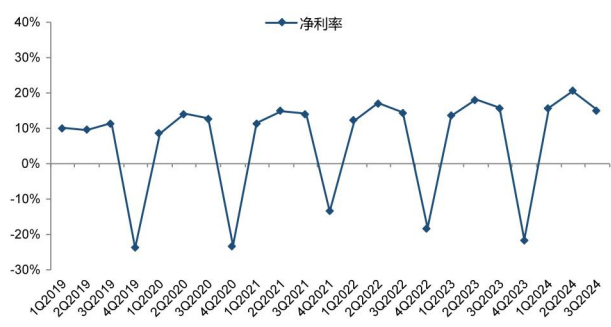
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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: 单季度归母净利润率变化



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	21619	23653	26062	营业收入	32172	33937	32220	32521	32863
应收款项	124	100	124	125	126	营业成本	20318	20817	19139	19152	19236
存货净额	4152	3540	3408	3358	3268	营业税金及附加	2391	2387	2266	2287	2311
其他流动资产	7187	4737	4401	4344	4291	销售费用	4200	4708	4575	4520	4469
流动资产合计	32002	29612	31869	33798	36066	管理费用	1473	1519	1494	1479	1474
固定资产	11466	11644	12045	12255	12273	研发费用	63	101	81	81	82
无形资产及其他	2558	2493	2410	2330	2252	财务费用	(421)	(457)	(447)	(494)	(543)
投资性房地产	3918	5142	4785	4732	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)
资产总计	50312	49256	51477	53484	55645	其他收入	785	856	839	836	832
短期借款及交易性金融负债	275	50	150	150	150	营业利润	5001	5737	6007	6387	6722
应付款项	3662	3146	2893	2895	2908	营业外净收支	5	10	5	5	5
其他流动负债	15735	13722	12748	12721	12736	利润总额	5006	5746	6012	6392	6727
流动负债合计	19672	16918	15792	15766	15794	所得税费用	1201	1398	1473	1566	1648
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	94	80	84	89	94
其他长期负债	4368	4083	3793	3785	3790	归属于母公司净利润	3711	4268	4455	4737	4985
非流动负债合计	4368	4083	3793	3785	3790	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	24039	21001	19585	19551	19584	净利润	3711	4268	4455	4737	4985
少数股东权益	777	805	889	978	1072	资产减值准备	(163)	57	(17)	1	0
股东权益	25495	27449	31003	32955	34988	折旧摊销	1036	1086	1245	1330	1420
负债和股东权益总计	50312	49256	51477	53484	55645	公允价值变动损失	15	97	40	40	40
						财务费用	(421)	(457)	(447)	(494)	(543)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	1162	(895)	(1075)	72	176
每股收益	2.72	3.13	3.27	3.47	3.65	其它	(881)	(1835)	1164	1152	1157
每股红利	1.16	1.86	1.94	2.06	2.17	经营活动现金流	4879	2778	5812	7331	7778
每股净资产	18.69	20.12	22.73	24.16	25.65	资本开支	(1780)	(1618)	(1600)	(1500)	(1400)
ROIC	14.68%	15.34%	23%	54%	59%	其它投资现金流	(419)	(1845)	(1468)	(1102)	(1102)
ROE	14.55%	15.55%	14%	14%	14%	投资活动现金流	(2199)	(3463)	(3068)	(2602)	(2502)
毛利率	37%	39%	41%	41%	41%	权益性融资	22	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	13%	14%	15%	16%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	18%	19%	20%	支付股利、利息	(1576)	(2534)	(508)	(2695)	(2866)
收入增长	7%	5%	-5%	1%	1%	其它融资现金流	(121)	(334)	100	0	0
净利润增长率	18%	15%	4%	6%	5%	融资活动现金流	(1676)	(2868)	(408)	(2695)	(2866)
资产负债率	49%	44%	40%	38%	37%	现金净变动	3257	1427	2336	2034	2410
股息率	1.7%	2.7%	2.8%	3.0%	3.2%	货币资金的期初余额	14598	17855	19282	21619	23653
P/E	25.2	21.9	21.0	19.7	18.7	货币资金的期末余额	17855	19282	21619	23653	26062
P/B	3.7	3.4	3.0	2.8	2.7	企业自由现金流	3250	1906	2092	3678	4189
EV/EBITDA	24.7	20.8	19.1	17.9	16.8	权益自由现金流	4705	4478	2529	4050	4599

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