

食品饮料

2024 年 10 月 29 日

青岛啤酒 (600600)

——外部需求疲软压制 Q3 经营表现

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- 事件：**公司发布 2024 年三季报，根据公司公告，2024 前三季度公司实现营业收入 289.59 亿，同比下降 6.5%；归母净利润 49.9 亿，同比增长 1.67%；其中，24Q3 公司实现营业收入 88.91 亿，同比下降 5.28%，归母净利润 13.48 亿，同比下降 9.03%。公司业绩低于预期。
- 投资评级与估值：**由于外部需求疲软，下调盈利预测，预测 2024~2026 年公司实现归母净利润 44.6/48.1/53.4 亿（前次为 48/52.5/56.8 亿），当前股价对应 24-26 年 PE 分别为 21/19/18x，维持买入评级。公司估值已经回调到过去 10 年的相对低位，伴随着未来资本开支减少，分红率具备持续提升的潜力，2023 年分红对应股息率 3%，具备一定吸引力。中长期，公司持续优化产品结构，啤酒价格有望进一步提升，伴随成本压力改善，盈利弹性将进一步释放。公司作为最具品牌力、具备高端化基因的本土企业之一，产能利用率和经营效率在不断优化，继续看好公司中长期盈利能力的提升空间。
- 外部需求承压导致销量同比下滑。**根据公司公告，2024Q3 公司实现销量 215.5 万吨，同比下降 5.1%。分结构看，24Q3 青岛主品牌/中高端价格带啤酒分别实现销量 122.5/88.3 万吨，分别同比 -4.15%/-4.75%。今年以来，从产品结构看，高端价格带（8~10 元及以上）面临一定的消费降级压力，主流价格带（6~8 元）表现相对较好。由于餐饮渠道表现疲软，高端啤酒销量下滑导致 24Q3 吨价为 4125.75 元/吨，同比基本持平。
- 原材料成本下行改善吨成本表现，为拉动物销增加费用投放。**2024Q3 公司吨成本为 2387.97 元/吨，同比下降 2.2%，主因今年大麦等原材料价格明显下降，全年维度成本压力不大。24Q3 公司实现毛利率 42.12%，同比提升 1.19pct。费用端，公司销售/管理费用率分别为 14.08%/3.06%，分别同比 +2.41%/-0.87pct。销售费用率提升预计主因公司面对不利的需求情况，积极促进动销，同时加大库存管理力度所致。24Q3 公司实现归母净利率 15.16%，同比下降 0.63pct。
- 股价表现的催化剂：**产品提价。
- 核心假设风险：**中高端竞争加剧，原材料成本超预期上涨。

财务数据及盈利预测

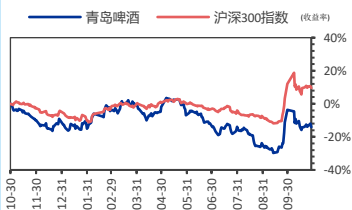
	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	33,937	28,959	31,877	32,740	34,184
同比增长率（%）	5.5	-6.5	-6.1	2.7	4.4
归母净利润（百万元）	4,268	4,990	4,458	4,808	5,336
同比增长率（%）	15.0	1.7	4.4	7.9	11.0
每股收益（元/股）	3.14	3.67	3.27	3.52	3.91
毛利率（%）	38.7	41.8	41.1	42.5	43.4
ROE（%）	15.5	16.7	14.9	15.0	15.5
市盈率	22		21	19	18

注：“市盈率”是指目前股价除以历年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：	2024 年 10 月 29 日
收盘价（元）	68.51
一年内最高/最低（元）	88.02/53.20
市净率	3.3
息率（分红/股价）	2.92
流通 A 股市场（百万元）	48,576
上证指数/深证成指	3,286.41/10,543.33
注：“息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2024 年 09 月 30 日
每股净资产（元）	21.84
资产负债率%	39.11
总股本/流通 A 股（百万）	1,364/709
流通 B 股/H 股（百万）	-/655

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《青岛啤酒（600600）点评：业绩符合预期 结构升级延续》2024/08/29

《青岛啤酒（600600）点评：产品结构持续提升 成本费用管控提升盈利能力》2024/04/29

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com

研究支持

严泽楠 A0230524090001
yanzn@swsresearch.com

联系人

严泽楠
(8621)23297818×
yanzn@swsresearch.com

申万宏源研究微服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	32,172	33,937	31,877	32,740	34,184
其中: 营业收入	32,172	33,937	31,877	32,740	34,184
减: 营业成本	20,318	20,817	18,766	18,838	19,344
减: 税金及附加	2,391	2,387	2,242	2,303	2,404
主营业务利润	9,463	10,733	10,869	11,599	12,436
减: 销售费用	4,200	4,708	4,578	4,716	4,830
减: 管理费用	1,473	1,519	1,378	1,348	1,340
减: 研发费用	63	101	95	97	101
减: 财务费用	-421	-457	-500	-451	-432
经营性利润	4,148	4,862	5,318	5,889	6,597
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	11	-14	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-26	-83	0	0	0
加: 投资收益及其他	713	563	663	563	563
营业利润	5,001	5,737	5,981	6,452	7,159
加: 营业外净收入	5	10	10	10	10
利润总额	5,006	5,746	5,991	6,462	7,169
减: 所得税	1,201	1,398	1,426	1,541	1,714
净利润	3,805	4,348	4,566	4,921	5,455
少数股东损益	94	80	108	113	119
归属于母公司所有者的净利润	3,711	4,268	4,458	4,808	5,336
全面摊薄总股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
每股收益 (元)	2.72	3.13	3.27	3.52	3.91

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。