

## 短期承压，静待 beta 修复

2024 年 10 月 30 日

► **事件：**2024 年 10 月 29 日，公司发布三季报，24 年 Q1-Q3 公司营收/归母净利润/扣非后归母净利润实现 289.59/49.90/46.86 亿元，同比-6.52%/+1.67%/+1.96%，扣非归母净利率同比+1.34pct。经测算，24Q3 公司营收/归母净利润/扣非后归母净利润实现 88.91/13.48/12.60 亿元，同比-5.28%/-9.03%/-7.94%，扣非归母净利率同比-0.41pct。

► **现饮复苏缓慢，收入短期承压。**24Q3 公司收入-5.28%，一方面三季度现饮需求仍较为疲软，同时公司自身严控库存，紧抓市场健康度，Q3 销量 215.50 万千升，同比-5.11%。分产品结构看，Q3 主品牌销量 122.5 万吨，同比-4.1%，占比同比+0.57pct，其中中高端产品销量 88.3 万吨，同比-4.7%，占比同比+0.2pct；其他品牌 93.0 万吨，同比-6.3%。餐饮、夜场渠道复苏缓慢客观上影响公司产品结构升级速率，Q3 吨价 4126 元，同比-0.18%。

► **旺季增投费用，毛销差下滑拖累利润增速，Q4 有望减亏。**Q3 公司吨成本-2.20%，降幅环比有所收窄，除销量承压规模效应减弱外，预计主要系公司 H1 推出奥古特、白啤等新品成本较高。成本贡献下公司 Q3 毛利率同比+1.19pct 至 42.12%。费用端，Q3 销售费用率同比+2.41pct，系今年现饮需求疲软背景下，Q2-3 销售旺季公司加大品牌及市场促销费用，季度间或有结算节奏影响。其余期间费用管控良好，其中管理费率同比-0.87pct。Q3 公司毛销差同比-1.21pct，拖累扣非归母净利率同比-0.41pct 至 14.17%。展望四季度，23Q4 受舆情事件影响，公司销量下滑较大（同比-10%），同时为稳定渠道增投费用（销售费率同比+10pct），今年 Q4 在低基数、低库存基础上，销量有望企稳，同时实现一定幅度减亏。

► **短期建议关注现饮渠道恢复状态，中长期成长空间仍较大。**2024 年渠道结构系影响啤酒龙头收入表现分化的一个重要因素，青啤份额、吨价受餐饮渠道 beta 疲软影响程度更大，因此若后续外部环境转暖，青啤修复弹性亦较为可观。今年 7-9 月公司渠道库存状态持续优化，预计节奏将延续至年底，为来年轻装上阵、份额恢复打下基础。目前我国啤酒行业竞争态势仍属较好阶段，高端化空间较广，行业结构改善由供需两端共同驱动。中长期看，公司大单品经典在核心基地市场持续承接下方产品向升级，同时中低端产品内部亦有迭代优化空间。建议持续关注现饮渠道景气恢复情况。

► **投资建议：**由于下游现饮渠道持续恢复较慢，我们适度下调公司盈利预测。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 319.47/335.76/350.87 亿元，分别同比-5.9%/5.1%/4.5%；归母净利润分别为 44.12/49.07/53.15 亿元，分别同比增 3.4%/11.2%/8.3%，当前股价对应 PE 分别为 21/19/17 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**旺季天气不及预期；餐饮恢复不及预期；中高端啤酒竞争加剧等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	33,937	31,947	33,576	35,087
增长率 (%)	5.5	-5.9	5.1	4.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,268	4,412	4,907	5,315
增长率 (%)	15.0	3.4	11.2	8.3
每股收益 (元)	3.13	3.23	3.60	3.90
PE	21	21	19	17
PB	3.3	3.1	2.9	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

68.51 元



**分析师 王言海**

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

**分析师 张馨予**

执业证书：S0100523060004

邮箱：zhangxinyu@mszq.com

## 相关研究

1. 青岛啤酒 (600600.SH) 2024 年半年报点评：收入短期承压，利润呈现韧性-2024/08/30
2. 青岛啤酒 (600600.SH) 2024 年一季报点评：成本红利释放，营收有望提速-2024/05/01
3. 青岛啤酒 (600600.SH) 2023 年年报点评：吨价表现亮眼，成本有望下行-2024/03/27
4. 青岛啤酒 (600600.SH) 2023 年一季报点评：Q1 开门红量价齐升，关注旺季结构表现-2023/05/07
5. 青岛啤酒 (600600.SH) 2022 年年报点评：结构升级趋势显著，23 年高端化进程可期-2023/03/27

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	33,937	31,947	33,576	35,087
营业成本	20,817	19,010	19,463	20,041
营业税金及附加	2,387	2,236	2,350	2,456
销售费用	4,708	4,568	4,936	5,228
管理费用	1,519	1,406	1,410	1,439
研发费用	101	95	100	104
EBIT	4,778	5,083	5,793	6,318
财务费用	-457	-515	-481	-499
资产减值损失	-83	-69	-70	-72
投资收益	172	140	141	144
营业利润	5,737	5,893	6,572	7,119
营业外收支	10	10	10	10
利润总额	5,746	5,903	6,582	7,129
所得税	1,398	1,405	1,580	1,711
净利润	4,348	4,498	5,002	5,418
归属于母公司净利润	4,268	4,412	4,907	5,315
EBITDA	5,961	6,295	7,048	7,591

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,282	21,225	23,716	26,109
应收账款及票据	100	137	134	127
预付款项	211	247	253	261
存货	3,540	3,590	3,725	3,901
其他流动资产	6,479	5,759	5,895	6,029
流动资产合计	29,612	30,958	33,723	36,427
长期股权投资	365	365	365	365
固定资产	11,146	11,812	12,023	12,197
无形资产	2,493	2,493	2,493	2,493
非流动资产合计	19,644	21,324	21,469	21,625
资产合计	49,256	52,282	55,192	58,051
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	3,146	3,591	3,784	3,897
其他流动负债	13,772	14,589	15,144	15,630
流动负债合计	16,918	18,179	18,928	19,527
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	4,083	4,102	4,102	4,102
非流动负债合计	4,083	4,102	4,102	4,102
负债合计	21,001	22,281	23,030	23,629
股本	1,364	1,364	1,364	1,364
少数股东权益	805	891	986	1,089
股东权益合计	28,255	30,000	32,162	34,423
负债和股东权益合计	49,256	52,282	55,192	58,051

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	5.49	-5.86	5.10	4.50
EBIT 增长率	11.60	6.38	13.96	9.06
净利润增长率	15.02	3.38	11.21	8.32
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	38.66	40.49	42.03	42.88
净利润率	12.58	13.81	14.61	15.15
总资产收益率 ROA	8.66	8.44	8.89	9.16
净资产收益率 ROE	15.55	15.16	15.74	15.94
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.75	1.70	1.78	1.87
速动比率	1.27	1.41	1.49	1.58
现金比率	1.14	1.17	1.25	1.34
资产负债率 (%)	42.64	42.62	41.73	40.70
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.17	1.33	1.45	1.34
存货周转天数	66.51	67.51	67.65	68.50
总资产周转率	0.68	0.63	0.62	0.62
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.13	3.23	3.60	3.90
每股净资产	20.12	21.34	22.85	24.43
每股经营现金流	2.04	6.52	4.72	4.90
每股股利	2.00	2.07	2.30	2.49
<b>估值分析</b>				
PE	21	21	19	17
PB	3.3	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	11.72	11.10	9.91	9.21
股息收益率 (%)	2.98	3.08	3.43	3.72

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,348	4,498	5,002	5,418
折旧和摊销	1,182	1,211	1,256	1,273
营运资金变动	-2,203	3,418	473	285
经营活动现金流	2,778	8,894	6,438	6,680
资本开支	-895	-1,576	-1,209	-1,234
投资	-3,295	-1,550	0	0
投资活动现金流	-3,463	-4,166	-1,068	-1,090
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-219	-44	0	0
筹资活动现金流	-2,868	-2,785	-2,879	-3,196
现金净流量	-3,548	1,943	2,490	2,394

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026