

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

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

投入增加，利润短期承压

2024 年 10 月 31 日

事件：青岛啤酒发布 2024 年三季度报告，2024Q1-Q3 实现营收 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%。

点评：

- **Q3 销量承压，千升酒收入略下滑。**2024Q3 实现营业收入 88.91 亿元，同比-5.3%，我们认为主要系国内啤酒市场消费较为低迷，2024Q3 销量同比-5.1%至 216 万千升。从市场关注的产品结构来看，2024Q3 公司千升酒收入同比-0.2%至 4126 元。虽然三季度总量下滑，但是中高端及以上产品销量下滑较少，2024Q3 销量同比-4.7%至 88 万千升，其结构占比有所提升，同比+0.2pct。2024Q3 主品牌销量同比-4.1%至 123 万千升，销量占比同比+0.6pct。
- **Q3 千升酒成本持续下降，毛利率同比+1.2pct。**从成本端来看，2024Q3 营业成本同比下降 3.99 亿元至 51.46 亿元，吨酒成本同比-2.2%至 2388 元，带动毛利率同比+1.2pct 至 42.1%。从费用端来看，公司应对宏观环境压力增加投入，2024Q3 销售费用同比+14.3%至 12.51 亿元，销售费用率同比+2.4pct 至 14.1%；管理费用同比-26.2%至 2.72 亿元，管理费用率-0.9pct 至 3.1%。综上，公司实现归母净利润 13.48 亿元，同比-9%，归母净利润率同比-0.6pct 至 15.2%；实现扣非归母净利润 12.6 亿元，同比-7.9%，扣非归母净利润率同比-0.4pct 至 14.2%。
- **盈利预测与投资评级：**尽管三季度利润有所波动，但是长期看啤酒行业格局清晰且稳定，我们认为山东和华北产品结构升级+华东和华南利润提升仍然有望提供较好的盈利弹性，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 3.13、3.38、3.59 元，对应 2024 年 10 月 31 日收盘价（67.13 元/股）PE 为 21、20、19 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**中高端啤酒竞争加剧、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	31,996	32,925	33,291
增长率 YoY %	6.6%	5.5%	-5.7%	2.9%	1.1%
归属母公司净利润(百万元)	3,711	4,268	4,264	4,614	4,895
增长率 YoY%	17.6%	15.0%	-0.1%	8.2%	6.1%
毛利率%	36.8%	38.7%	40.1%	41.2%	41.8%
净资产收益率ROE%	14.6%	15.5%	14.6%	14.8%	14.7%
EPS(摊薄)(元)	2.72	3.13	3.13	3.38	3.59
市盈率 P/E(倍)	24.68	21.46	21.48	19.85	18.71
市净率 P/B(倍)	3.59	3.34	3.14	2.93	2.75

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 10 月 31 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	32,455	34,975	37,394
货币资金	17,855	19,282	22,268	23,373	25,529
应收票据	5	0	4	0	4
应收账款	120	100	135	105	139
预付账款	282	211	230	232	232
存货	4,152	3,540	3,102	3,552	2,958
其他	9,589	6,479	6,717	7,713	8,533
非流动资产	18,309	19,644	19,606	19,482	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	11,400	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	52,061	54,457	56,655
流动负债	19,672	16,918	17,975	18,212	18,171
短期借款	225	0	0	0	0
应付票据	198	194	149	197	149
应付账款	3,464	2,953	2,991	3,016	2,998
其他	15,785	13,772	14,834	14,999	15,024
非流动负债	4,368	4,083	4,048	4,013	3,978
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4,368	4,083	4,048	4,013	3,978
负债合计	24,039	21,001	22,022	22,225	22,149
少数股东权益	777	805	886	1,024	1,171
归属母公司股东权益	25,495	27,449	29,153	31,208	33,335
负债和股东权益	50,312	49,256	52,061	54,457	56,655

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	31,996	32,925	33,291
同比(%)	6.6%	5.5%	-5.7%	2.9%	1.1%
归母净利润	3,711	4,268	4,264	4,614	4,895
同比(%)	17.6%	15.0%	-0.1%	8.2%	6.1%
毛利率(%)	36.8%	38.7%	40.1%	41.2%	41.8%
ROE(%)	14.6%	15.5%	14.6%	14.8%	14.7%
EPS(摊薄)(元)	2.72	3.13	3.13	3.38	3.59
P/E	24.68	21.46	21.48	19.85	18.71
P/B	3.59	3.34	3.14	2.93	2.75
EV/EBITDA	23.89	13.89	11.45	10.32	9.53

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	31,996	32,925	33,291
营业成本	20,318	20,817	19,155	19,357	19,380
营业税金及附加	2,391	2,387	2,296	2,362	2,389
销售费用	4,200	4,708	4,672	4,808	4,861
管理费用	1,473	1,519	1,441	1,483	1,499
研发费用	63	101	124	127	129
财务费用	-421	-457	-507	-556	-935
减值损失合计	-26	-83	-81	-101	-183
投资净收益	170	172	123	127	128
其他	709	786	840	864	701
营业利润	5,001	5,737	5,698	6,234	6,614
营业外收支	5	10	7	7	7
利润总额	5,006	5,746	5,705	6,241	6,622
所得税	1,201	1,398	1,361	1,489	1,579
净利润	3,805	4,348	4,344	4,752	5,042
少数股东损益	94	80	80	138	147
归母净利润	3,711	4,268	4,264	4,614	4,895
EBITDA	5,407	5,961	6,063	6,616	6,931
EPS(当年)(元)	2.74	3.14	3.13	3.38	3.59

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	6,522	5,514	6,827
净利润	3,805	4,348	4,344	4,752	5,042
折旧摊销	1,125	1,182	1,253	1,311	1,377
财务费用	-447	-476	0	0	0
投资损失	-170	-172	-123	-127	-128
营运资金变动	759	-2,203	1,315	-167	541
其它	-193	98	-267	-256	-5
投资活动现金流	-2,199	-3,463	-940	-1,816	-1,868
资本支出	-1,738	-895	-1,169	-1,164	-1,162
长期投资	-1,112	-3,295	-70	-959	-842
其他	651	728	299	307	136
筹资活动现金流	-1,676	-2,868	-2,596	-2,593	-2,803
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	-2,561	-2,558	-2,768
现金净增加额	1,026	-3,548	2,986	1,105	2,156

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）。

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。