

2024年11月06日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

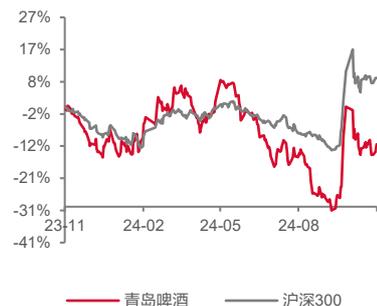
yxc@longone.com.cn

联系人

吴康辉

wkh@longone.com.cn

数据日期	2024/11/05
收盘价	69.48
总股本(万股)	136,420
流通A股/B股(万股)	70,903/0
资产负债率(%)	39.11%
市净率(倍)	3.09
净资产收益率(加权)	17.17
12个月内最高/最低价	88.02/53.20



相关研究

青岛啤酒（600600）：百年国啤龙头，高端化稳中求进——公司深度报告

青岛啤酒（600600）：整装待发，静待需求改善

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**公司发布2024年三季报，2024Q1-Q3实现营业收入289.59亿元（同比-6.52%，全文同），归母净利润49.90亿元（+1.67%）；其中2024Q3营业收入88.91亿元（-5.28%），归母净利润13.48亿元（-9.03%），业绩略低于预期。
- **终端需求不振，量、价均承压。1）销量：**2024Q1-Q3公司总销量678.5万千升（-6.98%），其中Q3销量为215.5万千升（-5.11%），预计因终端消费疲软，高端及低端产品销量承压。**2）结构：**2024Q3青岛啤酒主品牌销量为122.5万千升（-4.15%），中高端及以上销量88.3万千升（-4.75%），其他品牌销量为93万千升（-6.34%），其中其他品牌销量下降幅度高于平均，一方面低收入人群对经济更敏感，另一方面公司主动推进低端产品向崂山和经典升级。**3）吨价：**2024Q1-Q3均价为4268.09元/千升（+0.50%），其中Q3均价为4125.75元/千升（-0.17%），结构升级有所放缓，主要系现饮渠道疲软，高端啤酒销量承压所致。
- **Q3销售费用投放增加，利润同比转负。**2024Q3毛利率42.12%（+1.19pct），主要受益于原材料大麦、包材的价格下降，吨成本同比下降2.20%。2024Q3销售、管理费率分别为14.08%（+2.41pct），3.06%（-0.87pct），主要系在市场弱复苏背景下，公司加大促销力度和库存管理所致。综上，2024Q3净利率15.85%（-0.32pct）。
- **明年成本红利确定性较强，期待动销改善。**受现饮消费人数减少，及强降雨天气较多影响，今年啤酒销售旺季不旺，根据国家统计局数据，2024年Q3，中国规模以上啤酒产量1007.5万千升，同比减少5.3%。公司积极应对低迷市场，加强渠道库存管理，当前大经销商库存偏低，预计Q4在低基数背景下，销量稳中有升。展望明年，收入端需关注外部消费需求是否转暖，期待明年动销改善；成本端，截至9月，进口大麦成本相比去年年末下降13.7%，预计成本红利持续释放。
- **投资建议：**随着消费刺激政策逐步落地，现饮场景有望积极修复；中长期来看，公司高端产品布局完善，叠加智能化提升效率，盈利能力有望持续提升。由于当前消费环境偏弱，我们适当下调盈利预测，预计2024/2025/2026年公司归母净利润分别为42.63/46.34/49.96亿元（前值48.48/53.85/59.40亿元），增速分别为-0.12%/8.69%/7.83%，对应EPS为3.12/3.40/3.66元（前值3.55/3.95/4.35元），对应当前股价PE分别为22.23/20.46/18.97。维持“买入”评级。
- **风险提示：**消费复苏不及预期、原材料波动风险、食品安全的影响。

盈利预测与估值

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	33,936.52	31,757.54	32,717.42	33,651.26
同比增速	5.49%	-6.42%	3.02%	2.85%
归母净利润	4,267.85	4,262.91	4,633.53	4,996.16
同比增速	15.02%	-0.12%	8.69%	7.83%
EPS(元)	3.13	3.12	3.40	3.66
P/E	22.21	22.23	20.46	18.97

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至2024年11月5日

附录：三大报表预测值

利润表					资产负债表				
单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	33,937	31,758	32,717	33,651	货币资金	19,282	17,849	17,551	18,428
%同比增速	5%	-6%	3%	3%	交易性金融资产	1,924	1,857	1,784	1,855
营业成本	20,817	19,350	19,802	20,236	应收账款及应收票据	100	94	94	95
毛利	13,120	12,407	12,916	13,415	存货	3,540	3,510	3,498	3,530
%营业收入	39%	39%	39%	40%	预付账款	211	196	201	205
税金及附加	2,387	2,188	2,202	2,248	其他流动资产	4,555	3,944	3,365	2,973
%营业收入	7%	7%	7%	7%	流动资产合计	29,612	27,450	26,492	27,087
销售费用	4,708	3,928	3,929	3,846	长期股权投资	365	367	370	373
%营业收入	14%	12%	12%	11%	投资性房地产	44	56	68	77
管理费用	1,519	1,324	1,335	1,380	固定资产合计	11,146	11,867	13,485	14,471
%营业收入	4%	4%	4%	4%	无形资产	2,493	2,354	2,216	2,080
研发费用	101	76	88	101	商誉	1,307	1,307	1,307	1,307
%营业收入	0%	0%	0%	0%	递延所得税资产	2,026	1,978	2,230	2,160
财务费用	-457	-277	-256	-253	其他非流动资产	2,263	4,371	5,224	5,616
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	资产总计	49,256	49,748	51,392	53,171
资产减值损失	-83	-58	-68	-63	短期借款	0	41	21	14
信用减值损失	-14	-2	-3	-9	应付票据及应付账款	3,146	2,876	2,908	2,924
其他收益	391	340	344	353	预收账款	0	0	0	0
投资收益	172	159	165	169	应付职工薪酬	2,097	1,921	1,949	1,985
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	344	321	331	341
公允价值变动收益	230	13	30	41	其他流动负债	11,332	10,639	10,771	10,998
资产处置收益	179	114	145	135	流动负债合计	16,918	15,799	15,979	16,261
营业利润	5,737	5,732	6,230	6,719	长期借款	0	0	0	0
%营业收入	17%	18%	19%	20%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	10	7	8	8	递延所得税负债	238	245	254	272
利润总额	5,746	5,740	6,239	6,727	其他非流动负债	3,845	3,855	3,833	3,822
%营业收入	17%	18%	19%	20%	负债合计	21,001	19,898	20,065	20,355
所得税费用	1,398	1,397	1,518	1,637	归母公司的所有者权益	27,449	28,964	30,354	31,749
净利润	4,348	4,343	4,721	5,090	少数股东权益	805	886	973	1,067
%营业收入	13%	14%	14%	15%	股东权益	28,255	29,850	31,327	32,816
归属于母公司的净利润	4,268	4,263	4,634	4,996	负债及股东权益	49,256	49,748	51,392	53,171
%同比增速	15%	0%	9%	8%	现金流量表				
少数股东损益	80	80	87	94	单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS (元/股)	3.13	3.12	3.40	3.66	经营活动现金流净额	2,778	4,379	5,842	6,486
基本指标					投资	-3,295	61	84	-50
	2023A	2024E	2025E	2026E	资本性支出	-895	-2,095	-3,029	-2,104
EPS	3.13	3.12	3.40	3.66	其他	728	-1,071	95	166
BVPS	20.12	21.23	22.25	23.27	投资活动现金流净额	-3,463	-3,105	-2,851	-1,988
PE	22.21	22.23	20.46	18.97	债权融资	-219	-6	-42	-17
PEG	1.59	—	2.35	2.42	股权融资	0	14	0	0
PB	3.45	3.27	3.12	2.99	支付股利及利息	-2,534	-2,761	-3,246	-3,603
EV/EBITDA	13.89	12.51	11.31	10.30	其他	-114	46	0	0
ROE	16%	15%	15%	16%	筹资活动现金流净额	-2,868	-2,707	-3,289	-3,621
ROIC	13%	14%	14%	15%	现金净流量	-3,548	-1,433	-298	877

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为2024年11月5日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089