

非金融公司|公司点评|青岛啤酒（600600）

三季度报点评：吨价降幅放缓，销售费用 增加净利率短期承压



报告要点

公司发布 2024 年三季度报告，2024Q3 公司实现收入 88.91 亿元，同比-5.28%；归母净利润 13.48 亿元，同比-9.03%；扣非归母净利润 12.60 亿元，同比-7.94%。Q3 吨价降幅环比收窄，成本红利延续。三季度啤酒需求偏弱，公司加大销售费用投入与市场推广力度，净利率短期承压。考虑到公司是国产啤酒高端化龙头，吨价提升仍有空间，当前基数逐步转低，且 Q4 成本红利有望延续，维持“买入”评级。

分析师及联系人



邓周贵

SAC: S0590524040005



徐锡联

SAC: S0590524040004



刘景瑜

SAC: S0590524030005



吴雪枫

青岛啤酒(600600)

三季报点评：吨价降幅放缓，销售费用增加 净利率短期承压

行业：食品饮料/非白酒
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：68.51 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 1,364/1,364
 流通A股市值(百万元) 48,575.71
 每股净资产(元) 21.84
 资产负债率(%) 39.11
 一年内最高/最低(元) 88.02/53.20

股价相对走势



相关报告

- 《青岛啤酒(600600)：2024年半年报点评：高基数下收入承压，成本红利驱动盈利增长》2024.08.31
- 《青岛啤酒(600600)：成本优化，吨价提升驱动盈利增长》2024.05.09



扫码查看更多

事件

公司发布2024年三季度报告，前三季度公司实现收入289.59亿元，同比-6.52%；归母净利润49.90亿元，同比+1.67%；扣非归母净利润46.86亿元，同比+1.96%。单三季度公司实现收入88.91亿元，同比-5.28%；归母净利润13.48亿元，同比-9.03%；扣非归母净利润12.60亿元，同比-7.94%。

➤ 中高端以上产品销量更优，吨价降幅环比收窄

拆分量价来看，2024Q3公司销量/吨价（以营业收入测算）分别为215.5万千升/4125.75元，分别同比-5.11%/-0.18%。分品牌看，2024Q3青岛啤酒/其他啤酒销量分别为122.5/93.0万千升，分别同比减少4.15%/6.34%；中高端以上/其他产品销量分别为88.3/127.2万千升，分别同比减少4.75%/5.36%。上半年公司研发上市“尼卡希白啤、全麦奥古特A6和奥古特A3、无醇白啤”等新品，满足消费者更多的高品质、多样化与个性化啤酒需求，中高端产品市占率与竞争力持续提升。

➤ 销售费用增加，净利率短期承压

2024Q3公司毛利率42.12%，同比提升1.19pct，吨成本同比-2.20%，我们判断或主要系中高端产品销量下滑所致，公司成本红利延续。三季度啤酒需求偏弱，公司围绕“体育营销+音乐营销+体验营销”主线，加大销售费用投入与市场推广力度，净利率短期承压。2024Q3期间费用率15.84%，同比增加1.31pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为14.08%/3.06%/0.31%/-1.61%，分别同比+2.41%/-0.87%/+0.17%/-0.40pct；归母净利率15.16%，同比-0.63pct。

➤ 高端化仍有空间，维持“买入”评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别319.92/366.05/349.23亿元，分别同比-5.73%/+5.04%/+3.92%，归母净利润分别为43.90/47.86/51.58亿元，分别同比增长2.86%/9.02%/7.78%，对应CAGR为6.52%，对应2024-2026年PE估值分别为21/20/18X。考虑到公司是国产啤酒高端化龙头，吨价提升仍有空间，当前基数逐步转低，且Q4成本红利有望延续，维持“买入”评级。

风险提示：新品销售不及预期，行业竞争加剧，宏观经济不达预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	32172	33937	31992	33605	34923
增长率(%)	6.65%	5.49%	-5.73%	5.04%	3.92%
EBITDA(百万元)	5711	6471	10447	11115	11691
归母净利润(百万元)	3711	4268	4390	4786	5158
增长率(%)	17.59%	15.02%	2.86%	9.02%	7.78%
EPS(元/股)	2.72	3.13	3.22	3.51	3.78
市盈率(P/E)	25.2	21.9	21.3	19.5	18.1
市净率(P/B)	3.7	3.4	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	22.8	12.9	6.6	5.6	4.7

数据来源：公司公告、iFIND、国联证券研究所预测；股价为2024年10月29日收盘价

风险提示

(1) 新品销售不及预期：若新品销售不及预期，可能导致渠道信心偏弱，导致公司收入与业绩不及预期。

(2) 行业竞争加剧：白酒行业已步入存量时代，若行业竞争加剧，可能影响公司收入及盈利水平。

(3) 宏观经济不达预期的风险：若宏观经济不达预期，可能导致整体消费偏弱、公司业绩表现不达预期。

财务预测摘要

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	17855	19282	24809	32305	40100	营业收入	32172	33937	31992	33605	34923
应收账款+票据	124	100	117	123	128	营业成本	20318	20817	19133	19989	20674
预付账款	282	211	240	252	262	营业税金及附加	2391	2387	2362	2481	2579
存货	4152	3540	3555	3714	3841	营业费用	4200	4708	4191	4234	4261
其他	9589	6479	8379	8705	8971	管理费用	1536	1620	1408	1479	1502
流动资产合计	32002	29612	37100	45099	53302	财务费用	-421	-457	-75	-99	-127
长期股权投资	368	365	383	402	421	资产减值损失	-26	-83	-102	-107	-111
固定资产	11164	11265	8566	5729	2754	公允价值变动收益	164	230	250	250	250
在建工程	457	499	435	352	269	投资净收益	170	172	176	176	176
无形资产	2558	2493	1659	837	9	其他	545	555	708	708	708
其他非流动资产	3763	5022	4990	4955	4970	营业利润	5001	5737	6006	6548	7059
非流动资产合计	18309	19644	16035	12276	8423	营业外净收益	5	10	13	13	13
资产总计	50312	49256	53134	57375	61725	利润总额	5006	5746	6018	6561	7072
短期借款	225	0	0	0	0	所得税	1201	1398	1517	1654	1783
应付账款+票据	3662	3146	3215	3359	3474	净利润	3805	4348	4501	4907	5289
其他	15785	13772	14464	15155	15714	少数股东损益	94	80	111	121	131
流动负债合计	19672	16918	17679	18514	19188	归属于母公司净利润	3711	4268	4390	4786	5158
长期带息负债	98	63	32	3	-22	财务比率					
长期应付款	16	16	16	16	16		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	4253	4003	4003	4003	4003	成长能力					
非流动负债合计	4368	4083	4051	4023	3997	营业收入	6.65%	5.49%	-5.73%	5.04%	3.92%
负债合计	24039	21001	21730	22536	23186	EBIT	8.25%	15.35%	12.37%	8.72%	7.46%
少数股东权益	777	805	917	1038	1169	EBITDA	6.15%	13.32%	61.43%	6.39%	5.18%
股本	1364	1364	1364	1364	1364	归属于母公司净利润	17.59%	15.02%	2.86%	9.02%	7.78%
资本公积	4154	4207	4207	4207	4207	获利能力					
留存收益	19977	21878	24916	28229	31799	毛利率	36.85%	38.66%	40.19%	40.52%	40.80%
股东权益合计	26272	28255	31404	34838	38539	净利率	11.83%	12.81%	14.07%	14.60%	15.14%
负债和股东权益总计	50312	49256	53134	57375	61725	ROE	14.55%	15.55%	14.40%	14.16%	13.80%
现金流量表					单位:百万元	ROIC	31.70%	38.69%	45.00%	69.07%	189.82%
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	3805	4348	4501	4907	5289	资产负债率	47.78%	42.64%	40.90%	39.28%	37.56%
折旧摊销	1125	1182	4503	4653	4747	流动比率	1.6	1.8	2.1	2.4	2.8
财务费用	-421	-457	-75	-99	-127	速动比率	1.1	1.3	1.5	1.9	2.2
存货减少(增加为“-”)	-659	612	-15	-159	-127	营运能力					
营运资金变动	923	-1807	-1201	333	267	应收账款周转率	269.0	338.0	277.5	277.5	277.5
其它	106	-1101	-337	-193	-225	存货周转率	4.9	5.9	5.4	5.4	5.4
经营活动现金流	4879	2778	7376	9441	9823	总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
资本支出	-1909	-1868	-875	-875	-875	每股指标(元)					
长期投资	-1112	-3295	0	0	0	每股收益	2.7	3.1	3.2	3.5	3.8
其他	822	1700	334	334	334	每股经营现金流	3.6	2.0	5.4	6.9	7.2
投资活动现金流	-2199	-3463	-541	-541	-541	每股净资产	18.7	20.1	22.3	24.8	27.4
债权融资	-35	-260	-32	-29	-25	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	25.2	21.9	21.3	19.5	18.1
其他	-1641	-2608	-1277	-1374	-1461	市净率	3.7	3.4	3.1	2.8	2.5
筹资活动现金流	-1676	-2868	-1308	-1403	-1486	EV/EBITDA	22.8	12.9	6.6	5.6	4.7
现金净增加额	1026	-3548	5526	7497	7795	EV/EBIT	28.4	15.8	11.7	9.6	7.9

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 10 月 29 日收盘价

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼