

600600.SH

买入

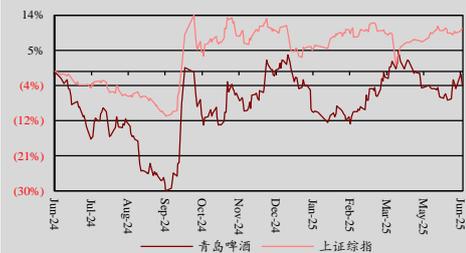
原评级: 买入

市场价格: 人民币 74.95

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ **青岛啤酒跟踪报告:** 管理层平稳换届, 2024年, 受外部环境影响, 公司主动调整渠道发货节奏, 清理库存。1Q25 公司销量稳健增长, 考虑到去年同期基数及啤酒销售旺季, 我们判断 2Q25、3Q25 公司销量增速有望加快。公司经营持续向好。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.0)	0.7	7.3	(5.6)
相对上证综指	(9.7)	(2.5)	6.0	(16.0)

发行股数 (百万)	1,364.20
流通股 (百万)	1,364.20
总市值 (人民币 百万)	102,246.55
3个月日均交易额 (人民币 百万)	483.07
主要股东	
香港中央结算(代理人)有限公司	45.01%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2025 年 6 月 5 日收市价为标准

相关研究报告

- 《青岛啤酒》20241031
- 《青岛啤酒》20240901
- 《青岛啤酒》20240430

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 非白酒

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

青岛啤酒

管理层平稳换届, 公司经营持续向好

青岛啤酒管理层平稳换届, 在近日召开的股东大会上, 董事长姜宗祥对行业趋势进行判断, 明确了公司未来的发展战略。2024年, 受外部环境影响, 公司主动调整渠道发货节奏, 清理库存。1Q25 公司销量稳健增长, 考虑到去年同期基数及啤酒销售旺季, 我们判断 2Q25、3Q25 公司销量增速有望加快。公司经营持续向好, 维持买入评级。

支撑评级的要点

■ **2025 年公司轻装上阵, 销量数据有望逐季向好。** (1) 2024 年公司营收 321.4 亿元, 同比-5.3%, 归母净利 43.4 亿元, 同比+1.8%。拆分量价来看, 2024 年公司销量、吨价增速分别为-5.9%、+0.6%, 其主品牌实现销量、吨价增速分别为-4.8%、-0.3%。量价承压背景下, 我们判断, 2024 年公司主动调整发货节奏, 清理渠道库存, 同时进行费用管控。受益于成本红利及费用管控, 2024 年公司吨成本同比下降 1.9% 至 2548 元, 毛利率、归母净利率同比分别提升 1.6pct、0.9pct 至 40.2%、13.5%。 (2) 2025 年, 公司轻装上阵, 1Q25 公司营收 104.5 亿元, 同比+2.9%, 归母净利 17.1 亿元, 同比+7.1%。拆分量价来看, 1Q25 公司销量、吨价增速分别为+3.5%、-0.6%, 其中主品牌、其他品牌销量增速分别为+4.1%、+2.8%。我们判断在基数原因及高温天气的影响下, 销量有望逐季提速。1Q25 公司中高端产品占比 44.7%, 同比提升+0.8pct, 结构升级延续。盈利能力方面, 1Q25 公司毛利率为 41.6% (吨成本-2.6%、吨价-0.6%), 同比提升 1.2pct, 费用率持续优化, 带动归母净利率同比提升 0.6pct 至 16.4%, 盈利能力整体保持稳健。

■ **青岛啤酒管理层平稳换届, 在近日召开的股东大会上, 新管理班子明确公司发展战略, 对公司未来发展信心坚定。** 5月20日, 公司召开股东大会, 新一届领导班子首次公开亮相, 就行业趋势及公司未来发展战略与投资者分享。

(1) **产品方面**, 公司表示啤酒高端化趋势还在持续, 消费由悦人向悦己转变的背景下, 公司应满足消费者多元化、个性化、健康化产品的需求, 在以经典、纯生、白啤为公司核心的基础上加快培育新品类、新赛道。目前, 公司正积极通过即时零售及新兴零售渠道推广创新生鲜产品, 现已具备一定基础, 相关产品线覆盖了不同价格带, 期望未来能有更大发展。(2) **区域方面**, 公司强调未来将加强南方市场的资源配置, 提高完善产品丰富度及包装形式, 把握即时零售渠道机会, 通过机制创新推动南方市场发展。(3) **业务协同方面**, 公司表示发展非啤酒业务的前提是坚定发展好啤酒业务。公司开拓非啤酒业务目的是拓宽市场渠道, 满足消费者的多元化需求, 即墨老酒与啤酒销售淡季旺季互补, 在啤酒行业总量饱和的背景下, 公司尝试积极探索开辟新的增长曲线。

估值

■ 公司管理层平稳换届, 股东大会释放出新一届领导班子对公司未来发展的坚定信心。2025 年公司轻装上阵, 营销举措积极, 整体经营持续向好。根据公司公告业绩, 我们小幅调整此前盈利预测, 预计 2025 至 2027 年公司 EPS 分别为 3.55、3.86、4.14 元/股, 同比分别增 11.5%、8.8%、7.2%, 当前市值对应 PE 分别为 21.1X、19.4X、18.1X, 维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

■ 原材料成本波动、食品安全风险, 渠道库存承压。

投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	33,937	32,138	33,263	34,212	35,232
增长率(%)	5.5	(5.3)	3.5	2.9	3.0
EBITDA(人民币 百万)	5,490	5,693	6,397	6,972	7,397
归母净利润(人民币 百万)	4,268	4,345	4,846	5,272	5,654
增长率(%)	15.0	1.8	11.5	8.8	7.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	3.13	3.19	3.55	3.86	4.14
原先股本摊薄每股收益(人民币)			3.58	3.84	
变动幅度(%)			(0.8)	0.5	
市盈率(倍)	24.0	23.5	21.1	19.4	18.1
市净率(倍)	3.7	3.5	3.3	3.2	3.0
EV/EBITDA(倍)	15.1	16.3	12.8	11.5	10.4
每股股息(人民币)	2.0	2.2	2.5	2.7	2.9
股息率(%)	2.7	2.7	3.3	3.6	3.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2024 年年报及 2025 年 1 季报业绩概览

(人民币, 百万元)	FY2023	FY2024	同比 (%)	1Q24	1Q25	同比 (%)
营业收入	33,937	32,138	(5.3)	10,150	10,446	2.9
营业成本	20,817	19,210	(7.7)	6,045	6,096	0.8
毛利率(%)	38.7	40.2	1.6	40.4	41.6	1.2
毛利	13,120	12,928	(1.5)	4,105	4,349	6.0
税金及附加	2,387	2,328	(2.4)	609	631	3.6
销售费用	4,708	4,603	(2.2)	1,302	1,309	0.5
管理费用	1,519	1,407	(7.4)	345	334	(3.2)
研发费用	101	103	2.1	18	18	0.7
财务费用	(457)	(568)	24.2	(141)	(107)	(24.5)
资产减值损失	83	36	(56.8)	2	0	(100.0)
公允价值变动收益	230	200	(13.3)	55	4	(92.0)
投资收益	172	118	(31.5)	35	15	(55.8)
营业利润	5,737	5,843	1.9	2,156	2,302	6.8
营业利润率(%)	16.9	18.2	1.3	21.2	22.0	0.8
营业外收入	23	73	223.3	1.3	6.0	360.1
营业外支出	13	35	166.6	0.2	1.0	353.4
利润总额	5,746	5,881	2.4	2,157	2,307	7.0
所得税	1,398	1,390	(0.6)	534	569	6.6
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	25	24	(0.9)	25	25	(0.3)
少数股东权益	80	147	82.7	26	28	6.2
归属于母公司净利润	4,268	4,345	1.8	1,597	1,710	7.1
净利率(%)	12.6	13.5	0.9	15.7	16.4	0.6
EPS (元/股)	3.13	3.19	1.8	1.17	1.25	7.1

资料来源: 同花顺, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	33,937	32,138	33,263	34,212	35,232
营业收入	33,937	32,138	33,263	34,212	35,232
营业成本	20,817	19,210	19,451	19,788	20,215
营业税金及附加	2,387	2,328	2,410	2,410	2,411
销售费用	4,708	4,603	4,773	4,892	5,038
管理费用	1,519	1,407	1,474	1,505	1,550
研发费用	101	103	106	103	106
财务费用	(457)	(568)	(602)	(675)	(755)
其他收益	391	501	531	551	571
资产减值损失	(83)	(36)	(20)	(20)	(20)
信用减值损失	(14)	0	(10)	(10)	(10)
资产处置收益	179	4	0	0	0
公允价值变动收益	230	200	240	250	260
投资收益	172	118	128	138	148
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,737	5,843	6,521	7,098	7,615
营业外收入	23	73	73	73	73
营业外支出	13	35	35	35	35
利润总额	5,746	5,881	6,559	7,137	7,654
所得税	1,398	1,390	1,550	1,686	1,808
净利润	4,348	4,492	5,010	5,450	5,845
少数股东损益	80	147	164	178	191
归母净利润	4,268	4,345	4,846	5,272	5,654
EBITDA	5,490	5,693	6,397	6,972	7,397
EPS(最新股本摊薄, 元)	3.13	3.19	3.55	3.86	4.14

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	29,612	25,189	29,208	30,533	33,806
货币资金	19,282	17,979	20,262	22,380	25,075
应收账款	100	102	107	108	114
应收票据	0	0	0	0	0
存货	3,540	3,576	3,629	3,701	3,787
预付账款	211	242	217	250	227
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	6,479	3,289	4,993	4,094	4,603
非流动资产	19,644	26,231	24,142	25,134	24,203
长期投资	1,790	2,890	2,890	2,890	2,890
固定资产	11,146	11,818	12,032	12,018	11,835
无形资产	2,493	2,684	2,568	2,447	2,321
其他长期资产	4,215	8,839	6,651	7,779	7,157
资产合计	49,256	51,420	53,350	55,667	58,009
流动负债	16,918	17,522	17,765	18,286	18,682
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,953	3,054	3,028	3,159	3,162
其他流动负债	13,966	14,469	14,737	15,127	15,521
非流动负债	4,083	4,039	4,063	4,051	4,057
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4,083	4,039	4,063	4,051	4,057
负债合计	21,001	21,561	21,828	22,337	22,739
股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
少数股东权益	805	799	963	1,141	1,332
归属母公司股东权益	27,449	29,060	30,559	32,190	33,938
负债和股东权益合计	49,256	51,420	53,350	55,667	58,009

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	4,348	4,492	5,010	5,450	5,845
折旧摊销	1,182	1,241	1,377	1,489	1,516
营运资金变动	558	3,853	(1,509)	1,321	(186)
其他	(3,310)	(4,431)	1,329	(2,212)	(588)
经营活动现金流	2,778	5,155	6,207	6,048	6,587
资本支出	(1,618)	(2,141)	(1,550)	(1,350)	(1,150)
投资变动	(447)	(995)	242	252	262
其他	(1,399)	(4,286)	125	135	145
投资活动现金流	(3,463)	(7,422)	(1,182)	(962)	(742)
银行借款	(225)	0	0	0	0
股权融资	(3,065)	(3,548)	(3,347)	(3,642)	(3,905)
其他	422	565	606	673	756
筹资活动现金流	(2,868)	(2,983)	(2,741)	(2,968)	(3,150)
净现金流	(3,553)	(5,250)	2,284	2,117	2,695

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	5.5	(5.3)	3.5	2.9	3.0
营业利润增长率(%)	14.7	1.9	11.6	8.9	7.3
归属于母公司净利润增长率(%)	15.0	1.8	11.5	8.8	7.2
息税前利润增长率(%)	16.0	3.4	12.7	9.3	7.2
息税折旧前利润增长率(%)	13.5	3.7	12.4	9.0	6.1
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	15.0	1.8	11.5	8.8	7.2
获利能力					
息税前利润率(%)	12.7	13.9	15.1	16.0	16.7
营业利润率(%)	16.9	18.2	19.6	20.7	21.6
毛利率(%)	38.7	40.2	41.5	42.2	42.6
归母净利润率(%)	12.6	13.5	14.6	15.4	16.0
ROE(%)	15.5	15.0	15.9	16.4	16.7
ROIC(%)	11.5	11.3	12.1	12.5	12.7
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	(0.7)	(0.6)	(0.6)	(0.7)	(0.7)
流动比率	1.8	1.4	1.6	1.7	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	308.5	316.9	316.9	316.9	316.9
应付账款周转率	10.6	10.7	10.9	11.1	11.1
费用率					
销售费用率(%)	13.9	14.3	14.4	14.3	14.3
管理费用率(%)	4.5	4.4	4.4	4.4	4.4
研发费用率(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
财务费用率(%)	(1.3)	(1.8)	(1.8)	(2.0)	(2.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.1	3.2	3.6	3.9	4.1
每股经营现金流(最新摊薄)	2.0	3.8	4.5	4.4	4.8
每股净资产(最新摊薄)	20.1	21.3	22.4	23.6	24.9
每股股息	2.0	2.2	2.5	2.7	2.9
估值比率					
P/E(最新摊薄)	24.0	23.5	21.1	19.4	18.1
P/B(最新摊薄)	3.7	3.5	3.3	3.2	3.0
EV/EBITDA	15.1	16.3	12.8	11.5	10.4
价格/现金流(倍)	36.8	19.8	16.5	16.9	15.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371