

青岛啤酒 (600600)

2024 年报点评: 轻装上阵, 量价企稳

买入 (维持)

2025 年 03 月 31 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书: S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	33937	32138	33968	35492	36862
同比 (%)	5.49	(5.30)	5.69	4.49	3.86
归母净利润 (百万元)	4268	4345	4857	5255	5675
同比 (%)	15.02	1.81	11.78	8.19	7.99
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.13	3.19	3.56	3.85	4.16
P/E (现价&最新摊薄)	24.46	24.03	21.50	19.87	18.40

股价走势



投资要点

- **事件:** 青岛啤酒发布 2024 年报, 2024 年公司营收/归母净利润为 321.38/43.45 亿元, 同比-5.30%/1.81%; 2024Q4 营收/归母净利润为 31.79/-6.45 亿元, 同比+7.44%/增亏 0.05 亿, 扣非净利润为-7.35 亿元, 同比减亏。
- **去化库存, 24Q4 销量重拾增势:** 2024 年/24Q4 公司啤酒总销量约 753.8/75.3 万千升, 同比分别-5.85%/+5.61%, 我们认为全年销量下滑主要受到: (1) 旺季极端天气影响; (2) 2024 年现饮场景疲软、特别是公司优势所在的北方市场受损更为明显; (3) 24Q3 开始公司严查“虚出库”, 主动去化库存, 销量下滑幅度行业偏大; 至 24Q4 整体销量已恢复平稳的正增长, 且库存水平较为健康。分品牌来看, 2024/24Q4 主品牌青岛啤酒实现销量 434/50.5 万千升, 同比分别-4.82%/+7.45%; 中高档及以上产品销量分别为 315.4/37.5 万千升, 同比-2.65%/10.95%, 24Q4 产品结构已重拾升级之势。
- **24Q4 吨价 (千升酒收入) 加速提升。** 2024 年公司千升酒收入同比增长 0.59% 至 4263 元, 其中主品牌/其他品牌 (崂山) 吨价分别-0.26%/+0.93% 至 5088/2967 元, 我们推断年内现饮场景疲软致主品牌升级略有放缓, 但 24Q4 以来, 公司整体均价同比提升 1.73% 至 4221 元, 产品结构进一步优化, 带动均价加速提升。
- **成本红利+降本增效, 盈利能力提升。** 得益于 (1) 吨价提升; (2) 成本红利 (2024 年啤酒吨成本-2%), 2024 年公司毛利率同比+1.57pct 至 40.23%。费用端, 2024 年销售/管理费用率同比分别+0.45/-0.10pct 至 14.32%/4.38%; 24Q4 销售/管理费用率同比分别-4.24/-2.02pct, 降本增效逐步兑现。2024 年公司净利率为 13.98%, 同比+1.16pct。
- **24Q4 基本面拐点已现, 期待 2025 年经营端进一步改善。** (1) 2025 年为新董事长上任后的首个完整年度, 组织管理向好、内部认可度高, 业绩诉求强; (2) 24H2 严查虚出库, 目前库存健康 (约 20-25 天, 补库空间仍存) 旺季将至, 轻装上阵; (3) 2025M3 开始基数转低, 看好 2025 年公司经营端的进一步改善。
- **盈利预测与投资评级:** 量价企稳, 蓄势待发。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 48.57/52.55/56.75 亿元, 同比增长 11.78%/8.19%/7.99%, 对应当前 PE21.50x、19.87x、18.40x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

市场数据

收盘价(元)	76.53
一年最低/最高价	53.20/88.02
市净率(倍)	3.59
流通 A 股市值(百万元)	54,262.14
总市值(百万元)	104,401.98

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.30
资产负债率(%,LF)	41.93
总股本(百万股)	1,364.20
流通 A 股(百万股)	709.03

相关研究

- 《青岛啤酒(600600): 2024 一季报点评: 业绩超预期, 利润率显著提升》
2024-04-30
- 《青岛啤酒(600600): 2023 年报点评: 业绩基本符合预期, 结构持续优化》
2024-03-28

青岛啤酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	25,189	25,367	24,924	25,611	营业总收入	32,138	33,968	35,492	36,862
货币资金及交易性金融资产	20,001	19,823	19,491	19,954	营业成本(含金融类)	19,210	19,667	20,375	20,981
经营性应收款项	344	353	349	374	税金及附加	2,328	2,458	2,545	2,660
存货	3,576	3,675	3,689	3,875	销售费用	4,603	4,654	4,862	5,013
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,407	1,478	1,526	1,567
其他流动资产	1,268	1,516	1,395	1,409	研发费用	103	102	106	111
非流动资产	26,231	28,304	30,685	32,950	财务费用	(568)	0	0	0
长期股权投资	392	400	411	427	加:其他收益	501	498	494	543
固定资产及使用权资产	11,933	13,079	14,168	15,258	投资净收益	118	159	159	157
在建工程	631	587	631	675	公允价值变动	200	0	0	0
无形资产	2,684	2,822	2,953	3,077	减值损失	(35)	214	258	358
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	资产处置收益	4	58	84	52
长期待摊费用	86	72	62	46	营业利润	5,843	6,538	7,071	7,641
其他非流动资产	9,198	10,036	11,152	12,160	营业外净收支	38	18	22	26
资产总计	51,420	53,671	55,608	58,560	利润总额	5,881	6,555	7,093	7,667
流动负债	17,522	18,156	18,341	19,380	减:所得税	1,390	1,572	1,701	1,830
短期借款及一年内到期的非流动负债	42	42	42	42	净利润	4,492	4,983	5,392	5,837
经营性应付款项	3,271	3,289	3,319	3,499	减:少数股东损益	147	126	137	162
合同负债	8,313	8,630	8,747	9,328	归属母公司净利润	4,345	4,857	5,255	5,675
其他流动负债	5,897	6,195	6,233	6,511	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.19	3.56	3.85	4.16
非流动负债	4,039	4,024	4,009	4,000	EBIT	4,990	6,555	7,093	7,667
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	6,230	6,690	7,328	7,999
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.23	42.10	42.59	43.08
租赁负债	68	53	38	30	归母净利率(%)	13.52	14.30	14.80	15.39
其他非流动负债	3,970	3,970	3,970	3,970	收入增长率(%)	(5.30)	5.69	4.49	3.86
负债合计	21,561	22,179	22,350	23,380	归母净利润增长率(%)	1.81	11.78	8.19	7.99
归属母公司股东权益	29,060	30,567	32,196	33,955					
少数股东权益	799	925	1,063	1,225					
所有者权益合计	29,860	31,492	33,258	35,180					
负债和股东权益	51,420	53,671	55,608	58,560					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,155	4,948	5,401	6,390	每股净资产(元)	21.30	22.41	23.60	24.89
投资活动现金流	(7,422)	(1,857)	(2,190)	(2,102)	最新发行在外股份(百万股)	1,364	1,364	1,364	1,364
筹资活动现金流	(2,983)	(3,370)	(3,644)	(3,928)	ROIC(%)	13.06	16.19	16.61	17.02
现金净增加额	(5,246)	(275)	(430)	365	ROE-摊薄(%)	14.95	15.89	16.32	16.71
折旧和摊销	1,241	134	235	332	资产负债率(%)	41.93	41.32	40.19	39.93
资本开支	(1,941)	(1,057)	(1,114)	(1,143)	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.03	21.50	19.87	18.40
营运资本变动	185	278	297	814	P/B (现价)	3.59	3.42	3.24	3.07

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>