

青岛啤酒 (600600.SH)

买入 (维持评级)

盈利水平稳健, 2025 年轻装上阵良性增长可期

事件: 青岛啤酒发布 2024 年年度报告, 公司 24 年实现营业收入 321.38 亿元, 同比-5.3%, 实现归属于母公司股东的净利润 43.45 亿元, 同比+1.81%, 实现扣非归母净利润 39.51 亿元, 同比+6.19%。根据年报, 公司 24Q4 单季度实现营收 31.79 亿元, 同比+7.44%, 归母净利润亏损 6.45 亿元, 对比同期亏损略微加大, 扣非归母净利润亏损 7.35 亿元, 对比去年同期减亏 1.41 亿元。

24 年啤酒业务量价均有所承压, 但吨成本改善显著

收入方面:

1) 24 年公司实现啤酒销量 754 万吨, 同比-5.86%, 对应吨价达 4189.29 元/吨, 同比+0.41%。其中, 主品牌青岛啤酒实现销量 434 万吨, 同比-4.8%, 吨价达 5088.34 元/吨, 同比-0.26%, 销量占比对比去年同期+0.62pct 至 57.57%; 其中中高端以上产品实现销量 315.4 万吨, 占比对比同期提升 1.38pct 至 41.84%。其他品牌销量达 320 万吨, 同比-7.2%, 吨价达 2967.33 元/吨, 同比+0.93%

2) 单季度看, 24Q4 公司实现啤酒销量 75.3 万吨, 对比去年同期+5.61%, 对应吨价达 4221 元/吨, 同比+1.73%。其中, 主品牌青岛啤酒实现销量 50.4 万吨, 同比+7.45%, 区域品牌实现销量 25 万吨, 同比+1.63%。

成本方面: 公司 24 年吨酒成本达 2508.79 元/吨, 同比-2.2%

24 年盈利能力稳步提升, 费用率整体稳健

2024 年, 公司毛利率对比去年同期增长 1.57pct 至 40.23%, 销售费用率增长 0.45pct 至 14.32%, 毛销差随之增长 1.12pct 至 25.91%, 管理费用率由于职工薪酬同比减少等原因下降 0.1pct 至 4.38%, 研发费用率增加 0.02pct 至 0.32%, 财务费用率由于利息收入增加因此对比去年同期减少了 0.42pct 至-1.77%, 销售净利率对比去年同期+1.17pct 至 13.98%。

25 年轻装上阵, 预计成本端改善进一步助力基本面良性增长

公司此前董事长黄克兴先生因已达退休年龄故辞任董事长, 新董事长姜宗祥先生为公司内部提拔, 曾任公司信息管理部部长、制造中心采购管理部部长、供应链总裁等职务, 具备丰富的战略管理、生产经营、供应链管理等经验, 预计后续公司在产销协同方面将进一步精进, 新董事长上任或带来更加积极的举措和目标。同时, 24 年底的大麦成本较 23 年同期再度下降 10% 以上, 其他原材料成本亦有改善趋势, 预计成本端的红利将延续至 2025 年, 与公司产效提升进一步打开盈利空间。

盈利预测与投资建议

考虑到短期宏观经济因素的影响, 我们对公司此前盈利预测进行了调整, 预计公司 25-27 年归母净利润分别为 49.05/53.08/56.61 亿元(原 25-26 年为 50.28/56.05 亿元), 对应 PE 分别为 21/20/18 倍。考虑到公司在我国啤酒市场中具备较强的市场地位, 维持“买入”评级。

风险提示

原材料成本增长、竞争加剧、食品安全问题等风险

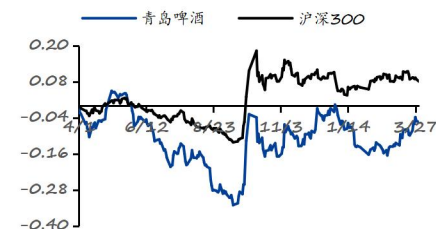
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	33,937	32,138	33,694	34,501	35,278
增长率	5%	-5%	5%	2%	2%
净利润 (百万元)	4,268	4,345	4,905	5,308	5,661
增长率	15%	2%	13%	8%	7%
EPS (元/股)	3.13	3.19	3.60	3.89	4.15
市盈率 (P/E)	24.4	23.9	21.2	19.6	18.4
市净率 (P/B)	3.8	3.6	3.4	3.2	3.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-03-31
收盘价:	76.26 元
总股本/流通股本(百万股)	1,364.20/709.03
流通 A 股市值(百万元)	54,070.70
每股净资产(元)	21.30
资产负债率(%)	41.93
一年内最高/最低价(元)	88.02/53.20

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn	
分析师:	张东雪(S0210523060001)
zdx30145@hfzq.com.cn	
研究助理:	林若尧(S0210123070039)
lry30204@hfzq.com.cn	

相关报告

- 1、收入端承压, 成本端改善, 盈利水平维持稳健——2024.10.31
- 2、收入端高端化阶段性承压, 利润端成本改善盈利能力持续释放——2024.08.30
- 3、高端化韧性彰显, 利润率提升逻辑稳步兑现——2024.04.29

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	17,979	24,363	27,262	28,920
应收票据及账款	102	106	109	111
预付账款	242	242	234	247
存货	3,576	3,703	3,634	3,749
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	3,289	4,886	4,164	4,624
流动资产合计	25,189	33,299	35,403	37,651
长期股权投资	392	375	377	381
固定资产	11,804	10,851	9,975	9,170
在建工程	631	631	631	631
无形资产	2,684	2,636	2,659	2,646
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307
其他非流动资产	9,413	4,925	5,601	6,074
非流动资产合计	26,231	20,725	20,549	20,209
资产合计	51,420	54,024	55,952	57,859
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	3,271	3,313	3,270	3,385
预收款项	0	0	0	0
合同负债	8,313	8,715	8,924	9,125
其他应付款	3,269	3,269	3,269	3,269
其他流动负债	2,670	2,783	2,761	2,691
流动负债合计	17,522	18,080	18,223	18,470
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	4,039	4,163	4,095	4,099
非流动负债合计	4,039	4,163	4,095	4,099
负债合计	21,561	22,243	22,317	22,569
归属母公司所有者权益	29,060	30,816	32,491	33,955
少数股东权益	799	965	1,144	1,335
所有者权益合计	29,860	31,781	33,635	35,290
负债和股东权益	51,420	54,024	55,952	57,859

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,155	3,921	6,667	5,715
现金收益	5,106	5,826	6,045	6,423
存货影响	-37	-126	69	-115
经营性应收影响	3	45	60	32
经营性应付影响	162	43	-44	116
其他影响	-80	-1,866	537	-740
投资活动现金流	-7,422	4,782	-700	-423
资本支出	-2,178	-281	-348	-314
股权投资	-27	17	-2	-4
其他长期资产变化	-5,217	5,046	-350	-105
融资活动现金流	-2,983	-2,319	-3,068	-3,634
借款增加	-8	5	-1	-1
股利及利息支付	-2,801	-3,756	-4,339	-4,921
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-174	1,432	1,272	1,288

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	32,138	33,694	34,501	35,278
营业成本	19,210	19,816	20,075	20,298
税金及附加	2,328	2,441	2,499	2,556
销售费用	4,603	4,674	4,717	4,717
管理费用	1,407	1,424	1,406	1,385
研发费用	103	77	62	56
财务费用	-568	-527	-644	-562
信用减值损失	0	-1	-5	-2
资产减值损失	-36	-48	-56	-47
公允价值变动收益	200	198	209	202
投资收益	118	153	148	140
其他收益	501	446	446	465
营业利润	5,843	6,628	7,176	7,656
营业外收入	73	73	74	74
营业外支出	35	35	35	35
利润总额	5,881	6,666	7,215	7,695
所得税	1,389	1,595	1,727	1,842
净利润	4,492	5,071	5,488	5,853
少数股东损益	147	166	179	191
归属母公司净利润	4,345	4,905	5,309	5,662
EPS（按最新股本摊薄）	3.19	3.60	3.89	4.15

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	-5.3%	4.8%	2.4%	2.3%
EBIT 增长率	0.5%	15.5%	7.0%	8.6%
归母公司净利润增长率	1.8%	12.9%	8.2%	6.7%
获利能力				
毛利率	40.2%	41.2%	41.8%	42.5%
净利率	14.0%	15.0%	15.9%	16.6%
ROE	14.6%	15.4%	15.8%	16.0%
ROIC	26.0%	22.6%	23.2%	24.2%
偿债能力				
资产负债率	41.9%	41.2%	39.9%	39.0%
流动比率	1.4	1.8	1.9	2.0
速动比率	1.2	1.6	1.7	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	1	1	1	1
存货周转天数	67	66	66	65
每股指标（元）				
每股收益	3.19	3.60	3.89	4.15
每股经营现金流	3.78	2.87	4.89	4.19
每股净资产	21.30	22.59	23.82	24.89
估值比率				
P/E	24	21	20	18
P/B	4	3	3	3
EV/EBITDA	45	39	37	35

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn