

Q4 经营企稳，分红率提升，25 年向上可期

➤ **事件：**2025 年 3 月 30 日，公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 321.38/43.45/39.51 亿元，分别同比 -5.30%/+1.81%/+6.19%。经测算，24Q4，公司实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 31.79/-6.45/-7.35 亿元，营收同比 +7.44%，归母净利润同期亏损 6.40 亿元，扣非归母净利润同期亏损 8.76 亿元，扣非口径实现减亏。同时公司每股派发现金红利人民币 2.20 元，分红率 69%，23 年为 64%，同比 +5pct。

➤ **全年收入承压，成本红利驱动盈利能力提升。**24 年公司销量 754 万吨，同比 -5.9%，销量有所承压预计主要系下游现饮需求仍较为疲软，同时现饮渠道复苏缓慢客观上影响公司产品结构升级速率，分产品结构看，青岛主品牌销量 434 万吨，同比 -4.8%，其中中高端及以上产品销量 315 万吨，同比 -2.7%；其他品牌销量 320 万吨，同比 -7.2%，主品牌中高端及以上产品占比提升 1.4pcts，公司千升酒收入 4263 元，同比 +0.6%。2024 年公司吨成本同比 -2.0%，主要系原材料价格下降，吨原材料成本同比 -3.4%，毛利率同比 +1.6pct 至 40.2%。费用端管控良好，24 年销售/管理/研发费用率同比 +0.4/-0.1/持平 pcts；扣非归母净利率 12.3%，同比 +1.3pcts。

➤ **Q4 量价表现逐步企稳，扣非如期减亏。**在此前三季报点评中我们提到，23Q4 受舆情事件影响公司销量下滑较大，同时为稳定渠道增投费用（销售费率同比 +10pct），24Q4 在低基数、低库存基础上销量有望企稳，同时实现一定幅度减亏。24Q4 公司营收 31.79 亿元，同比 +7.44%，24 年单季度营收同比增速首次转正，量/价分别 +5.61%/+1.73%，销量恢复的同时产品结构表现环比改善，主品牌中高端及以上产品占比提升 2.4pcts。Q4 公司吨成本同比 +3.5%，预计主要系产品结构影响，毛利率同比 -1.2pct 至 26.2%，销售/管理/研发费用率同比 -4.2/-2.0/-0.8pcts，扣非归母净利率同比 +6.5pcts。

➤ **25 年公司经营势能有望向上。**2024 年渠道结构系影响啤酒龙头收入表现分化的一个重要因素，公司量价受餐饮渠道 beta 疲软影响程度更大，因此若后续外部环境转暖，公司修复弹性亦较为可观，当前消费政策端持续刺激，下游现饮渠道需求有望稳步复苏。同时，2025 年公司轻装上阵，新管理层上台定调积极，营销投入配合且机制更为灵活高效，我们看好公司后续份额修复、吨价改善；同时产能利用率回升将利好固定成本摊薄，贡献利润弹性。

➤ **投资建议：**预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 333.28/345.01/355.95 亿元，分别同比 +3.7%/+3.5%/+3.2%；归母净利润分别为 48.33/52.55/56.34 亿元，分别同比 +11.2%/+8.7%/+7.2%，当前股价对应 PE 分别为 22/20/18 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**旺季天气不及预期；餐饮恢复不及预期；中高端啤酒竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	32,138	33,328	34,501	35,595
增长率（%）	-5.3	3.7	3.5	3.2
归属母公司股东净利润（百万元）	4,345	4,833	5,255	5,634
增长率（%）	1.8	11.2	8.7	7.2
每股收益（元）	3.19	3.54	3.85	4.13
PE	24	22	20	18
PB	3.6	3.4	3.2	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

76.26 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002
邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张馨予

执业证书：S0100523060004
邮箱：zhangxinyu@mszq.com

相关研究

1. 青岛啤酒 (600600.SH) 2024 年三季报点评：短期承压，静待 beta 修复-2024/10/30
2. 青岛啤酒 (600600.SH) 2024 年半年报点评：收入短期承压，利润呈现韧性-2024/08/30
3. 青岛啤酒 (600600.SH) 2024 年一季报点评：成本红利释放，营收有望提速-2024/05/01
4. 青岛啤酒 (600600.SH) 2023 年年报点评：吨价表现亮眼，成本有望下行-2024/03/27
5. 青岛啤酒 (600600.SH) 2023 年一季报点评：Q1 开门红量价齐升，关注旺季结构表现-2023/05/07

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32,138	33,328	34,501	35,595
营业成本	19,210	19,343	19,678	19,999
营业税金及附加	2,328	2,333	2,415	2,492
销售费用	4,603	4,933	5,175	5,268
管理费用	1,407	1,433	1,380	1,353
研发费用	103	99	102	106
EBIT	4,990	5,662	6,242	6,885
财务费用	-568	-509	-490	-509
资产减值损失	-36	-69	-71	-70
投资收益	118	140	145	149
营业利润	5,843	6,468	7,036	7,545
营业外收支	38	20	20	20
利润总额	5,881	6,488	7,056	7,565
所得税	1,390	1,557	1,693	1,815
净利润	4,492	4,931	5,363	5,749
归属于母公司净利润	4,345	4,833	5,255	5,634
EBITDA	6,230	6,926	7,539	8,179

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	17,979	19,347	21,446	21,107
应收账款及票据	102	98	101	104
预付款项	242	251	256	260
存货	3,576	3,702	3,831	3,895
其他流动资产	3,289	4,052	4,186	3,406
流动资产合计	25,189	27,451	29,820	28,773
长期股权投资	392	392	392	392
固定资产	11,818	12,128	12,368	12,462
无形资产	2,684	2,684	2,684	2,684
非流动资产合计	26,231	26,379	26,525	26,539
资产合计	51,420	53,830	56,345	55,312
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	3,271	3,290	3,347	3,401
其他流动负债	14,252	14,732	15,186	11,999
流动负债合计	17,522	18,022	18,532	15,400
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	4,039	4,039	4,039	4,039
非流动负债合计	4,039	4,039	4,039	4,039
负债合计	21,561	22,060	22,571	19,439
股本	1,364	1,364	1,364	1,364
少数股东权益	799	898	1,005	1,120
股东权益合计	29,860	31,770	33,774	35,873
负债和股东权益合计	51,420	53,830	56,345	55,312

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.30	3.70	3.52	3.17
EBIT 增长率	4.42	13.48	10.25	10.30
净利润增长率	1.81	11.22	8.75	7.20
盈利能力 (%)				
毛利率	40.23	41.96	42.97	43.82
净利润率	13.52	14.50	15.23	15.83
总资产收益率 ROA	8.45	8.98	9.33	10.19
净资产收益率 ROE	14.95	15.65	16.04	16.21
偿债能力				
流动比率	1.44	1.52	1.61	1.87
速动比率	1.15	1.24	1.32	1.52
现金比率	1.03	1.07	1.16	1.37
资产负债率 (%)	41.93	40.98	40.06	35.14
经营效率				
应收账款周转天数	1.14	1.08	1.04	1.04
存货周转天数	66.68	67.73	68.90	69.54
总资产周转率	0.64	0.63	0.63	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	3.19	3.54	3.85	4.13
每股净资产	21.30	22.63	24.02	25.48
每股经营现金流	3.78	4.03	4.83	3.20
每股股利	2.20	2.45	2.66	2.85
估值分析				
PE	24	22	20	18
PB	3.6	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	13.83	12.44	11.43	10.54
股息收益率 (%)	2.88	3.21	3.49	3.74
现金流量表 (百万元)				
净利润	4,492	4,931	5,363	5,749
折旧和摊销	1,241	1,264	1,296	1,294
营运资金变动	185	-392	241	-2,523
经营活动现金流	5,155	5,499	6,590	4,363
资本开支	-1,941	-1,206	-1,234	-1,158
投资	-6,624	0	0	0
投资活动现金流	-7,422	-1,066	-1,089	-1,008
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-2,983	-3,064	-3,401	-3,693
现金净流量	-5,246	1,369	2,099	-339

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048