

公司研究

24 年收入承压，管理层换新或迎改变

——青岛啤酒（600600.SH）2024 年年报点评

要点

事件：24 年实现营业收入 321.4 亿元，同比-5.3%；归母净利润 43.4 亿元，同比+1.8%；扣非归母净利润 39.5 亿元，同比+6.2%。其中，24Q4 实现营业收入 31.8 亿元，同比+7.4%；归母净利润-6.4 亿元，同比亏损扩大；扣非归母净利润-7.4 亿元，同比亏损缩小。

价增量减，结构持续升级。拆分量价看，2024 年公司啤酒销量/吨价分别同比-5.9%/+0.6%；24Q4 公司啤酒销量/吨价分别同比+5.4%/+1.9%。具体看产品，2024 年公司主品牌青岛啤酒共实现销量 434 万千升，yoy-4.8%；其他品牌实现销量 320 万千升，yoy-7.2%。分档次看，2024 年中高档以上产品共实现销量 315 万千升，yoy-2.7%。分渠道看，公司加快新零售业务发展，24 年线上产品销量同比+21%，连续 12 年保持增长；公司亦加快推进新鲜直送业务布局，青岛精品原浆和水晶纯生啤酒产品在 24 座城市实现新鲜直送。

成本下降毛利率改善，全年净利率同比提升。1) 24 年/24Q4 公司毛利率分别为 40.23%/26.24%，同比+1.57/-1.24pcts。24 年毛利率同比提升主要系部分原材料成本下降。2) 24 年/24Q4 公司销售费用率分别为 14.32%/37.18%，同比+0.45/-4.24pcts。24 年公司缩减部分区域业务宣传费，整体销售费用同比-2.25%，但由于收入下滑更多，销售费用率同比微增。3) 24 年/24Q4 管理费用率分别为 4.38%/14.71%，同比-0.1/-2.02pcts，主要系公司 24 年度股份支付费用及职工薪酬同比减少。4) 综合来看，24 年/24Q4 公司销售净利率达到 13.98%/-20.09%，同比+1.16/+1.91pcts。25 年成本仍有下降空间，但毛利率提升幅度或小于 24 年，原材料成本保持低位，预计公司仍将享受成本红利。

管理层换届“靴子落地”，开启新的发展篇章。24 年 12 月前董事长黄克兴先生因已达退休年龄申请辞去公司董事长等职务，同时董事会选举总裁蒋宗祥先生为公司董事长。蒋宗祥先生曾任公司分支机构、战略投资、信息管理、制造采购及供应链等部门领导，具有丰富的公司治理、战略管理、数字化转型、供应链管理以及生产经营经验。新管理层就位后，公司发展有望开启新篇章，25 年在低基数以及餐饮渠道复苏的预期下有望实现较好发展。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司 2025-2026 年归母净利润分别为 48.46/51.71 亿元，引入 2027 年归母净利润预测为 54.42 亿元，折合 2025-2027 年 EPS 分别为 3.55/3.79/3.99 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 22x/20x/19x，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争恶化；渠道掌控力减弱；原材料成本上涨。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	33,937	32,138	33,608	34,789	35,810
营业收入增长率	5.49%	-5.30%	4.57%	3.51%	2.94%
归母净利润（百万元）	4,268	4,345	4,846	5,171	5,442
归母净利润增长率	15.02%	1.81%	11.53%	6.70%	5.25%
EPS（元）	3.13	3.19	3.55	3.79	3.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.55%	14.95%	15.54%	15.52%	15.33%
P/E	24	24	22	20	19
P/B	3.8	3.6	3.3	3.1	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-28

买入（维持）

当前价：76.53 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

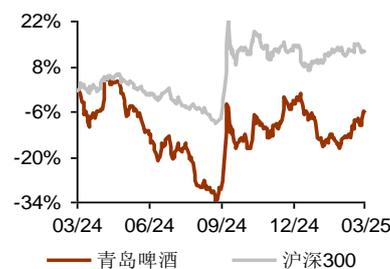
021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.64
总市值(亿元):	1044.02
一年最低/最高(元):	53.20/86.18
近 3 月换手率:	22.70%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.18	-4.92	-13.93
绝对	9.83	-5.43	-5.04

资料来源：Wind

相关研报

Q3 量价降幅收窄，成本延续改善趋势——青岛啤酒（600600.SH）2024 年三季度业绩点评（2024-10-30）

Q2 量价承压，成本红利持续释放——青岛啤酒（600600.SH）2024 年中报业绩点评（2024-08-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,937	32,138	33,608	34,789	35,810
营业成本	20,817	19,210	19,936	20,520	21,041
折旧和摊销	1,086	1,181	1,237	1,238	1,238
税金及附加	2,387	2,328	2,435	2,520	2,594
销售费用	4,708	4,603	4,679	4,791	4,878
管理费用	1,519	1,407	1,437	1,453	1,460
研发费用	101	103	118	122	125
财务费用	-457	-568	-621	-661	-682
投资收益	172	118	118	118	118
营业利润	5,737	5,843	6,518	6,954	7,320
利润总额	5,746	5,881	6,557	6,993	7,359
所得税	1,398	1,390	1,549	1,652	1,739
净利润	4,348	4,492	5,007	5,340	5,620
少数股东损益	80	147	161	170	178
归属母公司净利润	4,268	4,345	4,846	5,171	5,442
EPS(元)	3.13	3.19	3.55	3.79	3.99

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,778	5,155	5,331	8,669	7,935
净利润	4,268	4,345	4,846	5,171	5,442
折旧摊销	1,086	1,181	1,237	1,238	1,238
净营运资金增加	177	-4,549	562	-2,597	-1,668
其他	-2,753	4,178	-1,315	4,857	2,923
投资活动产生现金流	-3,463	-7,422	6,085	-217	-314
净资本支出	-895	-1,941	0	0	0
长期投资变化	365	392	0	0	0
其他资产变化	-2,932	-5,872	6,085	-217	-314
融资活动现金流	-2,868	-2,983	-2,050	-2,334	-2,522
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-224	-8	0	0	0
无息负债变化	-2,814	568	312	3,353	2,326
净现金流	-3,548	-5,246	9,366	6,117	5,099

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	38.7%	40.2%	40.7%	41.0%	41.2%
EBITDA 率	17.7%	19.3%	20.1%	20.6%	21.0%
EBIT 率	14.4%	15.6%	16.4%	17.0%	17.5%
税前净利润率	16.9%	18.3%	19.5%	20.1%	20.5%
归母净利润率	12.6%	13.5%	14.4%	14.9%	15.2%
ROA	8.8%	8.7%	9.3%	9.0%	8.7%
ROE (摊薄)	15.5%	15.0%	15.5%	15.5%	15.3%
经营性 ROIC	19.6%	19.4%	27.4%	39.0%	55.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	43%	42%	40%	42%	43%
流动比率	1.75	1.44	1.98	1.99	2.05
速动比率	1.54	1.23	1.77	1.81	1.88
归母权益/有息债务	546.25	690.86	741.21	791.82	844.08
有形资产/有息债务	862.06	1079.63	1144.41	1281.81	1396.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	49,256	51,420	54,011	59,663	64,365
货币资金	19,282	17,979	27,345	33,462	38,561
交易性金融资产	1,924	2,022	2,426	2,911	3,494
应收账款	100	102	107	111	114
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	3,540	3,576	3,712	3,820	3,917
其他流动资产	4,526	1,216	1,363	1,481	1,583
流动资产合计	29,612	25,189	35,255	42,096	47,986
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	365	392	392	392	392
固定资产	11,132	11,804	10,866	9,882	8,865
在建工程	499	631	473	355	266
无形资产	2,493	2,684	2,550	2,422	2,301
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	1,307
其他非流动资产	109	4,729	953	953	953
非流动资产合计	19,644	26,231	18,756	17,568	16,379
总负债	21,001	21,561	21,872	25,226	27,551
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,953	3,054	3,169	3,262	3,345
应付票据	194	217	225	232	238
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3,590	468	3,020	5,070	6,843
流动负债合计	16,918	17,522	17,844	21,152	23,437
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,765	3,694	3,752	3,798	3,839
非流动负债合计	4,083	4,039	4,028	4,074	4,114
股东权益	28,255	29,860	32,139	34,437	36,814
股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
公积金	5,608	5,599	5,599	5,599	5,599
未分配利润	20,334	21,951	24,068	26,197	28,396
归属母公司权益	27,449	29,060	31,178	33,307	35,505
少数股东权益	805	799	961	1,130	1,308

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	13.87%	14.32%	13.92%	13.77%	13.62%
管理费用率	4.48%	4.38%	4.28%	4.18%	4.08%
财务费用率	-1.35%	-1.77%	-1.85%	-1.90%	-1.90%
研发费用率	0.30%	0.32%	0.35%	0.35%	0.35%
所得税率	24%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.30	2.00	2.23	2.38	2.50
每股经营现金流	2.04	3.78	3.91	6.35	5.82
每股净资产	20.12	21.30	22.85	24.42	26.03
每股销售收入	24.88	23.56	24.64	25.50	26.25

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	24	24	22	20	19
PB	3.8	3.6	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA	16.4	15.9	13.2	11.7	10.5
股息率	1.7%	2.6%	2.9%	3.1%	3.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP