



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	76.26
总股本/流通股本(亿股)	13.64 / 7.09
总市值/流通市值(亿元)	1,044 / 543
52 周内最高/最低价	87.12 / 53.96
资产负债率(%)	41.9%
市盈率	23.98
第一大股东	香港中央结算(代理人) 有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

青岛啤酒(600600)

经营韧性十足，关注消费旺季表现

● 事件

公司 2024 年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 321.38/321.38/43.45/39.51 亿元，同比 -5.3%/-5.3%/1.81%/6.19%。公司单 Q4 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 31.79/31.79/-6.45/-7.35 亿元，同比 7.44%/7.44%/-0.79%/16.05%。Q4 收入利润符合预期。

● 投资要点

公司 2024 年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 321.38/321.38/43.45/39.51 亿元，同比 -5.3%/-5.3%/1.81%/6.19%。2024 年，公司毛利率/归母净利率为 40.23%/13.52%，分别同比 1.57%/0.94pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.32%/4.38%/0.32%/-1.77%，分别同比 0.45/-0.1/0.02/-0.42pct。收入下滑主因销量影响，毛利率提升主要受益于原料成本的下降，费用率整体维持稳定。拆分量价来看，2024 年公司实现啤酒销量 753.8 万吨，同比-5.86%，吨价 4263 元/吨，同比+0.59%，吨成本 2548 元/吨，同比-1.98%。公司创新市场运营模式，加快新商业、新零售业务拓展，24 年线上产品销量同比增长 21%，连续 12 年保持增长；公司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，满足了消费者个性化、多元化、场景化需求。

公司单 Q4 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 31.79/31.79/-6.45/-7.35 亿元，同比 7.44%/7.44%/-0.79%/16.05%。24Q4，公司毛利率/归母净利率为 26.24%/-20.29%，分别同比-1.24/1.34pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 37.18%/14.71%/1.45%/-4.21%，分别同比 -4.24/-2.02/-0.76/-0.13pct。拆分量价来看，24Q4 公司实现啤酒销量 75 万吨，同比+5.61%，吨价 4221 元/吨，同比+1.73%，吨成本 3114 元/吨，同比+3.47%。四季度销量增长明显，主因 23Q4 舆论事件影响导致低基数。

24 年原料成本改善明显，量价相对承压。24 年公司销量同比下滑，主因 23 年销量 801 万吨属于历史较高水平，同时叠加雨水天气和即饮渠道消费力疲软的因素。根据年报披露，餐饮、夜场等即饮市场销售占公司市场销量比重约 41.2%；通过 KA、流通等渠道实现的非即饮市场销量占比约 58.8%。即饮渠道消费力疲软同时也影响到公司的产品结构升级进展，24 年公司主品牌和中高端以上产品销量均略有下滑。24 年青岛啤酒主品牌共实现产品销量 434 万吨，同比-4.82%；24 年中高端以上产品实现销量 315.4 万吨，同比-2.65%。24 年全年成本端保持改善趋势，啤酒吨成本有所下降。

2025 年公司将继续实施青岛啤酒主品牌+崂山啤酒全国性第二品牌的品牌战略，持续推进产品结构优化升级，以产品带动品牌发展，打造主力大单品、高端生鲜及超高端明星产品。加速推进“一纵两横”战略带市场建设与布局，加快科技创新为引领的系统性创新并推进数字化转型。

● 盈利预测与投资建议

展望 2025 年，二季度啤酒消费旺季，公司啤酒销量有望在 24 年低基数的基础上实现一定增长，同时 25 年全年成本有望继续延续改善趋势。据此我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 329.59/336.88/341.86 亿元，同比增长 2.55%/2.21%/1.48%，归母净利润 47.45/51.94/54.95 亿元，同比增长 9.21%/9.46%/5.79%。预计未来三年 EPS 分别为 3.48/3.81/4.03，对应当前股价 PE 分别为 22/20/19 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

公司销售不及预期，食品安全等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	32138	32959	33688	34186
增长率(%)	-5.30	2.55	2.21	1.48
EBITDA（百万元）	6493.64	7393.43	7955.72	8247.91
归属母公司净利润（百万元）	4344.98	4745.29	5194.18	5494.76
增长率(%)	1.81	9.21	9.46	5.79
EPS(元/股)	3.19	3.48	3.81	4.03
市盈率（P/E）	23.94	21.92	20.03	18.93
市净率（P/B）	3.58	3.20	2.87	2.59
EV/EBITDA	14.16	11.36	9.93	8.94

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	32138	32959	33688	34186	营业收入	-5.3%	2.6%	2.2%	1.5%
营业成本	19210	19022	19111	19225	营业利润	1.9%	9.3%	9.5%	5.8%
税金及附加	2328	2353	2405	2440	归属于母公司净利润	1.8%	9.2%	9.5%	5.8%
销售费用	4603	4614	4649	4684	获利能力				
管理费用	1407	1417	1415	1402	毛利率	40.2%	42.3%	43.3%	43.8%
研发费用	103	99	101	103	净利率	14.0%	14.8%	15.8%	16.5%
财务费用	-568	-280	-334	-414	ROE	15.0%	14.6%	14.3%	13.7%
资产减值损失	-36	-36	-37	-38	ROIC	42.7%	43.2%	40.2%	47.1%
营业利润	5843	6386	6992	7398	偿债能力				
营业外收入	73	39	39	39	资产负债率	41.9%	39.2%	36.8%	34.6%
营业外支出	35	21	21	21	流动比率	1.44	1.71	1.99	2.27
利润总额	5881	6404	7010	7416	营运能力				
所得税	1390	1536	1681	1778	应收账款周转率	313.78	304.18	304.18	304.18
净利润	4492	4868	5329	5637	存货周转率	5.37	5.35	5.35	5.35
归母净利润	4345	4745	5194	5495	总资产周转率	0.63	0.60	0.57	0.54
每股收益(元)	3.19	3.48	3.81	4.03	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	3.19	3.48	3.81	4.03
货币资金	17979	19757	24981	30380	每股净资产	21.30	23.81	26.56	29.46
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	102	110	112	114	PE	23.94	21.92	20.03	18.93
预付款项	242	247	253	256	PB	3.58	3.20	2.87	2.59
存货	3576	3554	3571	3592	现金流量表				
流动资产合计	25189	29956	35300	40789	净利润	4492	4331	4791	5100
固定资产	11933	10907	9870	8824	折旧和摊销	1180	1269	1279	1246
在建工程	631	526	421	315	营运资本变动	475	-2991	109	90
无形资产	2684	2595	2505	2416	其他	-991	216	163	82
非流动资产合计	26231	24990	23739	22520	经营活动现金流净额	5155	2825	6343	6518
资产总计	51420	54946	59039	63310	资本开支	-2190	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-5232	13	13	13
应付票据及应付账款	3271	3181	3196	3215	投资活动现金流净额	-7422	13	13	13
其他流动负债	14252	14339	14553	14715	股权融资	-9	0	0	0
流动负债合计	17522	17520	17749	17930	债务融资	5	-19	-18	-17
其他	4039	4020	4002	3986	其他	-2979	-1042	-1113	-1117
非流动负债合计	4039	4020	4002	3986	筹资活动现金流净额	-2983	-1061	-1131	-1133
负债合计	21561	21540	21751	21915	现金及现金等价物净增加额	-5245	1778	5225	5398
股本	1364	1364	1364	1364					
资本公积金	4198	4198	4198	4198					
未分配利润	23498	26921	30669	34632					
少数股东权益	799	922	1057	1200					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	29860	33406	37288	41394					
负债和所有者权益总计	51420	54946	59039	63310					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048