

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

青岛啤酒(600600)

投资评级 买入

上次评级 买入

程丽丽 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500523110003
邮箱: chenglili@cindasc.com

赵丹晨 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500523080005
邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

轻装上阵，24Q4 改善明显

2025 年 4 月 3 日

事件：青岛啤酒发布 2024 年业绩报告，2024 年实现营收 321.38 亿元，同比-5.30%；实现归母净利润 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%。

点评：

- **Q4 销量改善明显，主品牌增长较好。**2024Q4 公司实现营业收入 31.79 亿元，同比+7.44%，其中销量同比+5.61%至 75 万千升，吨酒收入同比+1.73%至 4221 元。从产品结构来看，2024Q4 公司主品牌销量同比+7.45%，增速转正，副品牌销量同比+2.06%。从价格带来看，2024Q4 公司中高档及以上产品销量同比+10.9%，表现较好。从全年来看，公司主品牌销量同比-4.82%，跌幅低于副品牌-7.22%，对全年吨价有一定的提振作用，公司 2024 年吨价同比+0.59%。
- **山东、华北收入略有承压，但是利润表现较好。**从区域市场来看，我们认为公司 2024 年销量有所承压主要原因在于山东市场疲软，销量同比下滑 24 万吨至 533 万吨；2024 年山东市场吨价同比+0.94%，收入同比-3.38%。华北市场销量基本持平，同比增长 1 万吨，但是吨价略有压力，同比-2.52%，致使收入同比-2.24%。尽管山东、华北收入端表现弱于上年同期，但是利润仍然保持了较好的增长，2024 年净利润分别同比+13.96%、15.54%。
- **千升酒成本下降，毛利率改善。**从成本端来看，2024 年公司营业成本同比下降 16.07 亿元至 192.10 亿元，吨酒成本同比-1.98%，原材料价格下降的红利持续兑现，带动毛利率同比+1.57%至 40.2%。从费用端来看，2024 年公司销售费用同比 2.2%至 46.03 亿元，销售费用率同比+0.4pct 至 14.3%，控费较好；管理费用同比-7.4%至 14.07 亿元，管理费用率同比-0.1pct 至 4.4%。综上，公司全年实现归母净利润 43.45 亿元，同比+1.8%，归母净利润率同比+0.9pct 至 13.5%；实现扣非归母净利润 39.51 亿元，同比+6.2%，扣非归母净利润率同比+1.3pct 至 12.3%，盈利能力持续提升。
- **盈利预测与投资评级：**啤酒行业格局清晰且稳定，高端化稳步推进，我们认为山东和华北产品结构升级+华东和华南利润提升有望提供较好的盈利弹性，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 3.48、3.96、4.39 元，对应 2025 年 4 月 2 日收盘价 (78.51 元/股) PE 为 23、20、18 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**中高端啤酒竞争加剧、原材料价格上涨

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区宣武门西大街甲 127 号
 金隅大厦 B 座
 邮编: 100031

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	33,937	32,138	34,510	36,344	38,744
增长率 YoY %	5.5%	-5.3%	7.4%	5.3%	6.6%
归属母公司净利润 (百万元)	4,268	4,345	4,746	5,408	5,989
增长率 YoY%	15.0%	1.8%	9.2%	14.0%	10.7%
毛利率%	38.7%	40.2%	41.6%	42.8%	43.9%
净资产收益率ROE%	15.5%	15.0%	15.5%	16.8%	17.6%
EPS(摊薄)(元)	3.13	3.19	3.48	3.96	4.39
市盈率 P/E(倍)	25.10	24.65	22.57	19.81	17.88
市净率 P/B(倍)	3.90	3.69	3.51	3.33	3.14

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 4 月 2 日收盘价

		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	29,612	25,189	27,438	29,965	32,599	
货币资金	19,282	17,979	19,723	21,886	24,167	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	100	102	110	116	123	
预付账款	211	242	254	262	274	
存货	3,540	3,576	3,755	3,871	4,048	
其他	6,479	3,289	3,596	3,830	3,987	
非流动资产	19,644	26,231	26,775	26,971	27,555	
长期股权投资	365	392	392	392	392	
固定资产(合计)	11,146	11,818	11,268	11,009	10,953	
无形资产	2,493	2,684	2,801	2,693	2,743	
其他	5,641	11,338	12,315	12,878	13,467	
资产总计	49,256	51,420	54,213	56,936	60,154	
流动负债	16,918	17,522	18,680	19,547	20,708	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	194	217	228	235	246	
应付账款	2,953	3,054	3,206	3,305	3,456	
其他	13,772	14,252	15,246	16,007	17,006	
非流动负债	4,083	4,039	4,041	4,043	4,045	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	4,083	4,039	4,041	4,043	4,045	
负债合计	21,001	21,561	22,721	23,589	24,752	
少数股东权益	805	799	959	1,142	1,345	
归属母公司股东权	27,449	29,060	30,532	32,205	34,057	
负债和股东权益	49,256	51,420	54,213	56,936	60,154	

		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	33,937	32,138	34,510	36,344	38,744	
同比(%)	5.5%	-5.3%	7.4%	5.3%	6.6%	
归母净利润	4,268	4,345	4,746	5,408	5,989	
同比(%)	15.0%	1.8%	9.2%	14.0%	10.7%	
毛利率(%)	38.7%	40.2%	41.6%	42.8%	43.9%	
ROE(%)	15.5%	15.0%	15.5%	16.8%	17.6%	
EPS(摊薄)(元)	3.13	3.19	3.48	3.96	4.39	
P/E	25.10	24.65	22.57	19.81	17.88	
P/B	3.90	3.69	3.51	3.33	3.14	
EV/EBITDA	13.89	14.85	11.85	10.20	8.97	

		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	33,937	32,138	34,510	36,344	38,744	
营业成本	20,817	19,210	20,170	20,794	21,744	
营业税金及附加	2,387	2,328	2,500	2,633	2,807	
销售费用	4,708	4,603	4,866	5,088	5,424	
管理费用	1,519	1,407	1,510	1,591	1,696	
研发费用	101	103	110	116	124	
财务费用	-457	-568	-400	-400	-400	
减值损失合计	-83	-36	-40	50	-40	
投资净收益	172	118	126	133	142	
其他	786	706	543	572	610	
营业利润	5,737	5,843	6,383	7,277	8,061	
营业外收支	10	38	41	43	46	
利润总额	5,746	5,881	6,424	7,320	8,107	
所得税	1,398	1,390	1,518	1,730	1,916	
净利润	4,348	4,492	4,906	5,590	6,191	
少数股东损益	80	147	160	183	202	
归母净利润	4,268	4,345	4,746	5,408	5,989	
EBITDA	5,961	6,230	7,386	8,368	9,258	
EPS(当年)(元)	3.14	3.19	3.48	3.96	4.39	

		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	2,778	5,155	6,890	7,388	8,448	
净利润	4,348	4,492	4,906	5,590	6,191	
折旧摊销	1,182	1,241	1,363	1,447	1,551	
财务费用	-476	-585	0	0	0	
投资损失	-172	-118	-126	-133	-142	
营运资金变动	-2,010	185	753	582	858	
其它	-95	-60	-6	-98	-11	
投资活动现金流	-3,463	-7,422	-1,874	-1,493	-2,032	
资本支出	-895	-1,941	-880	-728	-1,609	
长期投资	-3,295	-6,624	-1,100	-880	-550	
其他	728	1,143	106	115	127	
筹资活动现金流	-2,868	-2,983	-3,276	-3,733	-4,135	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	-225	0	0	0	0	
支付利息或股息	-2,534	-2,801	-3,278	-3,735	-4,137	
现金净增加额	-3,548	-5,246	1,744	2,163	2,281	

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成成分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。