

2025年04月05日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

产品结构优化，期待销量改善

—青岛啤酒（600600.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

2025年3月30日，青岛啤酒发布2024年年报。

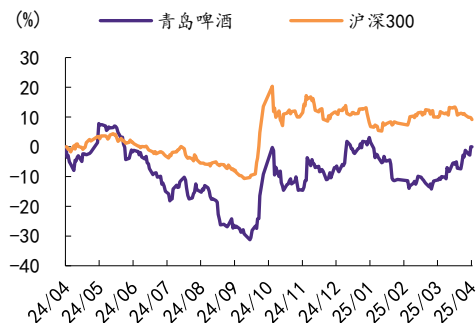
投资要点

基本数据

2025-04-03

当前股价（元）	79.72
总市值（亿元）	1088
总股本（百万股）	1364
流通股本（百万股）	709
52周价格范围（元）	53.96-87.12
日均成交额（百万元）	440.54

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《青岛啤酒（600600）：销量承压同比下滑，成本改善支撑盈利水平》2024-08-30
- 《青岛啤酒（600600）：毛销差同比扩大，释放业绩弹性》2024-04-29
- 《青岛啤酒（600600）：分红比率提升，高端化升级行稳致远》2024-03-27

收入同比小幅下滑，业绩符合预期

业绩符合预期，受环境影响收入略下滑。2024年总营收/归母净利润分别为321.38/43.45亿元，分别同比-5%/+2%。2024Q4总营收为31.79亿元，同比+7%；归母净利润为-6.45亿元，同比亏损略增。全年成本优化效果显著，毛利率略提升。2024年毛利率/净利率分别为40%/14%，分别同比+1.6/+1.2pcts。2024Q4毛利率/净利率分别为26%/-20%，分别同比-1.2/+1.9pcts。全年费用率整体平稳，Q4费用率优化明显。2024年销售/管理费用率分别为14%/4%，分别同比+0.4/-0.1pcts。2024Q4销售/管理费用率分别为37%/15%，分别同比-4.2/-2.0pcts。原料与税费支付款项同比减少，全年经营净现金流大幅增长。2024年经营净现金流/销售回款分别为51.55/380.57亿元，分别同比+86%/+0.5%。2024Q4经营净现金流/销售回款分别为-10.76/70.83亿元，分别同比-53%/+24%。截至2024年年末，公司合同负债83.13亿元（环比+28.68亿元）。

产品结构持续优化，渠道多元化推进

产品方面，2024年啤酒整体销量/吨价同比-5.9%/+0.4%，其中，青岛啤酒主品牌销量/吨价分别同比-4.8%/-0.3%；其他品牌销量/吨价分别同比-7.2%/+0.9%。青岛啤酒品牌方面，公司持续推进“1+1+1+2+N”产品组合，加速打造高端生鲜及超高端产品，2024年中高端以上产品销量315万千升，同比-2.7%，在主品牌中占比同比+2pcts至73%。其他品牌方面，2024年其他品牌销量/吨价分别为320万千升/2969.18万元每千升，崂山品牌吨价同比提升，产品结构持续优化。另外，公司研发推出“奥古特A系列、尼卡希白啤、无醇啤酒系列”等新品，满足消费者多样化需求。渠道方面，公司即饮市场/非即饮市场销量占比分别为41.2%/58.8%；线上产品销量同增21%，同时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。

盈利预测

公司品牌力、渠道力及产品力竞争优势明显，在激烈的竞争

环境下仍实现结构升级的态势，吨价实现同比提升。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 3.55/3.84/4.11 元，当前股价对应 PE 分别为 22/20/19 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、旺季销售不及预期、原材料上涨风险、高端化进程受阻。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	32,138	33,523	34,584	35,579
增长率（%）	-5.3%	4.3%	3.2%	2.9%
归母净利润（百万元）	4,345	4,848	5,240	5,612
增长率（%）	1.8%	11.6%	8.1%	7.1%
摊薄每股收益（元）	3.19	3.55	3.84	4.11
ROE（%）	14.6%	15.3%	15.6%	15.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:				
现金及现金等价物	17,979	15,512	18,229	21,030
应收款	102	129	123	127
存货	3,576	3,657	3,610	3,564
其他流动资产	3,531	9,213	9,170	9,064
流动资产合计	25,189	28,511	31,132	33,785
非流动资产:				
金融类资产	2,074	2,174	2,254	2,304
固定资产	11,804	11,396	10,787	10,129
在建工程	631	252	101	40
无形资产	2,684	2,550	2,416	2,288
长期股权投资	392	392	392	392
其他非流动资产	10,720	10,720	10,720	10,720
非流动资产合计	26,231	25,310	24,416	23,570
资产总计	51,420	53,821	55,549	57,355
流动负债:				
短期借款	0	30	55	70
应付账款、票据	3,271	3,413	3,361	3,310
其他流动负债	5,939	5,939	5,939	5,939
流动负债合计	17,522	18,107	17,883	17,604
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	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	22,146	21,921	21,643
所有者权益				
股本	1,364	1,364	1,364	1,364
股东权益	29,860	31,675	33,627	35,712
负债和所有者权益	51,420	53,821	55,549	57,355

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4492	4967	5358	5732
少数股东权益	147	119	118	120
折旧摊销	1133	921	887	840
公允价值变动	200	150	120	100
营运资金变动	-816	-5134	-74	-94
经营活动现金净流量	5155	1023	6409	6698
投资活动现金净流量	-7422	687	680	669
筹资活动现金净流量	-200	-3121	-3381	-3633
现金流量净额	-2,467	-1,411	3,707	3,735

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	32,138	33,523	34,584	35,579
营业成本	19,210	19,799	20,195	20,635
营业税金及附加	2,328	2,447	2,525	2,597
销售费用	4,603	4,492	4,496	4,447
管理费用	1,407	1,341	1,383	1,423
财务费用	-568	-371	-435	-502
研发费用	103	107	111	114
费用合计	5,544	5,569	5,555	5,482
资产减值损失	-36	-10	-8	-3
公允价值变动	200	150	120	100
投资收益	118	130	100	80
营业利润	5,843	6,477	6,972	7,442
加:营业外收入	73	20	18	15
减:营业外支出	35	5	4	3
利润总额	5,881	6,492	6,986	7,454
所得税费用	1,390	1,526	1,628	1,722
净利润	4,492	4,967	5,358	5,732
少数股东损益	147	119	118	120
归母净利润	4,345	4,848	5,240	5,612

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-5.3%	4.3%	3.2%	2.9%
归母净利润增长率	1.8%	11.6%	8.1%	7.1%
盈利能力				
毛利率	40.2%	40.9%	41.6%	42.0%
四项费用/营收	17.3%	16.6%	16.1%	15.4%
净利率	14.0%	14.8%	15.5%	16.1%
ROE	14.6%	15.3%	15.6%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	41.9%	41.1%	39.5%	37.7%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	313.8	260.7	280.8	280.8
存货周转率	5.4	6.1	6.3	6.5
每股数据(元/股)				
EPS	3.19	3.55	3.84	4.11
P/E	25.0	22.4	20.8	19.4
P/S	3.4	3.2	3.1	3.1
P/B	3.7	3.5	3.3	3.1

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业 and 个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。