

2025年04月03日

**买入（维持）**

报告原因：业绩点评

## 证券分析师

姚星辰 S0630523010001

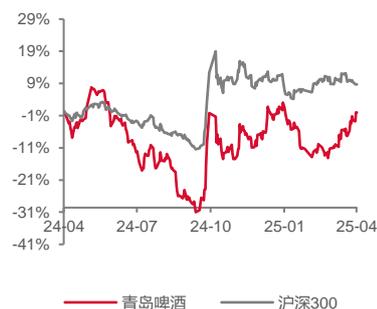
yxc@longone.com.cn

## 联系人

吴康辉

wkh@longone.com.cn

数据日期	2025/04/02
收盘价	78.51
总股本(万股)	136,420
流通A股/B股(万股)	70,903/0
资产负债率(%)	41.93%
市净率(倍)	3.59
净资产收益率(加权)	15.38
12个月内最高/最低价	88.02/53.20



## 相关研究

《青岛啤酒（600600）：整装待发，静待需求改善——公司简评报告》  
2024.11.06

# 青岛啤酒（600600）：整装待发，修复可期

——公司简评报告

## 投资要点

- **事件：**公司发布2024年年报，2024年实现营业收入321.38亿元（同比-5.30%，全文同），归母净利润43.45亿元（+1.81%）；其中2024Q4营业收入31.79亿元（+7.44%），归母净利润-6.45亿元（-0.79%），业绩符合预期。此外，公司计划每股派发现金红利2.2元（含税），共计拟派发30.01亿元，股利支付率为69.07%（+5.14pct）。
- **全年销量承压，均价稳健向上，低基数下Q4销量上升。**2024年公司总销量为753.8万千升（-5.86%），均价为4263.47元/千升（+0.59%），销量承压主要受消费市场需求平淡及公司主动去库存影响，吨价呈现强韧性，高端化趋势不变。从产品结构来看，青岛啤酒主品牌销量为434万千升（-4.82%），其他品牌销量为319.8万千升（-7.22%），其中，中高端及以上销量315.4万千升（-2.65%），在餐饮场景疲软背景下，韧性凸显。2024Q4公司销量为75.3万千升（+5.61%），均价为4221.78元/千升（+1.76%），销量回暖主要得益于低基数，其中主品牌和其他品牌销量同比增长7.45%和2.06%，中高端及以上同比增长10.95%。
- **渠道结构稳定，线上、线下渠道布局持续加深。**2024年现饮和非现饮销售占比分别为41.2%和58.8%，与去年相近。公司加快新商业、新零售业务拓展，2024年线上销量同比增长21%。另外，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，2024年末经销商为11622个，净增加265个经销商。
- **成本推动盈利能力改善，现金流充沛。**2024年毛利率、净利率分别为40.23%（+1.57pct）和13.98%（+1.17pct），毛利率提升核心为原材料大麦成本下降，测算吨成本同比下降1.98%。费用端，销售费率提升0.45pct至14.32%，2024年销售费用同比下降2.25%。管理费率为4.38%（-0.10pct），主要系股份支付费用及职工薪酬减少所致。现金流方面，2024年经营现金流净额为51.55亿元（+85.58%），主要系支付的原料款项及各项税费减少所致。合同负债83.13亿元（同比+8.08%），公司现金流较充沛。
- **投资建议：**2024年公司经营稳中向好，管理层换届已落地且库存处于低位水平，在消费政策的不断刺激下，2025年公司有望迎来较快修复，适当调整公司2025/2026年盈利预测，新增2027年盈利预测，预计2025/2026/2027归母净利润分别为46.53/50.01/54.61亿元（2025-2026年原值为46.34/49.96亿元），增速分别为7.09%/7.47%/9.20%，对应EPS为3.41/3.67/4.00元（2025-2026年原值为3.40/3.66元），对应当前股价PE分别为23.02/21.42/19.61。维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品结构升级不及预期、市场修复不及预期、原材料波动风险。

## 盈利预测与估值

单位：亿元	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	321.38	332.18	342.72	354.84
同比增速	-5.30%	3.36%	3.17%	3.54%
归母净利润	43.45	46.53	50.01	54.61
同比增速	1.81%	7.09%	7.47%	9.20%
EPS(元)	3.19	3.41	3.67	4.00
P/E	24.65	23.02	21.42	19.61

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至2025年4月2日

## 附录：三大报表预测值

利润表					资产负债表				
单位: 亿元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位: 亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	321	332	343	355	货币资金	180	135	137	146
%同比增速	-5%	3%	3%	4%	交易性金融资产	20	23	24	25
营业成本	192	194	199	204	应收账款及应收票据	1	1	1	1
毛利	129	138	143	151	存货	36	35	36	36
%营业收入	40%	42%	42%	43%	预付账款	2	2	2	2
税金及附加	23	22	22	23	其他流动资产	13	40	42	46
%营业收入	7%	7%	6%	6%	流动资产合计	252	236	242	256
销售费用	46	45	46	47	长期股权投资	4	4	5	5
%营业收入	14%	14%	13%	13%	投资性房地产	0	1	1	1
管理费用	14	13	13	13	固定资产合计	118	134	145	152
%营业收入	4%	4%	4%	4%	无形资产	27	27	27	28
研发费用	1	1	1	1	商誉	13	13	13	13
%营业收入	0%	0%	0%	0%	递延所得税资产	19	19	19	19
财务费用	-6	0	0	0	其他非流动资产	81	91	97	100
%营业收入	-2%	0%	0%	0%	<b>资产总计</b>	<b>514</b>	<b>526</b>	<b>549</b>	<b>573</b>
其他收益	391	340	344	353	应付票据及应付账款	33	33	33	33
投资收益	172	159	165	169	预收账款	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0	应付职工薪酬	18	18	18	18
资产处置收益	0	0	1	0	应交税费	4	4	4	4
<b>营业利润</b>	<b>58</b>	<b>63</b>	<b>68</b>	<b>74</b>	其他流动负债	121	117	121	127
%营业收入	18%	19%	20%	21%	流动负债合计	175	171	177	183
营业外收支	0	0	0	0	递延所得税负债	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	<b>59</b>	<b>63</b>	<b>68</b>	<b>74</b>	其他非流动负债	38	38	38	38
%营业收入	18%	19%	20%	21%	<b>负债合计</b>	<b>216</b>	<b>212</b>	<b>217</b>	<b>223</b>
所得税费用	14	15	16	17	<b>归母公司的所有者权益</b>	<b>291</b>	<b>305</b>	<b>320</b>	<b>337</b>
净利润	45	48	52	56	少数股东权益	8	10	11	13
%同比增速	3%	7%	7%	9%	<b>股东权益</b>	<b>299</b>	<b>315</b>	<b>332</b>	<b>350</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>43</b>	<b>47</b>	<b>50</b>	<b>55</b>	<b>负债及股东权益</b>	<b>514</b>	<b>526</b>	<b>549</b>	<b>574</b>
%营业收入	14%	14%	15%	15%	<b>现金流量表</b>				
少数股东损益	1	2	2	2	单位: 亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS (元/股)	3.19	3.41	3.67	4.00	经营活动现金流净额	52	22	59	65
<b>基本指标</b>					投资	-66	-3	-2	-1
	2024A	2025E	2026E	2027E	资本性支出	-19	-33	-23	-19
EPS	3.19	3.41	3.67	4.00	其他	11	1	2	2
BVPS	21.30	22.36	23.49	24.73	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-74</b>	<b>-34</b>	<b>-23</b>	<b>-18</b>
PE	24.65	23.02	21.42	19.61	债权融资	0	0	0	0
PEG	13.64	3.25	2.87	2.13	股权融资	0	0	0	0
PB	3.69	3.51	3.34	3.17	支付股利及利息	-28	-32	-35	-38
EV/EBITDA	14.85	13.58	12.42	11.16	其他	-2	0	0	0
ROE	15%	15%	16%	16%	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-30</b>	<b>-32</b>	<b>-35</b>	<b>-38</b>
ROIC	13%	15%	16%	16%	<b>现金净流量</b>	<b>-52</b>	<b>-45</b>	<b>2</b>	<b>9</b>

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为 2025 年 4 月 2 日）

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：(8621) 20333619  
 传真：(8621) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：(8610) 59707105  
 传真：(8610) 59707100  
 邮编：100089