

证券研究报告

公司研究

点评报告

青岛啤酒(600600.SH)

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
联系电话: 15680937306
邮箱: chenglili@cindasc.com

赵丹晨 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500523080005
联系电话: 13806086406
邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

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

成本红利，费率下降贡献利润

2025 年 4 月 30 日

事件：青岛啤酒发布 2025 年一季度报告，2024Q1 实现营收 104.46 亿元，同比+2.91%，归母净利润 17.10 亿元，同比+7.1%，扣非归母净利润 16.03 亿元，同比+5.9%。

点评：

- **销量稳健，千升酒收入略下滑。**2025Q1 实现营收 104.46 亿元，同比+2.91%，其中销量同比+3.53%至 226 万千升，吨价收入同比-0.59%至 4520 元。从产品结构来看，2025Q1 主品牌销量同比 4.01%至 138 万千升，副品牌销量同比+2.8%至 89 万千升。从价格带来看，公司中高档以上销量同比+5.3%至 101 万千升，占比同比+0.8pct 至 44.7%；中高档以上产品销量同比+2.1%至 125 万千升。
- **成本红利持续兑现，费用率下降。**2025Q1 公司实现归母净利润 17.10 亿元，同比+7.1%，归母净利率同比+0.6pct 至 16.4%。一方面，成本端红利持续兑现，营业成本仅同比+0.8%至 60.96 亿元，吨酒成本同比-2.59%，带动毛利率同比+1.20pct 至 41.64%；另一方面，销售费用率和管理费用率皆有下降，其中销售费用同比+0.6%至 13.09 亿元，销售费用率同比-0.29pct 至 12.53%，管理费用同比-3.2%至 3.34 亿元，管理费用率同比-0.20pct 至 3.2%。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为长期看啤酒行业格局清晰且稳定，成本红利下，低基数下稳健恢复仍然有望提供较好的盈利弹性，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 3.44、3.74、4.07 元，对应 2025 年 4 月 30 日收盘价（74.4 元/股）PE 为 22、20、18 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**中高端啤酒竞争加剧、原材料价格上涨等

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	33,937	32,138	33,456	35,081	37,081
增长率 YoY %	5.5%	-5.3%	4.1%	4.9%	5.7%
归属母公司净利润(百万元)	4,268	4,345	4,698	5,107	5,559
增长率 YoY%	15.0%	1.8%	8.1%	8.7%	8.8%
毛利率%	38.7%	40.2%	41.6%	42.2%	42.9%
净资产收益率ROE%	15.5%	15.0%	15.4%	15.9%	16.4%
EPS(摊薄)(元)	3.13	3.19	3.44	3.74	4.07
市盈率 P/E(倍)	23.78	23.36	21.60	19.87	18.26
市净率 P/B(倍)	3.70	3.49	3.33	3.16	3.00

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	29,612	25,189	26,858	29,276	31,630
货币资金	19,282	17,979	19,277	21,308	23,323
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	100	102	107	112	118
预付账款	211	242	246	255	267
存货	3,540	3,576	3,636	3,773	3,940
其他	6,479	3,289	3,593	3,827	3,982
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	53,633	56,247	59,185
流动负债	16,918	17,522	18,117	18,977	20,006
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	194	217	221	229	239
应付账款	2,953	3,054	3,104	3,222	3,364
其他	13,772	14,252	14,792	15,526	16,403
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	22,158	23,020	24,051
少数股东权益	805	799	958	1,130	1,318
归属母公司股东权	27,449	29,060	30,518	32,097	33,816
负债和股东权益	49,256	51,420	53,633	56,247	59,185

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	33,937	32,138	33,456	35,081	37,081
同比(%)	5.5%	-5.3%	4.1%	4.9%	5.7%
归母净利润	4,268	4,345	4,698	5,107	5,559
同比(%)	15.0%	1.8%	8.1%	8.7%	8.8%
毛利率(%)	38.7%	40.2%	41.6%	42.2%	42.9%
ROE(%)	15.5%	15.0%	15.4%	15.9%	16.4%
EPS(摊薄)(元)	3.13	3.19	3.44	3.74	4.07
P/E	23.78	23.36	21.60	19.87	18.26
P/B	3.70	3.49	3.33	3.16	3.00
EV/EBITDA	13.89	13.42	11.20	10.05	8.99

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	33,937	32,138	33,456	35,081	37,081
营业成本	20,817	19,210	19,528	20,268	21,164
营业税金及附加	2,387	2,328	2,424	2,541	2,686
销售费用	4,708	4,603	4,717	4,981	5,191
管理费用	1,519	1,407	1,338	1,403	1,483
研发费用	101	103	107	112	119
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	123	129	136
其他	786	706	526	552	583
营业利润	5,737	5,843	6,351	6,905	7,517
营业外收支	10	38	40	42	44
利润总额	5,746	5,881	6,391	6,947	7,561
所得税	1,398	1,390	1,534	1,667	1,815
净利润	4,348	4,492	4,857	5,279	5,746
少数股东损益	80	147	159	173	188
归母净利润	4,268	4,345	4,698	5,107	5,559
EBITDA	5,961	6,230	7,353	7,994	8,713
EPS(当年)(元)	3.14	3.19	3.44	3.74	4.07

现金流量表					
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	6,416	7,055	7,892
净利润	4,348	4,492	4,857	5,279	5,746
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	-123	-129	-136
营运资金变动	-2,010	185	324	554	739
其它	-95	-60	-4	-97	-9
投资活动现金流	-3,463	-7,422	-1,879	-1,499	-2,040
资本支出	-895	-1,941	-882	-729	-1,611
长期投资	-3,295	-6,624	-1,100	-880	-550
其他	728	1,143	103	111	121
筹资活动现金流	-2,868	-2,983	-3,243	-3,526	-3,838
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	-3,245	-3,528	-3,840
现金净增加额	-3,548	-5,246	1,298	2,031	2,015

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部分不曾与，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。