

## 青岛啤酒 (600600.SH)

## Q1 平稳落地，期待旺季表现

**事件:** 公司发布 2025 年一季报，25Q1 实现营收 104.5 亿元，同比+2.9%；实现归母净利润 17.1 亿元，同比+7.1%；实现扣非归母净利润 16.0 亿元，同比+5.9%。

**销量稳健增长且结构持续升级，区域品牌正增长强化规模效应。** 25Q1 公司收入同比+2.9%，实现稳健增长。销量来看，25Q1 啤酒销量同比+3.5%至 226.1 万千升，其中青岛品牌/其他品牌分别实现销量 137.5/88.6 万千升，同比+4.1%/2.8%，青岛主品牌稳健增长的基础上，预计崂山等区域性品牌实现正增长，强化整体规模效应。且 25Q1 青岛品牌中高档销量+5.3%，高于青岛品牌整体增速，产品结构仍在升级。吨价来看，25Q1 啤酒吨价同比-0.6%至 4619.9 元/吨，吨价小幅下降，我们预计主要受短期促销等增加影响。

**成本红利+规模效应拉动吨成本下行，费用率整体稳定。** 25Q1 公司毛利率同比+1.2pct 至 41.6%，其中 25Q1 吨成本同比-2.6%，我们预计主要因成本红利持续兑现、且销量增长带来规模效应。25Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率同比-0.3/-0.2/持平/+0.4pct 至 12.5%/3.2%/0.2%/-1.0%，费用率整体稳定。综合来看受益于毛利率提升，25Q1 公司净利率同比+0.6pct 至 16.6%。

**需求向上+成本向下，期待旺季量价超预期机会。** 25Q1 为啤酒淡季，公司销量、吨价表现稳健，经营企稳；往后展望，24Q2-Q3 公司量、价均同比下降，25Q2-Q3 基数压力减轻，且公司持续推进产品结构优化升级，打造主力大单品及超高端明星产品，加速推进“一纵两横”战略带市场建设与布局，我们认为随着需求企稳改善、未来内需刺激政策逐步落地传导，旺季公司量、价表现均存在超预期机会，经营或呈环比持续向好趋势。利润端来看，2025 年公司成本呈下降趋势，若结构持续升级叠加规模效应摊薄，利润端具备更高弹性。

**投资建议:** 略调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 48.1/52.1/56.5 亿元，同比+10.7%/8.2%/8.6%，当前股价对应 PE 为 21/20/18x，维持“买入”评级。

**风险提示:** 消费力恢复不及预期，结构升级放缓，行业竞争加剧。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	33,937	32,138	33,731	34,899	36,010
增长率 yoy (%)	5.5	-5.3	5.0	3.5	3.2
归母净利润 (百万元)	4,268	4,345	4,810	5,206	5,653
增长率 yoy (%)	15.0	1.8	10.7	8.2	8.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	3.13	3.19	3.53	3.82	4.14
净资产收益率 (%)	15.5	15.0	18.1	18.5	18.9
P/E (倍)	23.9	23.5	21.2	19.6	18.1
P/B (倍)	3.7	3.5	3.8	3.6	3.4

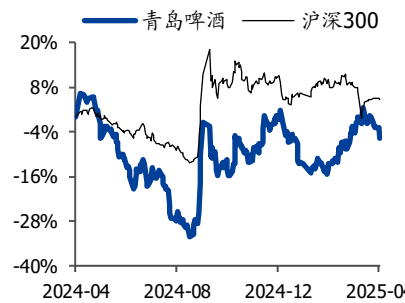
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 29 日收盘价

买入 (维持)

## 股票信息

行业	非白酒
前次评级	买入
04 月 29 日收盘价 (元)	74.91
总市值 (百万元)	102,191.98
总股本 (百万股)	1,364.20
其中自由流通股 (%)	99.99
30 日日均成交量 (百万股)	6.13

## 股价走势



## 作者

分析师 李梓语

执业证书编号: S0680524120001

邮箱: liziyu1@gszq.com

分析师 陈熠

执业证书编号: S0680523080003

邮箱: cheniyi5@gszq.com

## 相关研究

- 《青岛啤酒 (600600.SH): Q4 量价齐升，经营企稳向上》 2025-03-30
- 《青岛啤酒 (600600.SH): 换届落地，企稳向上》 2024-12-26
- 《青岛啤酒 (600600.SH): 旺季销量承压，期待 Q4 环比改善》 2024-10-31

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	29612	25189	23144	26345	29934
现金	19282	17979	15866	18776	22085
应收票据及应收账款	100	102	94	97	100
其他应收款	184	83	187	194	200
预付账款	211	242	199	204	208
存货	3540	3576	3320	3396	3463
其他流动资产	6294	3206	3478	3678	3878
<b>非流动资产</b>	19644	26231	25953	25033	23838
长期投资	365	392	392	392	392
固定资产	11146	11818	10924	9965	8765
无形资产	2493	2684	2751	2814	2807
其他非流动资产	5641	11338	11887	11862	11875
<b>资产总计</b>	49256	51420	49097	51378	53772
<b>流动负债</b>	16918	17522	17526	18021	18476
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3146	3271	3071	3142	3204
其他流动负债	13772	14252	14456	14879	15272
<b>非流动负债</b>	4083	4039	4004	4004	4004
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4083	4039	4004	4004	4004
<b>负债合计</b>	21001	21561	21531	22025	22480
少数股东权益	805	799	962	1138	1329
股本	1364	1364	1364	1364	1364
资本公积	4207	4198	4198	4198	4198
留存收益	22037	23653	21198	22808	24556
归属母公司股东权益	27449	29060	26605	28215	29963
<b>负债和股东权益</b>	49256	51420	49097	51378	53772

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2778	5155	5907	6670	7104
净利润	4348	4492	4973	5382	5844
折旧摊销	1182	1241	1180	1210	1215
财务费用	-476	-585	0	0	0
投资损失	-172	-118	-124	-128	-132
营运资金变动	-2024	185	211	404	375
其他经营现金流	-80	-60	-332	-198	-198
<b>投资活动现金流</b>	-3463	-7422	-727	-164	110
资本支出	-895	-1941	-292	-292	-22
长期投资	-3295	-6624	0	0	0
其他投资现金流	728	1143	-436	128	132
<b>筹资活动现金流</b>	-2868	-2983	-3350	-3596	-3905
短期借款	-225	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	53	-9	0	0	0
其他筹资现金流	-2696	-2974	-3350	-3596	-3905
<b>现金净增加额</b>	-3548	-5246	1830	2910	3309

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	33937	32138	33731	34899	36010
营业成本	20817	19210	19918	20379	20780
营业税金及附加	2387	2328	2395	2478	2557
营业费用	4708	4603	4763	4858	4941
管理费用	1519	1407	1442	1458	1468
研发费用	101	103	108	112	115
财务费用	-457	-568	-629	-635	-687
资产减值损失	-83	-36	-40	-40	-40
其他收益	391	501	455	471	486
公允价值变动收益	230	200	200	200	200
投资净收益	172	118	124	128	132
资产处置收益	179	4	0	0	0
<b>营业利润</b>	5737	5843	6473	7009	7614
营业外收入	23	73	73	73	73
营业外支出	13	35	35	35	35
<b>利润总额</b>	5746	5881	6511	7048	7652
所得税	1398	1390	1538	1665	1808
<b>净利润</b>	4348	4492	4973	5382	5844
少数股东损益	80	147	163	176	191
<b>归属母公司净利润</b>	4268	4345	4810	5206	5653
EBITDA	5961	6230	7062	7623	8180
EPS (元/股)	3.13	3.19	3.53	3.82	4.14

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	5.5	-5.3	5.0	3.5	3.2
营业利润(%)	14.7	1.9	10.8	8.3	8.6
归属母公司净利润(%)	15.0	1.8	10.7	8.2	8.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	38.7	40.2	41.0	41.6	42.3
净利率(%)	12.6	13.5	14.3	14.9	15.7
ROE(%)	15.5	15.0	18.1	18.5	18.9
ROIC(%)	12.7	12.7	16.2	16.6	16.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	42.6	41.9	43.9	42.9	41.8
净负债比率(%)	-67.8	-59.8	-57.2	-63.6	-70.2
流动比率	1.8	1.4	1.3	1.5	1.6
速动比率	1.3	1.2	1.0	1.2	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	308.5	316.9	344.0	366.1	365.6
应付账款周转率	6.5	6.4	6.7	7.0	7.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.13	3.19	3.53	3.82	4.14
每股经营现金流(最新摊薄)	2.04	3.78	4.33	4.89	5.21
每股净资产(最新摊薄)	20.12	21.30	19.50	20.68	21.96
<b>估值比率</b>					
P/E	23.9	23.5	21.2	19.6	18.1
P/B	3.7	3.5	3.8	3.6	3.4
EV/EBITDA	13.9	14.9	12.2	11.0	9.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 29 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com