

成本红利兑现

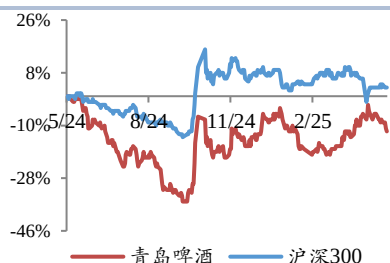
——青岛啤酒 25Q1 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-04

收盘价(元) 74.40
近12个月最高/最低(元) 86.18/53.20
总股本(百万股) 1,364
流通股本(百万股) 709
流通股比例(%) 51.97
总市值(亿元) 1,015
流通市值(亿元) 528

公司价格与沪深300走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

相关报告

1. 青岛啤酒 24Q3：控货去库存，积极备战明年 2024-10-30

2. 青岛啤酒 24Q2：成本红利持续释放 2024-08-30

主要观点：

● 公司发布 25Q1 业绩：

➤ Q1：收入 104.46 亿元（+2.91%），归母净利润 17.10 亿元（+7.08%），扣非归母净利润 16.03 亿元（+5.95%）。

➤ 25Q1 表现符合市场一致预期。

● 收入：产品结构升级持续

➤ 拆分量价：25Q1 公司销量/吨收入分别同比+3.5%/-0.6%。销量端，公司 1-2 月预计合计微增，3 月恢复双位数增长主因旺季前补库；吨价端略有下滑，预计主因公司加大货折力度。

➤ 产品结构：25Q1 公司主品牌销量同比增长 4.0%，占比总销量同比提升 0.3pct 至 60.8%；中高端以上销量同比增长 5.3%，占比总销量同比提升 0.8pct 至 44.7%，公司产品结构升级持续。

● 盈利：成本红利兑现

➤ 25Q1 公司毛利率同比提升 1.2pct 至 41.6%，吨成本同比下降 2.6%，主因成本中包材与大麦价格同比下降，叠加规模效应持续体现。同期，公司销售/管理/研发/财务费率分别同比-0.30/-0.20/-0.01/+0.37pct，费用管控合理。综上，公司归母净利率同比提升 0.6pct 至 16.4%，毛利率上升是主因。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

展望 25 年，我们认为公司后续催化来自①公司当前库存降至历史低位，旺季补库+低基数下，动销数据有望持续改善；②管理层履新后，组织管理提效有望带动经营效率提升；③成本红利有望持续兑现。

盈利预测：我们更新盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 335.74/347.94/358.24 亿元（25-26 年原值为 330.65/340.04 亿元），同比 +4.5%/+3.6%/+3.0%；实现归母净利润 48.51/53.15/57.00 亿元（25-26 年原值为 49.20/54.25 亿元），同比 +11.6%/+9.6%/+7.2%；当前股价对应 PE 分别为 21/19/18 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示:

需求不及预期，市场竞争加剧，原材料成本超预期上涨。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	32138	33574	34794	35824
收入同比 (%)	-5.3%	4.5%	3.6%	3.0%
归属母公司净利润	4345	4851	5315	5700
净利润同比 (%)	1.8%	11.6%	9.6%	7.2%
毛利率 (%)	40.2%	42.8%	44.4%	45.6%
ROE (%)	15.0%	24.2%	21.0%	18.3%
每股收益 (元)	3.19	3.56	3.90	4.18
P/E	25.36	20.92	19.10	17.81
P/B	3.80	5.07	4.00	3.27
EV/EBITDA	14.85	12.91	10.75	9.56

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2025 年 4 月 30 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	25189	15296	20527	26489	营业收入	32138	33574	34794	35824
现金	17979	7644	12641	18319	营业成本	19210	19217	19340	19476
应收账款	102	110	114	117	营业税金及附加	2328	2417	2505	2579
其他应收款	83	406	399	431	销售费用	4603	4801	4941	5051
预付账款	242	222	219	223	管理费用	1407	1477	1496	1505
存货	3576	3458	3397	3442	财务费用	-568	-357	-120	-276
其他流动资产	3206	3456	3756	3956	资产减值损失	-36	-66	-91	-14
非流动资产	26231	27161	27602	27880	公允价值变动收益	200	200	200	200
长期投资	392	390	388	385	投资净收益	118	165	170	179
固定资产	11818	12441	12913	13218	营业利润	5843	6577	7207	7740
无形资产	2684	2687	2665	2658	营业外收入	73	23	23	0
其他非流动资产	11338	11642	11635	11619	营业外支出	35	13	13	0
资产总计	51420	42457	48128	54369	利润总额	5881	6587	7217	7740
流动负债	17522	17536	17775	18211	所得税	1390	1647	1804	1935
短期借款	0	0	0	0	净利润	4492	4940	5413	5805
应付账款	3054	2945	2939	2978	少数股东损益	147	89	97	104
其他流动负债	14469	14592	14836	15233	归属母公司净利润	4345	4851	5315	5700
非流动负债	4039	4004	4004	4004	EBITDA	6230	7279	8274	8714
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	3.19	3.56	3.90	4.18
其他非流动负债	4039	4004	4004	4004	主要财务比率				
负债合计	21561	21540	21779	22215	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	799	888	986	1090	成长能力				
股本	1364	1364	1364	1364	营业收入	-5.3%	4.5%	3.6%	3.0%
资本公积	4198	4198	4198	4198	营业利润	1.9%	12.6%	9.6%	7.4%
留存收益	23498	14466	19801	25501	归属于母公司净利	1.8%	11.6%	9.6%	7.2%
归属母公司股东权	29060	20029	25364	31064	获利能力				
负债和股东权益	51420	42457	48128	54369	毛利率 (%)	40.2%	42.8%	44.4%	45.6%
现金流量表					净利率 (%)	13.5%	14.4%	15.3%	15.9%
单位:百万元					ROE (%)	15.0%	24.2%	21.0%	18.3%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	ROIC (%)	12.7%	22.2%	20.1%	17.4%
经营活动现金流	5155	5321	6558	7044	偿债能力				
净利润	4492	4940	5413	5805	资产负债率 (%)	41.9%	50.7%	45.3%	40.9%
折旧摊销	1241	1049	1177	1250	净负债比率 (%)	72.2%	103.0%	82.7%	69.1%
财务费用	-585	2	2	2	流动比率	1.44	0.87	1.15	1.45
投资损失	-118	-165	-170	-179	速动比率	1.15	0.60	0.89	1.19
营运资金变动	185	-228	255	352	营运能力				
其他经营现金流	4247	4890	5039	5266	总资产周转率	0.64	0.72	0.77	0.70
投资活动现金流	-7422	-1723	-1559	-1363	应收账款周转率	316.92	316.04	310.25	309.27
资本支出	-1941	-1562	-1616	-1531	应付账款周转率	6.40	6.41	6.57	6.58
长期投资	-6624	-114	-113	-12	每股指标 (元)				
其他投资现金流	1143	-47	170	179	每股收益	3.19	3.56	3.90	4.18
筹资活动现金流	-2983	-30	-2	-2	每股经营现金流	3.78	3.90	4.81	5.16
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	21.30	14.68	18.59	22.77
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	25.36	20.92	19.10	17.81
资本公积增加	-9	0	0	0	P/B	3.80	5.07	4.00	3.27
其他筹资现金流	-2974	-30	-2	-2	EV/EBITDA	14.85	12.91	10.75	9.56
现金净增加额	-5246	3568	4997	5678					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。