

青岛啤酒(600600)

报告日期: 2025 年 05 月 04 日

Q1 业绩符合预期，销量弹性显现

——青岛啤酒 25Q1 业绩点评

投资要点

- **事件:** 2025Q1 公司实现营业收入 104.46 亿元 (同比+2.91%); 归母净利润 17.10 亿元 (同比+7.08%), 扣非归母净利润 16.03 亿元 (同比+5.95%)。25Q1 收入业绩符合预期。
- **产品结构升级延续，吨价或受货折因素扰动**
 - 1) 量: 25Q1 实现销量 226.1 万千升 (同比+3.53%), 其中主品牌青岛啤酒实现销量 137.5 万千升 (同比+4.01%), 其他品牌实现销量 88.6 万千升 (同比+2.78%), 中高端以上产品实现销量 101.1 万千升 (同比+5.31%), 中高端以上产品销量占比提升 0.76 个百分点至 44.71%, 我们预计经典等核心产品表现较优、产品结构持续提升。
 - 2) 价: 25Q1 公司平均吨价为 4620 元/千升 (同比-0.59%), 我们预计吨价下行或主要系货折影响。
 - 3) 新零售: 线上和线下相结合加大品牌推广力度, 加快新商业、新零售业务拓展, 线上销量再创历史新高, 即时零售业务保持快速增长。
- **成本改善趋势延续，费用率保持平稳**
 - 1) 25Q1 毛利率、净利率同比变动+1.20、+0.65 个百分点至 41.64%、16.64%。
 - 2) 25Q1 公司平均吨成本为 2696 元/千升 (同比-2.59%), 预计主要系原料、包材等采购成本下降+燃料成本下降, 25 年成本改善趋势延续。
 - 3) 25Q1 期间费用率同比下降 0.13 个百分点至 14.88%, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比变动-0.29、-0.20、+0.37 个百分点至 12.53%、3.37%、-1.02%, 费用率保持平稳。
 - 4) 25Q1 经营性现金流同比下降 37.28%至 17.90 亿元, 主要系报告期内受预收货款的变动影响使得销售商品收到的现金同比减少所致。
 - 5) 25Q1 所得税率同比-0.08pct 至 24.67%。
- **盈利预测与估值**

我们认为: 青啤 25Q1 销量显著提升, 中高档以上产品占比提升, 线上销量再创新高, 公司加强新零售渠道拓展, 高端化+成本改善逻辑延续。伴随旺季前补库+管理层调整到位+餐饮或迎修复, 25 年销量或有望迎反弹。

预计 2025-2027 年收入同比增速分别为 3.39%、3.08%、3.04%; 归母净利润同比增速分别为 10.16%、8.83%、7.25%; EPS 分别为 3.51/3.82/4.10 元/股; PE 分别为 21.20/19.48/18.17 倍。当前估值具性价比, 维持买入评级。
- **催化剂:** 消费升级持续、餐饮产业链恢复、纯生&经典实现较快增长。
- **风险提示:** 消费升级不及预期; 纯生&经典动销情况不及预期。

投资评级: 买入(维持)

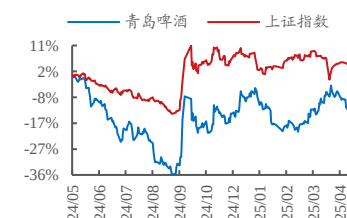
分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

分析师: 张家祯
 执业证书号: S1230523080001
 zhangjiazhen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥ 74.40
 总市值(百万元) 101,496.24
 总股本(百万股) 1,364.20

股票走势图



相关报告

- 1 《24 年业绩符合预期，看好 25 年销量反弹》 2025.03.31
- 2 《β 修复与 α 催化共振，看好向上弹性》 2024.12.11
- 3 《量价阶段性承压，费投加大盈利承压》 2024.11.03

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	32137.8	33226.2	34250.1	35290.5
(+/-) (%)	-5.30%	3.39%	3.08%	3.04%
归母净利润	4345.0	4786.6	5209.3	5587.0
(+/-) (%)	1.81%	10.16%	8.83%	7.25%
每股收益(元)	3.19	3.51	3.82	4.10
P/E	23.36	21.20	19.48	18.17

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	25189	34545	38275	43141
现金	17979	24090	28354	33285
交易性金融资产	2022	1973	1997	1985
应收账款	102	385	658	928
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	242	237	230	244
存货	3576	3617	3680	3744
其他	1268	4243	3355	2955
非流动资产	26231	21706	22168	22636
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	392	375	377	381
固定资产	11804	11715	11476	11296
无形资产	2684	2599	2508	2459
在建工程	631	470	411	364
其他	10720	6548	7397	8137
资产总计	51420	56251	60444	65777
流动负债	17522	17892	17518	17959
短期借款	0	75	25	33
应付款项	3271	3249	3220	3354
预收账款	0	0	0	0
其他	14252	14568	14274	14572
非流动负债	4039	4163	4095	4099
长期借款	0	0	0	0
其他	4039	4163	4095	4099
负债合计	21561	22055	21613	22057
少数股东权益	799	961	1137	1326
归属母公司股东权	29060	33235	37694	42394
负债和股东权益	51420	56251	60444	65777

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5155	6711	5180	5967
净利润	4492	4948	5385	5776
折旧摊销	1182	956	996	1034
财务费用	(568)	(307)	(384)	(454)
投资损失	(118)	(153)	(148)	(140)
营运资金变动	3818	(2571)	512	816
其它	(3652)	3837	(1181)	(1065)
投资活动现金流	(7422)	(373)	(498)	(611)
资本支出	(804)	(508)	(497)	(603)
长期投资	(24)	20	(5)	(3)
其他	(6593)	115	4	(5)
筹资活动现金流	(2983)	(226)	(417)	(426)
短期借款	0	75	(50)	8
长期借款	0	0	0	0
其他	(2983)	(301)	(367)	(434)
现金净增加额	(5250)	6111	4265	4930

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	32138	33226	34250	35291
营业成本	19210	19430	19768	20108
营业税金及附加	2328	2407	2457	2548
营业费用	4603	4582	4658	4764
管理费用	1407	1429	1473	1517
研发费用	103	90	101	104
财务费用	(568)	(307)	(384)	(454)
资产减值损失	(36)	(59)	(61)	(55)
公允价值变动损益	200	215	215	210
投资净收益	118	153	148	140
其他经营收益	506	536	537	526
营业利润	5843	6440	7011	7521
营业外收支	38	40	41	42
利润总额	5881	6479	7051	7563
所得税	1390	1531	1666	1787
净利润	4492	4948	5385	5776
少数股东损益	147	162	176	189
归属母公司净利润	4345	4787	5209	5587
EBITDA	6794	7124	7659	8138
EPS (最新摊薄)	3.19	3.51	3.82	4.10

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-5.30%	3.39%	3.08%	3.04%
营业利润	1.85%	10.21%	8.87%	7.28%
归属母公司净利润	1.81%	10.16%	8.83%	7.25%
获利能力				
毛利率	40.23%	41.52%	42.28%	43.02%
净利率	13.98%	14.89%	15.72%	16.37%
ROE	14.95%	14.95%	14.27%	13.54%
ROIC	14.32%	13.73%	13.16%	12.51%
偿债能力				
资产负债率	41.93%	39.21%	35.76%	33.53%
净负债比率	0.20%	0.55%	0.33%	0.36%
流动比率	1.44	1.93	2.18	2.40
速动比率	1.23	1.73	1.97	2.19
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.62	0.59	0.56
应收账款周转率	316.92	313.97	315.78	319.60
应付账款周转率	6.40	6.36	6.51	6.53
每股指标(元)				
每股收益	3.19	3.51	3.82	4.10
每股经营现金	3.78	4.92	3.80	4.37
每股净资产	21.30	24.36	27.63	31.08
估值比率				
P/E	23.36	21.20	19.48	18.17
P/B	3.49	3.05	2.69	2.39
EV/EBITDA	10.82	10.87	9.57	8.42

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>