

2025 年 05 月 06 日

25Q1 销量重回正增长，关注旺季补库弹性

青岛啤酒(600600)

评级:	买入	股票代码:	600600
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	88.02/53.2
目标价格:		总市值(亿)	1,021.37
最新收盘价:	74.87	自由流通市值(亿)	530.85
		自由流通股数(百万)	709.03

事件概述

24FY 公司实现营收 321.38 亿元，同比-5.30%，实现归母净利润 43.45 亿元，同比+1.81%，实现扣非归母净利润 39.51 亿元，同比+6.19%；其中 24Q4 公司实现营收 31.79 亿元，同比+7.44%，实现归母净利润-6.45 亿元，去年同期为-6.40 亿元，实现扣非归母净利润-7.35 亿元，去年同期为-8.76 亿元。

25Q1 公司实现营收 104.46 亿元，同比+2.91%，实现归母净利润 17.10 亿元，同比+7.08%，实现扣非归母净利润 16.03 亿元，同比+5.95%。

公司 24FY 拟派发现金股利 2.20 元/股，分红比率为 69%，较 23FY 提升 5pct。

分析判断:

► 24FY 销量承压，25Q1 重回正增长

拆分量价来看，公司 24FY 销量为 753.8 万吨，同比-5.85%，对应吨价 4263 元，同比+0.59%；据此推算，24Q4 公司实现销量 75.3 万吨，同比+5.61%，对应吨价 4221 元，同比+1.73%。公司 25Q1 销量为 226 万吨，同比+3.53%，对应吨价 4520 元，同比-0.59%。受制于消费力偏弱及啤酒行业整体承压影响，公司 24FY 销量端有所下滑，24Q4 在低基数下实现恢复性增长，25Q1 延续正增长势头。

分产品档次来看，公司 24FY 中高端以上/其他档次销量分别为 315.4/438.4 万吨，分别同比-2.65%/-8.03%；其中 24Q4 公司中高端以上/其他档次销量分别为 37.5/37.8 万吨，分别同比+10.95%/+0.80%。25Q1 公司中高端以上/其他档次销量分别为 101.1/125 万吨，分别同比+5.31%/+2.12%。中高端产品表现优于其他档次产品表现，自 24Q4 起实现较好恢复性增长。

分品牌来看，公司 24FY 青岛主品牌/其他品牌实现销量 434/319.8 万吨，分别同比-4.82%/-7.22%；其中 24Q4 青岛主品牌/其他品牌实现销量 50.5/24.8 万吨，分别同比+7.45%/+2.06%。25Q1 青岛主品牌/其他品牌实现销量 137.5/88.6 万吨，分别同比+4.01%/+2.78%。青岛主品牌表现优于其他品牌。

分地区来看，公司 24FY 山东地区/华北地区/华南地区/华东地区/东南地区/中国港澳及其他海外地区收入分别为 220.95/78.03/33.77/24.97/6.74/5.43 亿元，分别同比-3.38%/-2.24%/-6.75%/-9.91%/-24.14%/-24.23%。公司在山东基地市场表现稳健，东南及海外市场有所承压。

► 成本端仍有红利，盈利能力提升

成本端来看，公司 24FY/24Q4/25Q1 毛利率分别为 40.23%/26.24%/41.64%，分别同比+1.57%/-1.24%/+1.20pct。公司 24FY 毛利率有所提升，我们预计主因：1) 产品结构仍在提升，2) 大宗成本端红利释放。25Q1 毛利率同比仍有提升，我们预计 25FY 吨价端虽有承压，但成本端仍有红利，毛利率有望维持较好水平。

费用端来看，公司 24FY 销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.32%/4.38%/0.32%/-1.77%，分别同比+0.45%/-0.10%/+0.02%/-0.42pct；其中公司 24Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 37.18%/14.71%/1.45%/-4.21%，分别同比-4.24%/-2.02%/-0.76%/-0.13pct；24Q4 受益于销量恢复性增长，销售及管理费用率有所摊薄。公司 25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.53%/3.20%/0.17%/-1.02%，分别同比-0.29%/-0.20%/持平/+0.37pct。结合 24FY 及 25Q1 情况来看，公司费控水平稳定。

利润端来看，公司 24FY/24Q4/25Q1 归母净利润率分别为 13.52%/-20.29%/16.37%，分别同比 +0.94/+1.34/+0.64pct；24FY/24Q4/25Q1 扣非归母净利润率分别为 12.29%/-23.13%/15.35%，分别同比 +1.33/+6.47/+0.44pct。结合 24FY 及 25Q1 情况来看，公司盈利能力稳步提升。

► 管理层变更落地，25FY 关注补库弹性

根据公司前期公告，经董事会推举，姜宗祥先生接替辞任的黄克兴先生出任公司董事长，同时兼任总裁职务，公司管理层变更正式落地。受制于消费疲软及啤酒行业承压，公司去年旺季销量有所下滑（24Q2 同比-8%，24Q3 同比-5.1%）。今年随新管理层到位，旺季销量有望在低基数上实现恢复性增长，叠加成本端红利，建议关注补库带来的业绩弹性。

投资建议

参考公司最新财报，我们将公司 25-26 年营收为 328.82/339.86 亿元的预测上调至 337.18/350.63 亿元，新增 27 年营收为 364.88 亿元的预测；将公司 25-26 年 EPS 为 3.43/3.76 元的预测上调至 3.55/3.82 元，新增 27 年 EPS 为 4.10 元的预测。对应 5 月 6 日收盘价 74.87 元/股，PE 分别为 21/20/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示

消费恢复不及预期、原材料价格波动超预期、食品安全问题

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,937	32,138	33,718	35,063	36,488
YoY (%)	5.5%	-5.3%	4.9%	4.0%	4.1%
归母净利润(百万元)	4,268	4,345	4,842	5,214	5,592
YoY (%)	15.0%	1.8%	11.4%	7.7%	7.2%
毛利率 (%)	38.7%	40.2%	41.2%	42.0%	42.7%
每股收益 (元)	3.14	3.19	3.55	3.82	4.10
ROE	15.5%	15.0%	16.0%	16.5%	17.0%
市盈率	23.85	23.46	21.09	19.59	18.27

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：吴越

邮箱：wuyue2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32,138	33,718	35,063	36,488	净利润	4,492	4,981	5,373	5,759
YoY (%)	-5.3%	4.9%	4.0%	4.1%	折旧和摊销	1,241	248	250	252
营业成本	19,210	19,815	20,347	20,919	营运资金变动	185	152	1,346	-425
营业税金及附加	2,328	2,377	2,489	2,565	经营活动现金流	5,155	5,216	6,793	5,402
销售费用	4,603	4,586	4,733	4,962	资本开支	-1,941	-370	-360	-360
管理费用	1,407	1,416	1,473	1,533	投资	-6,624	-100	-80	-80
财务费用	-568	-449	-443	-435	投资活动现金流	-7,422	-335	-304	-297
研发费用	103	101	123	122	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-36	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	118	135	136	143	筹资活动现金流	-2,983	-3,600	-4,000	-4,300
营业利润	5,843	6,513	7,009	7,519	现金净流量	-5,246	1,281	2,489	806
营业外收支	38	30	40	40	主要财务指标				
利润总额	5,881	6,543	7,049	7,559	成长能力				
所得税	1,390	1,561	1,677	1,800	营业收入增长率	-5.3%	4.9%	4.0%	4.1%
净利润	4,492	4,981	5,373	5,759	净利润增长率	1.8%	11.4%	7.7%	7.2%
归属于母公司净利润	4,345	4,842	5,214	5,592	盈利能力				
YoY (%)	1.8%	11.4%	7.7%	7.2%	毛利率	40.2%	41.2%	42.0%	42.7%
每股收益	3.19	3.55	3.82	4.10	净利率	13.5%	14.4%	14.9%	15.3%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	8.4%	8.9%	9.3%	9.6%
货币资金	17,979	19,260	21,749	22,555	净资产收益率 ROE	15.0%	16.0%	16.5%	17.0%
预付款项	242	297	285	280	偿债能力				
存货	3,576	4,019	3,893	4,474	流动比率	1.44	1.47	1.52	1.56
其他流动资产	3,392	4,306	3,606	4,510	速动比率	1.15	1.18	1.24	1.27
流动资产合计	25,189	27,883	29,533	31,819	现金比率	1.03	1.01	1.12	1.11
长期股权投资	392	392	392	392	资产负债率	41.9%	42.4%	41.8%	41.8%
固定资产	11,818	11,770	11,719	11,667	经营效率				
无形资产	2,684	2,784	2,884	2,984	总资产周转率	0.64	0.64	0.64	0.64
非流动资产合计	26,231	26,383	26,533	26,681	每股指标 (元)				
资产合计	51,420	54,266	56,066	58,500	每股收益	3.19	3.55	3.82	4.10
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	21.30	22.21	23.10	24.05
应付账款及票据	3,271	3,665	3,683	4,219	每股经营现金流	3.78	3.82	4.98	3.96
其他流动负债	14,252	15,322	15,731	16,169	每股股利	2.20	2.66	2.90	3.16
流动负债合计	17,522	18,987	19,414	20,389	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	23.46	21.09	19.59	18.27
其他长期负债	4,039	4,039	4,039	4,039	PB	3.80	3.35	3.22	3.09
非流动负债合计	4,039	4,039	4,039	4,039					
负债合计	21,561	23,025	23,453	24,427					
股本	1,364	1,364	1,364	1,364					
少数股东权益	799	938	1,097	1,264					
股东权益合计	29,860	31,241	32,613	34,072					
负债和股东权益合计	51,420	54,266	56,066	58,500					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。