青岛啤酒（600600.SH）

加大产品、销售模式创新力度，积极应对市场变化

优于大市

核心观点

近日我们参加青岛啤酒年度分析师及投资者交流会。此次交流会是新总裁上任后面向市场的首次公开交流，新总裁表达了对于公司后续发展的信心。本次交流会的要点及我们的评论如下：

啤酒行业需求趋于多元化，对啤酒企业产品创新的要求提升。近年来消费者更加追求高端化、健康化、个性化、场景化、质价比。2024年下半年开始，我们观察到头部啤酒企业加快产品创新与渠道模式创新力度，例如推出低醇/无醇类啤酒、高品质精酿啤酒，并积极与即时零售、量贩零食等新兴渠道合作。随着啤酒行业供给结构持续优化，我们预计未来行业需求企稳回升。

青岛啤酒积极应对市场变化，后续将加快创新步伐。2024年青岛啤酒创新市场运营模式，一方面紧抓增长较快的新渠道发展机遇，如加快布局线上电商、即时零售渠道；另一方面，公司开创“30分钟新鲜直送”模式，引领生鲜啤酒品类发展，目前公司“30分钟新鲜直送”模式已累计覆盖全国29个城市。公司管理层明确指出，公司将加快以科技创新为引领的系统性创新，来面对消费需求和消费习惯的变化。我们认为青岛啤酒本已具备行业领先的产品研发能力，其产品品质受到消费者的高度认可，目前公司大力推动对于新需求的捕捉将有助于公司提升综合竞争力。

青岛啤酒坚定发展啤酒主业，有序拓展非啤酒业务。公司此前收购即墨黄酒业务，主要出于两方面考虑：1）目前消费行业已经全面进入“以消费者为中心”的时代，拓展黄酒业务可满足消费者多元化需求；2）啤酒销售的淡旺季明显，黄酒业务可与啤酒业务实现淡旺季互补，有助于改善公司渠道客户的经营节奏，从而巩固公司渠道基础。公司管理层明确表示，拓展非啤酒业务的前提是坚定不移发展啤酒主业。我们认为啤酒主业目前仍是公司的经营重点，面对未来啤酒市场总量接近饱和的情况，公司将提前研究并有序布局与主业协同性强的非啤酒业务，以增强长期发展动力。

展望2025年，青岛啤酒量利增长确定性高。2024年公司更加关注增长质量，主动控制渠道库存、提升终端产品新鲜度，2025年低库存开局，具备补库存的空间。新董事长上任后，团队稳定下来，市场动作更加积极。即将进入旺季，预计公司将在在去年低基数之上继续实现销量修复。公司持续推动产品结构升级，叠加成本端红利可贯穿全年，预计利润率延续改善趋势，全年利润增速快于收入增速。

盈利预测与投资建议：鉴于公司已完成董事会换届，公司对于提升销量及份额的动作积极，我们小幅上调2025-2026年盈利预测，并新增2027年盈利预测：预计2025-2027年公司实现营业总收入332.5/341.8/350.3亿元（2025/2026年前预测值325.2/328.6亿元），同比+3.4%/+2.8%/+2.5%；实现归母净利润47.6/51.2/53.6亿元（2025/2026年前预测值47.4/49.9亿元），同比+9.7%/+7.5%/+4.7%；当前股价对应PE分别为21/20/19倍。考虑到公司基地市场竞争优势稳固，产品覆盖全面且品牌力处于行业领先位置，目前系统性创新帮助公司把握市场变化，业绩增长具备较强支撑。且公司分红率走升强化股东回报，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增长速度显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,937	32,138	33,246	34,175	35,030
(+/-%)	5.5%	-5.3%	3.4%	2.8%	2.5%
归母净利润(百万元)	4268	4345	4765	5121	5361
(+/-%)	15.0%	1.8%	9.7%	7.5%	4.7%
每股收益（元）	3.13	3.19	3.49	3.75	3.93
EBIT Margin	13.0%	14.0%	15.7%	16.5%	16.9%
净资产收益率（ROE）	15.5%	15.0%	16.3%	17.5%	18.2%
市盈率（PE）	23.4	23.0	21.0	19.5	18.6
EV/EBITDA	22.0	21.6	18.6	17.2	16.4
市净率（PB）	3.64	3.44	3.41	3.41	3.40

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·非白酒

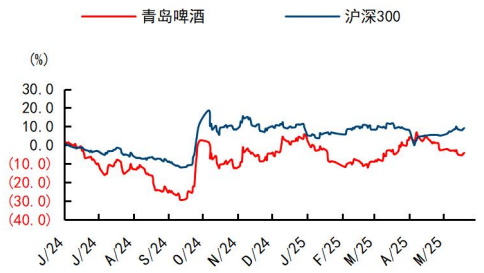
证券分析师：张向伟
zhangxiangwei@guosen.com.cn
S0980523090001

证券分析师：杨苑
021-60933124
yangyuan4@guosen.com.cn
S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	73.26元
总市值/流通市值	99941/99934百万元
52周最高价/最低价	86.65/53.20元
近3个月日均成交额	462.37百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《青岛啤酒（600600.SH）-第三季度销量同比下滑，盈利能力承压》——2024-10-30
《青岛啤酒（600600.SH）-第二季度销量同比下滑，成本下行助盈利能力改善》——2024-08-30
《青岛啤酒（600600.SH）-积极备战销售旺季，下半年销量改善可期》——2024-07-01
《青岛啤酒（600600.SH）-高基数压制销量增速，成本下行红利释放》——2024-05-05
《青岛啤酒（600600.SH）-结构升级韧性凸显，基础分红比例提升》——2024-03-27

近日我们参加青岛啤酒年度分析师及投资者交流会，公司与参会人员就 2024 年度及 2025 年第一季度业绩、行业环境、公司经营战略等方面的问题进行讨论。此次交流会是新总裁上任后面向市场的首次公开交流，新总裁表达了对于公司后续发展的信心。本次交流会的要点及我们的评论如下：

1、**啤酒行业需求趋于多元化，对啤酒企业产品创新的要求提升。**近年来啤酒行业总产量相对平稳，结构性增长趋势延续，主要体现在中档及以上价格带销量持续增长。啤酒行业需求趋于多元化，消费者更加追求高端化、健康化、个性化、场景化、质价比。2024 年受需求疲弱、不利天气的影响，啤酒行业总产量同比-0.6%。2024 年下半年开始，我们观察到头部啤酒企业加快产品创新与渠道模式创新力度，例如推出低醇/无醇类啤酒、高品质精酿啤酒，并积极与即时零售、量贩零食等新兴渠道合作。随着啤酒行业供给结构持续优化，我们预计未来行业需求企稳回升。

2、**青岛啤酒积极应对市场变化，后续将加快创新步伐。**2024 年青岛啤酒创新市场运营模式，一方面紧抓增长较快的新渠道发展机遇，如加快布局线上电商、即时零售渠道，2024 年公司线上产品销量同比+21%，即时零售自 2020 年启动以来年均实现 50%以上增速；另一方面，公司开创“30 分钟新鲜直送”模式，引领生鲜啤酒品类发展，目前公司“30 分钟新鲜直送”模式已累计覆盖全国 29 个城市。公司管理层明确指出，公司将加快以科技创新为引领的系统性创新，来面对消费需求和消费习惯的变化。2025 年公司将继续进行新渠道的开拓、新场景的打造，新产品也将陆续上市。我们认为青岛啤酒本已具备行业领先的产品研发能力，其产品品质受到消费者的高度认可，目前公司大力推动对于新需求的捕捉将有助于公司提升综合竞争力。

3、**青岛啤酒坚定发展啤酒主业，有序拓展非啤酒业务。**公司此前收购即墨黄酒业务，主要出于两方面考虑：1）目前消费行业已经全面进入“以消费者为中心”的时代，拓展黄酒业务可满足消费者多元化需求；2）啤酒销售的淡旺季明显，黄酒业务可与啤酒业务实现淡旺季互补，有助于改善公司渠道客户的经营节奏，从而巩固公司渠道基础。公司管理层明确表示，拓展非啤酒业务的前提是坚定不移发展啤酒主业。我们认为啤酒主业目前仍是公司的经营重点，面对未来啤酒市场总量接近饱和的情况，公司将提前研究并有序布局与主业协同性强的非啤酒业务，以增强长期发展动力。

根据青岛啤酒披露的 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告，2024 年营业总收入 321.4 亿元，同比-5.3%；归母净利润 43.4 亿元，同比+1.8%；扣非归母净利润 39.5 亿元，同比+6.2%。2025 年第一季度营业总收入 104.5 亿元，同比+2.9%；归母净利润 17.1 亿元，同比+7.1%；扣非归母净利润 16.0 亿元，同比+5.9%。

2024 年公司主动控制库存，中高档产品销量占比仍有提升。2024 年全年销量 753.8 万千升，同比-5.9%，销量下降主因 2024 年全年啤酒消费需求偏弱，且公司主动出清库存风险。从结构来看，青岛主品牌销量 434 万千升，同比-4.8%，其中中高端以上产品销量 315.4 万千升，同比-2.7%，表明中高端产品需求韧性相对更强。其他品牌销量 320 万千升，同比-7.2%，主要系崂山塑包产品及汉斯等区域性品牌销量下滑较多。虽整体销量下滑，但中高端产品的销量占比进一步提升至 41.8%，同比提升 1.4 p.p.，带动整体吨价同比+0.4%。

2024 年公司享受成本红利，盈利能力提升，非经常性净收益同比减少。2024 年毛利率同比+1.6 p.p.，主要受益于成本下行，2024 年啤酒吨成本同比-2.2%。销售费用率同比+0.4 p.p.，与收入下降、规模效益减弱有关。管理费用率同比-0.1 p.p.，管理费用额同比-7.4%，主要系股份支付费用及职工薪酬同比减少约 1.6

亿。财务费用率同比-0.4 p.p.，主要系利息收入同比增加约 1 亿元。2024 年资产处置收益同比减少 1.7 亿元，以及投资净收益、公允价值变动净收益同比减少，部分削弱成本费用下降以及政府补助增加对净利润的增益效果。2024 年归母净利率/扣非归母净利率同比+0.9/+1.3 p.p.。

2024 年现金分红率同比提升至 69%。2024 年公司派发现金红利每股 2.2 元，现金分红比例为 69%，较 2023 年年度分红比例 64%有进一步提升。

25Q1 公司销量如期修复、产品结构继续优化。25Q1 销量同比+3.5%，一方面受益于 24H2 库存去化彻底、25Q1 补库存，另一方面 25Q1 啤酒市场需求有企稳改善迹象，而公司完成换届后，积极发力增长。25Q1 千升酒收入同比-0.6%，预计系货折力度较大所致。产品结构方面，青岛主品牌/其他品牌销量分别同比+4.0%/+2.8%，其中中高档产品销量同比+5.3%，销量结构继续优化。中高档产品销量占比同比+0.7 p.p.至 44.7%。25Q1 线上销量再创历史新高，即时零售业务保持快速增长，反映公司积极应对需求结构变化、加快新兴渠道的拓展的动作见效。

受益于成本红利及费用率下行，25Q1 盈利能力延续改善。25Q1 千升酒成本同比-2.6%，主因大麦、包材成本下行，带动毛利率同比+1.2 p.p.至 41.6%。销售费用率/管理费用率同比-0.3/-0.2 p.p.，主要系规模效益放大。其他方面，利息收入同比减少、投资净收益同比减少、公允价值变动净收益同比减少，预计与利率下行的宏观环境有关。所得税率同比稳定，最终 25Q1 归母净利率/扣非归母净利率 16.4%/15.3%，同比+0.6/+0.4 p.p.。

展望 2025 年，青岛啤酒量利增长确定性高。2024 年公司更加关注增长质量，主动控制渠道库存、提升终端产品新鲜度，2025 年低库存开局，具备补库存的空间。新董事长上任后，团队稳定下来，市场动作更加积极。即将进入旺季，预计公司将在在去年低基数之上继续实现销量修复。公司持续推动产品结构升级，叠加成本端红利可贯穿全年，预计利润率延续改善趋势，全年利润增速快于收入增速。

盈利预测与投资建议：鉴于公司已完成董事会换届，公司对于提升销量及份额的动作积极，我们小幅上调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 332.5/341.8/350.3 亿元（2025/2026 年前预测值 325.2/328.6 亿元），同比+3.4%/+2.8%/+2.5%；实现归母净利润 47.6/51.2/53.6 亿元（2025/2026 年前预测值 47.4/49.9 亿元），同比+9.7%/+7.5%/+4.7%；EPS 分别为 3.49/3.75/3.93 元；当前股价对应 PE 分别为 21/20/19 倍。考虑到公司基地市场竞争优势稳固，产品覆盖全面且品牌力处于行业领先位置，目前系统性创新帮助公司把握市场变化，业绩增长具备较强支撑。且公司分红率走升强化股东回报，维持“优于大市”评级。

风险提示

宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增长速度显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	32,521	32,863	-	33,246	34,175	35,030	725	1,312	-
收入同比增速%	0.9%	1.1%	-	3.4%	2.8%	2.5%	2.5%	1.7%	-
毛利率%	41.1%	41.5%	-	41.3%	41.9%	42.1%	0.2%	0.4%	-
销售费用率%	13.9%	13.6%	-	14.0%	13.8%	13.7%	0.1%	0.2%	-
归母净利率%	14.6%	15.2%	-	14.3%	15.0%	15.3%	-0.2%	-0.2%	-
归母净利润（百万元）	4,737	4,985	-	4,765	5,121	5,361	28	136	-
归母净利润同比增速%	6.3%	5.2%	-	9.7%	7.5%	4.7%	3.3%	2.2%	-
EPS（元）	3.47	3.65	-	3.49	3.75	3.93	0.02	0.10	-

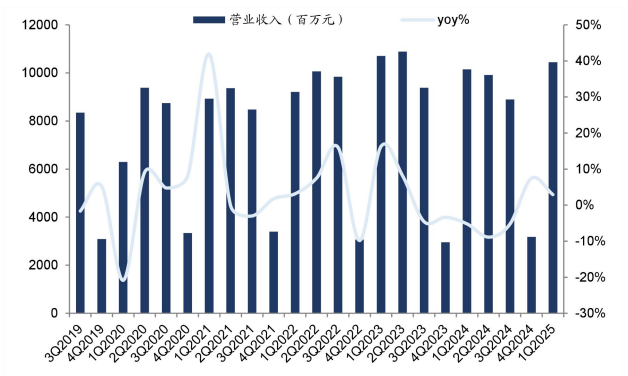
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表（2025 年 5 月 21 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值	投资评级
				2025E	2026E	2025E	2026E	亿元	
600600.SH	**青岛啤酒**	**22.4**	**73.26**	**3.49**	**3.75**	**21.0**	**19.5**	**999**	**优于大市**
600132.SH	重庆啤酒	24.5	57.36	2.64	2.78	21.7	20.7	278	优于大市
0291.HK	华润啤酒	16.5	24.28	1.60	1.71	15.2	14.2	788	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	33.8	13.41	0.51	0.60	26.2	22.3	378	优于大市
002461.SZ	珠江啤酒	29.3	11.20	0.44	0.49	25.5	22.8	248	优于大市

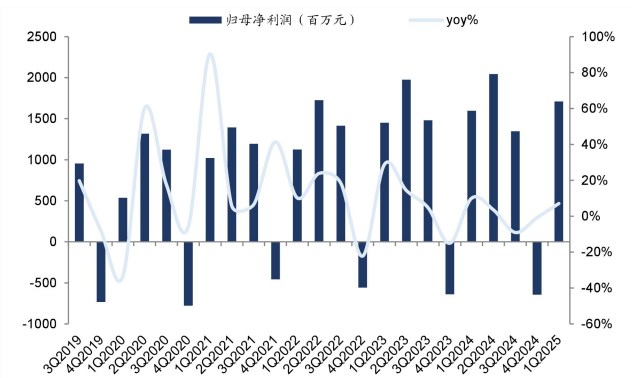
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；华润啤酒股价及总市值以换算成以 RMB 计

图1：单季度营业收入及增速



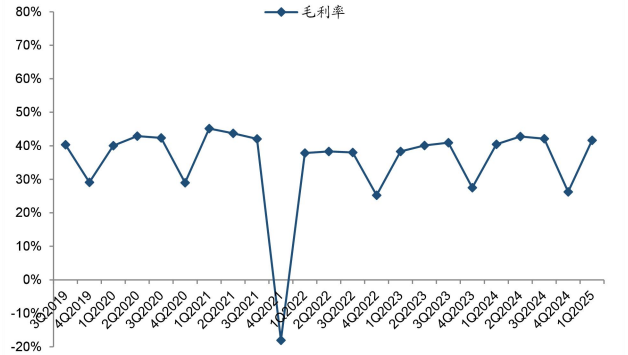
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



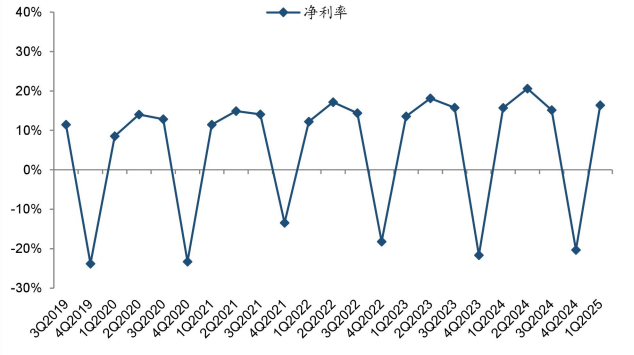
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：单季度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：单季度归母净利润率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	19282	17979	17242	16937	16652
应收款项	100	102	109	112	115
存货净额	3540	3576	3581	3631	3690
其他流动资产	4737	1458	1529	1558	1587
流动资产合计	**29612**	**25189**	**24662**	**24638**	**24544**
固定资产	11644	12449	12736	12874	12907
无形资产及其他	2493	2684	2675	2665	2657
投资性房地产	5142	10707	11304	11620	12120
长期股权投资	365	392	392	392	392
资产总计	**49256**	**51420**	**51768**	**52189**	**52620**
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0
应付款项	3146	6539	6682	6794	6924
其他流动负债	13772	10983	10903	11062	11230
流动负债合计	**16918**	**17522**	**17585**	**17855**	**18154**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	4083	4039	4044	4112	4141
非流动负债合计	**4083**	**4039**	**4044**	**4112**	**4141**
负债合计	**21001**	**21561**	**21629**	**21967**	**22296**
少数股东权益	805	799	849	902	948
股东权益	27449	29060	29289	29320	29376
负债和股东权益总计	**49256**	**51420**	**51768**	**52189**	**52620**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	3.13	3.19	3.49	3.75	3.93
每股红利	2.00	2.20	2.44	2.82	2.95
每股净资产	20.12	21.30	21.47	21.49	21.53
ROIC	15.37%	14.94%	23%	43%	44%
ROE	15.55%	14.95%	16%	17%	18%
毛利率	39%	40%	41%	42%	42%
EBIT Margin	13%	14%	16%	17%	17%
EBITDA Margin	16%	17%	20%	21%	21%
收入增长	5%	-5%	3%	3%	3%
净利润增长率	15%	2%	10%	7%	5%
资产负债率	44%	43%	43%	44%	44%
股息率	2.7%	3.0%	3.3%	3.8%	4.0%
P/E	23.4	23.0	21.0	19.5	18.6
P/B	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4
EV/EBITDA	22.0	21.6	18.6	17.2	16.4

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**33937**	**32138**	**33246**	**34175**	**35030**
营业成本	20817	19210	19511	19869	20284
营业税金及附加	2387	2328	2327	2392	2452
销售费用	4708	4603	4654	4716	4799
管理费用	1519	1407	1519	1531	1553
研发费用	101	103	100	103	105
财务费用	(457)	(568)	(493)	(479)	(470)
投资收益	230	200	180	210	250
资产减值及公允价值变动	(83)	(36)	(35)	(35)	(35)
其他收入	627	521	584	617	639
营业利润	5737	5843	6456	6936	7265
营业外净收支	10	38	10	13	10
利润总额	**5746**	**5881**	**6466**	**6949**	**7275**
所得税费用	1398	1390	1539	1654	1732
少数股东损益	80	147	163	175	183
归属于母公司净利润	**4268**	**4345**	**4765**	**5121**	**5361**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	4268	4345	4765	5121	5361
资产减值准备	57	(47)	0	0	1
折旧摊销	1086	1133	1318	1416	1520
公允价值变动损失	83	36	35	35	35
财务费用	(457)	(568)	(493)	(479)	(470)
营运资本变动	(894)	(1811)	(15)	257	238
其它	(1822)	1499	(331)	(304)	(288)
经营活动现金流	**2778**	**5155**	**5772**	**6524**	**6866**
资本开支	(1618)	(2141)	(1680)	(1580)	(1580)
其它投资现金流	(1845)	(5281)	(1726)	(1800)	(1600)
投资活动现金流	**(3463)**	**(7422)**	**(3406)**	**(3380)**	**(3180)**
权益性融资	6	0	0	0	0
长期贷款增加	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(2534)	(2801)	(3102)	(3449)	(3972)
其它融资现金流	(339)	(182)	0	0	0
融资活动现金流	**(2868)**	**(2983)**	**(3102)**	**(3449)**	**(3972)**
现金净变动	**(3548)**	**(5246)**	**(737)**	**(305)**	**(285)**
货币资金的期初余额	12840	9292	4046	3309	3004
货币资金的期末余额	9292	4046	3309	3004	2719
企业自由现金流	1907	608	3604	4400	4693
权益自由现金流	1907	608	3979	4764	5051

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032