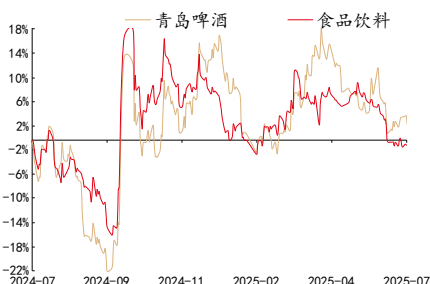


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	68.42
总股本/流通股本(亿股)	13.64 / 7.09
总市值/流通市值(亿元)	933 / 485
52周内最高/最低价	81.67 / 53.96
资产负债率(%)	41.9%
市盈率	21.44
第一大股东	香港中央结算(代理人) 有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

青岛啤酒(600600)

深耕国内国际市场，坚定落实多产品组合

● 投资要点

持续深耕国内国际市场，将销量增长作为首要目标任务，国内市场继续坚定一纵两横的市场战略。一是巩固提升沿黄战略带，建立全品类、全渠道、全面领先的优势，推动基地市场连片发展，不断夯实“压舱石”“利润池”地位，稳定量利大盘。二是坚定沿海战略带的战略定力，做大主力战略产品，发展细分特色品类，创新营销运作模式，推动市场改变发展，确保量利快速提升。三是沿江战略带充分利用南方市场机制变革的契机，贯彻公司南方市场聚焦突破策略要求，推动南方市场滚动突破。海外市场加速落地“一弧三翼多点”战略布局，聚焦韩国市场开展消费者主题活动，聚焦俄罗斯、蒙古、哈萨克斯坦以及西非地区国家等潜力市场拉动销量快速增长。

坚定不移的落地实施 1+1+1+2+N 的产品组合发展战略。1+1+1 是经典+纯生+白啤，将经典系、纯生、白啤作为保增长最核心的产品组合，实施全区域、全渠道组合运作、支撑量利根基；2 是精品原浆和水晶纯生，全面发力生鲜赛道，创新运作模式，打造生鲜明星单品，引领中国啤酒行业生鲜化发展趋势，成为公司量利贡献的重要大单品；N 包括奥古特、崂山精品和听装产品等。集全公司之力把奥古特打造成超高端独立品牌和大单品，其他超高端聚焦细分场景和渠道；加快崂山品牌全国性发展步伐，聚焦崂山精品打造普档明星大单品，抢占中档以下市场；培育全档位听装明星大单品，引领国内听装消费趋势，为公司稳定贡献量利。

拓展新市场，抓住新机遇，开辟增长新空间。一是新产品，针对消费者多元化、个性的需求，持续推进健康、国风特色、全麦、果味女性产品等新产品开发上市。二是开发新渠道，持续推进全国连锁餐饮系统合作。三是新场景。四是新人群，女性、高净值、新老年等。五是新需求，针对消费者关注的新鲜即食、便捷环保、高质价比以及情绪价值的需求。今年上半年公司收购了即墨老酒，黄酒和啤酒都是发酵酒。即墨黄酒主要是在北方的销售，尤其是黄河沿线，公司渠道优势最明显的就是在黄河沿线，收购后有助于丰富公司的产品线，拓展市场渠道。

● 盈利预测与投资建议

公司啤酒销量有望在 24 年低基数的基础上实现一定增长，同时 25 年全年成本有望继续延续改善趋势。据此我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 331.81/339.14/344.16 亿元，同比增长 3.25%/2.21%/1.48%，归母净利润 47.24/51.25/54.76 亿元，同比增长 8.73%/8.48%/6.85%。预计未来三年 EPS 分别为 3.46/3.76/4.01 元/股，对应当前股价 PE 分别为 20/18/17 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示:

公司销售不及预期，食品安全等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	32138	33181	33914	34416
增长率(%)	-5.30	3.25	2.21	1.48
EBITDA（百万元）	6493.64	7364.53	7861.25	8221.89
归属母公司净利润（百万元）	4344.98	4724.24	5124.64	5475.53
增长率(%)	1.81	8.73	8.48	6.85
EPS(元/股)	3.19	3.46	3.76	4.01
市盈率（P/E）	21.48	19.76	18.21	17.05
市净率（P/B）	3.21	2.87	2.58	2.33
EV/EBITDA	14.16	9.95	8.69	7.67

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	32138	33181	33914	34416	营业收入	-5.3%	3.2%	2.2%	1.5%
营业成本	19210	19216	19307	19389	营业利润	1.9%	8.8%	8.5%	6.9%
税金及附加	2328	2369	2421	2457	归属于母公司净利润	1.8%	8.7%	8.5%	6.8%
销售费用	4603	4645	4748	4749	获利能力				
管理费用	1407	1427	1424	1411	毛利率	40.2%	42.1%	43.1%	43.7%
研发费用	103	100	102	103	净利率	14.0%	14.6%	15.5%	16.3%
财务费用	-568	-281	-334	-414	ROE	15.0%	14.6%	14.2%	13.6%
资产减值损失	-36	-36	-37	-38	ROIC	42.7%	43.0%	39.8%	47.1%
营业利润	5843	6358	6898	7372	偿债能力				
营业外收入	73	39	39	39	资产负债率	41.9%	39.4%	37.0%	34.8%
营业外支出	35	21	21	21	流动比率	1.44	1.70	1.98	2.26
利润总额	5881	6376	6916	7390	营运能力				
所得税	1390	1529	1659	1772	应收账款周转率	313.78	304.18	304.18	304.18
净利润	4492	4847	5258	5618	存货周转率	5.37	5.35	5.35	5.35
归母净利润	4345	4724	5125	5476	总资产周转率	0.63	0.60	0.57	0.54
每股收益(元)	3.19	3.46	3.76	4.01	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	3.19	3.46	3.76	4.01
货币资金	17979	19823	24998	30372	每股净资产	21.30	23.80	26.51	29.41
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	102	111	113	115	PE	21.48	19.76	18.21	17.05
预付款项	242	249	254	258	PB	3.21	2.87	2.58	2.33
存货	3576	3591	3608	3623	现金流量表				
流动资产合计	25189	30089	35384	40844	净利润	4492	4309	4720	5080
固定资产	11933	10907	9870	8824	折旧和摊销	1180	1269	1279	1246
在建工程	631	526	421	315	营运资本变动	475	-2910	112	81
无形资产	2684	2595	2505	2416	其他	-991	216	162	82
非流动资产合计	26231	24990	23739	22520	经营活动现金流净额	5155	2885	6273	6489
资产总计	51420	55079	59123	63365	资本开支	-2190	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-5232	13	13	13
应付票据及应付账款	3271	3213	3228	3242	投资活动现金流净额	-7422	13	13	13
其他流动负债	14252	14456	14672	14825	股权融资	-9	0	0	0
流动负债合计	17522	17669	17901	18067	债务融资	5	-19	-18	-17
其他	4039	4020	4002	3986	其他	-2979	-1035	-1093	-1111
非流动负债合计	4039	4020	4002	3986	筹资活动现金流净额	-2983	-1054	-1111	-1128
负债合计	21561	21689	21903	22052	现金及现金等价物净增加额	-5245	1844	5175	5374
股本	1364	1364	1364	1364					
资本公积金	4198	4198	4198	4198					
未分配利润	23498	26906	30603	34553					
少数股东权益	799	922	1055	1197					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	29860	33390	37220	41312					
负债和所有者权益总计	51420	55079	59123	63365					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048