



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 29 日

基础数据

04 月 28 日收盘价（元）	77.26
总市值（亿元）	1,053.98
总股本（亿股）	13.64

来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食品饮料】青岛啤酒：2024 年盈利稳健，2025 年弹性可期-2025.03.31

【兴证食品饮料】青岛啤酒：新董事长接棒，凝心聚力再启航-2024.12.26

【兴证食品饮料】青岛啤酒三季报点评：加大投放应对动销压力，立足中期建议坚守韧性-2024.10.30

分析师：沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：汪润

S0190524060004
wangrun22@xyzq.com.cn

青岛啤酒(600600.SH)

销量稳健增长，业绩弹性兑现

投资要点：

- **事件：**公司公告 2025 年一季报，25Q1 实现营收 104.46 亿元，同比+2.91%，归母净利润 17.10 亿元，同比+7.08%。
- **25 年轻装上阵，Q1 销量增长良好。**收入端拆分量价来看，25Q1 啤酒总销量同比+3.53%至 226.1 万吨，24 年推进去库，25 年轻装上阵，25Q1 销量实现良好增长，其中主品牌/中高端产品销量分别同比+4.01%/+5.31%至 137.5/101.1 万吨，销量占比分别同比+0.28pct/+0.76pct，同期产品结构较高，当前需求仍在修复途中，预计 25Q1 次高端及以上销售相对承压，经典销售有所恢复，吨酒营收同比-0.59%至 4620 元/吨。
- **成本弹性兑现、费投平稳，盈利水平持续提升。**25Q1 净利率同比+0.65pct 至 16.64%，成本弹性兑现、费率优化，盈利能力维持上行。具体来看，25Q1 毛利率同比+1.20pct 至 41.64%，吨酒营收相对平稳，成本红利延续下吨酒成本同比-2.59%，带动毛利率持续改善；25Q1 销售费率同比-0.29pct 至 12.53%，管理费率同比-0.20pct 至 3.20%，淡季费用投放稳健，费率小幅优化。
- **2025 年营销将积极有力，重点关注 α 兑现度。**2024 年动销偏弱下公司工厂端、经销商加大去库，此外换届延期下青岛啤酒营销节奏趋于保守，全年量价节奏偏弱。展望 2025 年，库存低位轻装上阵，同时管理层换届落地，营销节奏有望更加积极有力，受益于餐饮修复 β + 换届落地管理强化 α 的青岛啤酒具备较强的弹性空间。中长期来看，中国啤酒龙头是攻守兼备的优质主线，进攻层面来自中档升级的韧性及持续性；防御层面分红率、股息率的提升正在稳步兑现（2023、2024 年青岛啤酒分红率分别为 64%、69%）。
- **盈利预测与投资建议：**青岛啤酒内部提拔姜宗祥总接任董事长，预计公司战略延续性强，25 年受益于餐饮修复 β + 换届落地管理强化 α 的青岛啤酒具备较强的弹性空间。中期维度青岛啤酒属于攻守兼备的优质标的，升级韧性、股息率提升是抓手。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 331.61/340.75/349.04 亿元，归母净利润分别为 48.71/52.83/56.73 亿元，以 2025 年 4 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 21.6/19.9/18.6 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期；结构升级不及预期；非基地市场竞争加剧。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	32138	33161	34075	34904
同比增长	-5.3%	3.2%	2.8%	2.4%
归母净利润（百万元）	4345	4871	5283	5673
同比增长	1.8%	12.1%	8.5%	7.4%
毛利率	40.2%	42.3%	43.4%	44.3%
ROE	15.0%	15.9%	16.4%	16.7%
每股收益（元）	3.19	3.57	3.87	4.16
市盈率	24.3	21.6	19.9	18.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	25189	26024	28357	30983
货币资金	17979	18921	21177	23640
交易性金融资产	2022	1937	1955	2085
应收票据及应收账款	102	106	108	111
预付款项	242	229	229	234
存货	3576	3457	3522	3540
其他	1268	1373	1366	1372
非流动资产	26231	26948	26689	26433
长期股权投资	392	402	412	422
固定资产	11818	11157	10436	9675
在建工程	631	694	755	812
无形资产	2684	2609	2527	2438
商誉	1307	1307	1307	1307
其他	9400	10778	11253	11779
资产总计	51420	52972	55046	57416
流动负债	17522	17392	17624	18013
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3271	3166	3178	3228
其他	14252	14226	14447	14785
非流动负债	4039	4009	4014	4019
长期借款	0	0	0	0
其他	4039	4009	4014	4019
负债合计	21561	21402	21639	22032
股本	1364	1364	1364	1364
未分配利润	22252	23068	23934	24868
少数股东权益	799	964	1142	1334
股东权益合计	29860	31570	33408	35384
负债及权益合计	51420	52972	55046	57416

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	4345	4871	5283	5673
折旧和摊销	1241	1457	1498	1496
营运资金的变动	185	-34	173	355
经营活动产生现金流量	5155	5956	6766	7360
资本支出	-1941	-613	-610	-619
长期投资	-6624	-562	-361	-470
投资活动产生现金流量	-7422	-1626	-863	-981
债权融资	0	-15	5	5
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-2983	-3388	-3646	-3915
现金净变动	-5246	942	2256	2463

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32138	33161	34075	34904
营业成本	19210	19123	19291	19456
税金及附加	2328	2389	2450	2514
销售费用	4603	4841	4975	5096
管理费用	1407	1509	1567	1606
研发费用	103	106	109	112
财务费用	-568	-578	-636	-714
投资收益	118	118	118	118
公允价值变动收益	200	204	207	210
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	-36	-49	-55	-60
营业利润	5843	6581	7138	7664
营业外收支	38	38	38	38
利润总额	5881	6619	7177	7703
所得税	1390	1584	1715	1838
净利润	4492	5035	5462	5865
少数股东损益	147	165	178	192
归属母公司净利润	4345	4871	5283	5673
EPS(元)	3.19	3.57	3.87	4.16

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-5.3%	3.2%	2.8%	2.4%
营业利润增长率	1.9%	12.6%	8.5%	7.4%
归母净利润增长率	1.8%	12.1%	8.5%	7.4%
盈利能力				
毛利率	40.2%	42.3%	43.4%	44.3%
归母净利率	13.5%	14.7%	15.5%	16.3%
ROE	15.0%	15.9%	16.4%	16.7%
偿债能力				
资产负债率	41.9%	40.4%	39.3%	38.4%
流动比率	1.44	1.50	1.61	1.72
速动比率	1.15	1.21	1.32	1.44
营运能力				
资产周转率	63.8%	63.5%	63.1%	62.1%
每股资料(元)				
每股收益	3.19	3.57	3.87	4.16
每股经营现金	3.78	4.37	4.96	5.39
估值比率(倍)				
PE	24.3	21.6	19.9	18.6
PB	3.6	3.4	3.3	3.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn