

青岛啤酒（600600）

2025 年中报点评：全渠道协同发力，持续高质量增长

买入（维持）

2025 年 08 月 27 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书：S0600525040001

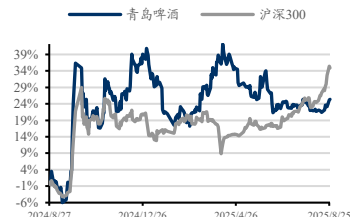
guoxd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	33,937	32,138	33,015	34,544	36,025
同比（%）	5.49	(5.30)	2.73	4.63	4.29
归母净利润（百万元）	4,268	4,345	4,741	5,292	5,823
同比（%）	15.02	1.81	9.12	11.61	10.05
EPS-最新摊薄（元/股）	3.13	3.19	3.48	3.88	4.27
P/E（现价&最新摊薄）	22.30	21.91	20.08	17.99	16.35

投资要点

- **事件：**公司公告 2025 年中报，25H1 营收 204.91 亿元，同比+2.11%，归母净利润 39.04 亿元，同比+7.21%，其中 25Q2 营收 100.46 亿元，同比+1.28%，归母净利润 21.94 亿元，同比+7.32%。
- **升级韧性兑现，白啤、经典维持较好增势。**25H1 总销量/主品牌/中高端以上销量分别同比+2.3%/+3.9%/+5.1%（白啤双位数增长、经典稳健增长、纯生主动调整），其中 25Q1 销量分别同比+3.5%/+4.0%/+5.3%、25Q2 销量分别同比+1.0%/+3.9%/+4.8%。一季度销量恢复到历年较好水平，二季度餐饮受冲击下仍实现小幅增长。需要关注的是青啤新兴渠道保持领先，即时零售业务强化闪电仓、酒专营等新业态开发，连续 5 年高速增长，这个应该对中高檔品类有带动，升级韧性兑现。25H1 吨酒营收为 4330 元/吨，同比-0.09%，其中 25Q1 吨酒营收同比-0.59%、25Q2 吨酒营收同比+0.26%，二季度价格转正实属不易。
- **成本弹性延续、费用率相对平稳，净利率持续抬升。**25Q2 销售净利率同比+1.11pct 至 22.26%。其中销售毛利率同比+3.05pct 至 45.84%（吨酒营收同比+0.26%、吨酒成本同比-5.08%），销售费用率为 8.74%相对平稳，管理费用率同比+0.23pct 至 3.48%，非经项目主要受其他收益、公允价值变动、资产处置收益波动影响，其中 25Q2 其他收益同比减少 0.83 亿元（政府补助减少）、公允价值变动净收益同比减少 0.33 亿元（持有债券收益减少）、而资产处理收益同比增加 0.80 亿元（处置土地获得收益）。
- **啤酒是攻守兼备的优质主线，重点关注青啤 α 兑现度。**短期来看，关注外在 β 变化和自身基本面 α 节奏，外在政策冲击下餐饮链相关受影响明显，当前餐饮端对啤酒销量贡献已至历史低位，关注政策端边际变化带来的 β 修复机会。而青啤新董事长上任以来对部分弱势省区进行主动变革、对纯生进行新的规划，关注后续弱势省区的量价节奏、纯生能否重回增长轨道等。中期来看，借鉴海外啤酒巨头的发展路径，我们认为中国啤酒赛道是攻守兼备的优质主线，进攻层面来自升级的韧性及持续性，需求多元化的大众价位是中档放量核心支撑；防御层面来自啤酒产业处于资本开支相对稳健、现金流表现优秀的阶段，未来股息率的明显提升值得期待。
- **盈利预测与投资评级：**短期关注外在 β 变化和青啤自身基本面 α 节奏，中期维度青啤属于攻守兼备的优质标的，升级韧性、股息率提升是抓手。参考 25Q2 报表节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 47.41、52.92、58.23 亿元（前值为 48.45、53.50、57.36 亿元），对应当前 PE 分别为 20、18、16X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期；升级不及预期；非基地市场竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	69.78
一年最低/最高价	53.20/86.18
市净率(倍)	3.18
流通 A 股市值(百万元)	49,482.81
总市值(百万元)	95,193.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.96
资产负债率(%,LF)	41.24
总股本(百万股)	1,364.20
流通 A 股(百万股)	709.13

相关研究

《青岛啤酒(600600)：2025 年一季报点评：跨过一季度压力位，后续量价有望提速》

2025-04-29

《青岛啤酒(600600)：2024 年报点评：轻装上阵，量价企稳》

2025-03-31

青岛啤酒三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	25,189	24,861	25,532	27,550	营业总收入	32,138	33,015	34,544	36,025
货币资金及交易性金融资产	20,001	19,462	20,268	22,051	营业成本(含金融类)	19,210	19,115	19,661	20,327
经营性应收款项	344	343	338	363	税金及附加	2,328	2,311	2,418	2,522
存货	3,576	3,572	3,559	3,754	销售费用	4,603	4,589	4,663	4,683
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,407	1,321	1,364	1,405
其他流动资产	1,268	1,484	1,367	1,382	研发费用	103	99	104	108
非流动资产	26,231	28,191	29,414	30,443	财务费用	(568)	0	0	0
长期股权投资	392	400	411	427	加:其他收益	501	484	481	531
固定资产及使用权资产	11,933	11,982	11,914	11,768	投资净收益	118	154	154	154
在建工程	631	587	631	675	公允价值变动	200	0	0	0
无形资产	2,684	2,822	2,953	3,077	减值损失	(35)	31	14	33
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	资产处置收益	4	132	138	144
长期待摊费用	86	72	62	46	营业利润	5,843	6,382	7,121	7,842
其他非流动资产	9,198	11,020	12,136	13,144	营业外净收支	38	18	22	26
资产总计	51,420	53,052	54,947	57,992	利润总额	5,881	6,399	7,143	7,868
流动负债	17,522	17,658	17,791	18,875	减:所得税	1,390	1,535	1,713	1,878
短期借款及一年内到期的非流动负债	42	40	40	40	净利润	4,492	4,864	5,430	5,990
经营性应付款项	3,271	3,196	3,202	3,390	减:少数股东损益	147	123	138	167
合同负债	8,313	8,388	8,514	9,117	归属母公司净利润	4,345	4,741	5,292	5,823
其他流动负债	5,897	6,034	6,035	6,328	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.19	3.48	3.88	4.27
非流动负债	4,039	3,944	3,929	3,921	EBIT	4,990	6,399	7,143	7,868
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	6,230	7,467	8,317	9,146
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.23	42.10	43.08	43.58
租赁负债	68	53	38	30	归母净利率(%)	13.52	14.36	15.32	16.16
其他非流动负债	3,970	3,891	3,891	3,891	收入增长率(%)	(5.30)	2.73	4.63	4.29
负债合计	21,561	21,603	21,720	22,796	归母净利润增长率(%)	1.81	9.12	11.61	10.05
归属母公司股东权益	29,060	30,527	32,166	33,969					
少数股东权益	799	922	1,061	1,227					
所有者权益合计	29,860	31,449	33,227	35,197					
负债和股东权益	51,420	53,052	54,947	57,992					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	5,155	5,308	6,542	7,761	每股净资产(元)	21.30	22.38	23.58	24.90
投资活动现金流	(7,422)	(2,593)	(2,166)	(2,047)	最新发行在外股份(百万股)	1,364	1,364	1,364	1,364
筹资活动现金流	(2,983)	(3,354)	(3,670)	(4,031)	ROIC(%)	13.06	15.82	16.75	17.47
现金净增加额	(5,246)	(637)	709	1,685	ROE-摊薄(%)	14.95	15.53	16.45	17.14
折旧和摊销	1,241	1,068	1,173	1,278	资产负债率(%)	41.93	40.72	39.53	39.31
资本开支	(1,941)	(983)	(1,060)	(1,050)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.91	20.08	17.99	16.35
营运资本变动	185	(95)	267	849	P/B(现价)	3.28	3.12	2.96	2.80

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>