

青岛啤酒 (600600.SH)

稳住销量，力保增长

2025 年 08 月 27 日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

方勇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

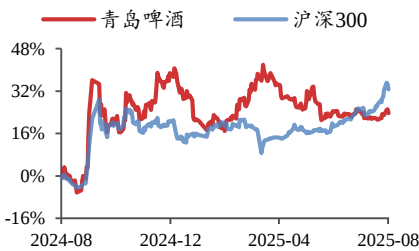
fangyong@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790520100003

日期	2025/8/27
当前股价(元)	68.98
一年最高最低(元)	86.18/53.20
总市值(亿元)	941.02
流通市值(亿元)	489.16
总股本(亿股)	13.64
流通股本(亿股)	7.09
近 3 个月换手率(%)	64.25

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《修复销量优先，待旺季催化——公司信息更新报告》-2025.4.30

《轻装上阵，2025 年有望修复——公司信息更新报告》-2025.4.1

《卸下包袱，轻装上阵——公司信息更新报告》-2024.11.1

● 需求承压下净利润实现正增长

2025H1 公司营收 204.9 亿元，同比+2.1%；扣非前后归母净利润 39.04、36.32 亿元，同比+7.21%、+5.99%。旺季表现低于预期，我们下调 2025-2027 年归母净利润预测至 48.30/53.16/59.36 亿元(前次 50.97/57.80/ 64.58 亿元),对应 2025-2027 年 EPS 3.54/3.90/4.35 元，当前股价对应 19.5/17.7/15.9 倍 PE，当前估值低位，需求有望展现韧性，维持“增持”评级。

● 销量力争增长，吨价略有修复

2025H1 公司啤酒销量同比+2.2%，吨价同比-0.1%，短期吨价虽然承压，但降幅收窄、逐步企稳；其中主品牌、副品牌销量同比+3.9%、+0%，中高档以上啤酒销量同比+5.1%。2025Q2 公司啤酒销量同比+1.0%、吨价同比+0.2%；其中主品牌、副品牌销量同比+3.9%、-2.2%，中高端以上啤酒销量同比+4.8%；2025Q2 总销量受餐饮需求疲软影响增长受限，吨价受益于结构调整有所回升，主品牌与中高端以上品牌增速相对稳定，经典系、青岛白啤、高端生鲜 1L 铝瓶及超高端产品取得稳定增长。

● 吨成本加速下降，毛利率明显改善

2025Q2 归母净利率同比+1.23pct，其中公司毛利率同比+3.05pct，其中吨价同比+0.2%、吨成本同比-5.1%，吨成本下降幅度扩大，主因大麦、包材等成本明显下降。销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.01、+0.24、+0.14、+0.50pct，费用率略有上升。

● 巩固销量，聚焦中高端

虽然 2025Q2 受餐饮需求低迷影响，旺季啤酒销量增长受限，但市场已有预期。当前公司将继续执行销量修复优先于产品结构修复的策略，稳步提升整体销量，重点修复 8 块左右中高端产品销量，壮大腰部品牌实力。我们仍看好公司新管理层上任后再接再厉，积极应对不利因素，扩大公司在中高端以上产品的优势。

● 风险提示：成本上涨风险、雨水天气风险、宏观经济放缓风险、食品安全风险

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,937	32,138	33,055	34,015	35,650
YOY(%)	5.5	-5.3	2.9	2.9	4.8
归母净利润(百万元)	4,268	4,345	4,830	5,316	5,936
YOY(%)	15.0	1.8	11.2	10.1	11.7
毛利率(%)	38.7	40.2	41.3	42.4	43.0
净利率(%)	12.6	13.5	14.6	15.6	16.7
ROE(%)	15.4	15.0	15.6	15.6	15.8
EPS(摊薄/元)	3.13	3.19	3.54	3.90	4.35
P/E(倍)	22.0	21.7	19.5	17.7	15.9
P/B(倍)	3.4	3.2	3.0	2.8	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	29612	25189	29323	33081	37550
现金	19282	17979	20870	25117	28996
应收票据及应收账款	100	102	109	107	120
其他应收款	184	83	272	61	298
预付账款	211	242	229	254	252
存货	3540	3576	3608	3649	3877
其他流动资产	6294	3206	4236	3892	4007
非流动资产	19644	26231	23678	23589	22847
长期投资	365	392	435	483	531
固定资产	11160	11831	11465	11002	10659
无形资产	2493	2684	2538	2404	2280
其他非流动资产	5627	11324	9240	9700	9375
资产总计	49256	51420	53001	56670	60397
流动负债	16918	17522	17120	17567	17618
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3146	3271	3167	3349	3404
其他流动负债	13772	14252	13953	14218	14214
非流动负债	4083	4039	4053	4048	4050
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4083	4039	4053	4048	4050
负债合计	21001	21561	21174	21615	21668
少数股东权益	805	799	938	1100	1277
股本	1364	1364	1364	1364	1364
资本公积	4207	4198	4198	4198	4198
留存收益	21735	23351	24842	26485	28319
归属母公司股东权益	27449	29060	30890	33955	37452
负债和股东权益	49256	51420	53001	56670	60397

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2778	5155	3426	6517	5560
净利润	4348	4492	4969	5478	6113
折旧摊销	1128	1180	1087	1126	1169
财务费用	-457	-568	-583	-690	-812
投资损失	-172	-118	-161	-155	-152
营运资金变动	-1807	475	-1635	947	-543
其他经营现金流	-262	-307	-251	-188	-215
投资活动现金流	-3463	-7422	1904	-702	-57
资本支出	1618	2141	-726	-761	-583
长期投资	-3295	-6624	-43	-52	-49
其他投资现金流	-5140	-11904	1135	-1515	-689
筹资活动现金流	-2868	-2983	-2439	-1568	-1624
短期借款	-225	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	53	-9	0	0	0
其他筹资现金流	-2696	-2974	-2439	-1568	-1624
现金净增加额	-3548	-5246	2891	4247	3879

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	33937	32138	33055	34015	35650
营业成本	20817	19210	19410	19600	20328
营业税金及附加	2387	2328	2386	2429	2485
营业费用	4708	4603	4692	4828	4973
管理费用	1519	1407	1413	1454	1427
研发费用	101	103	102	105	111
财务费用	-457	-568	-583	-690	-812
资产减值损失	-83	-36	-51	-48	-52
其他收益	391	501	446	474	460
公允价值变动收益	230	200	212	202	211
投资净收益	172	118	161	155	152
资产处置收益	179	4	0	0	0
营业利润	5737	5843	6506	7167	8011
营业外收入	23	73	19	26	15
营业外支出	13	35	18	20	21
利润总额	5746	5881	6507	7173	8005
所得税	1398	1390	1537	1695	1891
净利润	4348	4492	4969	5478	6113
少数股东损益	80	147	139	162	177
归属母公司净利润	4268	4345	4830	5316	5936
EBITDA	6296	6522	7011	7609	8362
EPS(元)	3.13	3.19	3.54	3.90	4.35

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.5	-5.3	2.9	2.9	4.8
营业利润(%)	14.7	1.9	11.3	10.2	11.8
归属于母公司净利润(%)	15.0	1.8	11.2	10.1	11.7
获利能力					
毛利率(%)	38.7	40.2	41.3	42.4	43.0
净利率(%)	12.6	13.5	14.6	15.6	16.7
ROE(%)	15.4	15.0	15.6	15.6	15.8
ROIC(%)	12.5	12.4	13.0	13.1	13.3
偿债能力					
资产负债率(%)	42.6	41.9	39.9	38.1	35.9
净负债比率(%)	-54.5	-47.4	-53.6	-60.8	-65.1
流动比率	1.8	1.4	1.7	1.9	2.1
速动比率	1.3	1.2	1.4	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	302.3	316.9	312.1	313.7	313.1
应付账款周转率	6.1	6.0	6.0	6.0	6.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.13	3.19	3.54	3.90	4.35
每股经营现金流(最新摊薄)	2.04	3.78	2.51	4.78	4.08
每股净资产(最新摊薄)	20.12	21.30	22.64	24.89	27.45
估值比率					
P/E	22.0	21.7	19.5	17.7	15.9
P/B	3.4	3.2	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	12.3	12.1	10.8	9.4	8.2

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn