

青岛啤酒 (600600.SH)

量价稳健增长，成本红利延续

事件: 公司发布 2025 年中报, 25H1 公司实现营收 204.9 亿元, 同比+2.1%; 实现归母净利润 39.0 亿元, 同比+7.2%; 实现扣非归母净利润 36.3 亿元, 同比+6.0%。其中 25Q2 实现营收 100.5 亿元, 同比+1.3%; 实现归母净利润 21.9 亿元, 同比+7.3%; 实现扣非归母净利润 20.3 亿元, 同比+6.0%。

销量稳增、结构升级, 吨价增速转正。 25Q2 公司收入端保持稳健增长, 其中 25Q2 啤酒销量同比+1.0%至 247.1 万千升, 青岛品牌/其他品牌销量同比+3.9%/-2.2%; 青岛品牌中, 中高档品牌 25Q2 销量同比+4.8%至 98.1 万吨, 高于青岛品牌整体增速, 中高档及以上占比持续提升。分产品来看, 25H1 经典系列、青岛白啤、高端生鲜 1L 铝瓶及超高端销量均保持稳健增长。得益于结构升级, 25Q2 啤酒吨价同比+0.3%, 吨价同比略升。

毛利率显著提升, 费用率整体稳定。 25Q2 公司毛利率同比+3.0pct 至 45.8%, 其中吨成本同比-5.1%, 预计成本红利、规模效应带动毛利率提升。25Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率同比持平/+0.2/+0.1/+0.5pct, 整体费用率较稳定; 受益于毛利率提升幅度亮眼, 25Q2 净利率同比+1.1pct 至 22.3%。

产品加速推新, 拓展新渠道新业态, 利润表现或持续优于收入。 展望 25Q3, 公司量、价均仍面临低基数, 有望实现稳步增长。产品端, 公司加快青岛主品牌“1+1+1+2+N”矩阵发展, 加速培育大单品及创新品类, 推出轻干、樱花味白啤、浑浊 IPA 等多款新品。渠道端, 公司积极拓展新渠道, 即时零售业务强化闪电仓、开发酒专营等新业态, 该渠道保持高速增长。利润端来看, 成本红利、结构升级及规模效应红利全年或持续兑现, 利润表现有望持续优于收入。

投资建议: 考虑到消费力偏弱需求略承压, 略调整盈利预测, 预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 47.0/50.6/54.1 亿元(前次为 48.1/52.1/56.5 亿元), 同比+8.2%/7.5%/6.9%, 当前股价对应 PE 为 20/19/18x, 维持“买入”评级。

风险提示: 消费力恢复不及预期, 结构升级放缓, 行业竞争加剧。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,937	32,138	32,830	33,969	35,052
增长率 yoy (%)	5.5	-5.3	2.2	3.5	3.2
归母净利润(百万元)	4,268	4,345	4,702	5,056	5,406
增长率 yoy (%)	15.0	1.8	8.2	7.5	6.9
EPS 最新摊薄(元/股)	3.13	3.19	3.45	3.71	3.96
净资产收益率(%)	15.5	15.0	17.7	18.0	18.1
P/E(倍)	22.3	21.9	20.2	18.8	17.6
P/B(倍)	3.5	3.3	3.6	3.4	3.2

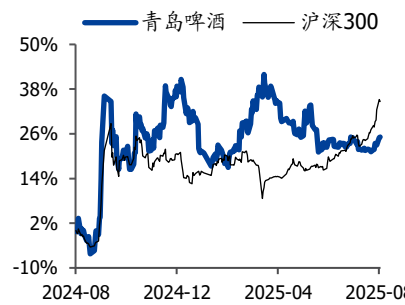
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 26 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	非白酒
前次评级	买入
08月26日收盘价(元)	69.78
总市值(百万元)	95,193.65
总股本(百万股)	1,364.20
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	6.94

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号: S0680524120001

邮箱: liziyu1@gszq.com

分析师 陈熠

执业证书编号: S0680523080003

邮箱: cheniyi5@gszq.com

相关研究

- 《青岛啤酒(600600.SH): 跨界扩张, 旺季发力》 2025-05-22
- 《青岛啤酒(600600.SH): Q1 平稳落地, 期待旺季表现》 2025-04-30
- 《青岛啤酒(600600.SH): Q4 量价齐升, 经营企稳向上》 2025-03-30

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	29612	25189	22124	25259	28750
现金	19282	17979	15169	18096	21390
应收票据及应收账款	100	102	91	94	97
其他应收款	184	83	182	189	195
预付账款	211	242	191	196	199
存货	3540	3576	3186	3260	3324
其他流动资产	6294	3206	3304	3424	3544
非流动资产	19644	26231	26325	25405	24210
长期投资	365	392	392	392	392
固定资产	11146	11818	10924	9965	8765
无形资产	2493	2684	2751	2814	2807
其他非流动资产	5641	11338	12259	12234	12247
资产总计	49256	51420	48449	50663	52960
流动负债	16918	17522	16960	17439	17881
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3146	3271	2947	3015	3075
其他流动负债	13772	14252	14013	14424	14807
非流动负债	4083	4039	3959	3959	3959
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4083	4039	3959	3959	3959
负债合计	21001	21561	20919	21399	21841
少数股东权益	805	799	958	1129	1311
股本	1364	1364	1364	1364	1364
资本公积	4207	4198	4198	4198	4198
留存收益	22037	23653	21167	22731	24403
归属母公司股东权益	27449	29060	26572	28136	29808
负债和股东权益	49256	51420	48449	50663	52960

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2778	5155	5304	6601	6940
净利润	4348	4492	4861	5227	5588
折旧摊销	1182	1241	1180	1210	1215
财务费用	-476	-585	3	0	0
投资损失	-172	-118	-100	-100	-100
营运资金变动	-2024	185	-207	392	364
其他经营现金流	-80	-60	-433	-128	-128
投资活动现金流	-3463	-7422	-858	-182	88
资本支出	-895	-1941	-172	-282	-12
长期投资	-3295	-6624	0	0	0
其他投资现金流	728	1143	-686	100	100
筹资活动现金流	-2868	-2983	-3315	-3492	-3734
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	-3315	-3492	-3734
现金净增加额	-3548	-5246	1133	2927	3294

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	33937	32138	32830	33969	35052
营业成本	20817	19210	19114	19558	19944
营业税金及附加	2387	2328	2331	2412	2489
营业费用	4708		4669	4763	4915
管理费用	1519	1407	1404	1419	1429
研发费用	101	103	105	109	112
财务费用	-457	-568	-419	-456	-475
资产减值损失	-83	-36	-40	-40	-40
其他收益	391	501	400	450	450
公允价值变动收益	230	200	120	120	120
投资净收益	172	118	100	100	100
资产处置收益	179	4	120	10	10
营业利润	5737	5843	6326	6806	7279
营业外收入	23	73	73	73	73
营业外支出	13	35	35	35	35
利润总额	5746	5881	6364	6844	7318
所得税	1398	1390	1504	1617	1729
净利润	4348	4492	4861	5227	5588
少数股东损益	80	147	159	171	183
归属母公司净利润	4268	4345	4702	5056	5406
EBITDA	5961	6230	7125	7598	8057
EPS (元/股)	3.13	3.19	3.45	3.71	3.96

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.5	-5.3	2.2	3.5	3.2
营业利润(%)	14.7	1.9	8.3	7.6	7.0
归属母公司净利润(%)	15.0	1.8	8.2	7.5	6.9
获利能力					
毛利率(%)	38.7	40.2	41.8	42.4	43.1
净利率(%)	12.6	13.5	14.3	14.9	15.4
ROE(%)	15.5	15.0	17.7	18.0	18.1
ROIC(%)	12.7	12.7	16.4	16.6	16.7
偿债能力					
资产负债率(%)	42.6	41.9	43.2	42.2	41.2
净负债比率(%)	-67.8	-59.8	-54.7	-61.5	-68.4
流动比率	1.8	1.4	1.3	1.4	1.6
速动比率	1.3	1.2	1.0	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	308.5	316.9	339.1	366.1	365.7
应付账款周转率	6.5	6.4	6.6	7.0	7.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.13	3.19	3.45	3.71	3.96
每股经营现金流(最新摊薄)	2.04	3.78	3.89	4.84	5.09
每股净资产(最新摊薄)	20.12	21.30	19.48	20.62	21.85
估值比率					
P/E	22.3	21.9	20.2	18.8	17.6
P/B	3.5	3.3	3.6	3.4	3.2
EV/EBITDA	13.9	14.9	11.2	10.2	9.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月26日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com