



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)	68.41
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)

业绩稳健增长，成本红利延续

● 投资要点

公司发布 2025 年中报,实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 204.91/39.04/36.32 亿元,同比+2.11%/+7.21%/+5.99%。25H1,公司毛利率/归母净利率为 43.7%/19.05%,分别同比+2.09/+0.91pct;销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 10.67%/3.33%/0.21%,分别同比-0.14/+0.01/+0.07pct。25H1 公司毛利率提升主要受益于原材料成本的下降,均价基本持平。费用端公司控制得当,销售和管理费用率基本持平。

公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 100.46/21.94/20.29 亿元,同比 1.28%/7.32%/6.02%。25Q2,公司毛利率/归母净利率为 45.84%/21.84%,分别同比 3.05/1.23pct;销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 8.74%/3.48%/0.26%,分别同比 0/0.23/0.14pct。

拆分量价来看,25H1 公司实现销量 473.2 万吨,同比 2.20%;均价 4330 元/吨,同比-0.09%;吨成本 2438 元,同比-3.68%。单 Q2 公司实现销量 247 万吨,同比 1.02%;均价 4065 元/吨,同比 0.26%;吨成本 2202 元,同比-5.08%。

25H1 国内啤酒行业规模以上企业共实现产量 1904 万吨,同比下滑 0.3%。在行业总量维稳的背景下,公司销量取得一定增长。25H1 青岛啤酒主品牌共实现产品销量 271.3 万吨,同比增长 3.9%,其中中高端以上产品实现销量 199.2 万吨,同比增长 5.1%。25H1 经典系、青岛白啤、高端生鲜 1L 铝瓶及超高端产品销量均保持稳健增长。公司坚持全渠道发力,主流渠道市场地位不断夯实,新兴渠道保持行业领先,即时零售业务连续 5 年交易额高速增长。

● 盈利预测评级

预计公司2025年实现营收 329.40/337.06/344.66 亿元,同比增长 2.50%/2.32%/2.25%;实现归母净利润 48.61/53.21/57.57 亿元,同比增长 11.88%/9.46%/8.19%,对应 EPS 为 3.56/3.90/4.22 元,对应当前股价 PE 为 19/18/16 倍。公司行业龙头地位稳固,增长稳健,2025 年预期股息率达到 3.52%,维持“买入”评级。

● 风险提示:

食品安全风险;市场竞争加剧风险;需求复苏不及预期。

■ 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	32940	33706	34466
增长率(%)	-5.30	2.50	2.32	2.25
EBITDA（百万元）	6493.64	7312.46	7842.78	8245.64
归属母公司净利润（百万元）	4344.98	4861.27	5321.30	5756.91
增长率(%)	1.81	11.88	9.46	8.19
EPS(元/股)	3.19	3.56	3.90	4.22
市盈率（P/E）	21.48	19.20	17.54	16.21
市净率（P/B）	3.21	2.87	2.56	2.30
EV/EBITDA	14.16	10.01	8.68	7.59

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)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	32138	32940	33706	34466	营业收入	-5.3%	2.5%	2.3%	2.3%
营业成本	19210	19140	19287	19518	营业利润	1.9%	12.0%	9.5%	8.2%
税金及附加	2328	2351	2406	2460	归属于母公司净利润	1.8%	11.9%	9.5%	8.2%
销售费用	4603	4677	4719	4756	获利能力				
管理费用	1407	1443	1443	1441	毛利率	40.2%	41.9%	42.8%	43.4%
研发费用	103	99	101	103	净利率	14.0%	15.1%	16.2%	17.1%
财务费用	-568	-518	-618	-770	ROE	15.0%	14.9%	14.6%	14.2%
资产减值损失	-36	-36	-37	-38	ROIC	42.7%	41.2%	38.4%	45.9%
营业利润	5843	6543	7164	7752	偿债能力				
营业外收入	73	39	39	39	资产负债率	41.9%	39.2%	36.8%	34.6%
营业外支出	35	21	21	21	流动比率	1.44	1.71	1.99	2.28
利润总额	5881	6561	7182	7769	营运能力				
所得税	1390	1573	1722	1863	应收账款周转率	313.78	304.18	304.18	304.18
净利润	4492	4987	5459	5906	存货周转率	5.37	5.35	5.35	5.35
归母净利润	4345	4861	5321	5757	总资产周转率	0.63	0.60	0.57	0.54
每股收益(元)	3.19	3.56	3.90	4.22	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	3.19	3.56	3.90	4.22
货币资金	17979	19877	25217	30875	每股净资产	21.30	23.87	26.69	29.73
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	110	112	115	PE	21.48	19.20	17.54	16.21
预付款项	242	247	253	259	PB	3.21	2.87	2.56	2.30
存货	3576	3577	3604	3647	现金流量表				
流动资产合计	25189	30096	35571	41379	净利润	4492	4340	4812	5259
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	-2958	130	154
无形资产	2684	2595	2505	2416	其他	-991	-21	-122	-274
非流动资产合计	26231	24990	23739	22520	经营活动现金流净额	5155	2631	6100	6386
资产总计	51420	55086	59310	63899	资本开支	-2190	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-5232	123	123	123
应付票据及应付账款	3271	3201	3225	3264	投资活动现金流净额	-7422	123	123	123
其他流动负债	14252	14373	14613	14878	股权融资	-9	0	0	0
流动负债合计	17522	17573	17838	18142	债务融资	5	-19	-18	-17
其他	4039	4020	4002	3986	其他	-2979	-837	-864	-834
非流动负债合计	4039	4020	4002	3986	筹资活动现金流净额	-2983	-855	-882	-850
负债合计	21561	21593	21840	22127	现金及现金等价物净增加额	-5245	1898	5341	5658
股本	1364	1364	1364	1364					
资本公积金	4198	4198	4198	4198					
未分配利润	23498	27005	30844	34997					
少数股东权益	799	925	1063	1213					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	29860	33493	37470	41772					
负债和所有者权益总计	51420	55086	59310	63899					

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