

证券研究报告
公司研究
点评报告
青岛啤酒(600600.SH)
投资评级 **买入**
上次评级 **买入**

王雪骄 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500525070002
联系电话: 13734713119
邮箱: wangxuejiao@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号
金隅大厦 B 座
邮编: 100031

收入稳增长，成本红利贡献利润

2025 年 8 月 30 日

事件：青岛啤酒发布 2025 年中期报告，上半年实现营收 204.91 亿元，同比+2.11%，归母净利润 39.04 亿元，同比+7.21%，扣非归母净利润 36.32 亿元，同比+5.99%。

点评：

- **销量稳健恢复，千升酒收入持平。**2025Q2 实现营收 100.46 亿元，同比+1.28%，其中销量同比+1.02%至 247 万千升，吨价收入同比+0.26%至 4065 元。从产品结构来看，2025Q2 主品牌销量同比 3.88%至 134 万千升，副品牌销量同比-2.16%至 113 万千升。从价格带来看，公司中高档以上销量同比+4.81%至 98 万千升，占比同比+1.43pct 至 39.7%；中高档以下产品销量同比-1.32%至 149 万千升。
- **成本红利持续兑现，毛利率提升。**2025Q2 公司实现归母净利润 21.94 亿元，同比+7.32%，归母净利率同比+1.23pct 至 21.84%。一方面，成本端红利持续兑现，营业成本同比-4.11%至 54.41 亿元，吨酒成本同比-5.08%，带动毛利率同比+3.05pct 至 45.84%；另一方面，销售费用率和管理费用率基本持平，其中销售费用同比+1.25%至 8.78 亿元，销售费用率同比持平至 8.74%，管理费用同比+8.53%至 3.49 亿元，管理费用率同比+0.23pct 至 3.48%。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为长期看啤酒行业格局清晰且稳定，成本红利下，我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 3.35、3.69、3.92 元，对应 2025 年 8 月 29 日收盘价（69.5 元/股）PE 为 21、19、18 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**中高端啤酒竞争加剧、原材料价格上涨等

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	33,937	32,138	33,631	34,777	36,016
增长率 YoY %	5.5%	-5.3%	4.6%	3.4%	3.6%
归属母公司净利润(百万元)	4,268	4,345	4,566	5,036	5,344
增长率 YoY%	15.0%	1.8%	5.1%	10.3%	6.1%
毛利率%	38.7%	40.2%	42.6%	43.6%	44.2%
净资产收益率ROE%	15.5%	15.0%	15.0%	15.7%	15.9%
EPS(摊薄)(元)	3.13	3.19	3.35	3.69	3.92
市盈率 P/E(倍)	22.22	21.82	20.77	18.83	17.74
市净率 P/B(倍)	3.45	3.26	3.11	2.96	2.81

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	29,612	25,189	26,371	28,887	31,808	
货币资金	19,282	17,979	18,563	20,652	23,232	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	100	102	111	114	118	
预付账款	211	242	236	239	245	
存货	3,540	3,576	3,610	3,666	3,755	
其他	6,479	3,289	3,851	4,214	4,458	
非流动资产	19,644	26,231	27,125	26,815	26,286	
长期股权投资	365	392	412	427	439	
固定资产(合计)	11,146	11,818	11,674	11,204	10,396	
无形资产	2,493	2,684	2,664	2,635	2,600	
其他	5,641	11,338	12,375	12,549	12,851	
资产总计	49,256	51,420	53,496	55,702	58,094	
流动负债	16,918	17,522	18,125	18,617	19,189	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	194	217	218	222	227	
应付账款	2,953	3,054	3,035	3,082	3,157	
其他	13,772	14,252	14,872	15,313	15,805	
非流动负债	4,083	4,039	3,964	3,972	3,982	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	4,083	4,039	3,964	3,972	3,982	
负债合计	21,001	21,561	22,089	22,589	23,171	
少数股东权益	805	799	934	1,082	1,240	
归属母公司股东权	27,449	29,060	30,473	32,030	33,683	
负债和股东权益	49,256	51,420	53,496	55,702	58,094	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	33,937	32,138	33,631	34,777	36,016	
同比(%)	5.5%	-5.3%	4.6%	3.4%	3.6%	
归母净利润	4,268	4,345	4,566	5,036	5,344	
同比(%)	15.0%	1.8%	5.1%	10.3%	6.1%	
毛利率(%)	38.7%	40.2%	42.6%	43.6%	44.2%	
ROE(%)	15.5%	15.0%	15.0%	15.7%	15.9%	
EPS(摊薄)(元)	3.13	3.19	3.35	3.69	3.92	
P/E	22.22	21.82	20.77	18.83	17.74	
P/B	3.45	3.26	3.11	2.96	2.81	
EV/EBITDA	13.89	14.85	10.46	9.28	8.51	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	33,937	32,138	33,631	34,777	36,016	
营业成本	20,817	19,210	19,318	19,621	20,096	
营业税金及附加	2,387	2,328	2,482	2,567	2,658	
销售费用	4,708	4,603	4,937	5,105	5,287	
管理费用	1,519	1,407	1,539	1,592	1,649	
研发费用	101	103	129	133	138	
财务费用	-457	-568	-264	-272	-303	
减值损失合计	-83	-36	-40	30	-40	
投资净收益	172	118	106	110	114	
其他	786	706	557	576	597	
营业利润	5,737	5,843	6,113	6,748	7,162	
营业外收支	10	38	62	64	66	
利润总额	5,746	5,881	6,175	6,811	7,228	
所得税	1,398	1,390	1,475	1,627	1,726	
净利润	4,348	4,492	4,700	5,185	5,502	
少数股东损益	80	147	135	149	158	
归母净利润	4,268	4,345	4,566	5,036	5,344	
EBITDA	5,961	6,230	7,301	8,004	8,426	
EPS(当年)(元)	3.14	3.19	3.35	3.69	3.92	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	2,778	5,155	5,723	6,458	7,017	
净利润	4,348	4,492	4,700	5,185	5,502	
折旧摊销	1,182	1,241	1,390	1,465	1,501	
财务费用	-476	-585	6	6	7	
投资损失	-172	-118	-106	-110	-114	
营运资金变动	-2,024	185	66	125	270	
其它	-80	-60	-332	-213	-150	
投资活动现金流	-3,463	-7,422	-1,923	-892	-749	
资本支出	-895	-1,941	-903	-597	-390	
长期投资	-3,295	-6,624	-300	-375	-452	
其他	728	1,143	-720	80	94	
筹资活动现金流	-2,868	-2,983	-3,218	-3,477	-3,688	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	-225	0	0	0	0	
支付利息或股息	-2,534	-2,801	-3,159	-3,485	-3,698	
现金净增加额	-3,548	-5,246	585	2,089	2,580	

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。