

## H1 份额略有恢复，Q2 量价齐升

➤ **事件：**2025 年 8 月 26 日，公司发布 2025 年半年报。25H1 公司实现营收 / 归母净利润 / 扣非后归母净利润 204.91/39.04/36.32 亿元，分别同比 +2.11%/+7.21%/+5.99%。经测算，25Q2 公司实现营收 / 归母净利润 / 扣非后归母净利润 100.46/21.94/20.29 亿元，分别同比 +1.28%/+7.32%/+6.02%。

➤ **25H1 份额略有恢复，Q2 量价齐升。** 25H1 公司营收同比 +2.1%，啤酒收入同比 +1.9% 至 202.1 亿元，其中销量同比 +2.2% 至 473 万千升（同期全国规模以上企业产量 -0.3%，公司份额略有恢复），吨价同比略降 0.3%。结构端看，25H1 经典系、青岛白啤、高端生鲜 1L 铝瓶及超高端产品销量均稳健增长，纯生预计受餐饮及夜场渠道需求恢复较慢影响略有承压。25H1 青岛啤酒主品牌销量同比 +3.9% 至 271 万千升，其中中高端以上产品销量同比 +5.1% 至 199 万千升；其他品牌销量 202 万千升，同比持平，主品牌中高端以上产品销量占比同比提升 1.1pct。25Q2 公司营收同比 +1.3%，其中量 / 千升酒收入分别同比 +1.0%/+0.3%，实现量价齐升。

➤ **成本表现亮眼，费用管控良好，驱动盈利能力稳步提升。** 25H1 公司啤酒吨成本同比 -3.8%，预计主要系原材料价格下降，驱动啤酒毛利率同比 +2.1pct 至 43.7%。除财务费用外费用端基本平稳，25H1 公司销售 / 管理 / 研发 / 财务费用率分别同比 -0.1 / 持平 / +0.1 / +0.4pct，综上扣非归母净利率同比 +0.6pct。25Q2 公司千升酒成本同比 -5.1%，驱动公司综合毛利率 +3.0pct 至 45.8%。25Q2 销售 / 管理 / 研发 / 财务费用率分别同比持平 / +0.2 / +0.1 / +0.5pct，扣非归母净利率同比 +0.9pct。

➤ **2025 年起公司经营势能有望逐步向上，看好后续公司份额修复、吨价改善。** 2024 年渠道结构系影响啤酒龙头收入表现分化的一个重要因素，公司量价受餐饮渠道 beta 疲软影响程度更大，因此若后续外部环境转暖，公司修复弹性亦较为可观，当前消费政策端持续刺激，下游现饮渠道需求有望稳步复苏。同时，2025 年公司轻装上阵，新管理层上台定调积极，营销投入配合且机制更为灵活高效，我们看好公司后续逐步份额修复、吨价改善；同时产能利用率回升将利好固定成本摊薄，贡献利润弹性。

➤ **投资建议：** 我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 326.60/332.22/341.52 亿元，分别同比 +1.6%/+1.7%/+2.8%；归母净利润分别为 46.98/50.35/53.46 亿元，分别同比 +8.1%/+7.2%/+6.2%，当前股价对应 PE 分别为 20/19/18 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 旺季天气不及预期；餐饮恢复不及预期；中高端啤酒竞争加剧等。

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**69.50 元**

**分析师 王言海**

 执业证书：S0100521090002  
 邮箱：wangyanhai@glms.com.cn

**分析师 张馨予**

 执业证书：S0100523060004  
 邮箱：zhangxinyu@glms.com.cn

### 相关研究

1. 青岛啤酒 (600600.SH) 2024 年年报点评：  
Q4 经营企稳，分红率提升，25 年向上可期-2025/04/01
2. 青岛啤酒 (600600.SH) 2024 年三季报点评：  
短期承压，静待 beta 修复-2024/10/30
3. 青岛啤酒 (600600.SH) 2024 年半年报点评：  
收入短期承压，利润呈现韧性-2024/08/30
4. 青岛啤酒 (600600.SH) 2024 年一季报点评：  
成本红利释放，营收有望提速-2024/05/01
5. 青岛啤酒 (600600.SH) 2023 年年报点评：  
吨价表现亮眼，成本有望下行-2024/03/27

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	32,138	32,660	33,222	34,152
增长率 (%)	-5.3	1.6	1.7	2.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,345	4,698	5,035	5,346
增长率 (%)	1.8	8.1	7.2	6.2
每股收益 (元)	3.19	3.44	3.69	3.92
PE	22	20	19	18
PB	3.3	3.1	2.9	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32,138	32,660	33,222	34,152
营业成本	19,210	18,956	18,948	19,188
营业税金及附加	2,328	2,352	2,392	2,459
销售费用	4,603	4,768	4,817	4,884
管理费用	1,407	1,470	1,462	1,469
研发费用	103	97	99	101
EBIT	4,990	5,484	5,978	6,538
财务费用	-568	-509	-463	-474
资产减值损失	-36	-68	-67	-66
投资收益	118	137	140	143
营业利润	5,843	6,287	6,740	7,158
营业外收支	38	20	20	20
利润总额	5,881	6,307	6,760	7,178
所得税	1,390	1,514	1,622	1,723
净利润	4,492	4,794	5,138	5,455
归属于母公司净利润	4,345	4,698	5,035	5,346
EBITDA	6,230	6,747	7,274	7,831

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	17,979	18,176	19,959	19,433
应收账款及票据	102	96	98	100
预付款项	242	246	246	249
存货	3,576	3,628	3,689	3,737
其他流动资产	3,289	4,030	4,164	3,384
流动资产合计	25,189	26,177	28,156	26,905
长期股权投资	392	392	392	392
固定资产	11,818	12,128	12,368	12,462
无形资产	2,684	2,684	2,684	2,684
非流动资产合计	26,231	27,151	27,297	27,311
资产合计	51,420	53,328	55,453	54,216
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	3,271	3,224	3,222	3,263
其他流动负债	14,252	14,515	14,769	11,533
流动负债合计	17,522	17,739	17,991	14,797
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	4,039	3,959	3,959	3,959
非流动负债合计	4,039	3,959	3,959	3,959
负债合计	21,561	21,698	21,951	18,756
股本	1,364	1,364	1,364	1,364
少数股东权益	799	895	998	1,107
股东权益合计	29,860	31,630	33,502	35,460
负债和股东权益合计	51,420	53,328	55,453	54,216

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-5.30	1.63	1.72	2.80
EBIT 增长率	4.42	9.90	9.01	9.37
净利润增长率	1.81	8.12	7.18	6.18
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	40.23	41.96	42.97	43.82
净利润率	13.52	14.38	15.16	15.65
总资产收益率 ROA	8.45	8.81	9.08	9.86
净资产收益率 ROE	14.95	15.28	15.49	15.56
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.44	1.48	1.56	1.82
速动比率	1.15	1.19	1.28	1.47
现金比率	1.03	1.02	1.11	1.31
资产负债率 (%)	41.93	40.69	39.58	34.60
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.14	1.09	1.05	1.04
存货周转天数	66.68	68.41	69.50	69.66
总资产周转率	0.64	0.62	0.61	0.62
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.19	3.44	3.69	3.92
每股净资产	21.30	22.53	23.83	25.18
每股经营现金流	3.78	3.64	4.54	2.96
每股股利	2.20	2.38	2.55	2.71
<b>估值分析</b>				
PE	22	20	19	18
PB	3.3	3.1	2.9	2.8
EV/EBITDA	12.53	11.57	10.73	9.97
股息收益率 (%)	3.17	3.42	3.67	3.89
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	4,492	4,794	5,138	5,455
折旧和摊销	1,241	1,264	1,296	1,294
营运资金变动	185	-591	60	-2,564
经营活动现金流	5,155	4,969	6,189	4,032
资本开支	-1,941	-1,207	-1,237	-1,161
投资	-6,624	0	0	0
投资活动现金流	-7,422	-1,645	-1,097	-1,017
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	-34	0	0
筹资活动现金流	-2,983	-3,126	-3,308	-3,541
现金净流量	-5,246	197	1,783	-526

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048