

2025 年 09 月 02 日

青岛啤酒 (600600. SH)

投资评级：买入（首次）

——基本面稳中有增，成本红利释放

投资要点：

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
林若尧
SAC: S1350525070002
linruoyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 09 月 01 日

收盘价（元）	69.44
一年内最高/最低（元）	86.18/53.20
总市值（百万元）	94,729.82
流通市值（百万元）	94,729.71
总股本（百万股）	1,364.20
资产负债率（%）	41.24
每股净资产（元/股）	21.96

资料来源：聚源数据

- **经营稳健，营收利润稳步增长。**2025 年上半年，公司实现营收 204.91 亿元，同比增长 2.11%，实现归母净利润 39.04 亿元，同比增长 7.21%，实现扣非归母净利润 36.32 亿元，同比增长 5.99%；根据中报，公司 25 年 Q2 单季度实现营收 100.46 亿元，同比增长 1.28%，实现归母净利润 21.94 亿元，同比+7.32%，实现扣非归母净利润 20.29 亿元，同比增长 6.02%。
- **量价双增驱动二季度营收增长，其中量增为主，结构改善为辅。**啤酒业务拆分量价来看，公司上半年实现啤酒销量 473.2 万吨，同比增长 2.3%，对应吨酒价格为 4271.8 元/吨，同比略微下降 0.25%。2025 年 Q2 单季度来看，公司实现啤酒销量 247.1 万吨，同比增长 1.02%，结构来看，Q2 公司主品牌/中高端以上产品销量分别实现 133.8/98.1 万吨，分别同比增长 3.88%和 4.81%，占比分别对比上年同期提升 1.49 和 1.43pct，结构向上升级推动公司 Q2 单季度吨酒价格同比增长 0.3%至 4065.4 元/吨(采用总收入口径)，整体来看，公司收入端仍以量增驱动为主，结构改善为辅。
- **结构升级叠加原料成本改善释放盈利弹性，净利率水平稳步增长。**盈利端来看，公司上半年综合毛利率为 43.7%，对比上年同期提升 2.1pct，其中 Q2 单季度公司综合毛利率实现 45.84%，对比同期提升 3.05pct，除结构改善贡献吨价增长外，受益于原料采购成本下降，公司吨酒成本同比改善 5.08%至 2201.88 元/吨(采用总成本口径)，综合贡献毛利率提升。费用方面，公司 25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别对比同期-0.01/+0.24/+0.14/+0.5pct 至 8.74%/3.48%/0.26%/-1.01%，财务费用同比变化较多主要系利率下降导致利息收入减少。总体来看，公司上半年/Q2 单季度净利率对比同期+0.85/+1.11pct 至 19.39%/22.26%，抵消了部分费用增加和政府补助减少带来的影响。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 47.9/51.6/55.9 亿元，同比增速分别为 10.3%/7.6%/8.3%，当前股价对应的 PE 分别为 20/18/17 倍。我们选取可比公司重庆啤酒、珠江啤酒、燕京啤酒 25 年平均 PE 值 23 倍,考虑到公司基本面高增势能延续，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**原材料价格波动，市场竞争加剧，食品安全问题等

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	33,937	32,138	32,845	33,863	34,796
同比增长率（%）	5.49%	-5.30%	2.20%	3.10%	2.76%
归母净利润（百万元）	4,268	4,345	4,792	5,158	5,587
同比增长率（%）	15.02%	1.81%	10.30%	7.63%	8.32%
每股收益（元/股）	3.13	3.19	3.51	3.78	4.10
ROE（%）	15.55%	14.95%	15.84%	16.48%	17.24%
市盈率（P/E）	22.20	21.80	19.77	18.37	16.96

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	17,979	16,640	17,653	18,574
应收票据及账款	102	110	113	116
预付账款	242	246	254	261
其他应收款	83	85	88	90
存货	3,576	3,547	3,616	3,673
其他流动资产	3,206	5,953	6,075	6,186
流动资产总计	25,189	26,582	27,799	28,901
长期股权投资	392	420	448	476
固定资产	11,933	11,366	11,025	10,637
在建工程	631	958	1,523	2,303
无形资产	2,684	2,660	2,776	2,883
长期待摊费用	86	41	41	41
其他非流动资产	10,506	10,656	10,659	10,662
非流动资产合计	26,231	26,100	26,471	27,001
资产总计	51,420	52,682	54,270	55,902
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	3,271	3,174	3,236	3,287
其他流动负债	14,252	14,301	14,674	15,005
流动负债合计	17,522	17,475	17,911	18,292
长期借款	68	54	42	29
其他非流动负债	3,970	3,970	3,970	3,970
非流动负债合计	4,039	4,024	4,012	4,000
负债合计	21,561	21,499	21,922	22,292
股本	1,364	1,364	1,364	1,364
资本公积	4,198	4,198	4,198	4,198
留存收益	23,498	24,696	25,728	26,845
归属母公司权益	29,060	30,259	31,290	32,408
少数股东权益	799	924	1,057	1,202
股东权益合计	29,860	31,182	32,347	33,610
负债和股东权益合计	51,420	52,682	54,270	55,902

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	4,492	4,388	4,768	5,212
折旧与摊销	1,238	1,264	1,262	1,303
财务费用	-568	-568	-564	-596
投资损失	-118	-140	-133	-129
营运资金变动	475	-2,778	231	201
其他经营现金流	-368	635	627	631
经营性现金净流量	5,152	2,801	6,191	6,622
投资性现金净流量	-7,422	-1,099	-1,603	-1,815
筹资性现金净流量	-2,983	-3,040	-3,575	-3,886
现金流量净额	-5,248	-1,339	1,013	921

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	32,138	32,845	33,863	34,796
营业成本	19,210	18,984	19,354	19,657
税金及附加	2,328	2,377	2,450	2,518
销售费用	4,603	4,687	4,765	4,792
管理费用	1,407	1,444	1,438	1,426
研发费用	103	102	102	101
财务费用	-568	-568	-564	-596
资产减值损失	-36	-48	-49	-51
信用减值损失	0	-3	-4	-3
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	118	140	133	129
公允价值变动损益	200	0	0	0
资产处置收益	4	60	61	51
其他收益	501	472	468	475
营业利润	5,843	6,440	6,927	7,501
营业外收入	73	48	52	54
营业外支出	35	24	26	27
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	5,881	6,463	6,953	7,528
所得税	1,390	1,546	1,661	1,796
净利润	4,492	4,917	5,292	5,732
少数股东损益	147	124	134	145
归属母公司股东净利润	4,345	4,792	5,158	5,587
EPS(元)	3.19	3.51	3.78	4.10

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-5.30%	2.20%	3.10%	2.76%
营业利润增长率	1.85%	10.21%	7.57%	8.29%
归母净利润增长率	1.81%	10.30%	7.63%	8.32%
经营现金流增长率	85.66%	-45.63%	121.01%	6.96%
盈利能力				
毛利率	40.23%	42.20%	42.85%	43.51%
净利率	13.98%	14.97%	15.63%	16.47%
ROE	14.95%	15.84%	16.48%	17.24%
ROA	8.45%	9.10%	9.50%	9.99%
估值倍数				
P/E	21.80	19.77	18.37	16.96
P/S	2.95	2.88	2.80	2.72
P/B	3.26	3.13	3.03	2.92
股息率	1.65%	3.79%	4.36%	4.72%
EV/EBITDA	14	11	10	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。