

公司研究 | 点评报告 | 青岛啤酒 (600600.SH)

青岛啤酒 2025 年半年报点评：成本红利叠加结构优化，驱动盈利改善

报告要点

青岛啤酒 2025 年 H1 营业总收入 204.91 亿元 (同比+2.11%)；归母净利润 39.04 亿元 (同比+7.21%)，扣非净利润 36.32 亿元 (同比+5.99%)。公司 2025Q2 营业总收入 100.46 亿元 (同比+1.28%)；归母净利润 21.94 亿元 (同比+7.32%)，扣非净利润 20.29 亿元 (同比+6.02%)。

分析师及联系人



董思远

SAC: S0490517070016
SFC: BQK487



徐爽

SAC: S0490520030001



冯莹

SAC: S0490524060001

青岛啤酒 (600600.SH)

2025-09-09

青岛啤酒 2025 年半年报点评：成本红利叠加结构优化，驱动盈利改善

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

青岛啤酒 2025 年 H1 营业总收入 204.91 亿元 (同比+2.11%); 归母净利润 39.04 亿元 (同比+7.21%), 扣非净利润 36.32 亿元 (同比+5.99%)。公司 2025Q2 营业总收入 100.46 亿元 (同比+1.28%); 归母净利润 21.94 亿元 (同比+7.32%), 扣非净利润 20.29 亿元 (同比+6.02%)。

事件评论

● 产品结构优化，基地市场优势巩固。

2025 年上半年，公司实现销量 473.2 万千升 (上半年量增 2.3%，好于国内啤酒行业 1~6 月累计产量下滑 0.3% 的表现；均价持平略降；单 Q2 价增约 0.2%)；主品牌销量 271.3 万千升 (上半年量增 3.9%，单 Q2 量增约 3.9%)；中高端产品销量 199.2 万千升 (上半年量增 5.1%，单 Q2 量增约 5.5%)，高端快于主品牌快于整体，结构优化的趋势清晰。分地区看，上半年山东地区收入 (合并内外交易，下同) 增长 2.56% (净利率提升 1.59pct)，是奠定整体增长和盈利改善的基石，此外华东地区上半年收入增长 9.94%，净利率提升 8.8%，改善突出。公司坚持创新驱动 (上新“轻干、樱花味白啤、浑浊 IPA 及全麦国潮、全麦逸品”等多款特色产品)，夯实全档位、全品类、全渠道发展优势，继续推动区域市场连片开发，三大战略带市场均实现量利双增长。

● 成本红利、结构优化驱动毛利率改善，营销费用率平稳略降。

青岛啤酒 2025H1 归母净利率同比提升 0.91pct 至 19.05%，毛利率同比+2.09pct 至 43.7%，期间费用率同比+0.38pct 至 13.21%，其中细项变动：销售 (同比-0.14pct)、管理 (同比+0.01pct)、研发 (同比+0.07pct)、财务 (同比+0.44pct)。单看 2025Q2，公司归母净利率同比提升 1.23pct 至 21.84%，毛利率同比+3.05pct 至 45.84% (2025Q2 均价提升约 0.2%，均成本下降约 5.1%)，期间费用率同比+0.87pct 至 11.47%，其中细项变动：销售 (同比持平)、管理 (同比+0.23pct)、研发 (同比+0.14pct)、财务 (同比+0.5pct)。2025 年上半年毛利率改善主要系产品结构优化 (高端增速领先) 叠加部分原料成本下行，此外广宣费用率上半年减少 0.39pct。

● 积极拥抱新渠道，成本红利显现，经营情况延续改善。

公司线上渠道持续深化运营传统平台，聚焦发力新媒体，新渠道：强化闪电仓、酒专营等新业态布局开发 (连续 5 年交易额高速增长)。目前渠道库存处于良性低位，Q3 延续“轻装上阵”，叠加成本红利持续释放和高端化趋势不变，2025H2 业绩有望延续稳健增长。我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 49.1/54.3/60.1 亿元，对应 PE 为 19X/17X/15X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、需求恢复较慢风险；
- 2、行业竞争进一步加剧风险；
- 3、消费者消费习惯发生改变风险。

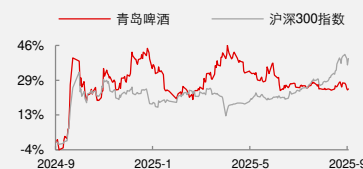
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	67.93
总股本(万股)	136,420
流通A股/B股(万股)	70,913/0
每股净资产(元)	21.96
近12月最高/最低价(元)	86.18/53.20

注：股价为 2025 年 9 月 5 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《青岛啤酒 2025 年一季报点评：销量拐点显现，经营逐季改善可期》2025-05-05
- 《青岛啤酒 2024 年度业绩点评：量价趋势回升，分红率持续提升》2025-04-08
- 《青岛啤酒更新点评：换届靴子落地，百廿青啤又迎新篇》2025-01-08

更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、需求恢复较慢风险。过去几年行业的发展轨迹及居民的消费习惯有所改变，随着经济的逐步修复，未来国内需求恢复预计呈现震荡向上特征，但仍然存在恢复较慢的风险，若未来行业及政策发生较大变化，将极大考验公司经营的可持续性和抗风险能力。
- 2、行业竞争进一步加剧风险。随着需求逐步修复，行业进入新一轮铺货及补货周期，短期可能会导致整体行业竞争进一步加剧，费用投放进一步放大，对企业潜在盈利产生一定影响。
- 3、消费者消费习惯发生改变风险。消费品公司的产品设计、渠道模式、营销手段通常迎合消费者的消费习惯，当前弱复苏背景下消费者的消费习惯或发生改变，对公司策略灵活变动的能力提出挑战。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32138	33156	34250	35197	货币资金	17979	18868	19818	21310
营业成本	19210	19134	19598	19678	交易性金融资产	2022	1770	1465	1312
毛利	12928	14023	14651	15519	应收账款	102	109	108	113
%营业收入	40%	42%	43%	44%	存货	3576	3575	3548	3634
营业税金及附加	2328	2387	2466	2534	预付账款	242	233	228	239
%营业收入	7%	7%	7%	7%	其他流动资产	1268	1509	1388	1399
销售费用	4603	4658	4572	4628	流动资产合计	25189	26064	26555	28007
%营业收入	14%	14%	13%	13%	长期股权投资	392	400	411	427
管理费用	1407	1492	1438	1408	投资性房地产	41	41	41	41
%营业收入	4%	5%	4%	4%	固定资产合计	11818	11818	11818	11818
研发费用	103	66	68	70	无形资产	2684	2886	3076	3298
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	1307	1307	1307	1307
财务费用	-568	-497	-514	-528	递延所得税资产	1930	1930	1930	1930
%营业收入	-2%	-2%	-2%	-2%	其他非流动资产	8060	8846	9996	11044
加: 资产减值损失	-36	-66	-68	-70	资产总计	51420	53292	55134	57872
信用减值损失	0	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	200	0	0	0	应付款项	3054	3006	2991	3074
投资收益	118	153	148	140	预收账款	0	0	0	0
营业利润	5843	6513	7209	7985	应付职工薪酬	1767	1914	1912	1899
%营业收入	18%	20%	21%	23%	应交税费	393	512	431	472
营业外收支	38	30	30	30	其他流动负债	12309	12275	12355	12931
利润总额	5881	6543	7239	8015	流动负债合计	17522	17707	17690	18377
%营业收入	18%	20%	21%	23%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	1390	1538	1701	1883	应付债券	0	0	0	0
净利润	4492	5005	5538	6131	递延所得税负债	260	260	260	260
归属于母公司所有者的净利润	4345	4905	5427	6009	其他非流动负债	3779	3779	3779	3779
少数股东损益	147	100	111	123	负债合计	21561	21745	21729	22416
EPS (元)	3.19	3.60	3.98	4.40	归属于母公司所有者权益	29060	30648	32395	34324
					少数股东权益	799	899	1010	1133
现金流量表 (百万元)					股东权益	29860	31547	33405	35456
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	51420	53292	55134	57872
经营活动现金流净额	5155	4834	5577	6627					
取得投资收益收回现金	783	153	148	140	基本指标				
长期股权投资	-27	-9	-11	-16		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1941	-125	-210	-256	每股收益	3.19	3.60	3.98	4.40
其他	-6237	-580	-805	-852	每股经营现金流	3.78	3.54	4.09	4.86
投资活动现金流净额	-7422	-561	-878	-985	市盈率	25.36	18.89	17.08	15.42
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.80	3.02	2.86	2.70
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	14.85	12.21	10.82	9.51
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	总资产收益率	8.9%	9.6%	10.2%	10.9%
筹资成本	-2801	-3388	-3749	-4150	净资产收益率	15.0%	16.0%	16.8%	17.5%
其他	-182	0	0	0	净利率	13.5%	14.8%	15.8%	17.1%
筹资活动现金流净额	-2983	-3388	-3749	-4150	资产负债率	41.9%	40.8%	39.4%	38.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-5250	885	950	1492	总资产周转率	0.64	0.63	0.63	0.62

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。