

盈利能力再提升，结构升级仍在途中

核心观点

- Q2 单季归母净利润创近年新高，毛利率同比亦高增。** 25Q2 公司归母净利润率达到 22.3%，同比+1.1pct，单二季度归母净利润率创近年来新高。其中，主要驱动因素在毛利率的提升，25Q2 公司毛利率达到 45.8%，同比+3.0pct。毛利率高增背后是大麦、玻瓶等原材料价格下降带来的成本红利的兑现、以及中高端产品占比提升带来的结构升级。当前啤酒消费者仍对产品力、品牌力突出的中高端品具备消费需求，公司结构升级的动能有望延续。
- 中高端产品稳健增长，结构升级仍在途中。** 25H1 公司加速培育大单品及创新品类产品，持续推进品牌优化和产品结构提升，加快青岛主品牌“1+1+1+2+N”产品组合发展，其中经典系、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。上半年，青岛啤酒主品牌共实现产品销量 271.3 万千升，同比增长 3.9%；其中中高端以上产品实现销量 199.2 万千升，同比增长 5.1%。公司核心中高端单品产品力突出、品牌力强大，将持续受益啤酒 8-12 元价格带的扩容升级。
- 新任领导班子延续结构升级战略，看好公司盈利能力持续提升。** 25 年公司轻装上阵，新任领导班子就位，上半年实现量利双升，持续优化产品结构、提高运营效率。预计随着后续餐饮等渠道复苏，纯生等中高端餐饮渠道的产品系列也有望逐步复苏，带动公司产品结构有更好的表现。25 全年仍看好公司结构升级+原料成本红利带动的盈利能力提升。

盈利预测与投资建议

- 收入端结构升级持续，25 年原料成本红利延续，仍看好公司啤酒业务未来发展。但考虑啤酒行业整体餐饮渠道的量价复苏低于此前预期，下调公司收入、毛利率，我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 3.45、3.70、3.86 元（原预测 25-26 年为 4.30、4.81 元）。结合可比公司，我们认为公司合理估值水平为 25 年 22 倍市盈率，对应目标价 75.90 元，维持买入评级。

风险提示

消费复苏不及预期、原料价格上涨风险、食品安全事件风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,937	32,138	32,787	33,858	35,105
同比增长(%)	5.5%	-5.3%	2.0%	3.3%	3.7%
营业利润(百万元)	5,737	5,843	6,357	6,803	7,096
同比增长(%)	14.7%	1.9%	8.8%	7.0%	4.3%
归属母公司净利润(百万元)	4,268	4,345	4,713	5,043	5,260
同比增长(%)	15.0%	1.8%	8.5%	7.0%	4.3%
每股收益(元)	3.13	3.19	3.45	3.70	3.86
毛利率(%)	38.7%	40.2%	41.7%	42.1%	42.1%
净利率(%)	12.6%	13.5%	14.4%	14.9%	15.0%
净资产收益率(%)	16.1%	15.4%	15.0%	14.6%	14.5%
市盈率	21.7	21.3	19.7	18.4	17.6
市净率	3.4	3.2	2.8	2.6	2.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年09月16日）	67.72 元
目标价格	75.90 元
52 周最高价/最低价	83.53/51.56 元
总股本/流通 A 股（万股）	136,420/136,420
A 股市值（百万元）	92,383
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 09 月 16 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.98	0.18	-0.46	29.48
相对表现%	-2.94	-7.46	-17.23	-13.7
沪深 300%	1.96	7.64	16.77	43.18



证券分析师

叶书怀 yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

相关报告

结构升级成本优化，旺季表现可期 2024-08-21

投资建议

收入端结构升级持续，25 年原料成本红利延续，仍看好公司啤酒业务未来发展。但考虑啤酒行业整体餐饮渠道的量价复苏低于此前预期，下调收入、毛利率，我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 3.45、3.70、3.86 元（原预测 25-26 年为 4.30、4.81 元）。结合可比公司，我们认为公司合理估值水平为 25 年 22 倍市盈率，对应目标价 75.90 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益（元）			一致预期市盈率		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
燕京啤酒	000729	11.81	0.53	0.64	0.74	22	19	16
重庆啤酒	600132	54.16	2.52	2.65	2.77	21	20	20
百润股份	002568	25.35	0.75	0.87	1.02	34	29	25
百威亚太	01876	7.64	0.39	0.43	0.47	20	18	16
珠江啤酒	002461	10.32	0.44	0.50	0.56	23	20	18
华润啤酒	00291	26.02	1.76	1.83	1.96	15	14	13
调整后平均						22	19	17

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2025 年 9 月 15 收盘价）

风险提示

- **消费复苏不及预期风险。**如果宏观消费不及预期，可能对企业的业绩恢复、产品结构高端化升级造成不利影响。
- **原料价格上涨的风险。**玻璃瓶、进口大麦等原材料占生产成本比重较高，如果采购价出现上涨，企业不提价或提价幅度不足以覆盖原料价格涨幅，将对盈利能力产生负面影响。
- **食品安全事件风险。**若啤酒行业发生食品安全事件，则可能对公司产品销售、营业收入以及利润均产生不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,282	17,979	25,079	26,377	28,078
应收票据、账款及款项融资	100	102	104	108	112
预付账款	211	242	247	255	264
存货	3,540	3,576	3,544	3,643	3,785
其他	6,479	3,289	3,289	3,289	3,289
流动资产合计	29,612	25,189	32,264	33,672	35,528
长期股权投资	365	392	392	392	392
固定资产	11,132	11,804	12,702	12,948	13,122
在建工程	499	631	787	642	556
无形资产	2,493	2,684	2,604	2,519	2,429
其他	5,156	10,720	7,718	8,142	8,820
非流动资产合计	19,644	26,231	24,202	24,643	25,318
资产总计	49,256	51,420	56,466	58,315	60,847
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3,146	3,271	3,232	3,311	3,433
其他	13,772	14,252	14,624	14,495	15,011
流动负债合计	16,918	17,522	17,856	17,805	18,444
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	4,083	4,039	4,039	4,039	4,039
非流动负债合计	4,083	4,039	4,039	4,039	4,039
负债合计	21,001	21,561	21,894	21,844	22,482
少数股东权益	805	799	945	1,101	1,264
股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
资本公积	4,130	4,197	4,198	4,198	4,198
留存收益	21,735	23,351	28,065	29,808	31,538
其他	221	148	0	0	0
股东权益合计	28,255	29,860	34,572	36,472	38,364
负债和股东权益总计	49,256	51,420	56,466	58,315	60,847

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,348	4,492	4,859	5,199	5,423
折旧摊销	552	647	527	534	516
财务费用	(457)	(568)	(514)	(615)	(651)
投资损失	(172)	(118)	(170)	(170)	(170)
营运资金变动	3,442	4,010	360	(161)	484
其它	(4,935)	(3,308)	2,054	(671)	(887)
经营活动现金流	2,778	5,155	7,115	4,116	4,714
资本支出	(523)	(1,343)	(910)	(514)	(514)
长期投资	(12)	(23)	0	0	0
其他	(2,928)	(6,056)	380	380	380
投资活动现金流	(3,463)	(7,422)	(530)	(134)	(134)
债权融资	(0)	(7)	(1)	0	0
股权融资	148	67	2	0	0
其他	(3,016)	(3,043)	514	(2,684)	(2,879)
筹资活动现金流	(2,868)	(2,983)	515	(2,684)	(2,879)
汇率变动影响	6	4	-0	-0	-0
现金净增加额	(3,548)	(5,246)	7,100	1,298	1,701

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,937	32,138	32,787	33,858	35,105
营业成本	20,817	19,210	19,130	19,611	20,313
销售费用	4,708	4,603	4,653	4,771	4,912
管理费用	1,519	1,407	1,411	1,457	1,510
研发费用	101	103	105	108	112
财务费用	(457)	(568)	(514)	(615)	(651)
资产、信用减值损失	97	35	50	50	50
公允价值变动收益	230	200	210	210	210
投资净收益	172	118	170	170	170
其他	(1,817)	(1,823)	(1,975)	(2,053)	(2,143)
营业利润	5,737	5,843	6,357	6,803	7,096
营业外收入	23	73	20	20	20
营业外支出	13	35	15	15	15
利润总额	5,746	5,881	6,362	6,808	7,101
所得税	1,398	1,390	1,503	1,609	1,678
净利润	4,348	4,492	4,859	5,199	5,423
少数股东损益	80	147	146	156	163
归属于母公司净利润	4,268	4,345	4,713	5,043	5,260
每股收益（元）	3.13	3.19	3.45	3.70	3.86

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	5.5%	-5.3%	2.0%	3.3%	3.7%
营业利润	14.7%	1.9%	8.8%	7.0%	4.3%
归属于母公司净利润	15.0%	1.8%	8.5%	7.0%	4.3%
获利能力					
毛利率	38.7%	40.2%	41.7%	42.1%	42.1%
净利率	12.6%	13.5%	14.4%	14.9%	15.0%
ROE	16.1%	15.4%	15.0%	14.6%	14.5%
ROIC	14.6%	13.8%	13.8%	13.3%	13.1%
偿债能力					
资产负债率	42.6%	41.9%	38.8%	37.5%	36.9%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.75	1.44	1.81	1.89	1.93
速动比率	1.54	1.23	1.61	1.69	1.72
营运能力					
应收账款周转率	118.0	169.1	316.9	318.8	319.5
存货周转率	5.4	5.4	5.4	5.5	5.5
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标（元）					
每股收益	3.13	3.19	3.45	3.70	3.86
每股经营现金流	2.04	3.78	5.22	3.02	3.46
每股净资产	20.12	21.30	24.65	25.93	27.20
估值比率					
市盈率	21.7	21.3	19.7	18.4	17.6
市净率	3.4	3.2	2.8	2.6	2.5
EV/EBITDA	12.0	11.8	11.0	10.4	10.1
EV/EBIT	13.3	13.3	12.0	11.3	10.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。