

# 青岛啤酒 (600600)

## 2025 年报点评: 经典、白啤韧性增长, 分红率稳步提升

买入 (维持)

2026 年 03 月 28 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书: S0600525040001

guoxd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	32,138	32,473	33,394	34,870	36,193
同比 (%)	(5.30)	1.04	2.83	4.42	3.80
归母净利润 (百万元)	4,345	4,588	4,829	5,200	5,555
同比 (%)	1.81	5.60	5.25	7.67	6.84
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.19	3.36	3.54	3.81	4.07
P/E (现价&最新摊薄)	19.61	18.57	17.65	16.39	15.34

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 公司公告 2025 年年报, 2025 年营收 324.73 亿元, 同比+1.04%, 归母净利润 45.88 亿元, 同比+5.60%, 其中 25Q4 营收 31.07 亿元, 同比-2.26%, 归母净利润-6.86 亿元, 去年同期为-6.45 亿元。
- **经典、白啤增势延续, 吨价阶段性承压。** 面对消费需求正在调整恢复期、啤酒消费增长承压等挑战, 公司扎实推动高质量发展, 青岛啤酒经典系、白啤、超高端系列等产品销量持续创历史新高, 其中白啤销量快速增长, 位居行业白啤品类第一。2025 年总销量同比+1.5%至 764.8 万吨, 其中主品牌、区域品牌销量分别同比+3.5%、-1.4%, 分季度来看, 25Q1、25Q2、25Q3、25Q4 销量分别同比+3.5%、+1.0%、+0.3%、-0.1%, 一季度销量恢复到较好水平, 二、三、四季度在消费场景受限背景下惯性走弱。同时 2025 年吨酒营收同比-0.4%至 4246 元/吨, 分季度来看, 25Q1、25Q2、25Q3、25Q4 吨酒营收分别同比-0.6%、+0.3%、-0.5%、-2.1%, 价格端承压预计与货折加大、新零售渠道销量占比提升相关。
- **非经科目收益有所下降, 但毛销差维持改善, 净利率持续提升。** 2025 年销售净利率同比+0.55pct 至 14.53%, 虽非经科目收益有所下降, 但毛销差维持改善。其中 2025 年销售毛利率同比+1.62pct 至 41.84%(吨酒营收-0.4%、吨酒成本-3.1%), 销售费用率同比-0.51pct 至 13.81%, 毛销差同比+2.13pct 至 28.04%维持改善。此外 2025 年利息收入有所减少, 非经科目亦阶段性减少(主要系政府补助、投资净收益、公允价值变动净收益减少所致)。面对复杂多变的外部环境, 公司分红率稳步提升, 2023-2025 分红率分别为 64%/69%/70%。
- **关注外在消费β修复和青啤自身α节奏。** 短期来看, CPI 自 25Q4 以来同比转正、餐饮消费场景亦逐步向好, 对旺季量价均有正向支撑, 同时青啤新董事长上任以来对部分弱势省区进行主动变革, 关注后续弱势省区的量价节奏等。中期来看, 借鉴海外啤酒巨头的发展路径, 我们认为中国啤酒赛道是攻守兼备的优质主线, 进攻层面来自升级的韧性及持续性, 需求多元化的大众价位是中档放量核心支撑; 防御层面来自啤酒产业处于资本开支相对稳健、现金流表现优秀的阶段, 未来股息率的明显提升值得期待。
- **盈利预测与投资评级:** 短期关注外在消费β修复和青啤自身α节奏, 中期维度青啤属于攻守兼备的优质标的, 升级韧性、股息率提升是抓手。考虑量价和成本节奏, 我们预计 2026-2027 年归母净利润为 48.29、52.00 亿元(原预期为 52.92、58.23 亿元), 新增 2028 年归母净利润为 55.55 亿元, 对应当前 PE 分别为 18、16、15X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济不及预期; 升级不及预期; 非基地市场竞争加剧。

### 市场数据

收盘价(元)	62.47
一年最低/最高价	60.00/81.88
市净率(倍)	2.78
流通 A 股市值(百万元)	44,299.10
总市值(百万元)	85,221.27

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	22.47
资产负债率(% ,LF)	39.55
总股本(百万股)	1,364.20
流通 A 股(百万股)	709.13

### 相关研究

- 《青岛啤酒(600600): 2025 年三季报点评: 经典、白啤增势延续, 所得税阶段性拖累利润》  
2025-10-28
- 《青岛啤酒(600600): 2025 年中报点评: 全渠道协同发力, 持续高质量增长》  
2025-08-27

## 青岛啤酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>24,204</b>	<b>25,031</b>	<b>26,635</b>	<b>28,094</b>	<b>营业总收入</b>	<b>32,473</b>	<b>33,394</b>	<b>34,870</b>	<b>36,193</b>
货币资金及交易性金融资产	19,088	19,454	20,822	22,124	营业成本(含金融类)	18,885	19,336	20,020	20,602
经营性应收款项	262	331	356	364	税金及附加	2,358	2,404	2,511	2,606
存货	3,237	3,500	3,697	3,795	销售费用	4,484	4,592	4,742	4,922
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,464	1,469	1,517	1,574
其他流动资产	1,617	1,746	1,760	1,810	研发费用	122	100	105	109
<b>非流动资产</b>	<b>27,928</b>	<b>29,254</b>	<b>30,393</b>	<b>31,248</b>	财务费用	(402)	(386)	(328)	(360)
长期股权投资	372	383	399	399	加:其他收益	383	334	349	362
固定资产及使用权资产	12,981	12,919	12,765	12,511	投资净收益	73	83	87	90
在建工程	630	674	718	718	公允价值变动	106	90	111	120
无形资产	2,596	2,734	2,865	2,851	减值损失	(18)	(24)	(19)	(17)
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	资产处置收益	111	67	77	80
长期待摊费用	73	63	47	47	<b>营业利润</b>	<b>6,218</b>	<b>6,428</b>	<b>6,909</b>	<b>7,375</b>
其他非流动资产	9,968	11,174	12,293	13,416	营业外净收支	73	56	54	54
<b>资产总计</b>	<b>52,132</b>	<b>54,285</b>	<b>57,028</b>	<b>59,342</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,291</b>	<b>6,484</b>	<b>6,963</b>	<b>7,429</b>
<b>流动负债</b>	<b>16,601</b>	<b>17,216</b>	<b>18,295</b>	<b>18,822</b>	减:所得税	1,574	1,556	1,657	1,761
短期借款及一年内到期的非流动负债	37	37	37	37	<b>净利润</b>	<b>4,717</b>	<b>4,928</b>	<b>5,306</b>	<b>5,669</b>
经营性应付款项	3,176	3,149	3,339	3,412	减:少数股东损益	129	99	106	113
合同负债	7,674	8,230	8,824	9,092	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,588</b>	<b>4,829</b>	<b>5,200</b>	<b>5,555</b>
其他流动负债	5,714	5,800	6,095	6,282	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.36	3.54	3.81	4.07
非流动负债	4,019	4,004	3,995	3,995	EBIT	5,544	6,098	6,635	7,069
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	6,846	7,220	7,862	8,349
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.84	42.10	42.59	43.08
租赁负债	78	63	54	54	归母净利率(%)	14.13	14.46	14.91	15.35
其他非流动负债	3,941	3,941	3,941	3,941	收入增长率(%)	1.04	2.83	4.42	3.80
<b>负债合计</b>	<b>20,619</b>	<b>21,220</b>	<b>22,291</b>	<b>22,817</b>	归母净利润增长率(%)	5.60	5.25	7.67	6.84
归属母公司股东权益	30,649	32,103	33,670	35,343					
少数股东权益	863	962	1,068	1,181					
<b>所有者权益合计</b>	<b>31,512</b>	<b>33,065</b>	<b>34,737</b>	<b>36,524</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>52,132</b>	<b>54,285</b>	<b>57,028</b>	<b>59,342</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4,593	5,932	7,065	6,992	每股净资产(元)	22.47	23.53	24.68	25.91
投资活动现金流	(3,247)	(2,273)	(2,154)	(1,918)	最新发行在外股份(百万股)	1,364	1,364	1,364	1,364
筹资活动现金流	(3,104)	(3,389)	(3,642)	(3,882)	ROIC(%)	13.50	14.31	14.87	15.10
现金净增加额	(1,759)	269	1,269	1,191	ROE-摊薄(%)	14.97	15.04	15.44	15.72
折旧和摊销	1,302	1,122	1,227	1,279	资产负债率(%)	39.55	39.09	39.09	38.45
资本开支	(2,105)	(1,097)	(1,090)	(895)	P/E (现价&最新股本摊薄)	18.57	17.65	16.39	15.34
营运资本变动	(718)	154	843	371	P/B (现价)	2.78	2.65	2.53	2.41

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>