

2026年03月30日

青岛啤酒 (600600.SH)

投资评级：买入（维持）

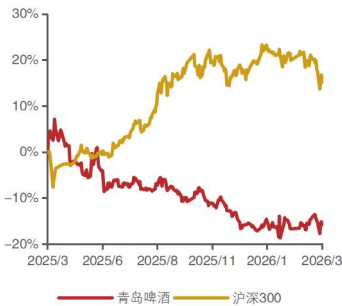
——业绩彰显经营韧性，分红水平稳步提升

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 2026年03月27日

收盘价(元)	62.47
一年内最高/最低(元)	81.88/60.00
总市值(百万元)	85,221.27
流通市值(百万元)	85,221.27
总股本(百万股)	1,364.20
资产负债率(%)	39.55
每股净资产(元/股)	22.47

资料来源：聚源数据

投资要点：

事件：2025年公司业绩实现稳健增长，盈利能力持续提升。全年实现营业收入324.73亿元，同比增长1.04%；实现归母净利润45.88亿元，同比增长5.6%；实现扣非归母净利润41.3亿元，同比增长4.53%。单季度看，2025年Q4营收实现31.07亿元；归母净利润亏损6.86亿元，对比2024年同期亏损小幅增加。

- **产品结构升级、区域市场优势巩固，彰显经营韧性。**2025年，公司实现啤酒收入318.3亿元，同比增长0.79%，实现啤酒销量764.8万吨，同比增长1.46%，对应吨价4161.8元/吨，同比-0.66%。从产品结构来看，公司青岛品牌实现销量449.4万吨，同比增长3.5%，销量占比对比2024年同期提升1.2pct至58.8%，其中中高端以上产品实现销量331.8万千升，同比增长5.2%，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，公司紧扣新消费需求，推出“茉莉花白啤”等多款创新产品，持续优化产品矩阵，夯实龙头企业核心优势。区域市场方面，公司进一步巩固提升沿黄传统优势市场盈利能力和份额；北方市场连片发展效应日益凸显；南方市场则依托产品结构优化与渠道突破，稳步推进高质量发展。在行业整体销量承压的背景下，公司仍旧实现销量、结构双增长，彰显经营韧性。
- **成本改善贡献毛利增长，重视股东回报提升分红率。**2025年，受益于原料成本改善，公司啤酒业务吨成本达2425.6元/吨，同比下降3.3%，驱动公司啤酒业务毛利率对比2024年同期提升1.61pct至41.72%，公司综合毛利率亦提升1.61pct至41.84%；销售费用率对比2024年同期改善0.51pct至13.81%，驱动毛销差提升2.12pct至28.03%，其余管理/研发/财务费用率分别对比2024年同期+0.13/+0.06/+0.53pct至4.51%/0.38%/-1.2%，推动净利率提升0.55pct至14.5%。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为47.79/51.31/55.3亿元，同比增速分别为4.16%/7.38%/7.76%，当前股价对应的PE分别为18/17/15倍，考虑到公司当前经营韧性较强，且重视股东回报，分红率不断提升，维持“买入”评级。
- **风险提示。**原材料成本大幅波动、市场竞争加剧、食品安全问题等

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	32,138	32,473	33,023	33,892	34,785
同比增长率(%)	-5.30%	1.04%	1.69%	2.63%	2.63%
归母净利润(百万元)	4,345	4,588	4,779	5,131	5,530
同比增长率(%)	1.81%	5.60%	4.16%	7.38%	7.76%
每股收益(元/股)	3.19	3.36	3.50	3.76	4.05
ROE(%)	14.95%	14.97%	14.94%	15.42%	16.09%
市盈率(P/E)	19.61	18.57	17.83	16.61	15.41

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	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	12,860	13,313	14,654	15,708
应收票据及账款	127	111	114	117
预付账款	135	197	202	207
其他应收款	70	71	73	75
存货	3,237	3,413	3,471	3,530
其他流动资产	7,776	8,576	8,638	8,701
流动资产总计	24,204	25,682	27,151	28,338
长期股权投资	372	402	432	462
固定资产	12,981	12,851	13,301	13,476
在建工程	630	968	653	753
无形资产	2,596	2,568	2,680	2,782
长期待摊费用	73	56	72	85
其他非流动资产	11,275	11,426	11,429	11,431
非流动资产合计	27,928	28,270	28,566	28,989
资产总计	52,132	53,952	55,717	57,327
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	3,176	3,167	3,221	3,276
其他流动负债	13,425	13,801	14,107	14,423
流动负债合计	16,601	16,969	17,328	17,699
长期借款	78	63	48	33
其他非流动负债	3,941	3,941	3,941	3,941
非流动负债合计	4,019	4,004	3,989	3,974
负债合计	20,619	20,973	21,317	21,673
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	25,086	26,424	27,707	28,813
归属母公司权益	30,649	31,987	33,270	34,376
少数股东权益	863	992	1,130	1,279
股东权益合计	31,512	32,979	34,400	35,654
负债和股东权益合计	52,132	53,952	55,717	57,327

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	4,717	4,406	4,776	5,184
折旧与摊销	1,300	1,343	1,374	1,441
财务费用	-402	-618	-662	-719
投资损失	-73	-103	-94	-94
营运资金变动	-349	-656	230	238
其他经营现金流	-603	577	573	568
经营性现金净流量	4,590	4,949	6,198	6,618
投资性现金净流量	-3,247	-1,658	-1,656	-1,844
筹资性现金净流量	-3,104	-2,837	-3,202	-3,720
现金流量净额	-1,761	454	1,340	1,054

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	32,473	33,023	33,892	34,785
营业成本	18,885	19,409	19,734	20,074
税金及附加	2,358	2,371	2,433	2,497
销售费用	4,484	4,395	4,443	4,455
管理费用	1,464	1,479	1,467	1,453
研发费用	122	121	120	120
财务费用	-402	-618	-662	-719
资产减值损失	-16	-34	-29	-30
信用减值损失	-2	-3	-2	-2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	73	103	94	94
公允价值变动损益	106	0	0	0
资产处置收益	111	87	81	88
其他收益	383	424	423	417
营业利润	6,218	6,444	6,923	7,470
营业外收入	78	67	72	71
营业外支出	5	16	15	14
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	6,291	6,495	6,979	7,528
所得税	1,574	1,587	1,710	1,849
净利润	4,717	4,907	5,269	5,679
少数股东损益	129	129	138	149
归属母公司股东净利润	4,588	4,779	5,131	5,530
EPS(元)	3.36	3.50	3.76	4.05

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	1.04%	1.69%	2.63%	2.63%
营业利润增长率	6.42%	3.63%	7.44%	7.91%
归母净利润增长率	5.60%	4.16%	7.38%	7.76%
经营现金流增长率	-10.90%	7.81%	25.23%	6.78%
盈利能力				
毛利率	41.84%	41.23%	41.77%	42.29%
净利率	14.53%	14.86%	15.55%	16.32%
ROE	14.97%	14.94%	15.42%	16.09%
ROA	8.80%	8.86%	9.21%	9.65%
估值倍数				
P/E	18.57	17.83	16.61	15.41
P/S	2.62	2.58	2.51	2.45
P/B	2.78	2.66	2.56	2.48
股息率	3.76%	4.04%	4.52%	5.19%
EV/EBITDA	9	9	9	8

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）。