

# 青岛啤酒 (600600.SH)

## 2025年啤酒业务量升价减, 产品结构延续提升

优于大市

### 核心观点

公司公布 2025 年业绩: 2025 年实现营业总收入 324.7 亿元, 同比+1.0%; 实现归母净利润 45.9 亿元, 同比+5.6%; 实现扣非归母净利润 41.3 亿元, 同比+4.5%。2025Q4 实现营业总收入 31.1 亿元, 同比-2.3%; 实现归母净利润-6.9 亿元, 同比+6.4%; 实现扣非归母净利润-7.9 亿元, 同比+7.7%。

**啤酒业务量升价减, 产品结构提升。**啤酒业务收入同比+0.8%, 其中销量同比+1.5%, 吨价同比-0.7%, 主要系市场费用投入增多。青岛主品牌销量同比+3.5%, 其中中高档产品销量同比+5.2%, 青岛主品牌销量占比提升 1.2pp 至 58.8%。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。

**盈利能力提升主要受益于原料成本下行。**啤酒毛利率 41.7%, 同比+1.6pp, 主要受益于原料成本下行, 啤酒吨成本同比-3.3%。公司费用率同比变化不大, 政府补助、投资收益、持有债券类资产的公允价值变动收益同比减少, 归母净利率同比+0.6pp 至 14.1%。

**2025 年第四季度营收与利润受吨价下滑拖累。**2025Q4 营业收入同比-2.3%, 啤酒销量同比+0.1%, 千升酒收入同比-2.4%, 与产品结构提升阶段性放缓(青岛主品牌销量同比-0.2%, 其他品牌销量同比+0.8%)有关。2025Q4 毛利率/净利率分别同比-1.5/-1.8pp。

**盈利预测与投资建议:** 2025 年公司加速开发新兴渠道, 线上业务较快发展, 并顺应消费趋势布局生鲜、原浆、精酿类产品, 为持续稳健发展提供动力。预计 2026 年将继续推动产品创新、拥抱新兴渠道新场景, 目前白啤品牌势能较强, 青岛经典市场基础较好, 中高端产品销量有望持续增长。考虑到酒水消费需求恢复缓慢、公司产品结构升级速度有所放缓, 且铝罐价格上涨将削弱成本红利, 我们小幅下调 2026-2027 年盈利预测, 并新增 2028 年盈利预测: 预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 328.5/332.2/337.1 亿元(2026-2027 年前预测值 332.5/339.2 亿元), 实现归母净利润 47.1/48.5/50.0 亿元(2026-2027 年前预测值 49.8/52.6 亿元), EPS 分别为 3.46/3.56/3.66 元; 当前股价对应 PE 分别为 18/18/17 倍。公司分红比例稳步提升强化股东回报, 维持“优于大市”评级。

**风险提示:** 宏观经济增长受到外部环境的负面影响; 中高端啤酒需求增长速度显著放缓; 公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击; 原料、辅料成本大幅上涨。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	32,138	32,473	32,851	33,222	33,708
(+/-%)	-5.3%	1.0%	1.2%	1.1%	1.5%
归母净利润(百万元)	4345	4588	4713	4853	4996
(+/-%)	1.8%	5.6%	2.7%	3.0%	2.9%
每股收益(元)	3.19	3.36	3.46	3.56	3.66
EBIT Margin	14.0%	15.9%	16.1%	16.5%	16.7%
净资产收益率 (ROE)	15.0%	15.0%	14.9%	14.9%	14.9%
市盈率 (PE)	19.6	18.6	18.1	17.6	17.1
EV/EBITDA	19.0	16.6	15.8	15.2	14.6
市净率 (PB)	2.93	2.78	2.69	2.61	2.54

资料来源: iFind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 财报点评

#### 食品饮料 · 非白酒

证券分析师: 张向伟

证券分析师: 杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn

yangyuan4@guosen.com.cn

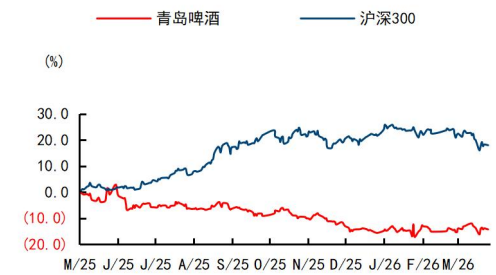
S0980523090001

S0980523090003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	62.18 元
总市值/流通市值	84826/84826 百万元
52 周最高价/最低价	81.88/60.00 元
近 3 个月日均成交额	338.87 百万元

#### 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《青岛啤酒 (600600.SH) - 2025 年三季度收入增速放缓, 产品结构延续提升》——2025-10-29
- 《青岛啤酒 (600600.SH) - 2025 年上半年啤酒业务量增价稳, 成本红利延续》——2025-08-28
- 《青岛啤酒 (600600.SH) - 加大产品、销售模式创新力度, 积极应对市场变化》——2025-05-23
- 《青岛啤酒 (600600.SH) - 第三季度销量同比下滑, 盈利能力承压》——2024-10-30
- 《青岛啤酒 (600600.SH) - 第二季度销量同比下滑, 成本下行助盈利能力改善》——2024-08-30

公司公布 2025 年业绩：2025 年实现营业总收入 324.7 亿元，同比+1.0%；实现归母净利润 45.9 亿元，同比+5.6%；实现扣非归母净利润 41.3 亿元，同比+4.5%。2025Q4 实现营业总收入 31.1 亿元，同比-2.3%；实现归母净利润-6.9 亿元，同比+6.4%；实现扣非归母净利润-7.9 亿元，同比+7.7%。

**啤酒业务量升价减，产品结构提升。**啤酒业务收入同比+0.8%，其中销量同比+1.5%，吨价同比-0.7%，主要系市场费用投入增多。产品结构提升，青岛主品牌销量同比+3.5%，其中中高档产品销量同比+5.2%，青岛主品牌销量占比提升 1.2pp 至 58.8%。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。分地区看，山东/华北/华南/华东/东南/海外收入同比+1.0%/+0.8%/+1.2%/+3.8%/-0.8%/+6.8%。

**盈利能力提升主要受益于原料成本下行。**啤酒毛利率 41.7%，同比+1.6pp，主要受益于原料成本下行，啤酒吨成本同比-3.3%。公司费用率同比变化不大，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.5/+0.1/+0.1/+0.5pp。政府补助、投资收益、持有债券类资产的公允价值变动收益同比减少，归母净利率同比+0.6pp 至 14.1%。

**2025 年度现金分红比例 70%。**2025 年度公司派发每股现金分红 2.35 元，分红比例 70%，同比提升 1pp。经营性现金流同比-10.9%，主因合同负债确收使得销售收现同比减少。2025 年现金及现金等价物净减少 17.6 亿元，但公司账上仍有货币资金约 129 亿，未来仍有机会持续稳步提升分红率。

**2025 年第四季度营收与利润受吨价下滑拖累。**2025Q4 营业收入同比-2.3%，啤酒销量同比+0.1%，千升酒收入同比-2.4%，与产品结构提升阶段性放缓（青岛主品牌销量同比-0.2%，其他品牌销量同比+0.8%）有关。2025Q4 毛利率/净利率分别同比-1.5/-1.8pp。

**盈利预测与投资建议：**2025 年公司加速开发新兴渠道，线上业务较快发展，并顺应消费趋势布局生鲜、原浆、精酿类产品，为持续稳健发展提供动力。预计 2026 年将继续推动产品创新、拥抱新兴渠道新场景，目前白啤品牌势能较强，青岛经典市场基础较好，中高端产品销量有望持续增长。考虑到酒水消费需求恢复缓慢、公司产品结构升级速度有所放缓，且铝罐价格上涨将削弱成本红利，我们小幅下调 2026-2027 年盈利预测，并新增 2028 年盈利预测：预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 328.5/332.2/337.1 亿元（2026-2027 年前预测值 332.5/339.2 亿元），同比+1.2%/+1.1%/+1.5%；实现归母净利润 47.1/48.5/50.0 亿元（2026-2027 年前预测值 49.8/52.6 亿元），同比+2.7%/+3.0%/+2.9%；EPS 分别为 3.46/3.56/3.66 元；当前股价对应 PE 分别为 18/18/17 倍。公司分红比例稳步提升强化股东回报，维持“优于大市”评级。

## 风险提示

宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增长速度显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	33,245	33,916	-	32,851	33,222	33,708	-394	-693	-
收入同比增速%	2.0%	2.0%	-	1.2%	1.1%	1.5%	-0.8%	-0.9%	-
毛利率%	42.5%	42.8%	-	41.9%	41.8%	42.0%	-0.6%	-1.0%	-
销售费用率%	14.0%	13.9%	-	13.7%	13.5%	13.4%	-0.3%	-0.4%	-

归母净利润率%	15.0%	15.5%	-	14.3%	14.6%	14.8%	-0.6%	-0.9%	-
归母净利润(百万元)	4,984	5,263	-	4,713	4,853	4,996	-271	-410	-
归母净利润同比增速%	7.0%	5.6%	-	2.7%	3.0%	2.9%	-4.2%	-2.6%	-
EPS(元)	3.65	3.86	-	3.46	3.56	3.66	-0.20	-0.30	-

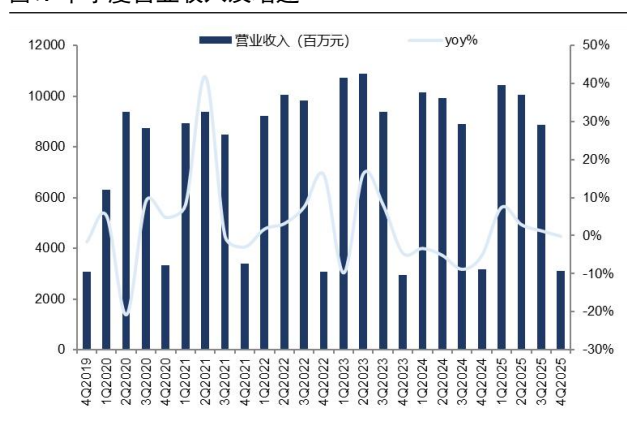
资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表(2026年3月30日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价(元)	EPS		PE		总市值(亿元)	投资评级
				2026E	2027E	2026E	2027E		
600600.SH	青岛啤酒	18.5	62.18	3.46	3.56	18.0	17.5	848	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	22.4	56.90	2.64	2.75	21.6	20.7	275	优于大市
0291.HK	华润啤酒	21.9	22.40	1.79	1.90	12.5	11.8	727	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	24.2	13.23	0.66	0.78	20.1	17.0	373	优于大市
002461.SZ	珠江啤酒	23.1	9.42	0.49	0.53	19.1	17.7	208	优于大市

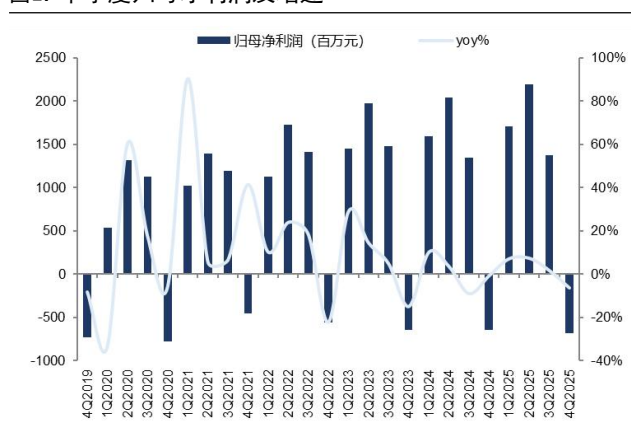
资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理; 华润啤酒股价及总市值以换算成以RMB计

图1: 单季度营业收入及增速



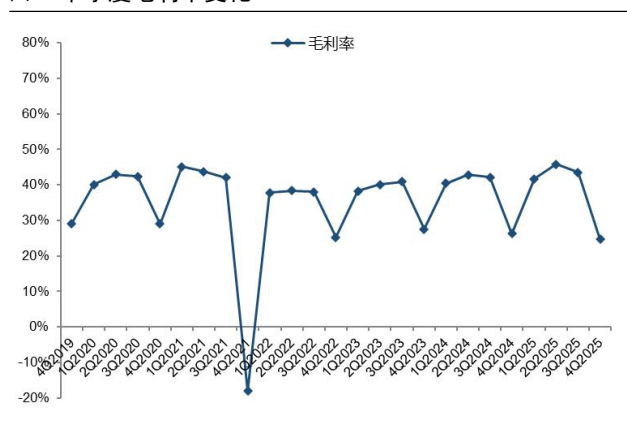
资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



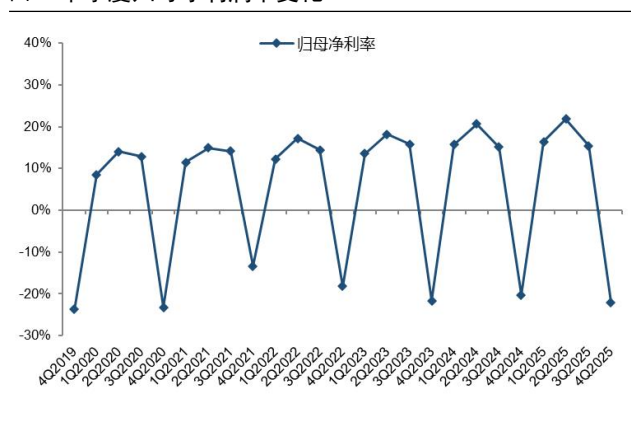
资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利润率变化



资料来源: 公司公告、iFind、国信证券经济研究所整理

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	17979	12860	13118	13353	13732	营业收入	32138	32473	32851	33222	33708
应收款项	186	197	199	201	204	营业成本	19210	18885	19090	19329	19553
存货净额	3576	3237	3272	3313	3351	营业税金及附加	2328	2358	2398	2425	2461
其他流动资产	1375	1634	1653	1659	1673	销售费用	4603	4484	4501	4485	4517
<b>流动资产合计</b>	<b>25189</b>	<b>24204</b>	<b>24871</b>	<b>25554</b>	<b>26389</b>	管理费用	1407	1464	1532	1515	1536
固定资产	12462	13507	13910	14270	14414	研发费用	103	122	112	86	88
无形资产及其他	2684	2596	2590	2583	2577	财务费用	(568)	(402)	(377)	(397)	(406)
投资性房地产	10694	11452	11586	11650	11753	投资收益	200	106	150	155	160
长期股权投资	392	372	372	372	372	资产减值及公允价值变动	(36)	(16)	(15)	(15)	(15)
<b>资产总计</b>	<b>51420</b>	<b>52132</b>	<b>53328</b>	<b>54430</b>	<b>55505</b>	其他收入	521	443	580	609	616
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	5843	6218	6422	6613	6809
应付款项	6539	6514	6538	6609	6675	营业外净收支	38	73	40	40	40
其他流动负债	10983	10087	10119	10152	10213	<b>利润总额</b>	<b>5881</b>	<b>6291</b>	<b>6462</b>	<b>6653</b>	<b>6849</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>17522</b>	<b>16601</b>	<b>16657</b>	<b>16762</b>	<b>16888</b>	所得税费用	1390	1574	1615	1663	1712
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	147	129	133	137	141
其他长期负债	4039	4019	4056	4089	4109	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4345</b>	<b>4588</b>	<b>4713</b>	<b>4853</b>	<b>4996</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>4039</b>	<b>4019</b>	<b>4056</b>	<b>4089</b>	<b>4109</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>21561</b>	<b>20619</b>	<b>20713</b>	<b>20851</b>	<b>20996</b>	净利润	4345	4588	4713	4853	4996
少数股东权益	799	863	903	940	975	资产减值准备	(47)	(20)	22	1	1
股东权益	29060	30649	31711	32639	33533	折旧摊销	1130	1204	1415	1510	1627
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>51420</b>	<b>52132</b>	<b>53328</b>	<b>54430</b>	<b>55505</b>	公允价值变动损失	36	16	(135)	(140)	(145)
						财务费用	(568)	(402)	(377)	(397)	(406)
						营运资本变动	(1812)	(1653)	37	89	90
						其它	1502	458	(266)	(261)	(266)
						<b>经营活动现金流</b>	<b>5155</b>	<b>4593</b>	<b>5786</b>	<b>6053</b>	<b>6302</b>
						资本开支	(2141)	(2253)	(1880)	(1880)	(1780)
						其它投资现金流	(5281)	(994)	(352)	(400)	(400)
						<b>投资活动现金流</b>	<b>(7422)</b>	<b>(3247)</b>	<b>(2232)</b>	<b>(2280)</b>	<b>(2180)</b>
						权益性融资	4	0	0	0	0
						长期贷款增加	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(2801)	(3054)	(3296)	(3538)	(3743)
						其它融资现金流	(186)	(50)	(50)	(50)	(50)
						<b>融资活动现金流</b>	<b>(2983)</b>	<b>(3104)</b>	<b>(3346)</b>	<b>(3588)</b>	<b>(3793)</b>
						<b>现金净变动</b>	<b>(5246)</b>	<b>(1759)</b>	<b>209</b>	<b>185</b>	<b>329</b>
						货币资金的期初余额	9292	4046	2287	2496	2681
						货币资金的期末余额	4046	2287	2496	2681	3010
						企业自由现金流	605	1167	3551	3820	4167
						权益自由现金流	605	1167	3833	4118	4471

资料来源: iFind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032