

业务稳中有进，主品牌和中高端销量正增长

增持(维持)

——青岛啤酒(600600)点评报告

2026年03月31日

报告关键要素:

2026年3月26日，公司发布2025年年度报告。公司2025年啤酒业务稳中有进，主品牌和中高端销量保持增长，但2025年四季度业绩同比小幅下滑。受益于大麦等啤酒原材料成本处于低位、产品结构提升，以及费用管控平稳，公司2025年毛利率和净利率均提升。短期来看，成本下降红利有望延续，餐饮复苏和2026年世界杯赛事有望带动啤酒需求回暖；长期来看，公司作为国产啤酒龙头，近年来在高端/超高端市场均布局，产品结构提升仍有空间。预计3月31日股价对应2026-2028年PE分别为17/16/16倍，维持“增持”评级。

投资要点:

啤酒业务稳中有进，主品牌和中高端销量正增长。公司2025年实现营业收入324.7亿元(YoY+1.04%)，实现归母净利润45.88亿元(YoY+5.60%)，实现扣非归母净利润41.30亿元(YoY+4.53%)。公司啤酒销量有所上升，其中青岛啤酒主品牌销量同比增长3.54%至449.4万千升，其他品牌销量同比下滑1.36%至315万千升，全年公司啤酒销量同比增长1.43%至764.8万千升；公司产品结构持续升级，中高端以上产品实现销量331.8万千升，同比增长5.2%，超过公司啤酒总销量的增速。价格方面，主品牌ASP同比下降2.12%至4980元/千升，其他品牌同比提升0.95%至2996元/千升。公司聚焦“新产品、新渠道、新人群、新场景、新需求”拓展增量空间，创新体制机制及市场运营模式，优化资源配置，持续深耕、开拓海内外市场。2025年线上产品销量连续13年保持增长。

四季度业绩同比小幅下滑。Q4单季，公司实现营收31.07亿元，同比-2.26%，实现归母净利润-6.86亿元，同比增亏0.41亿元。四季度啤酒销量略有下滑，同比下滑0.13%至75.4万千升，其中青岛啤酒主品牌销量同比下滑0.20%，其他品牌同比持平。

成本下行利润率提升，费用管控平稳。2025年公司毛利率为41.84%，同比+1.62pcts；净利率为14.53%，同比+0.55pcts，受益于大麦等啤酒原材料成本处于低位以及产品结构提升，公司利润率提升。费用端，2025年公司销售费用率及管理费用率分别为13.81%/4.51%，同比-

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	32473.49	34016.56	34678.17	34997.92
增长比率(%)	1.04	4.75	1.94	0.92
归母净利润(百万元)	4588.10	4926.61	5145.18	5314.27
增长比率(%)	5.60	7.38	4.44	3.29
每股收益(元)	3.36	3.61	3.77	3.90
市盈率(倍)	18.39	17.13	16.40	15.88
市净率(倍)	2.75	2.63	2.51	2.39

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	1,364.20
流通A股(百万股)	709.13
收盘价(元)	62.18
总市值(亿元)	848.26
流通A股市值(亿元)	440.93

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

营收下滑，高端化与成本红利驱动利润增长
销量企稳回升，盈利能力提升
营收利润双增长，中高端及以上产品销量增速更高

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

0.51pcts/+0.13pcts, 相对保持稳定。

盈利预测与投资建议: 短期来看, 成本下降红利有望延续, 餐饮复苏和 2026 年世界杯赛事有望带动啤酒需求回暖。长期来看, 公司作为国产啤酒龙头, 近年来在高端/超高端市场均布局, 产品结构提升仍有空间。由于 2025Q4 业绩不如预期, 我们调整公司盈利预测, 预计公司 2026-2028 年归母净利润为 49.27/51.45/53.14 亿元 (更新前为 2026-2027 年归母净利润为 52.29/56.44 亿元), 同比增长 7.38%/4.44%/3.29%, 对应 EPS 为 3.61/3.77/3.90 元/股, 3 月 31 日股价对应 PE 为 17/16/16 倍, 维持“增持”评级。

风险因素: 原材料及包材价格波动风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险、经济复苏不及预期风险

利润表 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	32473	34017	34678	34998
同比增速 (%)	1.04	4.75	1.94	0.92
营业成本	18885	19593	19881	19999
毛利	13588	14424	14797	14999
营业收入 (%)	41.84	42.40	42.67	42.86
税金及附加	2358	2442	2507	2528
营业收入 (%)	7.26	7.18	7.23	7.22
销售费用	4484	4524	4543	4550
营业收入 (%)	13.81	13.30	13.10	13.00
管理费用	1464	1497	1509	1505
营业收入 (%)	4.51	4.40	4.35	4.30
研发费用	122	136	139	140
营业收入 (%)	0.38	0.40	0.40	0.40
财务费用	-402	-187	-221	-272
营业收入 (%)	-1.24	-0.55	-0.64	-0.78
资产减值损失	-16	13	34	30
信用减值损失	-2	0	0	0
其他收益	383	441	467	446
投资收益	73	125	111	106
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	106	0	0	0
资产处置收益	111	100	75	99
营业利润	6218	6690	7008	7231
营业收入 (%)	19.15	19.67	20.21	20.66
营业外收支	73	55	55	55
利润总额	6291	6745	7063	7286
营业收入 (%)	19.37	19.83	20.37	20.82
所得税费用	1574	1686	1766	1821
净利润	4717	5059	5298	5464
营业收入 (%)	14.53	14.87	15.28	15.61
归属于母公司的净利润	4588	4927	5145	5314
同比增速 (%)	5.60	7.38	4.44	3.29
少数股东损益	129	132	152	150
EPS (元/股)	3.36	3.61	3.77	3.90

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	3.36	3.61	3.77	3.90
BVPS	22.47	23.55	24.68	25.85
PE	18.39	17.13	16.40	15.88
PEG	3.29	2.32	3.70	4.83
PB	2.75	2.63	2.51	2.39
EV/EBITDA	10.33	9.91	9.01	8.77
ROE	14.97%	15.33%	15.28%	15.07%
ROIC	13.15%	14.14%	14.10%	13.75%

资产负债表 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	12860	15131	18508	18932
交易性金融资产	6228	4728	3728	3228
应收票据及应收账款	127	100	132	106
存货	3237	3952	3325	3966
预付款项	135	195	197	180
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1617	1754	1370	2019
流动资产合计	24204	25860	27260	28431
长期股权投资	372	374	377	372
固定资产	12861	13529	14278	15001
在建工程	630	476	354	248
无形资产	2596	2609	2648	2635
商誉	1307	1307	1307	1307
递延所得税资产	1963	1963	1963	1963
其他非流动资产	8198	8195	8197	8202
资产总计	52132	54313	56384	58159
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3176	3371	3319	3427
预收账款	0	0	0	0
合同负债	7674	7893	8230	8154
应付职工薪酬	1595	1607	1610	1600
应交税费	443	408	438	446
其他流动负债	3713	3893	3949	3950
流动负债合计	16601	17171	17547	17577
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	261	261	261	261
其他非流动负债	3758	3758	3758	3758
负债合计	20619	21190	21565	21596
归属于母公司的所有者权益	30649	32127	33670	35265
少数股东权益	863	996	1148	1298
股东权益	31512	33123	34819	36563
负债及股东权益	52132	54313	56384	58159

现金流量表 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	4593	5190	7139	4716
投资	-1967	1430	931	436
资本性支出	-2105	-1018	-1196	-1109
其他	826	125	111	106
投资活动现金流净额	-3247	536	-154	-567
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0
筹资成本	-3054	-3454	-3607	-3725
其他	-50	0	0	0
筹资活动现金流净额	-3104	-3454	-3607	-3725
现金净流量	-1759	2272	3377	423

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场