

青岛啤酒(600600)

报告日期: 2026年04月19日

## 实现高质量增长, 业绩稳健增长可期

### ——青岛啤酒 2025 年年报点评

#### 投资要点

- **事件:** 2025 年公司实现营收/归母净利润 324.73/45.88 亿元, 同比+1.04%/+5.60%; 其中 25Q4 实现营收/归母净利润 31.07/-6.86 亿元, 同比-2.26%/亏损扩大。公司派发现金股利 32.06 亿元(含税), 占 25 年归母净利润的 69.87%。
- **量增为主, 青岛品牌有所增长**  
25 年啤酒营收 318.29 亿元(同比+0.79%), 销量 765 万千升(同比+1.46%), 吨价 4161 元/千升(同比-0.66%); 其中青岛/其他品牌营收 223.82/94.48 亿元, 同比+1.35%/-0.50%, 销量同比+3.54%/-1.36%, 吨价同比-2.12%/+0.87%。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。
- **多渠道协同发展, 海外增长较快**  
25 年山东/华北/华南/华东/东南/港澳及其他海外地区营收 223/79/34/26/7/6 亿元, 同比+1%/+1%/+1%/+4%/-1%/+7%, 海外增速高于国内。25 年经销商同比+273 家至 11895 家, 经销商平均营收同比-1.17%至 3099 万元/家。渠道端放大“官方旗舰店+官方商城+网上零售商+分销专营店”的立体化电子商务渠道领先优势, 并积极与第三方平台展开合作, 大力推进即时零售、B2B、社区团购等业务, 多渠道满足互联网时代消费者的购买需求和消费体验。
- **利润率有所下降, 费用率提升**  
25 年毛利率/净利率为 41.84%/14.53%, 同比+1.62/+0.55pct, 毛利率增长主要系原材料成本下降; 销售费用率/管理费用率/财务费用率为 13.81%/4.51%/-1.24%, 同比-0.51/+0.13/+0.53pct, 销售费用率下降主要系部分区域业务宣传费减少。25Q4 毛利率/净利率为 24.72%/-22.04%, 同比-1.51/-1.96pct, 销售费用率/管理费用率/财务费用率为 34.91%/16.17%/-2.82%, 同比-2.27/+1.46/+1.39pct。
- **投资建议**  
展望 26 年, 公司将充分发挥青岛啤酒的品牌、品质、渠道网络等优势积极开拓市场, 持续深化国内市场区域分级运营。巩固北方基地市场优势, 扩容量、提结构; 南方战略市场聚焦重点突破, 深耕重点区域市场。我们预计 2026-2028 年收入分别为 332/340/349 亿元, 同比增长 2%/2%/3%; 实现归母净利润 48.21/50.69/53.21 亿元, 同比增长 5%/5%/5%, 对应 PE 为 18/17/16 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 消费恢复不及预期; 市场竞争加剧; 市场拓展不及预期。

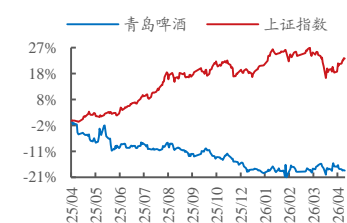
#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 张潇倩  
执业证书号: S1230526010001  
zhangxiaolian01@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 61.95
总市值(百万元)	84,511.89
总股本(百万股)	1,364.20

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《Q3 业绩表现稳健, 量价增速略有放缓》2025.11.03
- 《业绩符合预期, 盈利持续提升》2025.09.09
- 《Q1 业绩符合预期, 销量弹性显现》2025.05.05

#### 财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	32473.49	33249.36	34028.91	34883.82
(+/-) (%)	1.04%	2.39%	2.34%	2.51%
归母净利润	4588.10	4821.25	5069.46	5321.30
(+/-) (%)	5.60%	5.08%	5.15%	4.97%
每股收益(元)	3.36	3.53	3.72	3.90
P/E	18.42	17.53	16.67	15.88

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>24,204</b>	<b>31,652</b>	<b>35,267</b>	<b>40,222</b>
现金	12,860	21,282	24,302	29,404
交易性金融资产	6,228	4,125	5,177	4,651
应收账款	127	291	479	647
其它应收款	70	24	32	44
预付账款	135	191	192	177
存货	3,237	3,283	3,327	3,378
其他	1,548	2,457	1,757	1,921
<b>非流动资产</b>	<b>27,928</b>	<b>25,206</b>	<b>26,332</b>	<b>25,936</b>
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	372	376	380	376
固定资产	12,845	12,773	12,796	12,784
无形资产	2,596	2,446	2,319	2,140
在建工程	630	550	491	425
其他	11,484	9,060	10,345	10,211
<b>资产总计</b>	<b>52,132</b>	<b>56,858</b>	<b>61,598</b>	<b>66,157</b>
<b>流动负债</b>	<b>16,601</b>	<b>16,956</b>	<b>17,246</b>	<b>17,222</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	3,176	3,126	3,246	3,276
预收账款	0	0	0	0
其他	13,425	13,830	14,000	13,946
<b>非流动负债</b>	<b>4,019</b>	<b>4,047</b>	<b>4,035</b>	<b>4,033</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	4,019	4,047	4,035	4,033
<b>负债合计</b>	<b>20,619</b>	<b>21,003</b>	<b>21,281</b>	<b>21,255</b>
少数股东权益	863	999	1,142	1,292
归属母公司股东权益	<b>30,649</b>	<b>34,856</b>	<b>39,175</b>	<b>43,610</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>52,132</b>	<b>56,858</b>	<b>61,598</b>	<b>66,157</b>

### 利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>32,473</b>	<b>33,249</b>	<b>34,029</b>	<b>34,884</b>
营业成本	18,885	19,154	19,414	19,709
营业税金及附加	2,358	2,414	2,469	2,532
营业费用	4,484	4,588	4,764	4,919
管理费用	1,464	1,463	1,463	1,500
研发费用	122	110	116	122
财务费用	(402)	(249)	(335)	(396)
资产减值损失	(16)	(27)	(27)	(25)
公允价值变动损益	106	153	153	137
投资净收益	73	121	104	99
其他经营收益	494	523	507	508
<b>营业利润</b>	<b>6,218</b>	<b>6,534</b>	<b>6,872</b>	<b>7,215</b>
营业外收支	73	75	77	80
<b>利润总额</b>	<b>6,291</b>	<b>6,610</b>	<b>6,950</b>	<b>7,295</b>
所得税	1,574	1,652	1,737	1,824
<b>净利润</b>	<b>4,717</b>	<b>4,957</b>	<b>5,212</b>	<b>5,471</b>
少数股东损益	129	136	143	150
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,588</b>	<b>4,821</b>	<b>5,069</b>	<b>5,321</b>
EBITDA	7,347	7,389	7,697	8,036
EPS (最新摊薄)	3.36	3.53	3.72	3.90

### 主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	1.04%	2.39%	2.34%	2.51%
营业利润	6.42%	5.09%	5.17%	4.99%
归属母公司净利润	5.60%	5.08%	5.15%	4.97%
<b>获利能力</b>				
毛利率	41.84%	42.39%	42.95%	43.50%
净利率	14.53%	14.91%	15.32%	15.68%
ROE	14.95%	14.31%	13.31%	12.49%
ROIC	14.53%	13.33%	12.38%	11.63%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	39.55%	36.94%	34.55%	32.13%
净负债比率	0.18%	0.20%	0.19%	0.19%
流动比率	1.46	1.87	2.04	2.34
速动比率	1.26	1.67	1.85	2.14
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.63	0.61	0.57	0.55
应收账款周转率	283.11	278.90	295.94	286.56
应付账款周转率	6.19	6.38	6.45	6.37
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	3.36	3.53	3.72	3.90
每股经营现金	3.37	5.34	3.90	4.29
每股净资产	22.47	25.55	28.72	31.97
<b>估值比率</b>				
P/E	18.42	17.53	16.67	15.88
P/B	2.76	2.42	2.16	1.94
EV/EBITDA	7.46	8.26	7.41	6.55

### 现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,593</b>	<b>7,278</b>	<b>5,319</b>	<b>5,849</b>
净利润	4,717	4,957	5,212	5,471
折旧摊销	1,249	1,034	1,087	1,141
财务费用	(402)	(249)	(335)	(396)
投资损失	(73)	(121)	(104)	(99)
营运资金变动	<b>(1,216)</b>	<b>(516)</b>	<b>960</b>	<b>(193)</b>
其它	317	2,174	(1,502)	(75)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,247)</b>	<b>1,502</b>	<b>(1,881)</b>	<b>(256)</b>
资本支出	(1,042)	(673)	(840)	(852)
长期投资	7	3	(5)	2
其他	(2,212)	2,172	(1,037)	594
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3,104)</b>	<b>(358)</b>	<b>(418)</b>	<b>(491)</b>
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(3,104)	(358)	(418)	(491)
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,758)</b>	<b>8,422</b>	<b>3,020</b>	<b>5,102</b>

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>