

600600.SH

买入

原评级: 买入

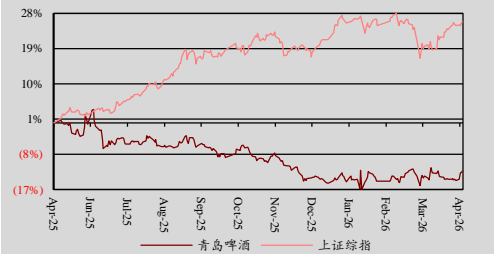
市场价格: 人民币 63.41

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 公司公告 2025 年年报及 2026 年 1 季报, 公司主品牌延续放量, 1Q26 产品结构优化推动吨价提升。公司业绩稳健, 股息率具备一定吸引力, 我们维持买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	2.7	2.0	5.5	(14.8)
相对上证综指	0.5	(2.8)	5.7	(40.2)

发行股数 (百万)	1,364.20
流通股 (百万)	1,364.20
总市值 (人民币 百万)	86,503.61
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	329.15
主要股东	
香港中央结算(代理人)有限公司	45.02%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2026 年 4 月 30 日收市价为标准

相关研究报告

- 《青岛啤酒》20250606
- 《青岛啤酒》20241031
- 《青岛啤酒》20240901

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 非白酒

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030002

青岛啤酒

公司经营稳健, 产品结构持续优化, 分红率稳步提升

青岛啤酒公告 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年公司实现营收及归母净利润分别为 324.7、45.9 亿元。同比分别+1.0%、+5.6%。1Q26 公司营收及归母净利润分别为 102.9、18.0 亿元, 同比分别-1.5%、+5.2%。1Q26 公司产品结构持续优化推动吨价提升, 盈利能力稳健, 股息率具备一定吸引力, 我们维持“买入”评级。

支撑评级的要点

- 2025 年中高端以上产品销量延续增长, 吨价受需求端影响阶段性承压。2025 年公司实现营收 324.7 亿元, 同比+1.0%, 其中 4Q25 营收 31.1 亿元, 同比-2.3%。2025 年公司啤酒销量稳健提升, 实现销量 764.8 万千升, 同比+1.5%; 吨价 4246 元/千升, 同比-0.4%。(1) 2025 年青岛品牌营收 223.8 亿元, 同比+1.4%。拆分量价来看, 销量和吨价同比分别为+3.5%、-2.1%, 其中, 中高端以上产品销量同比+5.2%, 销量占比 43.4%, 同比+1.6pct, 产品结构持续提升。根据公司年报, 青岛啤酒的经典系、白啤、超高端系列产品持续放量, 其中白啤销量快速增长, 位居白啤品类第一。2025 年青岛品牌吨价承压或与公司增加货折及新零售渠道收入占比提升有关。(2) 2025 年其他品牌营收 94.5 亿元, 同比-0.5%, 其他品牌销量和吨价同比分别-1.4%、+1.1%。其他品牌销量下降, 我们判断与崂山品牌所处价格带竞争加剧, 终端需求疲软有关。(3) 区域布局来看, 公司核心市场山东地区、华北地区营收保持稳健增长态势, 公司在巩固北方基地市场优势的基础上, 对南方市场聚焦突破。2025 年华南、华东市场营收增速分别为+1.2%、+3.8%。当前南方市场相对薄弱, 公司通过聚焦重点区域、精准深耕攻坚, 后续南方市场有望稳步渗透扩容, 打开全国化成长空间。
- 1Q26 产品结构持续优化拉动吨价提升, 1Q26 公司吨价同比+1.1%, 表现亮眼。1Q26 公司营收 102.9 亿元, 同比-1.5%。拆分量价来看, 1Q26 公司实现销量 220.2 万千升, 同比-2.6%; 吨价 4671 元/千升, 同比+1.1%, 销量整体承压主要受其他品牌销量下滑拖累, 公司中高端以上产品保持稳健增长, 结构升级趋势明显: 1Q26 主品牌、其他品牌销量增速分别为+0.4%、-7.3%。其中, 中高端以上产品销量 104.2 万千升, 同比+3.1%, 销量占比 47.3%, 同比+2.6pct。产品结构升级拉动整体吨价提升。
- 成本红利释放, 费用管控效果良好, 盈利能力稳步提升。(1) 受益于主要原材料成本下降 (2025 年吨成本同比-3.1%), 叠加产品结构优化, 公司盈利能力改善。2025 年公司毛利率为 41.8%, 同比增加 1.6pct。其中, 青岛品牌毛利率提升 0.8pct 至 46.8%, 崂山及其他品牌毛利率增长 3.2pct 至 29.6%。1Q26 公司毛利率为 42.7%, 同比+1.1pct, 我们判断 1Q26 公司仍使用了低价原材料。(2) 费用精细化管控落地, 2025 年、1Q26 期间费用率同比分别变动+0.1pct、-1.0pct, 一季度费用优化成效显著。2025 年公司毛销差达 28.0%, 同比提升 2.1pct, 经营效率持续改善。(3) 综上, 公司 2025 年归母净利润率为 14.1%, 同比+0.6pct; 1Q26 归母净利润率为 17.5%, 同比+1.1%, 盈利能力持续提升。
- 公司战略布局清晰, 旺季催化下, 2026 年增长可期。近两年, 啤酒行业整体面临消费增长承压的挑战, 公司聚焦啤酒主业, 践行“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒全国性第二品牌”双轮战略, 做强经典、纯生、白啤等核心大单品, 同步培育全麦、无醇、精酿、功能性轻卡啤酒等新兴赛道。在巩固北方基地市场基本盘的基础上, 通过团队革新与网络深耕提升弱势市场渗透率。展望全年来看, 我们认为餐饮渠道在去年低基数的基础上有望实现恢复, 叠加下半年体育赛事的催化, 公司在量、价两端均有望实现增长。

估值

- 公司注重股东回报, 分红比例逐年提升。2025 年分红比例为 69.9%, 当前 A/H 股的股息率为 3.7%/4.4%, 具备一定吸引力。考虑到终端需求仍处于恢复阶段, 同时结合公司业绩表现, 我们调整此前盈利预测, 预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 49.0、52.2、55.8 亿元, 同比增速分别为+6.8%、+6.5%、+6.8%。EPS 分别为 3.59、3.83、4.09 元/股, 当前对应 PE 分别为 17.6、16.6、15.5 倍, 维持“买入”评级。

评级面临的主要风险

- 原材料成本波动、食品安全风险, 渠道库存承压、行业竞争加剧。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	32,138	32,473	33,433	34,929	36,332
增长率(%)	(5.3)	1.0	3.0	4.5	4.0
EBITDA(人民币 百万)	5,693	6,446	7,325	7,963	8,666
归母净利润(人民币 百万)	4,345	4,588	4,901	5,222	5,578
增长率(%)	1.8	5.6	6.8	6.5	6.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	3.19	3.36	3.59	3.83	4.09
原先股本摊薄每股收益(人民币)			3.86	4.14	
调整幅度(%)			(7.0)	(7.5)	
市盈率(倍)	19.9	18.9	17.6	16.6	15.5
市净率(倍)	3.0	2.8	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA(倍)	16.3	11.0	9.7	8.4	7.5
每股股息(人民币)	2.2	2.4	2.2	2.2	2.3
股息率(%)	2.7	3.8	3.5	3.6	3.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2025 年年报及 2026 年一季报业绩概览

(人民币, 百万元)	FY2024	FY2025	同比 (%)	1Q25	1Q26	同比 (%)
营业收入	32,137.83	32,473.49	1.04	10,445.54	10,285.13	(1.54)
营业成本	19,209.92	18,885.15	(1.69)	6,096.24	5,888.96	(3.40)
毛利率(%)	40.23	41.84	1.62	41.64	42.74	1.11
毛利	12,927.91	13,588.34	5.11	4,349.30	4,396.17	1.08
税金及附加	2,328.26	2,357.58	1.26	631.08	630.65	(0.07)
销售费用	4,602.52	4,483.95	(2.58)	1,308.91	1,183.11	(9.61)
管理费用	1,406.58	1,463.71	4.06	333.87	359.21	7.59
研发费用	102.77	121.85	18.57	17.95	20.18	12.40
财务费用	(567.77)	(401.59)	(29.27)	(106.59)	(71.58)	(32.84)
资产减值损失	35.78	16.15	(54.87)	0.00	7.69	-
公允价值变动收益	199.52	106.45	(46.65)	4.39	81.65	1,758.32
投资收益	117.79	72.97	(38.05)	15.39	19.76	28.40
营业利润	5,843.12	6,218.11	6.42	2,302.44	2,449.20	6.37
营业利润率(%)	18.18	19.15	0.97	22.04	23.81	1.77
营业外收入	73.14	77.72	6.25	5.97	4.14	(30.71)
营业外支出	34.77	4.77	(86.29)	1.05	3.04	191.00
利润总额	5,881.49	6,291.06	6.96	2,307.37	2,450.29	6.19
所得税	1,389.72	1,573.64	13.23	569.16	617.64	8.52
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	24.27	25.61	1.33	24.89	25.42	0.54
少数股东权益	146.79	129.32	(11.91)	27.85	32.86	17.98
归属于母公司净利润	4,344.98	4,588.10	5.60	1,710.36	1,799.78	5.23
归母净利率(%)	13.52	14.13	0.61	16.37	17.50	1.12
EPS (元/股)	3.19	3.36	5.60	1.25	1.32	5.23

资料来源: 同花顺, 中银证券

注: 表内毛利率、利润率、所得税率、归母净利率指标的同比单位为 pct

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	32,138	32,473	33,433	34,929	36,332
营业收入	32,138	32,473	33,433	34,929	36,332
营业成本	19,210	18,885	18,771	19,168	19,635
营业税金及附加	2,328	2,358	2,474	2,724	2,870
销售费用	4,603	4,484	4,610	4,813	5,010
管理费用	1,407	1,464	1,504	1,568	1,628
研发费用	103	122	124	129	134
财务费用	(568)	(402)	(310)	(386)	(457)
其他收益	501	383	200	150	100
资产减值损失	(36)	(16)	0	0	0
信用减值损失	0	(2)	(1)	(7)	(11)
资产处置收益	4	111	30	10	10
公允价值变动收益	200	106	179	162	149
投资收益	118	73	70	30	30
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,843	6,218	6,737	7,256	7,790
营业外收入	73	78	30	10	10
营业外支出	35	5	30	40	40
利润总额	5,881	6,291	6,737	7,226	7,760
所得税	1,390	1,574	1,684	1,843	2,010
净利润	4,492	4,717	5,053	5,384	5,750
少数股东损益	147	129	152	162	173
归母净利润	4,345	4,588	4,901	5,222	5,578
EBITDA	5,693	6,446	7,325	7,963	8,666
EPS(最新股本摊薄, 元)	3.19	3.36	3.59	3.83	4.09

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	25,189	24,204	28,986	31,974	35,250
货币资金	17,979	12,860	15,911	19,407	21,681
应收账款	102	127	109	138	119
应收票据	0	0	0	0	0
存货	3,576	3,237	3,535	3,380	3,703
预付账款	242	135	240	143	249
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,289	7,846	9,191	8,906	9,498
非流动资产	26,231	27,928	26,472	25,742	26,313
长期投资	2,890	2,844	2,844	2,844	2,844
固定资产	11,818	12,861	12,230	11,609	12,393
无形资产	2,684	2,596	2,484	2,375	2,264
其他长期资产	8,839	9,626	8,914	8,915	8,811
资产合计	51,420	52,132	55,459	57,716	61,563
流动负债	17,522	16,601	17,838	17,782	18,956
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,054	3,050	3,017	3,179	3,167
其他流动负债	14,469	13,550	14,822	14,603	15,789
非流动负债	4,039	4,019	4,033	4,026	4,030
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4,039	4,019	4,033	4,026	4,030
负债合计	21,561	20,619	21,872	21,808	22,986
股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
少数股东权益	799	863	1,015	1,176	1,349
归属母公司股东权益	29,060	30,649	32,572	34,732	37,228
负债和股东权益合计	51,420	52,132	55,459	57,716	61,563

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	4,492	4,717	5,053	5,384	5,750
折旧摊销	1,241	1,302	1,376	1,444	1,622
营运资金变动	3,853	(847)	6	852	572
其他	(4,431)	(580)	(184)	(789)	(545)
经营活动现金流	5,155	4,593	6,251	6,890	7,398
资本支出	(2,141)	(2,253)	(313)	(518)	(2,290)
投资变动	(995)	(4,066)	(319)	(236)	(249)
其他	(4,286)	3,073	98	38	38
投资活动现金流	(7,422)	(3,247)	(534)	(717)	(2,501)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(3,548)	(3,509)	(2,978)	(3,062)	(3,082)
其他	565	405	313	384	458
筹资活动现金流	(2,983)	(3,104)	(2,665)	(2,678)	(2,624)
净现金流	(5,250)	(1,758)	3,052	3,496	2,273

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(5.3)	1.0	3.0	4.5	4.0
营业利润增长率(%)	1.9	6.4	8.4	7.7	7.4
归属于母公司净利润增长率(%)	1.8	5.6	6.8	6.5	6.8
息税前利润增长率(%)	3.4	15.5	15.7	9.6	8.1
息税折旧前利润增长率(%)	3.7	13.2	13.6	8.7	8.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	1.8	5.6	6.8	6.5	6.8
获利能力					
息税前利润率(%)	13.9	15.8	17.8	18.7	19.4
营业利润率(%)	18.2	19.1	20.2	20.8	21.4
毛利率(%)	40.2	41.8	43.9	45.1	46.0
归母净利润率(%)	13.5	14.1	14.7	15.0	15.4
ROE(%)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
ROIC(%)	11.3	12.2	13.2	13.5	13.5
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	(0.6)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.6)
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.8	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	316.9	283.1	283.1	283.1	283.1
应付账款周转率	10.7	10.6	11.0	11.3	11.5
费用率					
销售费用率(%)	14.3	13.8	13.8	13.8	13.8
管理费用率(%)	4.4	4.5	4.5	4.5	4.5
研发费用率(%)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
财务费用率(%)	(1.8)	(1.2)	(0.9)	(1.1)	(1.3)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.2	3.4	3.6	3.8	4.1
每股经营现金流(最新摊薄)	3.8	3.4	4.6	5.1	5.4
每股净资产(最新摊薄)	21.3	22.5	23.9	25.5	27.3
每股股息	2.2	2.4	2.2	2.2	2.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	19.9	18.9	17.6	16.6	15.5
P/B(最新摊薄)	3.0	2.8	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	16.3	11.0	9.7	8.4	7.5
价格/现金流(倍)	16.8	18.8	13.8	12.6	11.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371