

# 吨价重回提升，盈利能力继续提升

## 核心观点

25 年啤酒行业受“禁酒令”影响，旺季销量表现疲软，餐饮行业持续弱复苏。青啤销量表现稳健，公司加强对新零售渠道拓展并积极探索非啤酒品类，当前中高端产品占比持续提升，青岛啤酒经典、白啤等核心大单品为引领增长，26Q1 吨价重回增长通道，利润表现超预期，高端化仍有空间。关注后续啤酒旺季表现&餐饮渠道恢复，啤酒高端化仍在途中。25 年青啤分红率约 70%，H 股红利属性较强，分红率未来仍有提升空间，估值回落至低位，底部配置价值凸显。

## 事件

### 公司发布 2026 年一季报

公司 2026Q1 实现营业收入 102.85 亿元 (-1.54%)；归母净利润 18 亿元 (+5.23%)，扣非归母净利润 17.06 亿元 (+6.42%)。

## 简评

### 中高端占比提升，吨价重回增长

量方面，公司 26Q1 实现销量 220.2 万千升 (-2.61%)，其中主品牌青岛啤酒实现销量 138.1 万千升 (+0.44%)，中高端以上产品实现销量 104.2 万千升 (+3.07%)，中高端以上产品销量占比提升 2.61 个百分点至 47.32%。公司以青岛啤酒经典、白啤等核心大单品为引领，加大经典及以上中高端产品的培育与推广力度，加快培育全麦、精酿以及 0 糖轻卡、无醇低醇等新品类、新赛道，产品结构及盈利能力稳步提升，我们预计 Q1 经典系产品中低单量增、白啤高单增长、纯生仍在调整。

价方面，26Q1 公司平均吨价为 4671 元/千升 (+1.10%)，吨价重回增长，主要系结构提升。公司围绕“新产品、新渠道、新人群、新场景、新需求”开辟增长新空间，通过线上线下融合推广，持续深耕线上渠道，积极拓展新零售与即时零售业务，线上产品销量继续保持快速增长。

公司以高质量发展为引领，聚焦市场区域消费特点精准发力，以差异化策略推动区域市场协同发展；同时积极开源节流、提费效控成本，实现了经营发展提质增效。

## 青岛啤酒 (600600.SH)

维持

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

高畅

gaochang@csc.com.cn

010-56135269

SAC 编号:S1440525070010

张家祯

zhangjiazhen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526030006

发布日期：2026 年 05 月 05 日

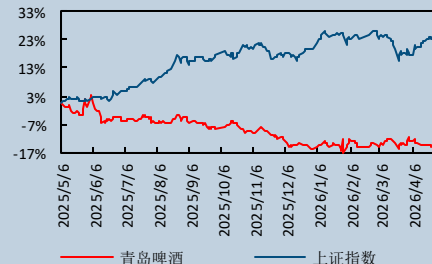
当前股价：63.41 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
1.98/-2.84	5.54/5.68	-15.35/-40.47
12 月最高/最低价 (元)		76.97/60.08
总股本 (万股)		136,419.51
流通 A 股 (万股)		70,912.59
总市值 (亿元)		757.17
流通市值 (亿元)		449.66
近 3 月日均成交量 (万)		526.39
主要股东		
香港中央结算(代理人)有限公司		45.02%

### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投非白酒】青岛啤酒  
25.11.10 (600600):产品结构保持韧性，静待需求复苏

### 吨成本延续改善，盈利能力继续提升

成本端，公司 26Q1 平均吨成本为 2674 元/千升（-0.81%），成本改善主要系公司优化成本管理，Q1 麦芽和玻璃瓶成本下降，以及铝罐已锁价，对整体采购成本影响较为可控。26Q1 毛利率、净利率同比变动 +1.11、+1.18 个百分点至 42.74%、17.82%。26Q1 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比变动 -1.03、+0.30、+0.32 个百分点至 11.50%、3.49%、-0.70%，提费效成果显著，公司盈利能力持续提升。

### 关注餐饮复苏进度，红利属性增强

25 年啤酒行业受“禁酒令”影响，旺季销量表现疲软，餐饮行业持续弱复苏。青啤销量表现稳健，公司加强对新零售渠道拓展并积极探索非啤酒品类，当前中高端产品占比持续提升，青岛啤酒经典、白啤等核心大单品为引领增长，26Q1 吨价重回增长通道，利润表现超预期，高端化仍有空间。关注后续啤酒旺季表现&餐饮渠道恢复，啤酒高端化仍在途中。25 年青啤分红率约 70%，H 股红利属性较强，分红率未来仍有提升空间，估值回落至低位，底部配置价值凸显。

**盈利预测：**预计 2026-2028 年公司实现收入 328.90、332.59、335.51 亿元，实现归母净利润 48.86、51.94、54.34 亿元，维持“买入”评级。

### 风险提示：

- 1、高端产品推进不及预期风险：行业进入高端化发展时代，各企业通过推进高档产品销售提升盈利水平。目前高档啤酒市场竞争较为激烈，若公司高档产品推进受阻，盈利或不及预期。
- 2、原材料价格波动风险：啤酒原料、包材等原材料占啤酒生产成本的大部分，原材料价格上涨会明显降低企业盈利水平。当前大麦成本从高点回落，若未来原材料价格发生波动，超预期的价格上涨会使得企业盈利不及预期。
- 3、市场需求恢复不及预期：2024 年以来餐饮等啤酒消费场所逐步复苏，若修复节奏不及预期，将影响公司产品销售。

### 重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	32,138	32,473	32,890	33,259	33,551
YOY(%)	-5.30	1.04	1.28	1.12	0.88
净利润(百万元)	4,345	4,588	4,886	5,194	5,434
YOY(%)	1.81	5.60	6.50	6.29	4.63
EPS(摊薄/元)	3.19	3.36	3.58	3.81	3.98
P/E(倍)	19.91	18.85	17.7	16.7	15.9

资料来源：公司公告，中信建投

## 分析师介绍

### 杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

### 高畅

中信建投食品饮料分析师，中央财经大学硕士，主要研究啤酒、饮料、休闲食品、乳品、保健品等行业。

### 张家祯

食品饮料行业分析师，南京大学经济学硕士，5 年券商研究所工作经验，2026 年加入中信建投证券研究发展部食品饮料团队，主要负责酒类领域及大消费行业研究，2022—2024 年连续三年新财富入围团队核心成员。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk