稳态龙头再加速，2026 看“量修复+价升级+估值重估”

相关研究：

1. 《继续强Call餐饮链复苏逻辑》2026.5.2
2. 《白酒啤酒调味品均有亮点，再提关注餐饮链复苏》2026.4.26
3. 《一季度社零数据发布：食品饮料消费韧性凸显，线上渗透与假日效应共振》2026.4.19

公司评级：增持（首次覆盖）

近十二个月公司表现

%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-7.6	-5.9	-39.8
绝对收益	-1.6	-0.9	-13.4

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师： 张弛
证书编号： S0500525110001
Tel： 17621838100
Email： zc08241@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

❑ 结论与观点

青岛啤酒当前最值得重视的，不是“高端化还在不在”，而是高端化已从故事变成报表，且 2026 年开始重新叠加销量弹性。2025 年公司在行业承压下依然实现销量同比+1.5%，营收同比+1.0%，归母净利润同比+5.6%，利润继续快于收入，说明公司的核心矛盾已经从“能否提利”转向“何时重新放量”。

四大关键边际变化：进入 2026 年，边际变化比过去两年更清晰：**一是** 2025 年餐饮现饮偏弱带来的低基数，**二是**世界杯贯穿旺季，**三是**高温概率提升，**四是**即时零售继续高增。公司一季报已先给出验证：Q1 营收 102.85 亿元、同比-1.54%，但归母净利润 18.0 亿元、同比+5.23%，毛利率 42.74%、同比+1.11pct，吨价同比+1.1%，中高端以上销量同比+3.1%。这意味着青啤正在从“成本红利驱动的利润修复”，切换到“结构升级延续+旺季量修复”的新阶段。

❑ 投资建议

青岛啤酒 2025 年呈现"量增利升"的良好态势，高端化战略持续推进，主品牌及中高端产品销量增速显著高于整体，产品结构优化效果明显。成本端受益于原料价格下行，叠加销售费用率改善，盈利能力稳步提升。2026 年一季度虽然收入端小幅承压，但利润韧性凸显，成本费用管控效果显著，经营现金流大幅改善。展望未来，公司在高端化、渠道创新和海外市场拓展方面的持续推进，有望为业绩增长提供持续动力。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 49.97/52.01/54.50 亿元，对应增速分别为 8.9%/4.1%/4.8%；同期 EPS 分别为 3.66/3.81/3.99 元，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

❑ 风险提示

新品推广不及预期，原材料价格波动，食品安全风险，消费复苏偏弱。

财务预测	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（万元）	32473.49	33229.40	33998.97	34676.21
同比	1.04%	2.33%	2.32%	1.99%
净利润	4588.10	4997.06	5201.45	5449.96
同比	5.60%	8.91%	4.09%	4.78%
毛利率	41.84%	42.63%	42.68%	42.84%
ROE	14.97%	14.85%	14.25%	13.89%
每股收益（元）	3.36	3.66	3.81	3.99
PE	18.57	17.05	16.38	15.63
EV/EBITDA	9.20	6.48	5.84	5.17

资料来源：iFinD、湘财证券研究所

正文目录

1 核心逻辑：青啤不是简单的高股息消费股，而是将品牌力兑现为结构优化和利润提升的龙头 2
2 2025 年复盘：收入不惊艳，但质量很高 3
3 2026 年的边际变化：青啤最重要的不是继续提利，而是开始重拾“量价利共振” 4
4 真正决定上行空间的，是南方突破和费用纪律 5
5 估值与配置：安全边际已具备，催化等待旺季验证 5
6 投资建议 6
7 风险提示 6

图表目录

图 1 公司单季度净利率变化 3
图 2 青岛啤酒市盈率（PE-ttm） 5
图 3 青岛啤酒股息率 6

表 1 青岛啤酒关键指标 2
表 2 青岛啤酒核心经营指标跟踪 4

1 核心逻辑：青啤不是简单的高股息消费股，而是将品牌力兑现为结构优化和利润提升的龙头

青岛啤酒的底层逻辑，始终是主品牌势能强、全国化网络深、产品结构持续升级。（据公司年报）2025 年公司主品牌销量 449.4 万千升、同比+3.5%，明显快于整体销量增速；中高端以上产品销量 331.8 万千升、同比+5.2%，继续跑赢总盘子。这说明公司并不是靠行业回暖吃β，而是在行业总量偏弱时持续拿到更优的结构。

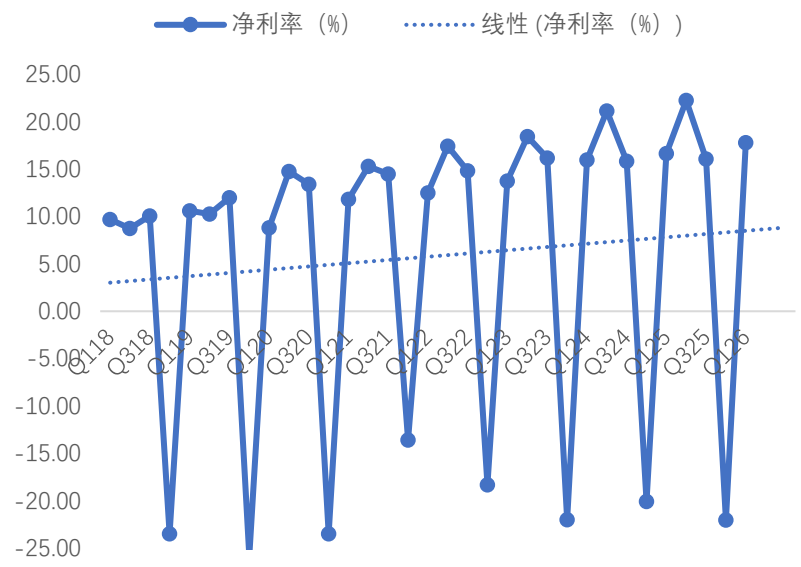
更关键的是，结构的升级已经在盈利能力端兑现。2025 年公司毛利率 41.84%，同比+1.62pct；净利率 14.53%，同比+0.55pct，背后对应的是吨酒价格尽管承压下降 0.7%至 4162 元/吨，但吨成本下降约 3.3%，毛销差持续走阔。换句话说，青啤过去几年做成的事，并不只是“卖更贵的酒”，而是在销量平稳背景下，把主品牌占比、中高端占比、费用效率和成本控制同时做优。

表 1 青岛啤酒关键指标

	2025	2024	同比变化（pct,%）
毛利率（%）	41.84	40.23	1.62
净利率（%）	14.53	13.98	0.55
销售费用率（%）	13.81	14.32	-0.51
毛销差（%）	28.04	25.91	2.13
啤酒营收（亿元）	318.30	315.79	0.79%
啤酒成本（亿元）	185.51	189.11	-1.90%
啤酒销量（万吨）	764.82	753.80	1.46%
吨酒价格（元/吨）	4161.74	4189.27	-0.66%
吨酒成本（元/吨）	2425.56	2508.78	-3.32%

资料来源：Wind、公司年报、湘财证券研究所

图 1 公司单季度净利率变化



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 1 反映出是公司盈利中枢逐年上移。啤酒是典型季节性行业，Q4 天然亏损，但青啤近年来旺季季度利润率高点持续抬升，说明公司经营质量在变好，而不只是吃原料周期。

2 2025 年复盘：收入不惊艳，但质量很高

2025 年市场对青啤最大的误读，是把“吨价略降”理解成“升级放缓”。实际上，公司全年更接近于主动在弱需求下稳份额、稳结构、稳利润。2025 年行业规模以上企业啤酒产量 3536 万千升、同比-1.1%（据 Wind 及国家统计局数据），而青啤销量同比+1.5%，显著跑赢行业。说明公司不是被动防守，而是在存量竞争中继续做相对优势。

表 2 的关键不在于 2025 年的销量或者收入、利润增速不高，而在于利润弹性已经稳定建立：该年度公司的青岛主品牌销量+3.5%，中高端以上销量+5.2%，而整体销量仅+1.5%，这表明公司内部的资源倾斜很明确：用主品牌和中高端产品拉动盈利质量，而不是一味追求低效放量。

表 2 青岛啤酒核心经营指标跟踪

	2025 年全年	同比变化	2026Q1	同比变化
营业收入（亿元）	324.73	1.04%	102.85	-1.54%
营业成本（亿元）	188.85	-1.69%	58.89	-3.40%
归母净利润（亿元）	45.88	5.60%	18.00	5.23%
销量（万千升）	764.82	1.46%	220.20	-2.61%
中高端以上销量	331.80	5.20%	104.20	3.07%
主品牌销量（万千升）	449.4	3.5%	138.1	0.40%
毛利率	41.84%	1.62%	42.74%	1.11%
吨酒营收（元/吨）	4246	-0.41%	4671	1.10%
吨酒成本（元/吨）	2469	-3.11%	2674	-0.81%

注：吨酒价格为啤酒销售收入/啤酒销量，吨酒营收为公司总营收/销量，二者口径有差异。
资料来源：Wind、公司 2025 年年报及一季报、2024 年年报及一季报、湘财证券研究所

3 2026 年的边际变化：青啤最重要的不是继续提利，而是开始重拾“量价利共振”

2026 年青啤最大的投资看点，是报表驱动因子从单一走向复合。过去两年市场更关注成本红利，现在则要重新评估销量弹性。目前行业共识是：2025 年旺季偏弱形成低基数、世界杯带来消费催化、高温提升旺季需求、即时零售继续成为新增量渠道。

公司 Q1 已经体现出这种变化的前兆。尽管总销量同比-2.6%，但主品牌销量同比+0.4%，中高端以上销量同比+3.1%（参见表 2）。这意味着一旦二三季度餐饮场景修复，青啤最有弹性的并不是低端补量，而是中高端产品中，经典、白啤、纯生、鲜啤这些兼具品牌力和盈利能力的产品。

同时，新渠道也在变得更重要。据公司 2025 年年报披露，非即饮销量占比已达 59.7%，即饮占比 40.3%；而即时零售渠道当前占比虽仍低，但高速增长，受到行业普遍关注，且该渠道中高端产品占比更高。这对青啤的意义，不只是多了一个增量渠道，而是找到了一个更适合高附加值产品销售的场景。

相比餐饮、夜场等即饮渠道，以及 KA、线下流通等非即饮渠道，即时零售渠道快速增长，这将削弱传统现饮壁垒，强化品牌直达消费者的能力——尤其有利于原浆、白啤、差异化听装和礼盒化产品放量。

4 真正决定上行空间的，是南方突破和费用纪律

青啤的优势市场在沿黄和北方，这部分逻辑已较成熟；真正值得跟踪的边际变量，是**南方弱势区域能否从“结构改善”走向“量利兼升”**。广东是公司的重点突破市场，且过去两年聚焦本地化和试点产品后，销量增速已明显高于公司平均。如果南方市场能复制东北“量、价、利同步改善”的路径，青啤的估值锚就不应只是高股息，而应加入全国化再渗透的成长溢价。

但市场也需要看到约束。第一，**成本红利正在从强顺风变成温和顺风**。虽然公司 Q1 仍受益于此前锁定的低价原料，但行业对 2026 年包材，尤其铝价的担忧仍在。第二，**O2O 和非现饮渠道竞争可能加剧价格内卷**，尤其弱势市场更容易被渠道品牌冲击。第三，若餐饮修复不及预期，青啤的量弹性释放节奏会慢于预期。

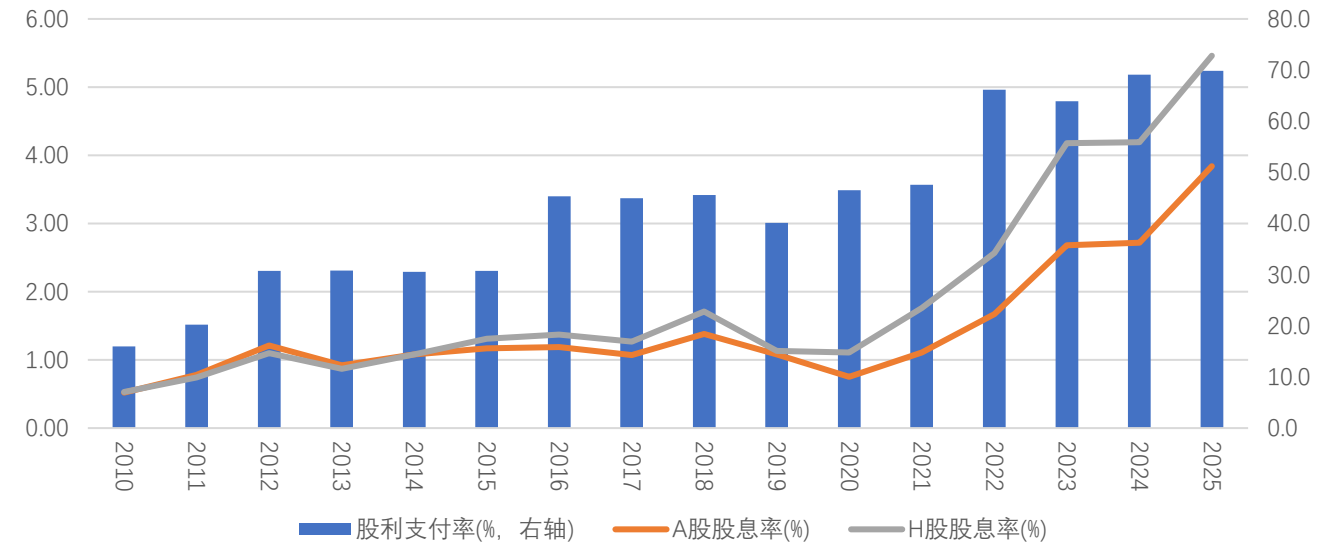
5 估值与配置：安全边际已具备，催化等待旺季验证

当前青岛啤酒 A 股 PE-TTM 约 18 倍，估值在历史底部。公司 2025 年分红率进一步提升至 70%，每股派息 2.35 元，当前 A/H 股股息率约 3.8%/5.5%。这意味着青啤向下有高股息托底，向上则看旺季兑现后的估值修复。

图 2 青岛啤酒市盈率（PE-ttm）

资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 青岛啤酒股息率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

公司股息率中枢近年明显抬升。对当下的青啤而言，市场不再只为成长买单，也开始为**确定性现金回报**买单。**青岛啤酒是一家已经证明自己能持续提质增利的龙头，而 2026 年开始，市场重新有机会看到它的销量弹性。**若二三季度旺季兑现“量修复+价升级+费用可控”，青啤的投资叙事将从“防御型高股息消费龙头”切换为“稳增长、可修复、能分红”的进攻型消费资产。

6 投资建议

青岛啤酒 2025 年呈现"量增利升"的良好态势，高端化战略持续推进，主品牌及中高端产品销量增速显著高于整体，产品结构优化效果明显。成本端受益于原料价格下行，叠加销售费用率改善，盈利能力稳步提升。2026 年一季度虽然收入端小幅承压，但利润韧性凸显，成本费用管控效果显著，经营现金流大幅改善。展望未来，公司在高端化、渠道创新和海外市场拓展方面的持续推进，有望为业绩增长提供持续动力。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 49.97/52.01/54.50 亿元，对应增速分别为 8.9%/4.1%/4.8%；同期 EPS 分别为 3.66/3.81/3.99 元，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

7 风险提示

新品推广不及预期，原材料价格波动，食品安全风险，消费复苏偏弱。

附表 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	12860	15086	19141	24146
应收票据及账款	127	111	114	116
预付账款	135	198	203	207
其他应收款	70	113	115	118
存货	3237	3353	3427	3486
其他流动资产	7776	8591	8646	8694
流动资产总计	24204	27451	31646	36766
长期股权投资	372	1402	2432	3462
固定资产	12981	10889	9135	7514
在建工程	630	1778	1902	1192
无形资产	2596	2263	2143	1672
长期待摊费用	73	41	5	5
其他非流动资产	11275	11682	11607	11425
非流动资产合计	27928	28056	27223	25270
资产总计	52132	55507	58869	62036
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	3176	3111	3180	3235
其他流动负债	13425	13751	14064	14328
流动负债合计	16601	16862	17244	17563
长期借款	78	59	38	15
其他非流动负债	3941	3941	3941	3941
非流动负债合计	4019	4000	3979	3956
负债合计	20619	20863	21224	21519
股本	1364	1364	1364	1364
资本公积	4198	4198	4198	4198
留存收益	25086	28084	30945	33670
归属母公司权益	30649	33647	36508	39233
少数股东权益	863	998	1138	1284
股东权益合计	31512	34645	37646	40517
负债和股东权益合计	52132	55507	58869	62036

现金流量表

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	4717	4493	4695	4943
折旧与摊销	1300	3762	4023	4244
财务费用	-402	-381	-468	-594
投资损失	-73	-121	-121	-121
营运资金变动	-349	-760	243	203
其他经营现金流	-603	586	586	586
经营性现金净流量	4590	7579	8958	9261
资本支出	2282	2860	2160	1260
长期投资	-1967	-1000	-1000	-1000
其他投资现金流	1003	143	151	159
投资性现金净流量	-3247	-3717	-3009	-2101
短期借款	0	0	0	0
长期借款	10	-18	-21	-23
普通股增加	-0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3114	-1618	-1872	-2131
筹资性现金净流量	-3104	-1636	-1893	-2154
现金流量净额	-1761	2226	4055	5005

利润表

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	32473	33229	33999	34676
营业成本	18885	19063	19487	19822
税金及附加	2358	2386	2441	2489
销售费用	4484	4586	4658	4716
管理费用	1464	1480	1514	1544
研发费用	122	110	112	115
财务费用	-402	-381	-468	-594
资产减值损失	-16	-45	-46	-47
信用减值损失	-2	-5	-5	-5
其他经营损益	0	-0	-0	-0
投资收益	73	121	121	121
公允价值变动损益	106	160	170	180
资产处置收益	111	98	98	98
其他收益	383	425	425	425
营业利润	6218	6741	7018	7355
营业外收入	78	58	58	58
营业外支出	5	18	18	18
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	6291	6781	7058	7395
所得税	1574	1649	1717	1799
净利润	4717	5131	5341	5597
少数股东损益	129	134	140	147
归属母公司股东净利润	4588	4997	5201	5450
EBITDA	7189	10162	10613	11045
NOPLAT	4073	4618	4754	4906
EPS(元)	3.36	3.66	3.81	3.99

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	1.04%	2.33%	2.32%	1.99%
营业利润增长率	6.42%	8.40%	4.11%	4.81%
EBIT 增长率	10.84%	8.67%	2.97%	3.21%
EBITDA 增长率	9.73%	41.34%	4.44%	4.08%
归母净利润增长率	5.60%	8.91%	4.09%	4.78%
经营现金流增长率	-10.90%	65.10%	18.19%	3.38%
盈利能力				
毛利率	41.84%	42.63%	42.68%	42.84%
净利率	14.53%	15.44%	15.71%	16.14%
营业利润率	19.15%	20.29%	20.64%	21.21%
ROE	14.97%	14.85%	14.25%	13.89%
ROA	8.80%	9.00%	8.84%	8.79%
ROIC	38.27%	34.78%	33.38%	37.05%
估值倍数				
P/E	18.57	17.05	16.38	15.63
P/S	2.62	2.56	2.51	2.46
P/B	2.78	2.53	2.33	2.17
股息率	0.00%	2.35%	2.75%	3.20%
EV/EBIT	11.23	10.28	9.40	8.40
EV/EBITDA	9.20	6.48	5.84	5.17
EV/NOPLAT	16.23	14.25	13.03	11.64

数据来源：iFinD、湘财证券研究所

分析师声明

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注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性： 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。