

销量短期承压，产品结构升级减缓利润下滑

——青岛啤酒（600600）2026 年中期业绩点评报告

增持(维持)

2026 年 09 月 04 日

报告关键要素:

近期，公司发布 2026 年半年度报告。2026H1 营业收入 196.55 亿元（同比-4.08%），归母净利润 39.20 亿元（同比+0.40%），扣非归母净利润 36.67 亿元（同比+0.99%）。2026Q2 单季营收 93.70 亿元（同比-6.73%），归母净利润 21.20 亿元（同比-3.37%），扣非归母净利润 19.62 亿元（同比-3.31%）。总体来看，上半年收入承压、但中高端销量仍增、新兴渠道叙事延续；利润韧性主要体现在 H1 累计毛利率与费率改善，2026Q2 归母已同比下滑，需观察旺季量价能否回正。

投资要点:

收入端承压主因啤酒销量回落。2026H1 公司啤酒产品销量 450.00 万千升（同比-4.90%），啤酒等收入 193.37 亿元（同比-4.34%），按啤酒收入/总销量粗算吨价 4,297.10 元/千升，较 2025H1 的 4,271.78 元/千升同比+0.59%，属量减价稳（略升）。半年报将营收下滑主因归结为销量影响，我们判断，亦或与消费场景偏弱等因素有关。

产品结构持续优化，中高端产品增长表现较好。2026H1 公司啤酒主品牌销量 270.80 万千升，占总销量 60.18%，其中中高端以上销量 204.40 万千升（同比+2.60%，公司披露口径），增速明显高于整体销量增速（-4.90%），占总销量 45.42%，较 2025H1 的 42.10% 占比提升+3.33pct。公司未单独披露中高端收入金额，结构结论以销量口径为主。公司持续推进产品结构优化升级，深化“青岛啤酒+崂山啤酒”品牌矩阵，依托“1+1+1+2+N”产品矩阵，构建多元化增长引擎。经典系稳健增长，白啤/轻干等健康品类强势增长，与德国保拉纳合作的全麦拉格啤酒补充高端叙事。

毛利率提升、销售费率改善减缓利润降幅。2026H1 综合毛利率 44.86%（同比+1.17pct），销售费用率 9.73%（同比-0.94pct），销售费用同比-12.52%，明显下降，管理费用率 3.54%（同比+0.21pct），研发费用率 0.26%（同比+0.05pct），财务费用率-0.72%（同比+0.29pct），归母净利率 19.94%（同比+0.89pct）。2026Q2 销售费用率 7.79%（同比-0.95pct），管理费用率 3.59%（同比+0.12pct），研发费用率 0.34%（同比+0.08pct），同期毛利率 47.19%（同比+1.35pct）、归母净利率 22.63%

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	32473.49	32209.82	32842.42	33150.21
增长比率 (%)	1.04	-0.81	1.96	0.94
归母净利润(百万元)	4588.10	4719.69	4917.49	5077.55
增长比率 (%)	5.60	2.87	4.19	3.25
每股收益(元)	3.36	3.46	3.60	3.72
市盈率(倍)	15.09	14.67	14.08	13.63
市净率(倍)	2.26	2.16	2.06	1.97

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)	50.74
总市值(亿元)	692.19
流通A股市值(亿元)	359.81

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

(同比+0.79pct)。上半年在销量下滑背景下,原料等成本改善叠加产品结构升级支撑毛利率提升,同时销售费率改善减缓利润降幅。

深化市场运营与渠道变革,即时零售连续 6 年保持高速增长。面对需求偏弱,公司深化市场运营与渠道变革,聚焦新产品/新渠道/新人群/新场景/新需求培育新增量。海外分销网络扩大、出口销量稳步增长,青岛啤酒上榜凯度 BrandZ “2026 年中国全球化品牌 50 强”。加速布局即时零售、高端餐饮等高潜力渠道,新兴渠道增速持续领跑行业。报告期内,线上、即时零售及现代零售销量均创历史新高,其中即时零售通过全品类覆盖与创新营销模式,连续 6 年保持高速增长,激活增量市场新动能。

分区域来看,拖累在山东、华东与华北,而华南/东南相对贡献正增长。山东营收 124.33 亿元(同比-5.16%),占比 63.26%,毛利率 33.11%(同比+3.24pct);华北 37.11 亿元(同比-2.86%),占比 18.88%,毛利率 9.82%(同比-0.58pct);华南 15.01 亿元(同比+2.92%),占比 7.64%,毛利率 15.42%(同比+3.21pct);华东 13.63 亿元(同比-6.52%),占比 6.93%,毛利率 19.49%(同比-3.10pct);东南 3.60 亿元(同比+1.62%),占比 1.83%,毛利率 24.23%(同比+4.12pct);港澳及其他海外 2.81 亿元(同比-1.88%),占比 1.43%,毛利率受成本归集/内部抵销等影响为负。从区域分布来看,上半年拖累在山东、华东与华北,华南/东南相对贡献正增长,但山东毛利率提升对综合毛利率形成支撑。

盈利预测与投资建议:考虑总量销量仍承压,我们下调此前盈利预测,预计公司 2026-2028 年归母净利润为 47.20/49.17/50.78 亿元(更新前为 49.27/51.45/53.14 亿元),同比增长 2.87%/4.19%/3.25%,9 月 3 日收盘价对应 PE 为 14.67/14.08/13.63 倍。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,同时积极布局新兴渠道,即时零售发展势能较强,维持“增持”评级。

风险因素:销量持续下滑或旺季动销不及预期风险、产品结构升级放缓风险、销售费用再度投放拖累利润风险、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	32210	32842	33150
同比增速 (%)	1.04	-0.81	1.96	0.94
营业成本	18885	18491	18763	18877
毛利	13588	13719	14079	14274
营业收入 (%)	41.84	42.59	42.87	43.06
税金及附加	2358	2312	2374	2394
营业收入 (%)	7.26	7.18	7.23	7.22
销售费用	4484	4284	4302	4310
营业收入 (%)	13.81	13.30	13.10	13.00
管理费用	1464	1417	1429	1425
营业收入 (%)	4.51	4.40	4.35	4.30
研发费用	122	129	131	133
营业收入 (%)	0.38	0.40	0.40	0.40
财务费用	-402	-187	-201	-247
营业收入 (%)	-1.24	-0.58	-0.61	-0.75
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	418	442	422
投资收益	73	118	105	101
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	95	71	94
营业利润	6218	6407	6696	6906
营业收入 (%)	19.15	19.89	20.39	20.83
营业外收支	73	55	55	55
利润总额	6291	6462	6751	6961
营业收入 (%)	19.37	20.06	20.56	21.00
所得税费用	1574	1616	1688	1740
净利润	4717	4847	5063	5221
营业收入 (%)	14.53	15.05	15.42	15.75
归属于母公司的净利润	4588	4720	4917	5078
同比增速 (%)	5.60	2.87	4.19	3.25
少数股东损益	129	127	146	143
EPS（元/股）	3.36	3.46	3.60	3.72

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	3.36	3.46	3.60	3.72
BVPS	22.47	23.50	24.59	25.70
PE	15.09	14.67	14.08	13.63
PEG	2.70	5.11	3.36	4.19
PB	2.26	2.16	2.06	1.97
EV/EBITDA	10.33	8.21	7.42	7.23
ROE	14.97%	14.72%	14.66%	14.48%
ROIC	13.15%	13.55%	13.55%	13.24%

资产负债表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	12860	13743	16847	17136
交易性金融资产	6228	4728	3728	3228
应收票据及应收账款	127	88	132	94
存货	3237	3548	3320	3562
预付款项	135	184	186	170
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1617	1734	1375	1999
流动资产合计	24204	24025	25589	26188
长期股权投资	372	374	377	372
固定资产	12861	13957	14871	15777
在建工程	630	697	509	356
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	53126	55460	56801
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3176	3003	3311	3057
预收账款	0	0	0	0
合同负债	7674	7449	7767	7697
应付职工薪酬	1595	1516	1520	1510
应交税费	443	386	414	423
其他流动负债	3713	3698	3752	3753
流动负债合计	16601	16052	16765	16439
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	20071	20784	20458
归属于母公司的所有者权益	30649	32065	33540	35063
少数股东权益	863	990	1136	1279
股东权益	31512	33055	34676	36343
负债及股东权益	52132	53126	55460	56801

现金流量表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	4593	4362	6842	4594
投资	-1967	1430	931	436
资本性支出	-2105	-1717	-1327	-1282
其他	826	118	105	101
投资活动现金流净额	-3247	-169	-290	-746
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	-3309	-3448	-3560
其他	-50	0	0	0
筹资活动现金流净额	-3104	-3309	-3448	-3560
现金净流量	-1759	884	3104	289

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。

免责条款

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