

证券研究报告

公司研究

点评报告

青岛啤酒(600600.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

王雪骄 食品饮料行业分析师

执业编号: S1500525070002

联系电话: 13734713119

邮箱: wangxuejiao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号

金隅大厦 B 座

邮编: 100031

成本持续改善，贡献利润增长

2025 年 10 月 28 日

事件：青岛啤酒发布 2025 年三季度报告，前三季度实现营收 293.67 亿元，同比+1.41%，归母净利润 52.74 亿元，同比+5.70%，扣非归母净利润 49.22 亿元，同比+5.03%。

点评：

- **销量稳健恢复，千升酒收入较为平稳。**2025Q3 实现营收 88.76 亿元，同比-0.17%，其中销量同比+0.32%至 216 万千升，吨价收入同比-0.5%至 4105 元。从产品结构来看，2025Q3 主品牌销量同比 4.24%至 128 万千升，副品牌销量同比-4.84%至 89 万千升。从价格带来看，公司中高档以上销量同比+6.80%至 94 万千升，占比同比+2.64pct 至 43.62%；中高档以下产品销量同比-4.17%至 122 万千升。
- **成本红利持续兑现，毛利率提升。**2025Q3 公司实现归母净利润 13.70 亿元，同比+1.62%，归母净利率同比+0.27pct 至 15.44%。一方面，成本端红利持续兑现，营业成本同比节省 1.37 亿元，吨酒成本同比-2.97%，带动毛利率同比+1.44pct 至 43.56%；另一方面，销售费用同比-3.14%至 12.12 亿元，销售费用率同比-0.42pct 至 13.66%；管理费用同比+2.18%至 2.78 亿元，管理费用率同比+0.07pct 至 3.14%。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为长期看啤酒行业格局清晰且稳定，成本红利下，我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 3.32、3.54、3.79 元，对应 2025 年 10 月 28 日收盘价（65.28 元/股）PE 为 20、18、17 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**中高端啤酒竞争加剧、原材料价格上涨等

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	33,937	32,138	32,729	33,379	34,045
增长率 YoY %	5.5%	-5.3%	1.8%	2.0%	2.0%
归属母公司净利润(百万元)	4,268	4,345	4,531	4,826	5,170
增长率 YoY%	15.0%	1.8%	4.3%	6.5%	7.1%
毛利率%	38.7%	40.2%	42.1%	43.0%	44.1%
净资产收益率ROE%	15.5%	15.0%	14.9%	15.1%	15.4%
EPS(摊薄)(元)	3.13	3.19	3.32	3.54	3.79
市盈率 P/E(倍)	20.87	20.50	19.65	18.45	17.22
市净率 P/B(倍)	3.24	3.06	2.92	2.79	2.65

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 10 月 28 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	29,612	25,189	25,369	27,797	30,722
货币资金	19,282	17,979	17,403	19,453	22,128
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	100	102	108	110	112
预付账款	211	242	231	232	232
存货	3,540	3,576	3,544	3,552	3,554
其他	6,479	3,289	4,083	4,450	4,696
非流动资产	19,644	26,231	27,578	27,036	26,085
长期股权投资	365	392	412	427	439
固定资产(合计)	11,146	11,818	11,766	11,368	10,615
无形资产	2,493	2,684	2,664	2,635	2,600
其他	5,641	11,338	12,737	12,606	12,432
资产总计	49,256	51,420	52,947	54,833	56,807
流动负债	16,918	17,522	17,590	17,834	18,048
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	194	217	192	192	192
应付账款	2,953	3,054	2,979	2,986	2,988
其他	13,772	14,252	14,419	14,656	14,868
非流动负债	4,083	4,039	3,964	3,972	3,982
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4,083	4,039	3,964	3,972	3,982
负债合计	21,001	21,561	21,554	21,807	22,031
少数股东权益	805	799	931	1,072	1,223
归属母公司股东权	27,449	29,060	30,462	31,955	33,554
负债和股东权益	49,256	51,420	52,947	54,833	56,807

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	33,937	32,138	32,729	33,379	34,045
同比(%)	5.5%	-5.3%	1.8%	2.0%	2.0%
归母净利润	4,268	4,345	4,531	4,826	5,170
同比(%)	15.0%	1.8%	4.3%	6.5%	7.1%
毛利率(%)	38.7%	40.2%	42.1%	43.0%	44.1%
ROE(%)	15.5%	15.0%	14.9%	15.1%	15.4%
EPS(摊薄)(元)	3.13	3.19	3.32	3.54	3.79
P/E	20.87	20.50	19.65	18.45	17.22
P/B	3.24	3.06	2.92	2.79	2.65
EV/EBITDA	13.89	14.85	10.04	9.12	8.29

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	33,937	32,138	32,729	33,379	34,045
营业成本	20,817	19,210	18,965	19,009	19,020
营业税金及附加	2,387	2,328	2,402	2,449	2,498
销售费用	4,708	4,603	4,650	4,742	4,837
管理费用	1,519	1,407	1,456	1,485	1,515
研发费用	101	103	127	130	132
财务费用	-457	-568	-444	-429	-479
减值损失合计	-83	-36	-40	30	-40
投资净收益	172	118	92	94	96
其他	786	706	514	427	436
营业利润	5,737	5,843	6,140	6,544	7,015
营业外收支	10	38	50	50	49
利润总额	5,746	5,881	6,191	6,594	7,064
所得税	1,398	1,390	1,527	1,627	1,743
净利润	4,348	4,492	4,663	4,967	5,321
少数股东损益	80	147	132	141	151
归母净利润	4,268	4,345	4,531	4,826	5,170
EBITDA	5,961	6,230	7,149	7,647	8,093
EPS(当年)(元)	3.14	3.19	3.32	3.54	3.79

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,778	5,155	5,043	6,202	6,728
净利润	4,348	4,492	4,663	4,967	5,321
折旧摊销	1,182	1,241	1,402	1,482	1,508
财务费用	-476	-585	6	6	7
投资损失	-172	-118	-92	-94	-96
营运资金变动	-2,024	185	-628	-73	3
其它	-80	-60	-308	-86	-16
投资活动现金流	-3,463	-7,422	-2,427	-819	-485
资本支出	-895	-1,941	-1,793	-709	-509
长期投资	-3,295	-6,624	100	-175	-52
其他	728	1,143	-734	64	76
筹资活动现金流	-2,868	-2,983	-3,194	-3,332	-3,568
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	-225	0	0	0	0
支付利息或股息	-2,534	-2,801	-3,135	-3,340	-3,578
现金净增加额	-3,548	-5,246	-576	2,050	2,674

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，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。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。