

2025 年 10 月 28 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
林若尧
SAC: S1350525070002
linruoyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 10 月 27 日
收盘价（元）	65.96
一年内最高/最低（元）	82.50/65.31
总市值（百万元）	89,982.42
流通市值（百万元）	89,982.31
总股本（百万股）	1,364.20
资产负债率（%）	37.35
每股净资产（元/股）	22.97

资料来源：聚源数据

青岛啤酒 (600600. SH)

——量价表现稳健，成本红利保障盈利

投资要点：

事件：公司发布 2025 年三季度报告，2025 年前三季度公司实现收入 293.67 亿元，同比增加 1.41%，实现归母净利润 52.74 亿元，同比增长 5.7%，实现扣非归母净利润 49.22 亿元，同比增长 5.03%。根据公告，公司 2025 年 Q3 单季度实现营收 88.76 亿元，同比下滑 0.17%，归母净利润 13.7 亿元，同比增长 1.62%，扣非归母净利润 12.9 亿元，同比增长 2.41%。

- **啤酒量价整体稳健，成本红利延续。**1) 收入方面：拆分量价看，公司前三季度啤酒销量 689.4 万吨，同比增长 1.6%，对应吨价 4259.74 元/吨（采用总收入口径），同比下滑 0.2%。单 25Q3 实现啤酒销量 216.2 万吨，同比增长 0.32%，对应吨酒价格 4105.23 元/吨（采用总收入口径），同比下滑 0.5%，尽管吨价对比去年同期有所下降，但产品结构整体仍向上升级，公司单 Q3 主品牌销量占比对比去年同期提升了 2.22pct 达 59.07%，对应 127.7 万吨，同比增长 4.24%，其中中高端以上产品实现销量 94.3 万吨，对比同期增长 6.8%。2) 成本方面：25Q3 公司吨酒成本 2316.98 元/吨(采用总成本口径)，同比下降 2.97%，成本红利延续。
- **毛销差持续改善，盈利能力提升。**利润端，公司 25Q3 毛利率为 43.56%，对比去年同期提升 1.44pct；销售费用率为 13.66%，对比去年同期下降 0.42pct，驱动毛销差提升 1.86pct 至 29.9%；管理/研发/财务费用率分别为 3.14%/0.39%/-1.2%，对比同期分别变动+0.08/+0.08/+0.41pct，净利率对比去年同期提升 0.24pct 至 16.09%。

盈利预测与评级：我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 46.3/49.88/54.11 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 19/18/17 倍。考虑到公司当前基本面表现稳健，盈利能力延续改善趋势，维持“买入”评级。

风险提示。原材料价格波动、高端档次竞争加剧、食品安全问题等

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	33,937	32,138	32,522	33,531	34,455
同比增长率（%）	5.49%	-5.30%	1.20%	3.10%	2.76%
归母净利润（百万元）	4,268	4,345	4,630	4,988	5,411
同比增长率（%）	15.02%	1.81%	6.56%	7.74%	8.47%
每股收益（元/股）	3.13	3.19	3.39	3.66	3.97
ROE（%）	15.55%	14.95%	15.32%	15.98%	16.75%
市盈率（P/E）	21.08	20.71	19.43	18.04	16.63

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	17,979	16,572	17,545	18,426
应收票据及账款	102	108	112	115
预付账款	242	244	252	258
其他应收款	83	84	87	89
存货	3,576	3,559	3,628	3,685
其他流动资产	3,206	5,914	6,035	6,146
流动资产总计	25,189	26,481	27,659	28,719
长期股权投资	392	420	448	476
固定资产	11,933	11,366	11,025	10,637
在建工程	631	958	1,523	2,303
无形资产	2,684	2,660	2,776	2,883
长期待摊费用	86	41	41	41
其他非流动资产	10,506	10,656	10,659	10,662
非流动资产合计	26,231	26,100	26,471	27,001
资产总计	51,420	52,581	54,130	55,720
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	3,271	3,185	3,247	3,298
其他流动负债	14,252	14,235	14,607	14,936
流动负债合计	17,522	17,420	17,854	18,234
长期借款	68	54	42	29
其他非流动负债	3,970	3,970	3,970	3,970
非流动负债合计	4,039	4,024	4,012	4,000
负债合计	21,561	21,444	21,866	22,233
股本	1,364	1,364	1,364	1,364
资本公积	4,198	4,198	4,198	4,198
留存收益	23,498	24,656	25,653	26,735
归属母公司权益	29,060	30,218	31,216	32,298
少数股东权益	799	919	1,049	1,189
股东权益合计	29,860	31,137	32,264	33,487
负债和股东权益合计	51,420	52,581	54,130	55,720

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	4,492	4,222	4,594	5,031
折旧与摊销	1,238	1,264	1,262	1,303
财务费用	-568	-567	-561	-592
投资损失	-118	-140	-133	-129
营运资金变动	475	-2,802	230	200
其他经营现金流	-368	635	627	631
经营性现金净流量	5,152	2,612	6,019	6,445
投资性现金净流量	-7,422	-1,099	-1,603	-1,815
筹资性现金净流量	-2,983	-2,920	-3,443	-3,749
现金流量净额	-5,248	-1,407	974	880

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	32,138	32,522	33,531	34,455
营业成本	19,210	19,046	19,418	19,723
税金及附加	2,328	2,353	2,426	2,493
销售费用	4,603	4,560	4,634	4,659
管理费用	1,407	1,430	1,424	1,412
研发费用	103	101	101	100
财务费用	-568	-567	-561	-592
资产减值损失	-36	-47	-49	-50
信用减值损失	0	-3	-4	-3
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	118	140	133	129
公允价值变动损益	200	0	0	0
资产处置收益	4	60	61	51
其他收益	501	472	468	475
营业利润	5,843	6,221	6,699	7,264
营业外收入	73	48	52	54
营业外支出	35	24	26	27
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	5,881	6,244	6,725	7,291
所得税	1,390	1,494	1,607	1,740
净利润	4,492	4,750	5,118	5,551
少数股东损益	147	120	129	140
归属母公司股东净利润	4,345	4,630	4,988	5,411
EPS(元)	3.19	3.39	3.66	3.97

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-5.30%	1.20%	3.10%	2.76%
营业利润增长率	1.85%	6.46%	7.68%	8.44%
归母净利润增长率	1.81%	6.56%	7.74%	8.47%
经营现金流增长率	85.66%	-49.31%	130.46%	7.07%
盈利能力				
毛利率	40.23%	41.44%	42.09%	42.76%
净利率	13.98%	14.61%	15.26%	16.11%
ROE	14.95%	15.32%	15.98%	16.75%
ROA	8.45%	8.81%	9.22%	9.71%
估值倍数				
P/E	20.71	19.43	18.04	16.63
P/S	2.80	2.77	2.68	2.61
P/B	3.10	2.98	2.88	2.79
股息率	1.73%	3.86%	4.44%	4.81%
EV/EBITDA	14	11	10	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。