

营收下滑，高端化与成本红利驱动利润增长

——青岛啤酒（600600）点评报告

增持(维持)

2025 年 10 月 28 日

事件:

2025 年 10 月 27 日，公司发布 2025 年三季度报告。

投资要点:

需求端承压致营收小幅下降，但利润保持正增长。2025 年前三季度公司累计实现营业收入 293.67 亿元 (YoY+1.41%)，实现归母净利润 52.74 亿元 (YoY+5.70%)，实现扣非归母净利润 49.22 亿元 (YoY+5.03%)。其中，2025 年第三季度，公司实现营业收入 88.76 亿元 (YoY-0.17%)，营收同比增速自 2024Q4 以来首次由正转负，我们判断可能与当季全国雨水较多，以及餐饮行业整体疲软有关；实现归母净利润 13.70 亿元 (YoY+1.62%)，实现扣非归母净利润 12.90 亿元 (YoY+2.41%)，净利润在营收下降的情况下依旧同比上升，我们认为可能与产品结构提升、原料成本下降以及期间费用管控有效有关。前三季度青岛啤酒累计实现产品销量 689.4 万千升 (同比+1.6%)，其中主品牌青岛啤酒实现产品销量 399 万千升 (同比+4.1%)，中高端以上产品实现销量 293.5 万千升 (同比+5.6%)，显示中高端产品的销量增速更高，产品结构有所提升。

高端化与成本红利驱动利润增长，费用端销售费用率有所下降。2025 年第三季度公司毛利率为 43.56%，同比+1.44pcts，净利率为 16.09%，同比+0.24pcts。受益于大麦等啤酒原材料成本下降，以及公司产品结构升级，带动公司毛利率提升。费用端，2025 年第三季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 13.66%/3.14%/0.39%/-1.20%，分别同比 -0.42pcts/+0.07pcts/+0.08pcts/0.41pcts，销售费用率同比下降表明企业销售费用投入更加精细、高效。

盈利预测与投资建议：短期来看，成本下降红利有望延续，天气好转以及全运会赛事举办有望使得啤酒需求回暖。长期来看，公司作为国产啤酒龙头，近年来在高端/超高端市场均布局，未来高端化推动均价提升仍有空间。我们维持公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归

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)	65.96
总市值(亿元)	899.82
流通A股市值(亿元)	467.74

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

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
 销量企稳回升，新篇章待启

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	32137.83	33215.62	34277.46	35295.25
增长率(%)	-5.30	3.35	3.20	2.97
归母净利润(百万元)	4344.98	4794.51	5228.80	5644.39
增长率(%)	1.81	10.35	9.06	7.95
每股收益(元)	3.19	3.51	3.83	4.14
市盈率(倍)	20.50	18.57	17.03	15.78
市净率(倍)	3.06	2.79	2.54	2.32

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

母净利润为 47.95/52.29/56.44 亿元，同比增长 10.35%/9.06%/7.95%，对应 EPS 为 3.51/3.83/4.14 元/股，10 月 28 日股价对应 PE 为 19/17/16 倍，维持“增持”评级。

风险因素：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）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	32138	33216	34277	35295
同比增速 (%)	-5.30	3.35	3.20	2.97
营业成本	19210	19213	19428	19645
毛利	12928	14003	14849	15651
营业收入 (%)	40.23	42.16	43.32	44.34
税金及附加	2328	2404	2458	2547
营业收入 (%)	7.24	7.24	7.17	7.22
销售费用	4603	4567	4747	4932
营业收入 (%)	14.32	13.75	13.85	13.97
管理费用	1407	1487	1523	1564
营业收入 (%)	4.38	4.48	4.44	4.43
研发费用	103	90	101	104
营业收入 (%)	0.32	0.27	0.30	0.30
财务费用	-568	-265	-282	-328
营业收入 (%)	-1.77	-0.80	-0.82	-0.93
资产减值损失	-36	34	20	45
信用减值损失	0	8	12	15
其他收益	501	487	478	520
投资收益	118	155	153	151
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	200	0	0	0
资产处置收益	4	56	81	49
营业利润	5843	6461	7045	7611
营业收入 (%)	18.18	19.45	20.55	21.56
营业外收支	38	10	13	15
利润总额	5881	6471	7058	7626
营业收入 (%)	18.30	19.48	20.59	21.61
所得税费用	1390	1552	1693	1820
净利润	4492	4919	5366	5806
营业收入 (%)	13.98	14.81	15.65	16.45
归属于母公司的净利润	4345	4795	5229	5644
同比增速 (%)	1.81	10.35	9.06	7.95
少数股东损益	147	124	137	162
EPS（元/股）	3.19	3.51	3.83	4.14

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	3.19	3.51	3.83	4.14
BVPS	21.30	23.41	25.70	28.18
PE	20.50	18.57	17.03	15.78
PEG	11.34	1.80	1.88	1.99
PB	3.06	2.79	2.54	2.32
EV/EBITDA	14.85	10.55	9.26	8.30
ROE	14.95%	15.01%	14.91%	14.68%
ROIC	12.71%	13.68%	13.61%	13.41%

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	17979	19149	22200	24490
交易性金融资产	2022	2407	2120	2249
应收票据及应收账款	102	134	112	148
存货	3576	3577	3636	3670
预付款项	242	234	226	239
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1268	1500	1199	1892
流动资产合计	25189	27001	29494	32688
长期股权投资	392	400	411	427
固定资产	11818	12545	13173	13878
在建工程	631	736	770	774
无形资产	2684	2752	2817	2924
商誉	1307	1307	1307	1307
递延所得税资产	1930	1930	1930	1930
其他非流动资产	7470	7458	7444	7434
资产总计	51420	54129	57346	61362
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3271	3157	3291	3260
预收账款	0	0	0	0
合同负债	8313	7946	7873	8195
应付职工薪酬	1767	1921	1896	1896
应交税费	393	513	432	474
其他流动负债	3779	3698	3693	3837
流动负债合计	17522	17235	17185	17662
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	260	260	260	260
其他非流动负债	3779	3779	3779	3779
负债合计	21561	21273	21224	21701
归属于母公司的所有者权益	29060	31932	35062	38439
少数股东权益	799	924	1060	1222
股东权益	29860	32856	36123	39661
负债及股东权益	51420	54129	57346	61362

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	5155	4832	6083	6048
投资	-6624	-459	210	-207
资本性支出	-1941	-1436	-1299	-1439
其他	1143	155	153	151
投资活动现金流净额	-7422	-1739	-935	-1495
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	-2801	-1923	-2096	-2263
其他	-182	0	0	0
筹资活动现金流净额	-2983	-1923	-2096	-2263
现金净流量	-5246	1170	3051	2291

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