

产品结构持续优化，盈利能力延续提升

—— 2025 年三季报业绩点评

2025 年 10 月 28 日

核心观点

- 事件：**公司发布公告，2025 年前三季度实现营收 293.7 亿元，同比+1.4%；归母净利润 52.7 亿元，同比+5.7%；扣非归母净利润 49.2 亿元，同比+5.0%。其中 25Q3 营收 88.8 亿元，同比-0.2%；归母净利润 13.7 亿元，同比+1.6%；扣非归母净利润 12.9 亿元，同比+2.4%。
- 25Q3 产品结构持续优化，中高端销量占比提升。**公司 25Q3 收入同比-0.2%，拆分量价来看，25Q3 销量同比+0.3%，在三季度不利天气影响、终端需求偏弱的情况下保持稳定；单价同比-0.5%，或与货折等因素有关。**分品牌来看**，25Q3 高端化趋势延续，主品牌青岛啤酒/中高端以上产品销量分别同比+4.3%/+6.8%，对应占比分别同比+2.3/+2.6pcts 至 59.1%/43.6%。**分渠道来看**，公司以精细化运营不断夯实主流渠道市场地位，加速开发新兴渠道，线上业务持续巩固提升。此外，公司充分发挥自身优势，积极开拓海内外市场。
- 前期成本红利叠加提质增效，盈利能力持续强化。**25Q3 归母净利率为 15.4%，同比+0.3pcts。具体拆分来看，**毛利率**为 43.6%，同比+1.4pcts，判断主要得益于产品结构优化与原料成本红利，尽管 25Q3 玻璃等价格出现边际上行，前期在低位的备货或锁定一定利润空间。**销售费用率**为 13.7%，同比-0.4pcts，费用控制良好；**管理费用率**为 3.1%，同比+0.1pcts，相对保持稳定。
- 啤酒高端化叠加产品多元化，长期看好公司发展前景。**我们看好公司两大成长逻辑：1) 啤酒竞争格局稳固，且主要酒厂均重视利润率，我们认为啤酒高端化进程仍将为行业主线，公司盈利能力有望延续提升趋势；2) 公司积极布局创新品类产品，有望借助个性化、健康化、高端化及创新口感产品拓展消费客群、打开新增需求，未来成长空间充足。
- 投资建议：**预计 2025~2027 年收入分别同比+1.4%/3.3%/2.7%，归母净利润分别同比+7.2%/6.3%/6.3%，PE 分别为 19/18/17X。考虑到公司目前估值水平处于历史低位，叠加股息率较高，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**餐饮需求恢复不及预期的风险，盈利能力改善不及预期的风险，竞争加剧的风险，食品安全的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	32,138	32,580	33,643	34,553
收入增长率%	-5.30	1.38	3.26	2.71
归母净利润(百万元)	4,345	4,659	4,952	5,261
利润增长率%	1.81	7.24	6.27	6.25
毛利率%	40.23	41.86	42.10	42.50
摊薄 EPS(元)	3.19	3.42	3.63	3.86
PE	20.71	19.31	18.17	17.10
PB	3.10	2.93	2.77	2.62
PS	2.80	2.76	2.67	2.60

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

青岛啤酒（股票代码：600600）

推荐 维持评级

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

研究助理：彭潇颖

✉：pengxiaoying_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2025 年 10 月 27 日

股票代码	600600
A 股收盘价(元)	65.96
上证指数	3,996.94
总股本(万股)	136,420
实际流通 A 股(万股)	70,913
流通 A 股市值(亿元)	468

相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 27 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河食饮】公司点评_青岛啤酒_量价均稳健增长，盈利能力持续改善
- 【银河食饮】公司点评_青岛啤酒_盈利持续改善，关注旺季催化

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	25,189	26,781	30,170	33,648
现金	17,979	20,136	23,575	26,826
应收账款	102	100	103	107
其它应收款	83	131	135	122
预付账款	242	215	221	234
存货	3,576	3,374	3,469	3,592
其他	3,206	2,826	2,666	2,766
非流动资产	26,231	25,422	24,572	23,710
长期投资	2,890	3,380	3,880	4,380
固定资产	11,818	10,384	8,914	7,446
无形资产	2,684	2,849	2,998	3,128
其他	8,839	8,808	8,780	8,755
资产总计	51,420	52,203	54,742	57,358
流动负债	17,522	16,730	17,225	17,900
短期借款	0	0	0	0
应付账款	3,054	2,849	2,930	3,045
其他	14,469	13,881	14,295	14,855
非流动负债	4,039	3,833	4,013	3,962
长期借款	0	0	0	0
其他	4,039	3,833	4,013	3,962
负债总计	21,561	20,563	21,238	21,862
少数股东权益	799	921	1,051	1,203
归属母公司股东权益	29,060	30,719	32,452	34,293
负债和股东权益	51,420	52,203	54,742	57,358

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,155	6,351	7,454	7,655
净利润	4,492	4,782	5,082	5,412
折旧摊销	1,238	1,811	1,842	1,873
财务费用	-585	1	1	1
投资损失	-118	-98	-132	-122
营运资金变动	475	-373	303	423
其他	-348	228	357	67
投资活动现金流	-7,422	-986	-975	-931
资本支出	-1,941	-522	-497	-453
长期投资	-6,624	-550	-600	-600
其他	1,143	86	122	122
筹资活动现金流	-2,983	-3,208	-3,039	-3,473
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-2,983	-3,208	-3,039	-3,473
现金净增加额	-5,246	2,157	3,439	3,251

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32,138	32,580	33,643	34,553
营业成本	19,210	18,942	19,478	19,868
税金及附加	2,328	2,326	2,402	2,479
销售费用	4,603	4,643	4,777	4,872
管理费用	1,407	1,434	1,447	1,479
研发费用	103	114	114	116
财务费用	-568	-538	-603	-706
资产减值损失	-36	33	14	34
公允价值变动收益	200	60	40	0
投资收益及其他	624	521	582	605
营业利润	5,843	6,274	6,663	7,084
营业外收入	73	32	43	49
营业外支出	35	16	21	24
利润总额	5,881	6,290	6,685	7,109
所得税	1,390	1,508	1,603	1,696
净利润	4,492	4,782	5,082	5,412
少数股东损益	147	122	130	151
归属母公司净利润	4,345	4,659	4,952	5,261
EBITDA	6,552	7,563	7,924	8,276
EPS（元）	3.19	3.42	3.63	3.86

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	-5.3%	1.4%	3.3%	2.7%
营业利润增长率	1.9%	7.4%	6.2%	6.3%
归母净利润增长率	1.8%	7.2%	6.3%	6.3%
毛利率	40.2%	41.9%	42.1%	42.5%
净利率	14.0%	14.7%	15.1%	15.7%
ROE	15.0%	15.2%	15.3%	15.3%
ROIC	13.5%	13.8%	13.8%	13.7%
资产负债率	41.9%	39.4%	38.8%	38.1%
净资产负债率	72.2%	65.0%	63.4%	61.6%
流动比率	1.44	1.60	1.75	1.88
速动比率	1.15	1.35	1.51	1.64
总资产周转率	0.64	0.63	0.63	0.62
应收账款周转率	316.92	321.74	330.68	327.75
应付账款周转率	6.40	6.42	6.74	6.65
每股收益	3.19	3.42	3.63	3.86
每股经营现金流	3.78	4.66	5.46	5.61
每股净资产	21.30	22.52	23.79	25.14
P/E	20.71	19.31	18.17	17.10
P/B	3.10	2.93	2.77	2.62
EV/EBITDA	11.01	9.25	8.39	7.64
PS	2.80	2.76	2.67	2.60

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，覆盖食品饮料板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		