

青岛啤酒 (600600.SH)

2025 年三季度收入增速放缓，产品结构延续提升

优于大市

核心观点

公司公布 2025 年三季度业绩：3Q25 实现营业总收入 88.8 亿元，同比-0.2%；实现归母净利润 13.7 亿元，同比+1.6%；实现扣非归母净利润 12.9 亿元，同比+2.4%。

Q3 收入增速放缓，产品结构持续优化。 Q3 收入同比-0.2%，较上半年增速有所放缓，主要系受到行业性需求偏弱的影响。Q3 销量同比+0.3%，销量增速环比回落，千升酒收入同比-0.5%。尽管量价表现平淡，但产品结构升级趋势延续，Q3 青岛主品牌/其他品牌销量同比+4.2%/-4.8%，主品牌销量占比进一步提升至 59.1%，且中高档及以上产品销量同比+6.8%，明显高于整体销量增速，销量占比提升至 43.6%。因产品结构有所优化，千升酒收入小幅下滑预计与货折增加有关。

成本红利逐步释放，费用管控良好。 受益于大麦、包材等原材料成本下行及产品结构优化，Q3 毛利率 43.6%，同比+1.4pp。费用端，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.4/+0.1/+0.1/+0.4pp，整体费用率稳定，其中销售费用率同比小幅下降体现市场费用管控良好，财务费用率小幅上升预计系利息收入减少。因 Q3 所得税率同比有所提升，归母净利率同比提升幅度较小，同比+0.3pp。

盈利预测与投资建议： 公司新管理层上任后，更加注重市场份额与高端化的平衡，在巩固高端优势的同时，有望通过积极的市场策略修复销量与份额。今年公司加速开发新兴渠道，线上业务较快发展，并顺应消费趋势布局生鲜、原浆、精酿类产品，为持续稳健发展提供动力。利润端，成本红利可贯穿 2025 年全年，后续产品结构持续升级，结合精细化运营背景下费用率稳中有降，预计利润率延续小幅改善趋势。公司作为成熟啤酒行业龙头，建议结合公司品牌基础、渠道能力来看其业绩稳健性，同时公司有望持续提升分红比例，也为投资者提供了较好的安全边际。考虑到酒水市场需求恢复速度持续偏慢，我们小幅下调 2025-2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 326.1/332.5/339.2 亿元（前预测值 328.5/336.1/344.2 亿元）同比+1.5%/+2.0%/+2.0%；实现归母净利润 46.6/49.8/52.6 亿元（前预测值 47.5/51.3/54.4 亿元），同比+7.2%/+7.0%/+5.6%；EPS 分别为 3.42/3.65/3.86 元；当前股价对应 PE 分别为 19/18/17 倍。考虑到公司基地市场竞争优势稳固，产品覆盖全面且品牌力处于行业领先地位，目前系统性创新帮助公司把握市场变化，且公司分红率走升强化股东回报，维持“优于大市”评级。

风险提示： 宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增长速度显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,937	32,138	32,606	33,245	33,916
(+/-%)	5.5%	-5.3%	1.5%	2.0%	2.0%
归母净利润(百万元)	4268	4345	4660	4984	5263
(+/-%)	15.0%	1.8%	7.2%	7.0%	5.6%
每股收益(元)	3.13	3.19	3.42	3.65	3.86
EBIT Margin	13.0%	14.0%	16.2%	16.9%	17.5%
净资产收益率(ROE)	15.5%	15.0%	16.0%	17.2%	18.1%
市盈率(PE)	20.9	20.5	19.1	17.9	16.9
EV/EBITDA	20.0	19.7	17.8	16.7	15.8
市净率(PB)	3.24	3.06	3.06	3.06	3.06

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·非白酒

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	65.28 元
总市值/流通市值	89055/89055 百万元
52 周最高价/最低价	82.50/65.18 元
近 3 个月日均成交额	433.78 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《青岛啤酒 (600600.SH) - 2025 年上半年啤酒业务量增价稳，成本红利延续》——2025-08-28

《青岛啤酒 (600600.SH) - 加大产品、销售模式创新力度，积极应对市场变化》——2025-05-23

《青岛啤酒 (600600.SH) - 第三季度销量同比下滑，盈利能力承压》——2024-10-30

《青岛啤酒 (600600.SH) - 第二季度销量同比下滑，成本下行助盈利能力改善》——2024-08-30

《青岛啤酒 (600600.SH) - 积极备战销售旺季，下半年销量改善可期》——2024-07-01

公司公布 2025 年三季度业绩：3Q25 实现营业总收入 88.8 亿元，同比-0.2%；实现归母净利润 13.7 亿元，同比+1.6%；实现扣非归母净利润 12.9 亿元，同比+2.4%。

Q3 收入增速放缓，产品结构持续优化。Q3 收入同比-0.2%，较上半年增速有所放缓，主要系受到行业性需求偏弱的影响。Q3 销量同比+0.3%，销量增速环比回落，千升酒收入同比-0.5%。尽管量价表现平淡，但产品结构升级趋势延续，Q3 青岛主品牌/其他品牌销量同比+4.2%/-4.8%，主品牌销量占比进一步提升至 59.1%，且中高档及以上产品销量同比+6.8%，明显高于整体销量增速，销量占比提升至 43.6%。因产品结构有所优化，千升酒收入小幅下滑预计与货折增加有关。

成本红利逐步释放，费用管控良好。受益于大麦、包材等原材料成本下行及产品结构优化，Q3 毛利率 43.6%，同比+1.4pp。费用端，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.4/+0.1/+0.1/+0.4pp，整体费用率稳定，其中销售费用率同比小幅下降体现市场费用管控良好，财务费用率小幅上升预计系利息收入减少。因 Q3 所得税率同比有所提升，归母净利率同比提升幅度较小，同比+0.3pp。

盈利预测与投资建议：公司新管理层上任后，更加注重市场份额与高端化的平衡，在巩固高端优势的同时，有望通过积极的市场策略修复销量与份额。今年公司加速开发新兴渠道，线上业务较快发展，并顺应消费趋势布局生鲜、原浆、精酿类产品，为持续稳健发展提供动力。利润端，成本红利可贯穿 2025 年全年，后续产品结构持续升级，结合精细化运营背景下费用率稳中有降，预计利润率延续小幅改善趋势。公司作为成熟啤酒行业龙头，建议结合公司品牌基础、渠道能力来看其业绩稳健性，同时公司有望持续提升分红比例，也为投资者提供了较好的安全边际。考虑到酒水市场需求恢复速度持续偏慢，我们小幅下调 2025-2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 326.1/332.5/339.2 亿元（前预测值 328.5/336.1/344.2 亿元），同比+1.5%/+2.0%/+2.0%；实现归母净利润 46.6/49.8/52.6 亿元（前预测值 47.5/51.3/54.4 亿元），同比+7.2%/+7.0%/+5.6%；EPS 分别为 3.42/3.65/3.86 元；当前股价对应 PE 分别为 19/18/17 倍。考虑到公司基地市场竞争优势稳固，产品覆盖全面且品牌力处于行业领先地位，目前系统性创新帮助公司把握市场变化，且公司分红率走升强化股东回报，维持“优于大市”评级。

风险提示

宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增长速度显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	32,846	33,609	34,420	32,606	33,245	33,916	-240	-364	-504
收入同比增速%	2.2%	2.3%	2.4%	1.5%	2.0%	2.0%	-0.7%	-0.4%	-0.4%
毛利率%	42.2%	42.9%	43.2%	42.0%	42.5%	42.8%	-0.2%	-0.4%	-0.4%
销售费用率%	14.3%	14.1%	13.9%	14.1%	14.0%	13.9%	-0.2%	-0.1%	0.0%
归母净利率%	14.5%	15.3%	15.8%	14.3%	15.0%	15.5%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
归母净利润（百万元）	4,750	5,127	5,439	4,660	4,984	5,263	-90	-142	-176
归母净利润同比增速%	9.3%	7.9%	6.1%	7.2%	7.0%	5.6%	-2.1%	-1.0%	-0.5%
EPS（元）	3.48	3.76	3.99	3.42	3.65	3.86	-0.07	-0.10	-0.13

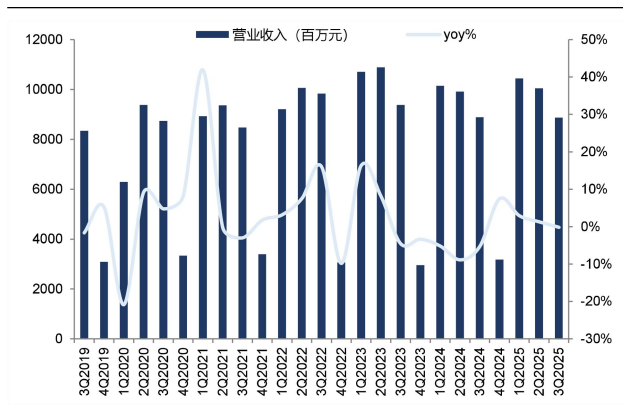
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2025 年 10 月 28 日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2025E	2026E	2025E	2026E		
600600.SH	青岛啤酒	19.2	65.28	3.42	3.65	19.1	17.9	891	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	23.9	53.19	2.61	2.70	20.4	19.7	257	优于大市
0291.HK	华润啤酒	13.8	25.31	1.82	1.84	13.9	13.8	821	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	21.3	11.64	0.56	0.66	20.8	17.7	328	优于大市
002461.SZ	珠江啤酒	21.9	9.39	0.43	0.49	21.7	19.1	208	优于大市

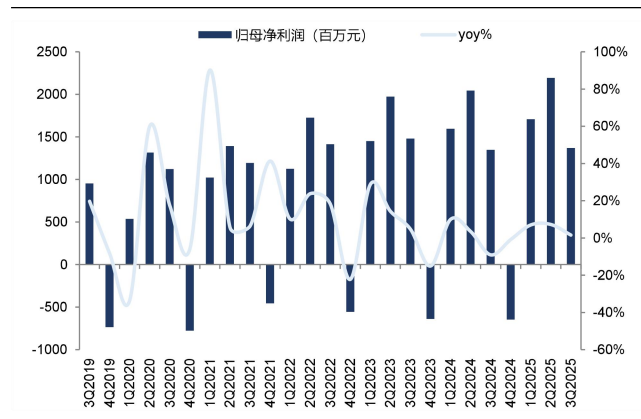
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理; 华润啤酒股价及总市值以换算成以 RMB 计

图1: 单季度营业收入及增速



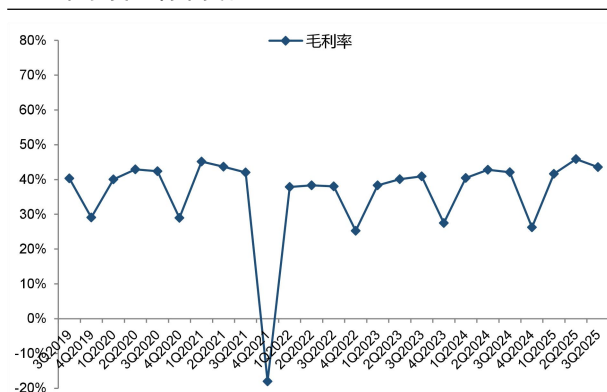
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



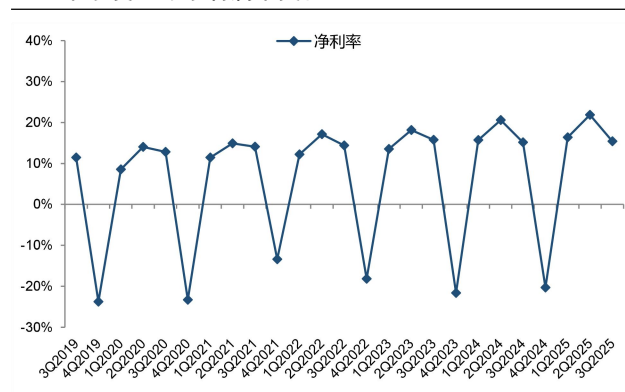
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	19282	17979	16464	15844	15339	营业收入	33937	32138	32606	33245	33916
应收款项	100	102	107	109	112	营业成本	20817	19210	18920	19113	19407
存货净额	3540	3576	3473	3493	3530	营业税金及附加	2387	2328	2282	2327	2374
其他流动资产	4737	1458	1500	1516	1536	销售费用	4708	4603	4597	4654	4714
流动资产合计	29612	25189	23744	23362	23017	管理费用	1519	1407	1492	1492	1479
固定资产	11644	12449	13047	13434	13656	研发费用	101	103	121	113	88
无形资产及其他	2493	2684	2675	2665	2657	财务费用	(457)	(568)	(379)	(355)	(390)
投资性房地产	5142	10707	11086	11303	11735	投资收益	230	200	160	190	200
长期股权投资	365	392	392	392	392	资产减值及公允价值变动	(83)	(36)	(30)	(25)	(25)
资产总计	49256	51420	50944	51157	51456	其他收入	627	521	493	567	619
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	5737	5843	6316	6746	7124
应付款项	3146	6539	6480	6535	6625	营业外净收支	10	38	5	15	15
其他流动负债	13772	10983	10616	10697	10791	利润总额	5746	5881	6321	6761	7139
流动负债合计	16918	17522	17095	17232	17416	所得税费用	1398	1390	1517	1623	1713
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	80	147	144	154	163
其他长期负债	4083	4039	3937	3977	3980	归属于母公司净利润	4268	4345	4660	4984	5263
非流动负债合计	4083	4039	3937	3977	3980	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	21001	21561	21033	21209	21396	净利润	4268	4345	4660	4984	5263
少数股东权益	805	799	844	890	931	资产减值准备	57	(47)	1	1	1
股东权益	27449	29060	29067	29057	29130	折旧摊销	1086	1133	910	976	1041
负债和股东权益总计	49256	51420	50944	51157	51456	公允价值变动损失	83	36	30	25	25
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(457)	(568)	(379)	(355)	(390)
每股收益	3.13	3.19	3.42	3.65	3.86	营运资本变动	(894)	(1811)	(472)	139	126
每股红利	2.00	2.20	2.39	2.74	2.89	其它	(1822)	1499	(236)	(202)	(228)
每股净资产	20.12	21.30	21.31	21.30	21.35	经营活动现金流	2778	5155	4894	5923	6229
ROIC	15.37%	14.94%	22%	39%	40%	资本开支	(1618)	(2141)	(1580)	(1380)	(1280)
ROE	15.55%	14.95%	16%	17%	18%	其它投资现金流	(1845)	(5281)	(1726)	(1800)	(1600)
毛利率	39%	40%	42%	43%	43%	投资活动现金流	(3463)	(7422)	(3306)	(3180)	(2880)
EBIT Margin	13%	14%	16%	17%	18%	权益性融资	6	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	17%	19%	20%	21%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
收入增长	5%	-5%	1%	2%	2%	支付股利、利息	(2534)	(2801)	(3102)	(3363)	(3854)
净利润增长率	15%	2%	7%	7%	6%	其它融资现金流	(339)	(182)	0	0	0
资产负债率	44%	43%	43%	43%	43%	融资活动现金流	(2868)	(2983)	(3102)	(3363)	(3854)
股息率	3.1%	3.4%	3.7%	4.2%	4.4%	现金净变动	(3548)	(5246)	(1515)	(620)	(505)
P/E	20.9	20.5	19.1	17.9	16.9	货币资金的期初余额	12840	9292	4046	2531	1911
P/B	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	货币资金的期末余额	9292	4046	2531	1911	1406
EV/EBITDA	20.0	19.7	17.8	16.7	15.8	企业自由现金流	1907	608	2874	4017	4403
						权益自由现金流	1907	608	3162	4288	4700

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032