

中高端产品占比持续提升，原材料成本优势延续

——青岛啤酒 2025 年三季报点评

公司点评

● 公司 2025 年前三季度营收增速 1.41%，行业承压下龙头企业表现较稳健：

2025 年前三季度，公司实现营业收入 293.67 亿元，同比增长 1.41%；利润总额达 71.74 亿元，同比增长 6.58%；归母净利润 52.74 亿元，同比增长 5.70%；扣非归母净利润 49.22 亿元，同比增长 5.03%。2025 年第三季度单季，公司营业收入 88.76 亿元，同比微降 0.17%；归母净利润 13.70 亿元，同比增长 1.62%；扣非归母净利润 12.90 亿元，同比增长 2.41%。

● 毛利率提升至 43.7%，净利率增至 18.4%：

持续受益原材料价格下降及公司生产效率提升，公司营业成本同比下降 1.89%，带动毛利率提升 1.1 个百分点至 43.7%。期间费用率呈现结构性变化：销售费用率下降 0.07pct 至 11.6%，管理费用率上升 0.24pct 至 3.3%，加大新品研发，研发费用率上升 0.07pct 至 0.27%。净利率同比提升 0.4 个百分点至 18.4%，主要得益于成本端改善及投资收益增加。

● 青岛啤酒前三季度销量稳步增长，中高端产品表现亮眼：

啤酒行业整体销量仍在小幅收缩的情况下，公司 2025 年前三季度通过优化产品结构和创新营销模式，实现产品总销量 689.4 万千升/+1.6%。其中主品牌青岛啤酒销量达 399 万千升/+4.1%，中高端产品销量 293.5 万千升/+5.6%，产品升级持续推进。公司坚持全渠道布局，巩固主流渠道优势的同时加速拓展新兴渠道，线上业务持续提升。在国内外市场方面，公司通过多场景营销强化消费者互动，通过精细化运营和渠道创新，推动了销售规模的稳步扩张。

● 公司品牌价值大行业地位高，提高分红持续提升企业吸引力：

青岛啤酒厂 2024 年获评全球食品饮料行业首家“可持续灯塔工厂”。青岛啤酒入选“中国品牌 500 强”权威榜单，品牌价值呈现显著跃升，行业领先地位得到进一步夯实。公司同期斩获“全国质量标杆企业”殊荣，充分彰显其在质量管理体系构建与技术创新实践方面的卓越成效。青岛啤酒近期与多家国际龙头企业达成战略合作协议，重点推进绿色包装解决方案及可持续发展项目，凸显其在 ESG 领域的战略布局与责任担当。

以 2024 年度分红计算，公司分红率高达 69.07%，较 2023 年同比增长 10%。A 股股息率约为 3.2%，H 股股息率（税前）约为 4.7%，具备较强红利属性。

● 受标的公司影响停止收购即墨黄酒：

青岛啤酒原计划通过收购山东即墨黄酒实现多元化布局、形成淡旺季互补的策略。青岛啤酒发布最新公告显示，《股权转让协议》约定的交割先决条件未能满足，本次股权收购交易终止，公司无须就《股权转让协议》终止承担任何违约责任。

● 盈利预测及投资建议：

啤酒行业销量下行的压力下，龙头企业借助规模优势可更好抵御市场风险，借助渠道优势铺设新品。我们预计公司 25/26/27 年实现营收分别为 328/336/344 亿元，同比增速 2.0%/2.3%/2.4%，净利润分别为 46/48/49 亿元，对应 EPS 分别为 3.40/3.48 /3.60 元。当前股价对应 PE 分别为 19.4/19.0/18.4 倍，公司当前 PE19.5 倍，维持公司“强烈推荐”评级。

● 风险提示：消费增速放缓，啤酒行业产量持续收缩，餐饮端恢复较慢，国

强烈推荐（维持）

陈文倩（分析师）

chenwenqian@cctgsc.com.cn

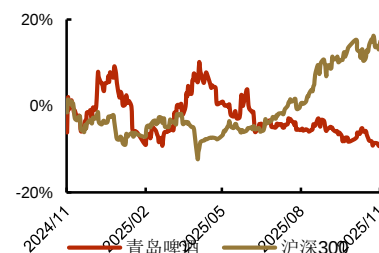
证书编号：S0280515080002

市场数据

时间 2025/11/11

收盘价(元):	66.16
一年最低/最高(元):	64.75/79.38
总股本(亿股):	13.64
总市值(亿元):	902.55
流通股本(亿股):	7.09
流通市值(亿元):	469.16
近 3 月换手率:	203.91%

股价一年走势



相关报告

《高端消费常态化，21Q1 量价齐升》
2021-04-26

《步入业绩释放阶段，增长符合预期》
2021-03-07

《疫情短期冲击销量，龙头抗风险能力优于行业》2020-04-30

《业绩增长符合预期，股权激励释放团队活力，助力高端化》2020-03-30

《锁定中高端卡位，复星助力有望重塑辉煌》2019-07-08



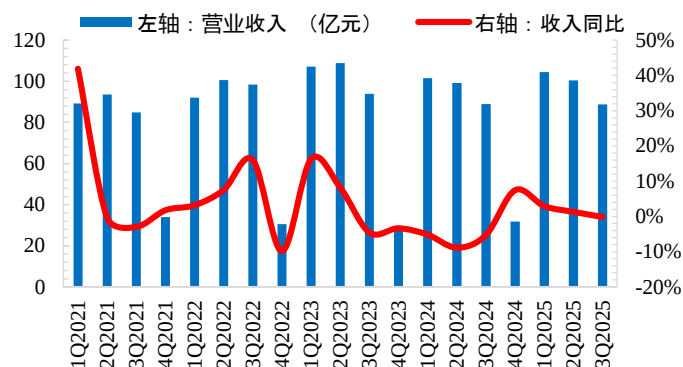
内中高端产品竞争愈发激烈，以及食品安全风险、企业生产经营风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,937	32,138	32,785	33,556	34,366
增长率(%)	5.5	-5.3	2.0	2.3	2.4
净利润(百万元)	4,268	4,345	4,641	4,750	4,917
增长率(%)	15.0	1.8	6.8	2.3	3.5
毛利率(%)	38.7	40.2	41.3	41.7	41.7
净利率(%)	12.6	13.5	14.2	14.2	14.3
ROE(%)	15.4	15.0	15.1	14.3	13.9
EPS(摊薄/元)	3.13	3.19	3.40	3.48	3.60
P/E(倍)	21.1	20.8	19.4	19.0	18.4
P/B(倍)	3.3	3.1	2.9	2.7	2.6

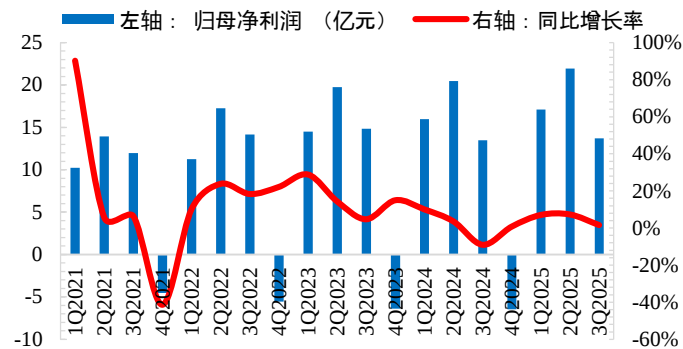
资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2025 年 11 月 11 日

图1： 2021Q1-2025Q3 单季营业收入（亿元）及其同比，表现平稳



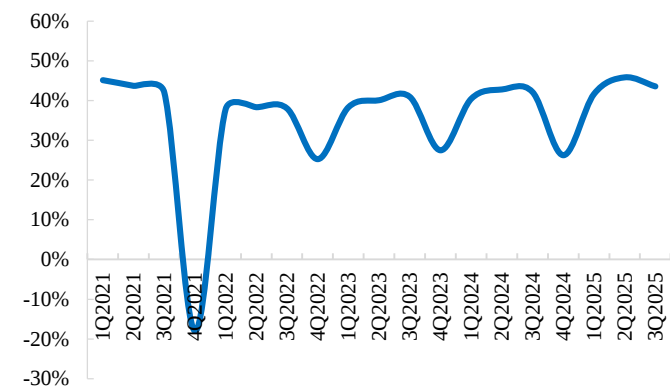
资料来源：wind，诚通证券研究所

图2： 2021Q1-2025Q3 单季归母净利润（亿元）及其同比



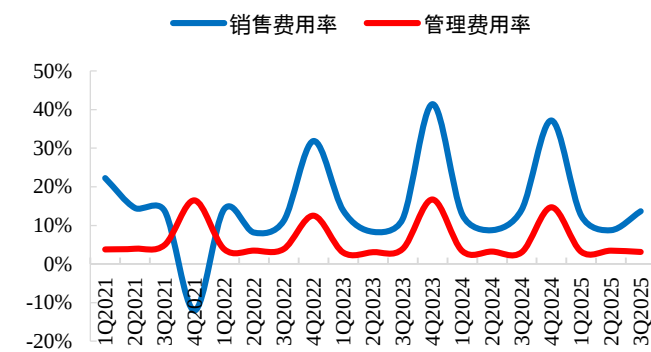
资料来源：wind，诚通证券研究所

图3： 2021Q1-2025Q3 单季毛利率稳步上行



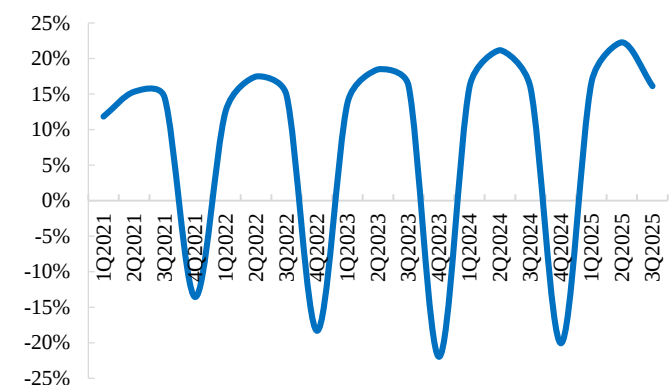
资料来源：wind，诚通证券研究所

图4： 2021Q1-2025Q3 单季销售费用率和管理费用率平稳



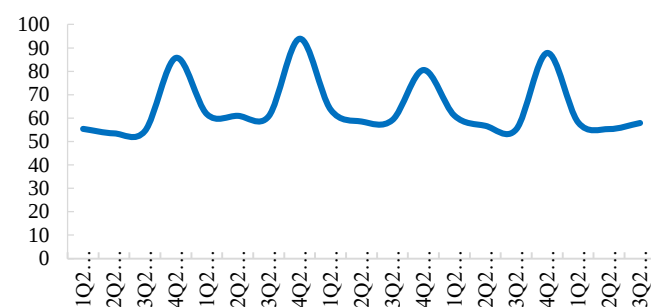
资料来源：wind，诚通证券研究所

图5： 2021Q1-2025Q3 单季净利率保持稳健上行态势



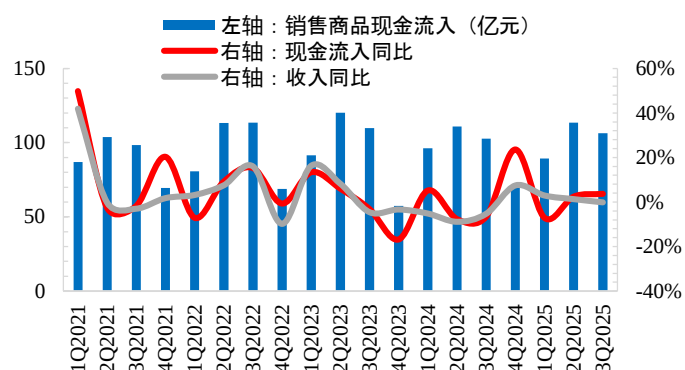
资料来源：wind，诚通证券研究所

图6： 2021Q1-2025Q3 公司合同负债(亿元) 较平稳



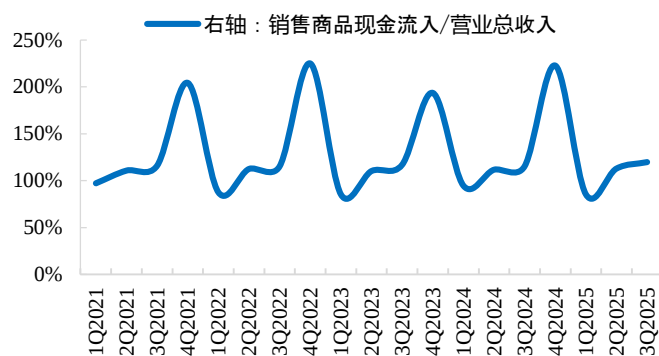
资料来源：wind，诚通证券研究所

图7： 2021Q1-2025Q3 单季销售商品现金流入增速同比表现平稳



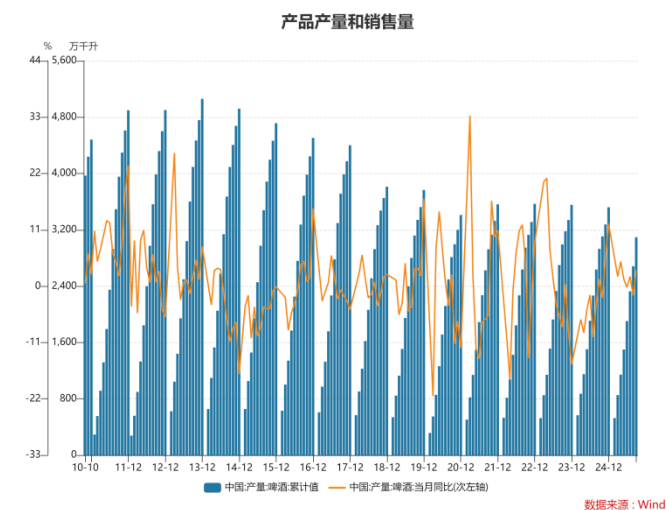
资料来源：wind，诚通证券研究所

图8： 2021Q1-2025Q3 单季销售商品现金流入/营业总收入相近



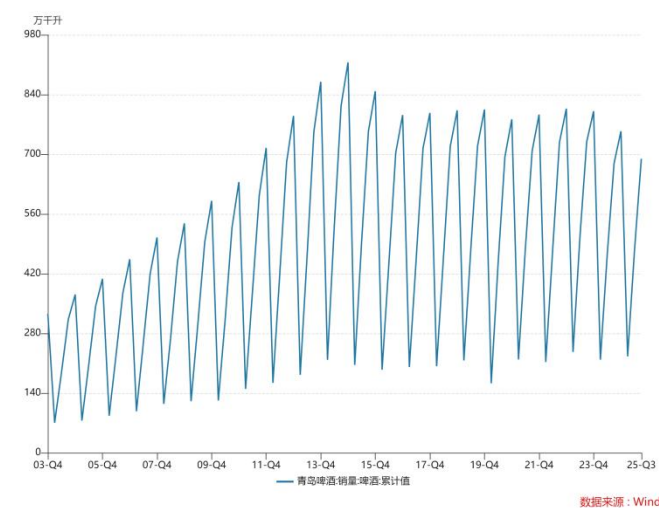
资料来源：wind，诚通证券研究所

图9： 中国啤酒 2013 年产量触顶后持续回落



资料来源：wind，诚通证券研究所

图10： 青岛啤酒 2014 年销量触顶后逐渐平稳



资料来源：wind，诚通证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	29612	25189	27545	30967	34088
现金	19282	17979	20376	23724	26726
应收票据及应收账款合计	100	102	0	0	0
其他应收款	184	83	190	90	197
预付账款	211	242	220	253	232
存货	3540	3576	3553	3694	3728
其他流动资产	6294	3206	3206	3206	3206
非流动资产	19644	26231	25459	24708	23952
长期投资	365	392	447	505	568
固定资产	11146	11818	11275	10721	10137
无形资产	2493	2684	2538	2404	2280
其他非流动资产	5641	11338	11200	11078	10967
资产总计	49256	51420	53004	55675	58040
流动负债	16918	17522	17345	17644	17694
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	3146	3271	3163	3326	3352
其他流动负债	13772	14252	14182	14317	14342
非流动负债	4083	4039	4039	4039	4039
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4083	4039	4039	4039	4039
负债合计	21001	21561	21384	21682	21733
少数股东权益	805	799	920	1044	1185
股本	1364	1364	1364	1364	1364
资本公积	4207	4198	4198	4198	4198
留存收益	21735	23351	24780	26242	27759
归属母公司股东权益	27449	29060	30700	32949	35123
负债和股东权益	49256	51420	53004	55675	58040

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2778	5155	4885	5353	5184
净利润	4348	4492	4762	4874	5058
折旧摊销	1128	1182	1100	1131	1162
财务费用	-457	-568	-477	-561	-654
投资损失	-172	-118	-98	-101	-106
营运资金变动	-1807	475	-94	224	-69
其他经营现金流	-262	-309	-308	-214	-207
投资活动现金流	-3463	-7422	79	-65	-92
资本支出	1618	2141	-828	-808	-819
长期投资	-3295	-6624	-55	-59	-63
其他投资现金流	-5140	-11904	-805	-932	-974
筹资活动现金流	-2868	-2983	-2566	-1940	-2090
短期借款	-225	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	53	-9	0	0	0
其他筹资现金流	-2696	-2974	-2566	-1940	-2090
现金净增加额	-3548	-5246	2398	3347	3002

资料来源：公司公告、诚通证券研究所

利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	33937	32138	32785	33556	34366
营业成本	20817	19210	19245	19563	20036
营业税金及附加	2387	2328	2406	2456	2509
营业费用	4708	4603	4688	4866	4983
管理费用	1519	1407	1426	1476	1529
研发费用	101	103	134	138	137
财务费用	-457	-568	-477	-561	-654
资产减值损失	-83	-36	0	0	0
公允价值变动收益	230	200	198	209	202
其他收益	391	501	479	457	479
投资净收益	172	118	98	101	106
营业利润	5737	5843	6247	6390	6618
营业外收入	23	73	39	45	52
营业外支出	13	35	21	23	26
利润总额	5746	5881	6264	6412	6644
所得税	1398	1390	1503	1538	1586
净利润	4348	4492	4762	4874	5058
少数股东损益	80	147	120	124	141
归属母公司净利润	4268	4345	4641	4750	4917
EBITDA	6296	6524	6789	6881	7049
EPS (元)	3.13	3.19	3.40	3.48	3.60

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.5	-5.3	2.0	2.3	2.4
营业利润(%)	14.7	1.9	6.9	2.3	3.6
归属于母公司净利润(%)	15.0	1.8	6.8	2.3	3.5
获利能力					
毛利率(%)	38.7	40.2	41.3	41.7	41.7
净利率(%)	12.6	13.5	14.2	14.2	14.3
ROE(%)	15.4	15.0	15.1	14.3	13.9
ROIC(%)	48.5	80.2	102.1	142.0	205.0
偿债能力					
资产负债率(%)	42.6	41.9	40.3	38.9	37.4
净负债比率(%)	-54.5	-47.5	-52.5	-58.7	-63.2
流动比率	1.8	1.4	1.6	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.2	1.3	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	302.3	316.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.1	6.0	0.0	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.13	3.19	3.40	3.48	3.60
每股经营现金流(最新摊薄)	3.83	6.40	3.58	3.92	3.80
每股净资产(最新摊薄)	20.12	21.30	22.50	24.15	25.75
估值比率					
P/E	21.1	20.8	19.4	19.0	18.4
P/B	3.3	3.1	2.9	2.7	2.6
EV/EBITDA	11.7	11.5	10.7	10.1	9.4

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师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注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20% 以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5% 以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通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。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>