销量短期承压，产品结构升级与全渠道布局夯实长期竞争力

——青岛啤酒（600600）点评报告

增持(维持)

2026 年 10 月 29 日

报告关键要素：

10 月 28 日，公司发布 2026 年三季报。2026 年前三季度公司累计实现营业收入 280.35 亿元（YoY-4.53%），归母净利润 50.55 亿元（YoY-4.16%），扣非归母净利润 46.31 亿元（YoY-5.91%）。其中 2026Q3，公司实现营业收入 83.80 亿元（YoY-5.58%），归母净利润 11.35 亿元（YoY-17.15%），扣非归母净利润 9.64 亿元（YoY-25.31%）。单季度营收与净利同比双降，且利润同比逐季恶化，主因国内餐饮消费偏弱、降水偏多，导致啤酒消费整体承压。考虑总量销量仍承压，我们下调此前盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润为 42.41/44.08/45.23 亿元，同比-7.57%/+3.95%/+2.60%，10 月 29 日收盘价对应 PE 为 16.08/15.47/15.08 倍，维持“增持”评级。

投资要点：

2026Q3 营收与利润双降，需求偏弱与行业承压延续。2026 年前三季度公司累计实现营业收入 280.35 亿元（YoY-4.53%），归母净利润 50.55 亿元（YoY-4.16%），扣非归母净利润 46.31 亿元（YoY-5.91%）。其中 2026Q3，公司实现营业收入 83.80 亿元（YoY-5.58%），归母净利润 11.35 亿元（YoY-17.15%），扣非归母净利润 9.64 亿元（YoY-25.31%）。单季度营收与净利同比双降，且利润同比逐季恶化，主因国内餐饮消费偏弱、降水偏多，导致啤酒消费整体承压。据国家统计局数据显示，中国规模以上企业啤酒产量上半年（1-6 月）累计仍保持小幅正增长（同比+0.2%），压力集中释放于 7-9 月传统旺季，连续三个月单月同比大幅下滑：7 月-8.9%、8 月-6.5%、9 月-7.8%，旺季不旺特征突出。若天气因素缓解，需求有望回暖。

2026Q3 包材成本上涨叠加费用投放加大，公司盈利能力同比明显下降。2026Q3 公司毛利率为 42.12%，同比-1.44pcts，判断毛利率下降的主要原因是包材成本同比上涨。毛利率下降的同时，公司期间费用率同比提升，2026Q3 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 15.05%/4.28%/0.47%/-0.77%，同比+1.40pcts/+1.15pcts/+0.08pcts/+0.42pcts。受收入规模回落及费用投入绝对额增加影响，期间费用率均有所抬升，其中销售费用率提升幅度最大，与公司增大市场费用投入，以及旺季世界杯营销、即时零售铺市投放节奏

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	32473.49	31244.03	31860.67	32161.91
增长比率(%)	1.04	-3.79	1.97	0.95
归母净利润(百万元)	4588.10	4240.61	4408.15	4522.56
增长比率(%)	5.60	-7.57	3.95	2.60
每股收益(元)	3.36	3.11	3.23	3.32
市盈率(倍)	14.87	16.08	15.47	15.08
市净率（倍）	2.23	2.14	2.05	1.97

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

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)	49.59
总市值(亿元)	676.50
流通A股市值(亿元)	351.66

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

销量短期承压，产品结构升级减缓利润下滑

业务稳中有进，主品牌和中高端销量正增长

营收下滑，高端化与成本红利驱动利润增长

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

有关。期间费用率的提升，对单季利润率形成阶段性压制，2026Q3 公司净利率为 14.04%，同比-2.05pcts，使得公司利润降幅明显扩大。

积极应对渠道变革，高端化与全渠道布局夯实长期竞争力。2026 年前三季度青岛啤酒累计实现啤酒销量 646.5 万千升（同比-6.22%），其中主品牌青岛啤酒实现产品销量 395 万千升（同比-1.00%），中高端以上产品实现销量 299.4 万千升（同比+2.01%）。2026Q3 公司啤酒销量 196.5 万千升（同比-9.11%），降幅继续扩大，主品牌销量 124.2 万千升，同比-2.74%，其他品牌（崂山等）72.3 万千升，同比-18.31%，主品牌的降幅明显低于其他品牌；中高端以上产品销量 95.0 万千升，同比+0.74%，占比提升 4.7pcts 至 48.35%。在行业总体需求偏弱、总量回落的背景下，公司不牺牲结构换量，而是坚定不移推进产品结构优化升级，中高端产品占比持续提升，白啤产品、生鲜产品销量增长，轻干产品市场表现突出，快速成长为“零糖低卡”健康赛道的标杆品。同时，公司顺应渠道碎片化趋势，积极布局即时零售、电商及现代零售等高潜力新兴渠道，即时零售等新业态延续良好势能，不断增强与年轻消费群体的触达与互动，为未来动销复苏蓄积新动能。

盈利预测与投资建议：考虑总量销量仍承压，我们下调此前盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润为 42.41/44.08/45.23 亿元（更新前为 47.20/49.17/50.78 亿元），同比-7.57%/+3.95%/+2.60%，10 月 29 日收盘价对应 PE 为 16.08/15.47/15.08 倍。公司作为国产啤酒龙头，近年来在高端/超高端市场均布局，产品结构提升仍有空间，同时积极布局新兴渠道，即时零售发展势能较强，若天气因素缓解，需求有望回暖，维持“增持”评级。

风险因素：销量持续下滑或旺季动销不及预期风险、产品结构升级放缓风险、销售费用再度投放拖累利润风险、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）

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**32473**	**31244**	**31861**	**32162**
同比增速(%)	1.04	-3.79	1.97	0.95
营业成本	18885	18406	18705	18872
毛利	13588	12838	13156	13290
营业收入(%)	41.84	41.09	41.29	41.32
税金及附加	2358	2243	2303	2323
营业收入(%)	7.26	7.18	7.23	7.22
销售费用	4484	4155	4174	4181
营业收入(%)	13.81	13.30	13.10	13.00
管理费用	1464	1375	1386	1383
营业收入(%)	4.51	4.40	4.35	4.30
研发费用	122	125	127	129
营业收入(%)	0.38	0.40	0.40	0.40
财务费用	-402	-187	-198	-242
营业收入(%)	-1.24	-0.60	-0.62	-0.75
资产减值损失	-16	13	34	30
信用减值损失	-2	0	0	0
其他收益	383	405	429	410
投资收益	73	114	102	98
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	106	0	0	0
资产处置收益	111	92	69	91
营业利润	**6218**	**5751**	**5997**	**6145**
营业收入(%)	19.15	18.41	18.82	19.11
营业外收支	73	55	55	55
利润总额	**6291**	**5806**	**6052**	**6200**
营业收入(%)	19.37	18.58	18.99	19.28
所得税费用	1574	1452	1513	1550
净利润	4717	4355	4539	4650
营业收入(%)	14.53	13.94	14.25	14.46
归属于母公司的净利润	**4588**	**4241**	**4408**	**4523**
同比增速(%)	5.60	-7.57	3.95	2.60
少数股东损益	129	114	131	128
EPS（元/股）	3.36	3.11	3.23	3.32

资产负债表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	12860	13540	16468	16632
交易性金融资产	6228	4728	3728	3228
应收票据及应收账款	127	81	132	87
存货	3237	3517	3330	3550
预付款项	135	183	185	170
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1617	1723	1378	1989
流动资产合计	24204	23773	25222	25655
长期股权投资	372	374	377	372
固定资产	12861	13957	14871	15777
在建工程	630	697	509	356
无形资产	2596	2609	2648	2635
商誉	1307	1307	1307	1307
递延所得税资产	1963	1963	1963	1963
其他非流动资产	8198	8195	8197	8202
资产总计	**52132**	**52874**	**55093**	**56267**
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3176	2975	3320	3046
预收账款	0	0	0	0
合同负债	7674	7415	7743	7694
应付职工薪酬	1595	1509	1515	1510
应交税费	443	375	402	410
其他流动负债	3713	3683	3742	3752
流动负债合计	16601	15956	16723	16413
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	261	261	261	261
其他非流动负债	3758	3758	3758	3758
负债合计	**20619**	**19975**	**20742**	**20432**
归属于母公司的所有者权益	30649	31921	33244	34600
少数股东权益	863	977	1108	1236
股东权益	**31512**	**32898**	**34351**	**35836**
负债及股东权益	**52132**	**52874**	**55093**	**56267**

现金流量表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**4593**	**3830**	**6315**	**4086**
投资	-1967	1430	931	436
资本性支出	-2105	-1720	-1329	-1285
其他	826	114	102	98
投资活动现金流净额	**-3247**	**-176**	**-296**	**-751**
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	-3054	-2974	-3091	-3171
其他	-50	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-3104**	**-2974**	**-3091**	**-3171**
现金净流量	**-1759**	**680**	**2929**	**163**

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	3.36	3.11	3.23	3.32
BVPS	22.47	23.40	24.37	25.36
PE	14.87	16.08	15.47	15.08
PEG	2.66	-2.12	3.92	5.81
PB	2.23	2.14	2.05	1.97
EV/EBITDA	10.33	8.95	8.13	7.99
ROE	14.97%	13.28%	13.26%	13.07%
ROIC	13.15%	12.14%	12.17%	11.86%

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