浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

青岛啤酒(600600.CH/168.HK)：3Q26 业绩进一步恶化，盈利能力开始承压

- **3Q26 业绩概览：**青岛啤酒 3Q26 净利润同比大幅下降 17.1%至人民币 11.4 亿元，核心 EBIT 同比下降 25.5%，弱于市场预期。由于消费力疲软叠加天气影响，青岛啤酒 3Q26 的收入与销量分别同比下降 5.6%与 9.1%。同时，铝价上涨以及费用端的经营负杠杆开始影响公司的盈利能力，令 3Q26 净利率同比大幅下滑 1.9ppt。我们认为公司 3Q26 业绩同时面临多重负面因素，导致公司 3Q26 经营现金流同比下降 15%，但期末净现金（包括交易性金融资产）相对年初增长 7%，体现了公司健康的资金运营效率与稳健的基本面。

- **3Q26 销量加速下滑，但产品结构持续改善：**受多重不利因素影响，青岛啤酒 3Q26 销量同比下降 9.1%，降幅大于 2Q26（同比下滑 7%）。其中，主品牌销量同比下降 2.7%，其他品牌销量同比下降 18.3%。中高端以上产品销量依然维持正增长，同比小幅增长 0.7%。基于产品结构的改善，公司 3Q26 的平均销售单价同比增长 3.9%。

- **3Q26 利润率开始显著承压：**3Q26 单吨成本同比上升 6.5%，估计是受铝价上涨的影响（低价库存已在上半年消耗完）。因此，3Q26 毛利率同比下降 1.5ppt 至 42.1%（前两个季度毛利率都同比上涨）。若铝价不回调，我们预计公司在在未来 3 个季度都将面临较大的原材料压力。另外，3Q26 销售费用同比增长 4.1%，管理加研发费用同比大幅增长 27.3%。收入下滑叠加费用上升导致较大的经营负杠杆，令 3Q26 核心 EBIT margin 同比下降 4.0ppt，核心 EBIT 同比下降 25.5%。

- **维持青岛啤酒港股“买入”评级，维持 A 股“持有”评级：**展望 4Q26，消费环境未出现明显改善，且行业处于淡季，预计短期缺乏对股价的正面催化因素。基于青岛啤酒港股当前较低的估值水平以及相对较高的股息率，我们维持青岛啤酒港股“买入”评级，目标价 47.4 港元。维持青岛啤酒 A 股“持有”评级，目标价人民币 52.6 元。

- **投资风险：**（1）行业需求放缓；（2）中高端市场份额被蚕食；（4）原材料价格上涨高于预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万人民币	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	32,138	32,473	30,990	30,731	31,194
同比变动（%）	-5.3%	1.0%	-4.6%	-0.8%	1.5%
归母净利润	4,345	4,588	4,339	4,248	4,335
同比变动（%）	1.8%	5.6%	-5.4%	-2.1%	2.1%
核心归母净利润	4,089	4,345	4,588	4,339	4,248
同比变动（%）	9.9%	6.3%	5.6%	-5.4%	-2.1%
PE（x）- A 股	15.9	15.0	15.9	16.3	15.9
PE（x）- H 股	10.6	10.1	10.7	10.9	10.7
ROE（%）	15.4%	15.4%	13.9%	13.0%	12.8%

E=浦银国际预测　资料来源：公司报告、浦银国际

林闻嘉
首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

何丽敏
消费分析师
limin_he@spdbi.com
(852) 2808 6438

2026 年 10 月 30 日

青岛啤酒 (168.HK) 买入

目标价（港币）	**47.4**
潜在升幅/降幅	**+18.7%**
股息率	6.0%
预期回报率	**+24.7%**
目前股价（港币）	39.88
52 周内股价区间（港币）	37.2-56.0
总市值（百万港币）	68,436
近 3 月日均成交额(百万港币)	130.1

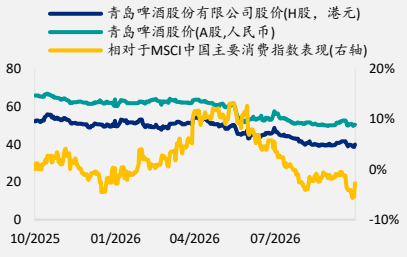
注：截至 2026 年 10 月 30 日收盘价

青岛啤酒（600600.CH） 持有

目标价（人民币）	**52.6**
潜在升幅/降幅	**+4.0%**
股息率	4.6%
预期回报率	**+8.6%**
目前股价（人民币）	50.61
52 周内股价区间（人民币）	48.6-67.2
总市值（百万人民币）	58,047
近 3 月日均成交额（百万人民币）	225.6

注：截至 2026 年 10 月 30 日收盘价

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

财务报表分析与预测 – 青岛啤酒

利润表

（百万人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**32,138**	**32,473**	**30,990**	**30,731**	**31,194**
同比	*-5.3%*	*1.0%*	*-4.6%*	*-0.8%*	*1.5%*
营业成本	21,538	21,243	20,179	20,133	20,430
毛利润	**10,600**	**11,231**	**10,811**	**10,599**	**10,765**
毛利率	*33.0%*	*34.6%*	*34.9%*	*34.5%*	*34.5%*
销售及管理费用	6,112	6,069	5,928	5,864	5,897
其他经营收入及收益（损失）	0	0	0	0	0
经营溢利	**4,488**	**5,161**	**4,883**	**4,735**	**4,868**
经营利润率	*14.0%*	*15.9%*	*15.8%*	*15.4%*	*15.6%*
净融资成本	568	402	280	261	249
其他收入或支出	826	728	870	870	870
税前溢利	**5,881**	**6,291**	**6,032**	**5,866**	**5,987**
所得税	1,390	1,574	1,568	1,496	1,527
所得税率	*23.6%*	*25.0%*	*26.0%*	*25.5%*	*25.5%*
净利润	**4,492**	**4,717**	**4,464**	**4,370**	**4,460**
少数股东利润	147	129	125	122	125
归母净利润	**4,345**	**4,588**	**4,339**	**4,248**	**4,335**
归母净利率	13.5%	14.1%	14.0%	13.8%	13.9%
同比	1.8%	5.6%	-5.4%	-2.1%	2.1%

现金流量表

（百万人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	4,345	4,588	4,339	4,248	4,335
折旧	1,191	1,259	1,280	1,273	1,267
存货减少／（增加）	-37	340	-80	8	-49
应收贸易款项（增加）／减少	-2	-25	29	1	-1
应付贸易款项（减少）／增加	101	-3	-151	-7	43
其他	-444	-1,566	0	0	0
经营活动所得（所用）现金净额	**5,155**	**4,593**	**5,417**	**5,523**	**5,594**
出售/（购入）物业、机器及设备	-2,141	-2,253	-1,500	-1,200	-1,200
短期投资	0	0	0	0	0
长期投资	-22,611	-22,661	-20,000	-20,000	-20,000
收购附属公司	0	0	0	0	0
其他	17,330	21,667	18,000	18,000	18,000
投资活动所用现金净额	**-7,422**	**-3,247**	**-3,500**	**-3,200**	**-3,200**
已付股利	-2,801	-3,054	-2,997	-2,934	-2,995
已付股利-非控制股东	0	0	0	0	0
短期融资	0	0	0	0	0
长期融资	0	0	0	0	0
其他	-182	-50	125	122	125
融资活动（所用）所得现金净额	**-2,983**	**-3,104**	**-2,872**	**-2,812**	**-2,870**
现金及现金等价物变动	-5,250	-1,758	-955	-489	-475
于年初的现金及现金等价物	19,282	17,979	12,860	11,904	11,415
现金及现金等价物汇兑差额	3,947	-3,361	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	**17,979**	**12,860**	**11,904**	**11,415**	**10,940**

资产负债表

（百万人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及等价物	17,979	12,860	11,904	11,415	10,940
应收账款	102	127	98	97	98
应收票据及其他	325	204	204	204	204
存货	3,576	3,237	3,317	3,309	3,358
短期投资	2,022	6,228	6,228	6,228	6,228
其他流动资金	1,184	1,548	1,548	1,548	1,548
流动资产合计	**25,189**	**24,204**	**23,300**	**22,802**	**22,377**
物业、机器及设备	11,818	12,861	13,081	13,007	12,941
长期投资	433	426	426	426	426
其他	13,981	14,641	16,641	18,641	20,641
非流动资产合计	**26,231**	**27,928**	**30,148**	**32,074**	**34,008**
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3,054	3,050	2,899	2,892	2,935
其他应付账款	13,959	13,175	13,175	13,175	13,175
其他	510	375	375	375	375
流动负债合计	**17,522**	**16,601**	**16,449**	**16,443**	**16,485**
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4,039	4,019	4,019	4,019	4,019
非流动负债合计	**4,039**	**4,019**	**4,019**	**4,019**	**4,019**
股本及储备	29,060	30,649	31,991	33,304	34,645
非控制性权益	799	863	988	1,111	1,235
权益	**29,860**	**31,512**	**32,979**	**34,415**	**35,881**

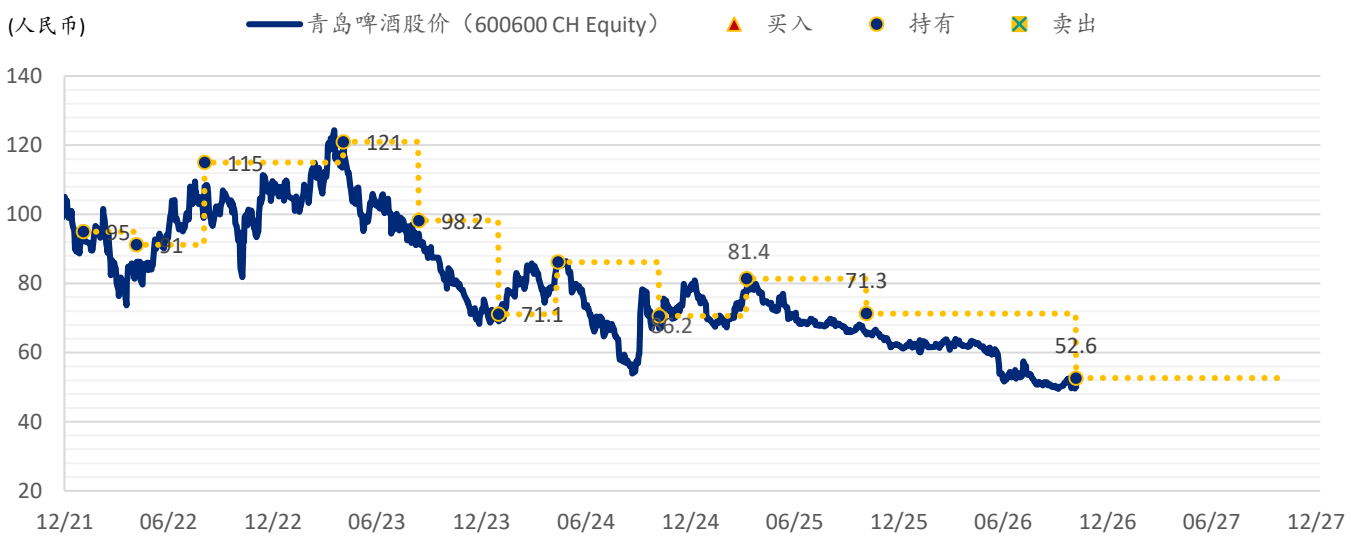
财务和估值比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股数据（人民币）					
摊薄每股收益	3.18	3.36	3.18	3.11	3.18
每股销售额	23.56	23.80	22.72	22.53	22.87
每股股息	2.05	2.24	2.20	2.15	2.20
同比变动					
收入	-5.3%	1.0%	-4.6%	-0.8%	1.5%
经营溢利	1.9%	15.0%	-5.4%	-3.0%	2.8%
归母净利润	1.8%	5.6%	-5.4%	-2.1%	2.1%
费用与利润率					
毛利率	33.0%	34.6%	34.9%	34.5%	34.5%
经营利润率	14.0%	15.9%	15.8%	15.4%	15.6%
归母净利率	13.5%	14.1%	14.0%	13.8%	13.9%
回报率					
平均股本回报率	15.4%	15.4%	13.9%	13.0%	12.8%
平均资产回报率	8.6%	8.9%	8.2%	7.8%	7.8%
资产效率					
应收账款周转天数	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
库存周转天数	60.3	58.5	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	50.9	52.4	52.4	52.4	52.4
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.4	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
负债/ 权益	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
估值					
市盈率 (x)-A股	15.9	15.0	15.9	16.3	15.9
市盈率 (x)-H股	10.6	10.1	10.7	10.9	10.7
企业价值 / EBITDA (x)-A股	9.1	8.9	9.4	9.8	9.7
企业价值 / EBITDA (x)-H股	5.1	5.3	5.7	6.0	6.0

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：SPDBI 目标价：青岛啤酒 (600600.CH)



注：截至 2026 年 10 月 30 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 3：SPDBI 目标价：青岛啤酒 (168.HK)

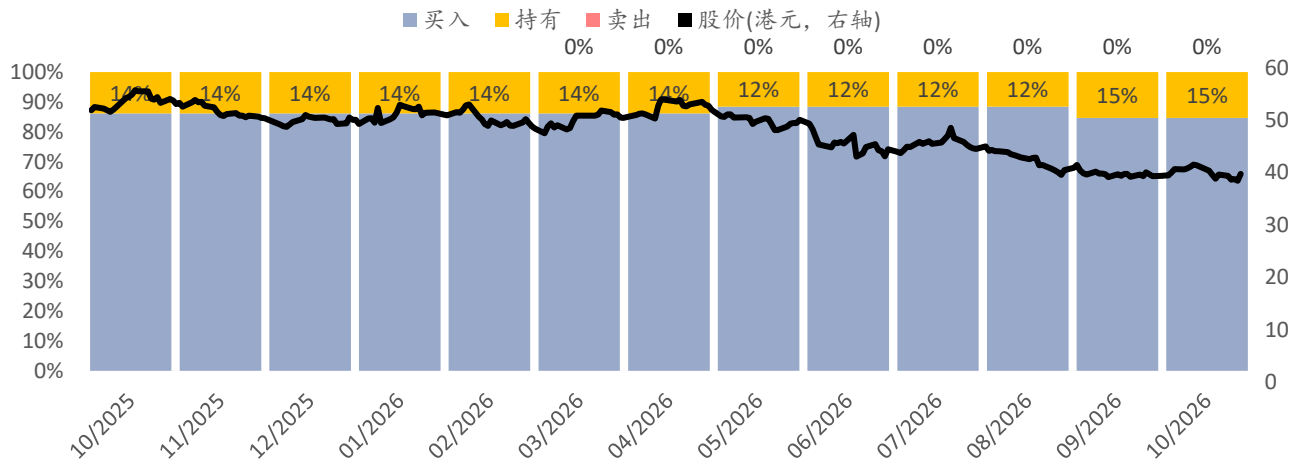


注：截至 2026 年 10 月 30 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

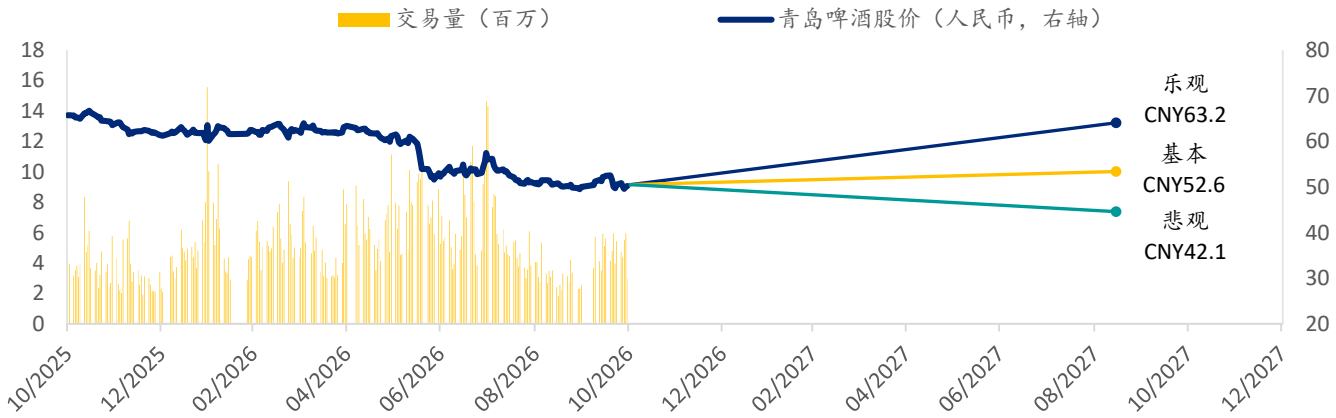
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：市场普遍预期：青岛啤酒 (600600.CH)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

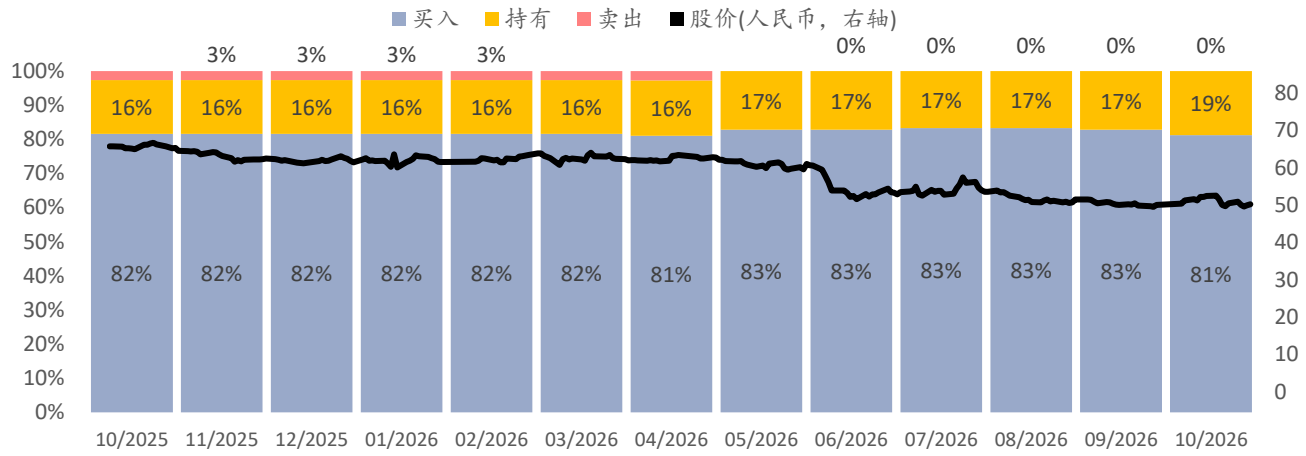
图表 5：SPDBI 情景假设：青岛啤酒 (600600.CH)



乐观情景：公司收入和利润率增长好于预期	悲观情景：公司收入和利润率增长不及预期
目标价：人民币 63.2 元 **概率：20%**	**目标价：人民币 42.1 元** **概率：20%**
• 高端产品收入持续增长； • 2026 年公司收入同比增长 5% • 2026 年公司毛利率水平提升 50bps • 2026 年公司整体费用率同比改善 50bps。	• 高端产品收入增速不及预期； • 2026 年公司收入同比下降 5% • 2026 年公司毛利率水平同比下跌； • 2026 年公司整体费用率同比上升 50bps。

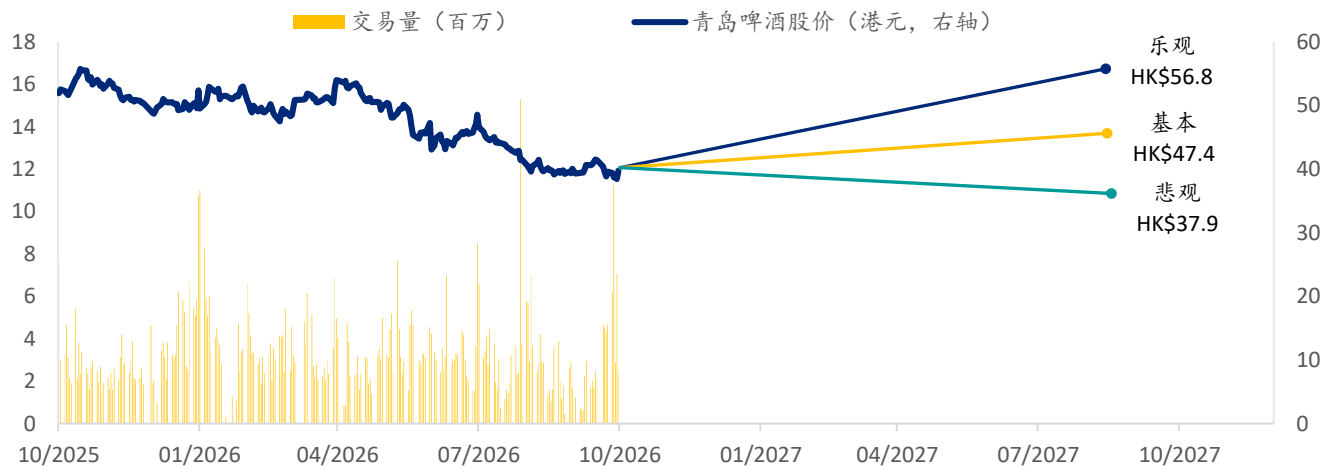
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 6：市场普遍预期：青岛啤酒 (168.HK)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：SPDBI 情景假设：青岛啤酒 (168.HK)



乐观情景：公司收入和利润率增长好于预期	悲观情景：公司收入和利润率增长不及预期
目标价：56.8 港元 **概率：20%**	**目标价：37.9 港元** **概率：20%**
• 高端产品收入持续增长； • 2026 年公司收入同比增长 5% • 2026 年公司毛利率水平提升 50bps • 2026 年公司整体费用率同比改善 50bps。	• 高端产品收入增速不及预期； • 2026 年公司收入同比下降 5% • 2026 年公司毛利率水平同比下跌； • 2026 年公司整体费用率同比上升 50bps。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此，本报告不会向英国公众人士派发，亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义），即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希
essie_yang@spdbi.com
852-2808-6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆
vane_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼