

今日焦點:

► 青島啤酒股份 (0168 HK, 港元54.20元, 市值739億港元)
行業疲弱中展現韌性執行力

產品組合優化支撐毛利率 - 青島啤酒公佈3Q25收入為人民幣88.8億元，按年下降0.17%，按季下降11.7%。季度毛利率為43.6%，按年上升0.5個百分點，但按季下降2.3個百分點，並達到同期最高水平。細看驅動因素，總銷量達到216萬千升，按年上升0.3%，但由於消費復甦疲弱，按季下降12.6%。中高檔產品銷量達94萬千升，按年上升6.8%，按季下降3.9%，將產品組合佔比提升至43.6%，較去年同期提高2.6%。例如，「奧古特」系列（高端淡色拉格品牌）錨定高端市場，定位於人民幣15元以上價位，強化了品牌的高端形象。此外，3Q25每千升平均售價為人民幣4,106.9元，按年輕微下降0.4%，反映促銷帶來的溫和價格壓力。

成本控制提振核心經營利潤：營運開支下降至人民幣15.2億元，按年下降1.9%，營運開支比率改善至17.1%，按年下降30個基點。此改善主要由銷售費用減少所驅動，銷售費用佔總營運開支近80%，期內按年下降5%。受惠於強有力的成本控制措施，核心經營利潤按年上升7.5%至人民幣18.0億元，核心利潤率按年上升80個基點至21.3%。其他收入及公允價值收益減少約人民幣4,000萬元，按年下降約30%，抵銷了部分經營槓桿效益。因此，股東應佔淨利潤達到人民幣13.7億元，按年增長1.6%，淨利潤率為15.4%，按年上升1.5%。

我們的觀點：在消費環境低迷的背景下，中國啤酒行業依然承壓，拖累行業整體增長。在此背景下，青島啤酒展現了韌性的營運能力，今年維持低單位數收入增長，同時透過更高的中高檔產品組合及有效的結構升級推進其高端化戰略。儘管收入增長勢頭仍然溫和，但透過有效的成本控制，盈利能力得以改善，實現了逆周期的利潤率擴張，並表現優於同業。近期的催化劑將是消費復甦的趨勢。該股目前交易於14倍預計2025財年市盈率，股息率為4.85%。（研究部）

香港及中國市場指數		收市	每日升跌	今年累升
恒生指數		26,433	1.0%	31.8%
中資企業指數		9,467	1.1%	29.9%
紅籌指數		4,115	0.6%	8.9%
滬深300指數		4,716	1.2%	19.9%
上海A股		4,190	1.2%	-2.1%
上海B股		261	0.3%	-2.1%
深圳A股		2,639	1.3%	28.9%
深圳B股		1,333	-0.5%	9.9%

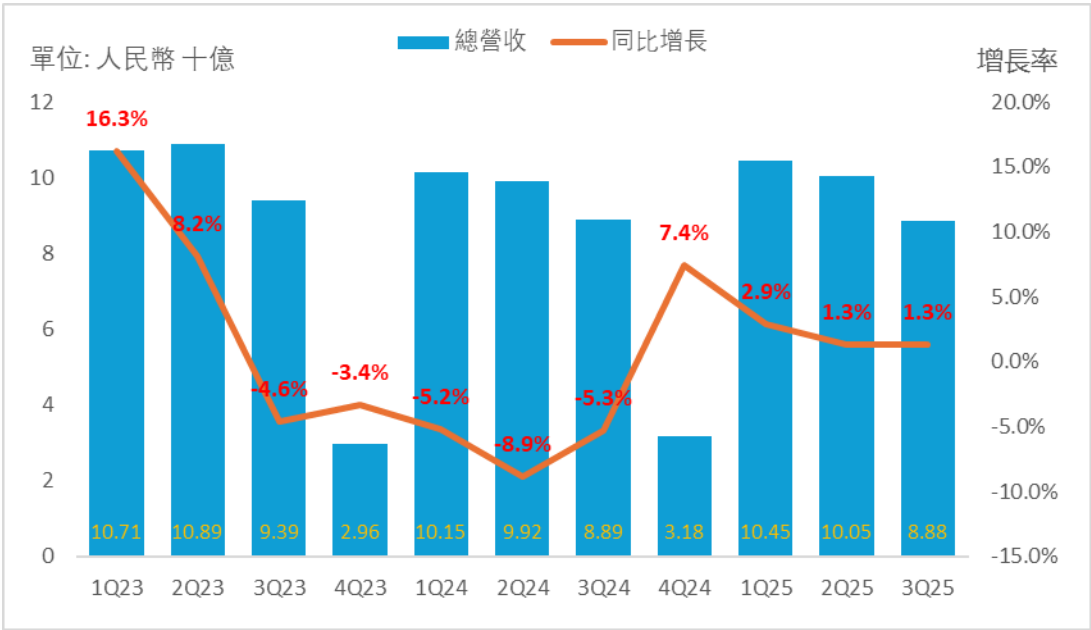
主要市場指數		收市	每日升跌	今年累升
美國道指		47,544	0.7%	11.8%
標普500		6,875	1.2%	16.9%
美國納斯達克指數		23,637	1.9%	22.4%
日經平均指數		50,371	-0.3%	26.3%
英國富時指數		9,653	0.1%	18.1%
法國證券公會指數		8,239	0.2%	11.6%
德國法蘭克福指數		24,308	0.3%	22.1%

商品價格		收市	每日升跌	今年累升
金價	(美元/盎司)	3,982	-3.2%	52.1%
銅價	(美元/盎司)	2,363	1.9%	32.3%
銀價	(美元/盎司)	46	-3.6%	62.1%
原油	(美元/桶)	61	-0.3%	-14.7%
銅價	(美元/盎司)	11,029	1.6%	25.8%
鋁價	(美元/盎司)	2,874	0.4%	12.7%
鎢價	(美元/盎司)	1,589	-1.3%	73.4%
鎘價	(美元/盎司)	3,055	1.2%	2.6%
小麥	(美分/蒲式耳)	526	2.6%	-4.9%
玉米	(美分/蒲式耳)	428	1.3%	-3.5%
糖	(美分/磅)	N/A	N/A	N/A
黃豆	(美分/蒲式耳)	1,085	2.3%	5.1%
PVC	(美元/噸)	N/A	N/A	-14.2%
CRB 指數		301	-1.1%	3.0%
BDI				99.7%

匯率						
	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	152.9	0.8	7.1
港元	0.1		0.1	19.7	10.2	0.9
歐羅	1.2	9.0		178.0	1.1	8.3
日元	0.0	5.1	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.8	1.1	192.2		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	21.5	0.1	

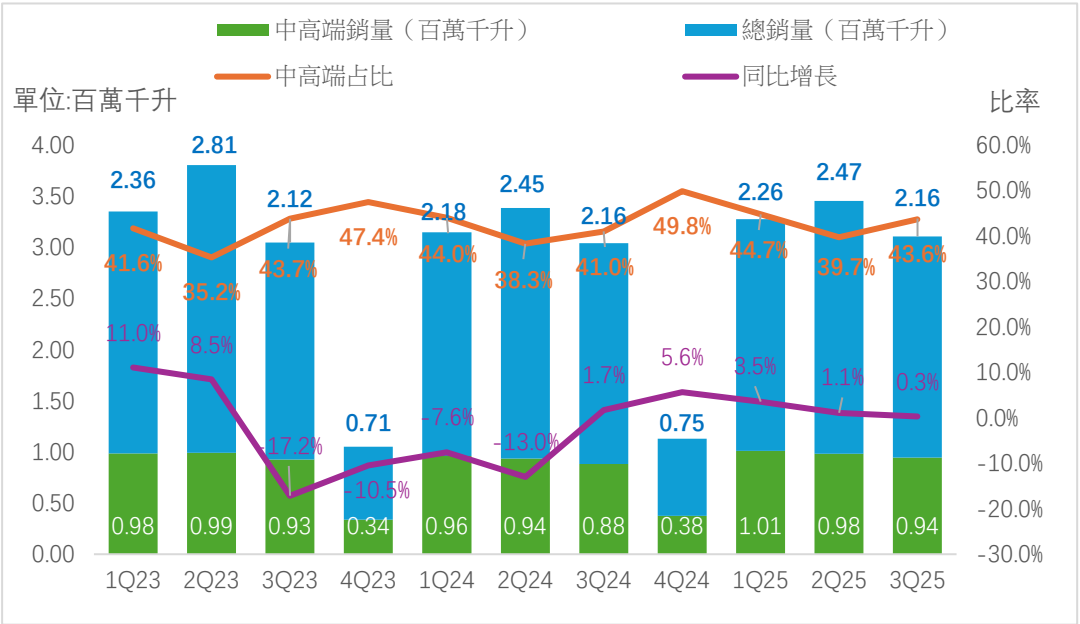
市場情緒		目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期			
希臘		N/A	N/A
愛爾蘭		83	-2.4%
義大利		139	-0.6%
葡萄牙		207	-0.0%
西班牙		108	0.3%
波動率指數		15	-13.4%

圖 1: 總營收 (人民幣 十億)



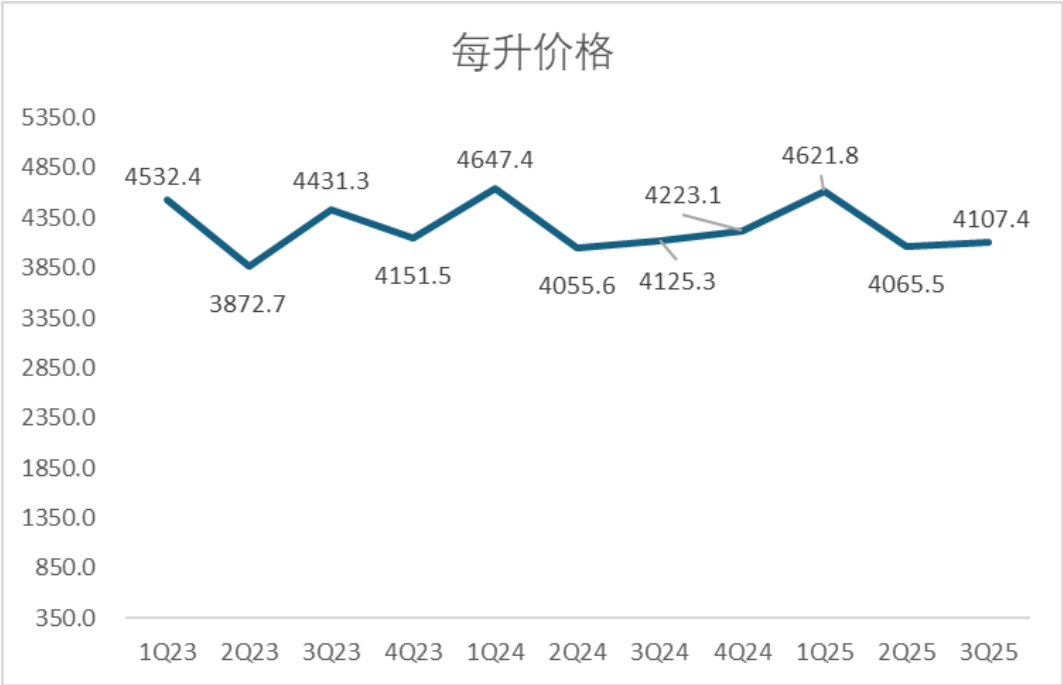
資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖 2: 營收細拆



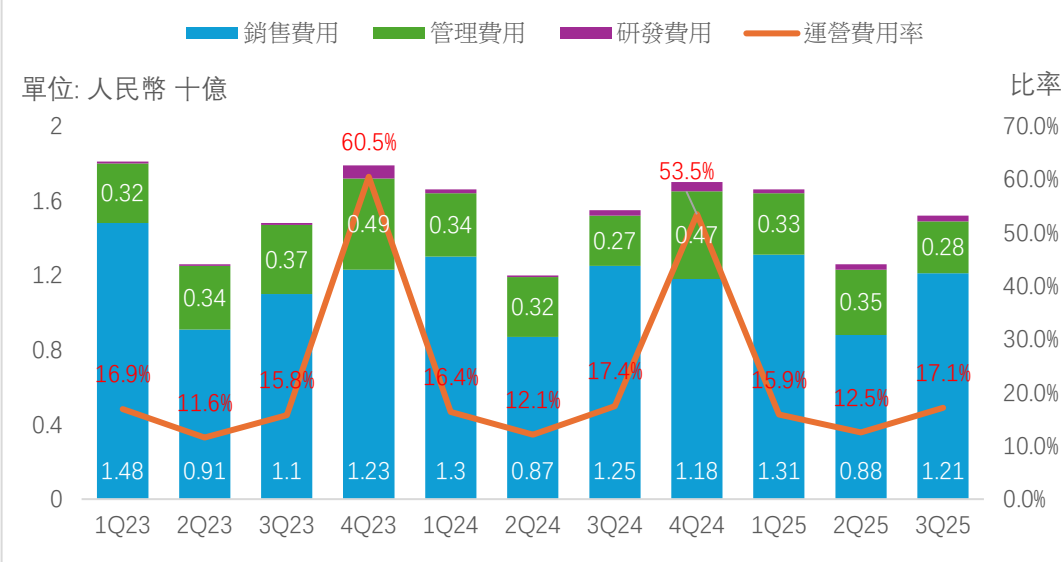
資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖 3: 每升價格



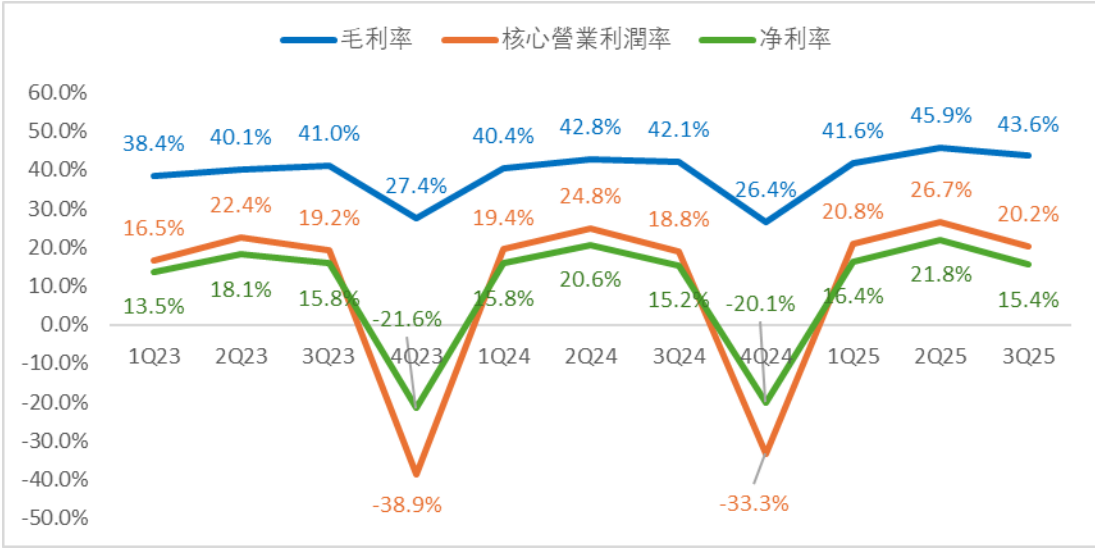
資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖 4: 運營費用細拆



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

圖 5: 盈利細拆



資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

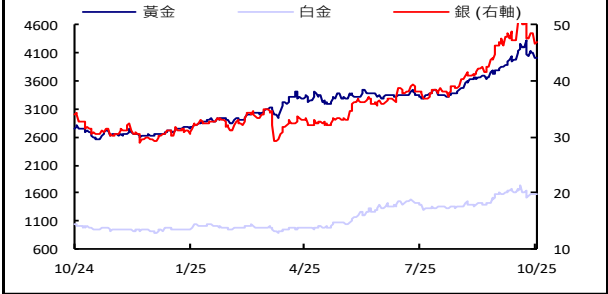
圖 6: 歸母淨利潤細拆



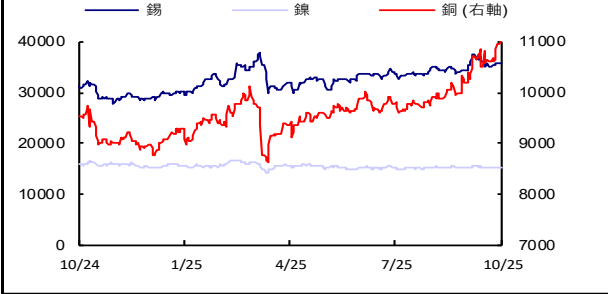
資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

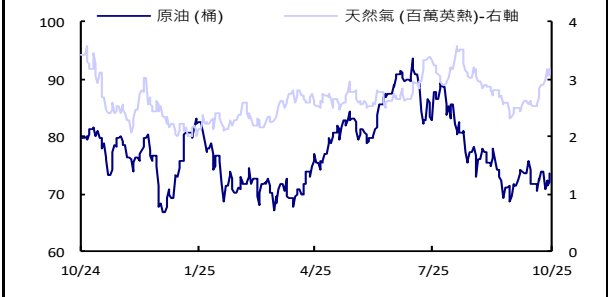
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4002	4.2	515	45.9
白金 (盎司)	1578	(0.4)	76.6	52.2
銀 (盎司)	47	0.3	60.0	37.6



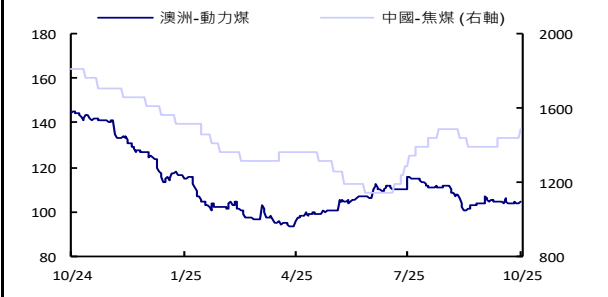
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	11029	7.4	25.8	15.6
鎳 (噸)	15275	0.3	(0.3)	(4.6)
錫 (噸)	35970	16	23.7	14.4



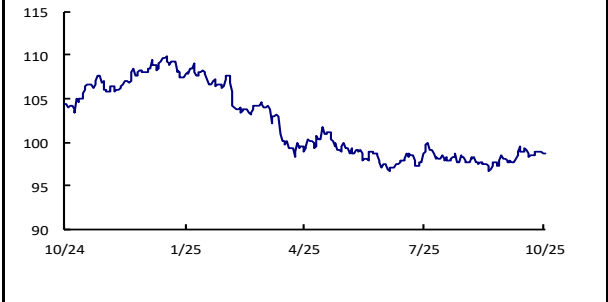
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	613	(17)	(14.5)	(9.0)
天然氣 (百萬英熱)	3.4	4.2	(5.3)	49.1



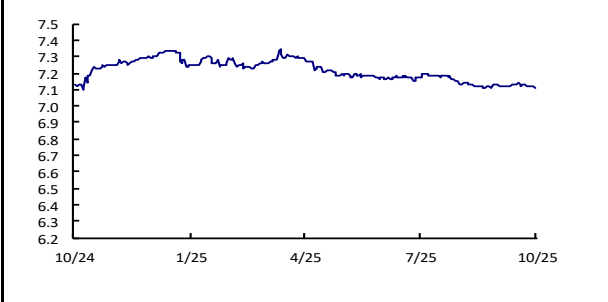
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1490.0	7.2	(7.5)	(17.7)
澳洲動力煤 (US\$/t)	104.3	(18)	(16.8)	(27.9)



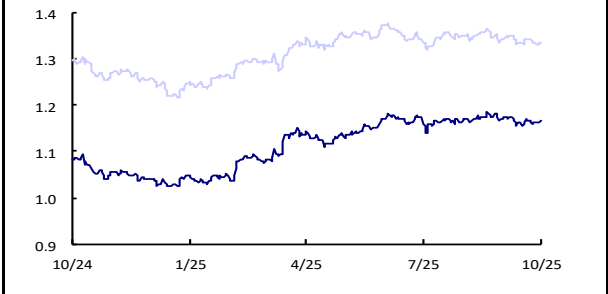
	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	98.8	10	(8.9)	(5.3)



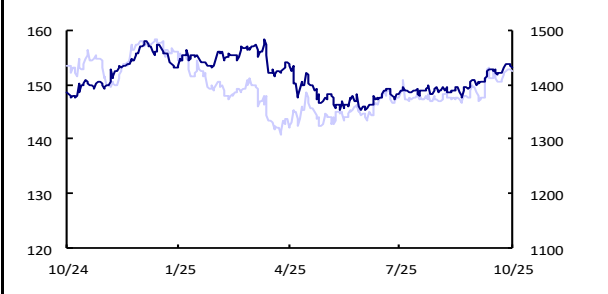
	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	7.1	(0.2)	(2.6)	(0.3)



	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	12	(0.8)	12.5	7.7
英鎊	13	(0.8)	6.6	2.8



	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	152.9	3.4	(2.7)	(0.3)
韓圓	1432.5	2.0	(3.1)	3.4



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
消費者信心指數	月		25年10月28日
批發庫存	月		25年10月29日
首次申請失業保險金人數	週		25年10月30日
國內生產毛額	季		25年10月30日
個人收入與支出	月		25年10月31日
採購經理人指數	月		25年11月3日
貿易收支	月		25年11月4日
耐久財訂單	月		25年11月4日
工廠訂單	月		25年11月4日
就業報告	月		25年11月7日
消費者物價指數	月		25年11月13日
生產者物價指數	月		25年11月14日
商業庫存	月		25年11月14日
零售業銷售額	月		25年11月14日
工業生產指數	月		25年11月18日
新屋開工與營建許可	月		25年11月19日
成屋銷售量	月		25年11月20日
新屋銷售	月		25年11月26日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		25年10月31日
外匯儲備	季		25年11月7日
貿易收支	月		25年11月7日
M2貨幣供應量	月		25年11月9日
生產者物價指數	月		25年11月9日
消費者物價指數	月		25年11月9日
零售業銷售額	月		25年11月14日
工業生產報告	月		25年11月14日
國內生產毛額	年		

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
國內生產毛額	季		25年10月31日
M2貨幣供應量	月		25年10月31日
零售業銷售額	月		25年10月31日
採購經理人指數	月		25年11月5日
外匯儲備	月		25年11月7日
失業率報告	月		25年11月18日
消費者物價指數	月		25年11月20日
貿易收支	月		25年11月25日
生產價格	季		25年12月15日
工業生產報告	季		25年12月15日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員	電郵	電話
王學宏 (Howard Wong)	Howard.wong@sunwahkingsway.com	(852)22837307
劉恩妍 (Ensley Liu)	Ensley.liu@sunwahkingsway.com	(852)22837618

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
Sunwah Tower, Mezzanine Floor
115 Nguyen Hue
District 1
Ho Chi Minh City
Vietnam