

青岛啤酒 (600600.SH)

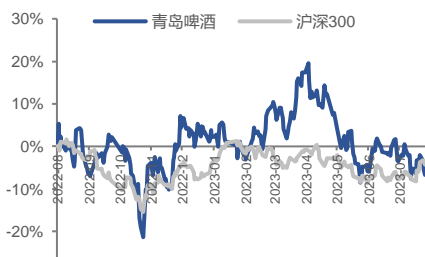
持有(首次评级)

当前价格: 99.05 元

目标价格: 113 元

青啤持续进化, 迎合未来多变场景和多样人群
基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1364/705
总市值/流通市值 (百万元)	135127/69800
每股净资产 (元)	18.00
资产负债率 (%)	44.61
一年内最高/最低 (元)	122.19/80.39

一年内股价相对走势

团队成员

分析师 刘畅
 执业证书编号: S0210523050001
 邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪
 执业证书编号: S0210523060001
 邮箱: zdx30145@hfzq.com.cn

研究助理 林若尧
 邮箱: lry30204@hfzq.com.cn

相关报告
投资要点:

- **量价修复催化行业短期高增, 高端升级打开长期空间。**短期来看, 消费场景的放开将给行业带来量能回补, 其中高端产品销量占比更高的即饮渠道复苏亦将加速行业结构升级; 长期来看, 产品结构高端升级为行业发展主旋律, 预计在各厂商的高端化战略下, 行业仍具较大发展空间。
- **青岛啤酒主品牌定力强劲, 基地市场空间广阔。**1) **品牌:** 青岛啤酒为我国历史悠久的经典高端品牌, 在我国高端啤酒市场份额位居第二。18年至今, 青岛啤酒吨酒出厂价绝对值和复合增速均高于国内其他啤酒企业, 凸显公司主品牌在高档市场的高接受度; 2) **区域市场:** 公司立足于山东大本营, 在沿黄流域具备较强的市场地位。从区域战略上来看, 公司将中国市场划分为“两横一纵”三大战略带, 因地制宜制定发展策略, 当前环山东基地圈和华北优势市场高端升级明显加速, 其余市场显著减亏, 我们认为优势市场的增利和其他市场的减亏将持续为公司贡献盈利增量。
- **多品类布局赋能主品牌外拓推力, 未雨绸缪积极开发长尾市场。**当前啤酒消费场景呈现多样化趋势, 消费人群代际的变更亦带来产品口味偏好的转变, 而公司具备较强的生产技术优势, 在坚守高品质的基础上, 以创新为驱动力持续丰富产品线, 未雨绸缪积极布局新品类。在公司前瞻性的布局下, 我们认为青岛主品牌的高端市场地位将持续增强, 进而在充分受益于行业高端化红利的同时, 实现区域市场的突破。

➤ **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司23-25年归母净利润分别为44.15/53.28/62.18亿元, 对应PE为30.61/25.36/21.73倍。考虑到公司在我国啤酒市场中具备较强的市场地位, 且高端化进度领先, 合理给予公司2023年35倍PE, 对应目标价113元/股, 当前估值具备性价比, 首次覆盖, 给予持有评级。

➤ **风险提示:** 雨季增多影响需求量、原材料成本重回增势、高端档次竞争加剧、食品安全问题

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万)	30,167	32,172	34,973	37,288	39,739
增长率 (%)	9%	7%	9%	7%	7%
净利润 (百万元)	3,155	3,711	4,415	5,328	6,218
增长率 (%)	43%	18%	19%	21%	17%
EPS (元/股)	2.31	2.72	3.24	3.91	4.56
市盈率 (P/E)	42.8	36.4	30.6	25.4	21.7
市净率 (P/B)	5.9	5.3	4.9	4.2	3.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

关键假设：

啤酒：考虑到公司为我国国产啤酒龙头，具备较好的市场基础，且青岛主品牌在全国市场的高端定位接受度高，预计在后续消费场景的复苏下，公司将受益于行业总量的改善，我们预计公司啤酒 23-25 年销量增速分别为 4.1%/1.89%/2.12%，吨酒价格则受益于高端化的进程，增速分别为 4.42%/4.61%/4.34%，其中：

- 1) 主品牌：考虑到公司高端档次市场接受度高，青岛主品牌具备较强的品牌推力，预计将持续扩张全国市场和替代自有中低端品牌，我们预计公司主品牌 23-25 年销量增速分别为 5%/4.2%/4.5%，而由于主品牌内部公司仍旧持续推进结构升级，我们预计吨价增速分别为 4.3%/4%/4%；
- 2) 区域品牌：考虑到啤酒行业总量预计保持稳定，尽管疫后消费场景复苏短期内将驱动行业扩容，但在长期的高端化发展主线下，公司低端酒销量预计将下降，我们预计公司区域品牌 23-25 年销量增速分别为+3%/-1%/-1%，吨酒价格增速预计在公司对产品的持续提价和品牌内部的结构升级下稳步提升，23-25 年增幅分别为 3.9%/3.8%/2.8%。

我们区别于市场的观点：

行业 2023 年有望实现量价齐增，而青岛啤酒作为国产高端龙头品牌，或最为受益。

- 1) 量的分歧：市场普遍对 2023 年啤酒行业的销量恢复较为悲观，但我们认为销量在短期内仍具备回补空间，从一季度来看，重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒均实现了较高的销量增长，且 2022 年第二季度为疫情较为严重时段，彼时销量受到了一定的压制，我们认为今年的二季度各厂商销量将会呈现较高的增速，除了旺季高温对销量的正向刺激以外，啤酒消费场景的恢复亦将给行业增量带来贡献。

另外，低度酒板块为全球销量占比最大的酒饮市场，我们认为伴随未来场景的持续丰富和消费习惯在代际变迁下的多样化，低度酒板块或存在结构性机会，而啤酒作为我国低度酒市场的头号玩家，具备最大的细分市场占比，各啤酒厂商或最具发展潜力。

- 2) 价的分歧：市场由于对经济的悲观预期导致对啤酒行业高端化的持续性有一定的质疑，但我们认为啤酒作为大众品之一，尽管高端化进程与经济发展有一定的相关性，但是由于价格的绝对值较低，哪怕 6 元的中端档次啤酒涨价 17%，价格绝对值也仅提升 1 元，需求端对价格的敏感性相对较弱。从 22 年的行业发展可以看出，在外部环境复杂多变的情况下，行业总量仍维持稳定，重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒均实现了较为正向的业绩表现，因此我们认为啤酒行业结构升级进程本身更多为供给端推动，需求端或因较低的价格敏感度而具备高接受度。

从青岛啤酒公司出发，其作为国产啤酒高端龙头，在疫情以来，吨酒价格均实现了较为稳健的增长，20/21/22 年吨酒价格涨幅分别为+1.9%/+7.03%/+4.94%，CAGR 达+5.98%，从外部环境复杂的 2022 年来看，公司在原材料价格上涨的背景下，通过销售更多高端产品，抵消了原材料成本对盈利能力的压制，推动公司啤酒业务毛利率提升了 0.05pct，彰显公司品牌的高端定力。

股价上涨的催化因素：

- 1) 夏季温度突破往年：由于啤酒销量受到气候因素影响较大，高温天气往往能够促进啤酒销售，若 2023 年的 2-3 季度高温天气持续时间长于往年，或对公司销量具备较大的促进作用；
- 2) 动销情况超市场预期：由于啤酒市场呈现区域割据的状态，各厂商销量主要来自自身基地市场，因此大部分投资者对于公司销量增速预期主要基于往年基地市场销量，若公司基地市场销量超预期，或对总体动销贡献较大增长，进而提振市场对公司未来销量持续扩容的信心；

估值及目标价：行业可比公司平均 PE (23E) 为 33.56 倍，考虑到公司高端化升级确定性较强，合理给予公司 2023 年 35 倍 PE，对应目标价 113 元/股，首次覆盖，给予持有评级。

风险提示：

雨季增多影响需求量、原材料成本重回增势、高端市场竞争加剧、食品安全问题

正文目录

1 主品牌定力强劲，赋能量价齐增	4
1.1 旺季临近，青啤价量双增领跑同业	4
1.2 量价修复催化行业短期高增，高端升级打开长期空间	5
1.3 分层战略赋能主品牌高端市场强定力，基地市场塑造高端升级大空间	6
1.4 啤酒消费场景持续扩充，消费人群多样化，青啤多品类布局未雨绸缪	8
2 盈利预测与投资建议	10
3 风险提示	12

图表目录

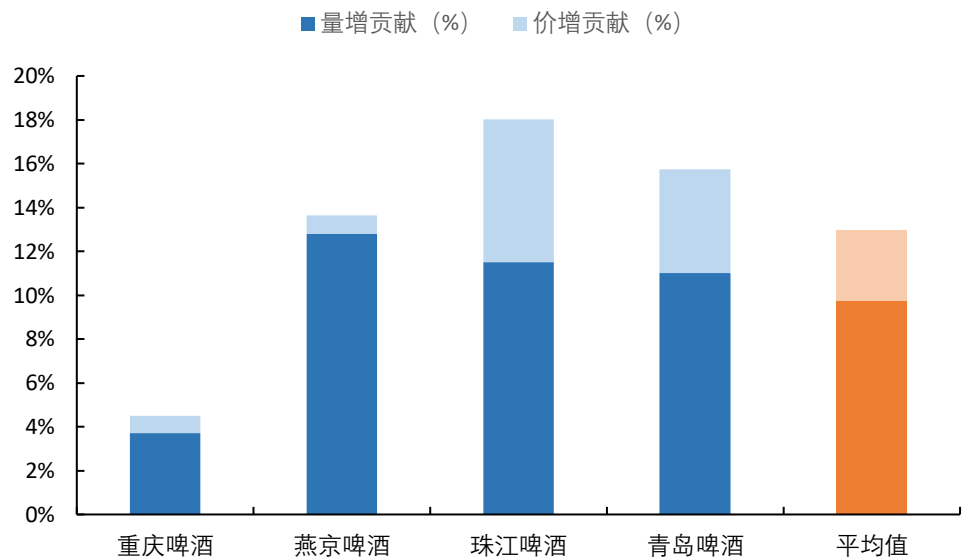
图表 1: 青岛啤酒 23Q1 营收拆分来看，量价齐增且相对领先于其他厂商	4
图表 2: 19-21 年公司毛销差稳步扩大	5
图表 3: 19-21 年公司净利率稳步提升	5
图表 4: 受疫情影响，我国 22 年啤酒产量基数较低	5
图表 5: 2018-2021 年，我国啤酒零售均价 CAGR 高于其他子版块	6
图表 6: 近几年啤酒零售价持续提升，但仍较低	6
图表 7: 高端产品销量占比持续提升，但仍较低	6
图表 8: 青岛啤酒品牌战略持续聚焦主品牌	7
图表 9: 当前青岛啤酒主品牌销量占比过半	7
图表 10: 青啤高端档次市场份额排名全国第二	7
图表 11: 18 年以来，青啤吨价涨幅在国内本土厂商中排名第一	7
图表 12: 山东和华北地区吨酒价格 CAGR 突出	8
图表 13: 优势市场增利显著，其余地区减亏明显	8
图表 14: 朋友聚会为啤酒主要消费场景	8
图表 15: 啤酒消费群体中，Z 世代占比逐步提高	8
图表 16: 大众对啤酒消费偏好	9
图表 17: 电商数据显示，白啤与黑啤占比持续提升	9
图表 18: 青岛啤酒积极开发长尾市场，品类布局早于竞争对手	9
图表 19: 青岛啤酒盈利驱动分业务拆分	11
图表 20: 盈利预测表	11
图表 21: 相对估值表	11
图表 22: 财务预测摘要	13

1 主品牌定力强劲，赋能量价齐增

1.1 旺季临近，青啤价量双增领跑同业

公司2023年动销持续恢复，高端化势能加速。根据各啤酒企业披露的一季报来看，重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒均实现了量价双增，其中青岛啤酒销量增幅达11.02%，考虑到公司本身具备较大的体量，且23年春节较早，发货节奏提前，我们认为这一增速水平已十分优异；同时，公司吨酒出厂价23Q1增幅达4.73%，高于行业平均水平，也凸显了公司的强渠道把控力及主品牌较强的高端市场地位。目前旺季临近，由于22年Q2具备较低的基数，我们认为公司双位数增长仍将持续。

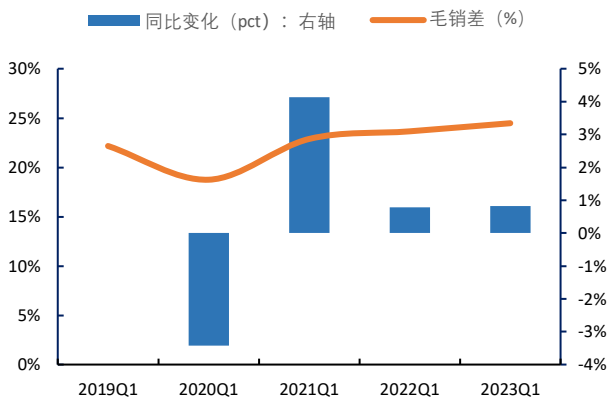
图表 1：青岛啤酒 23Q1 营收拆分来看，量价齐增且相对领先于其他厂商



数据来源：公司公告，华福证券研究所

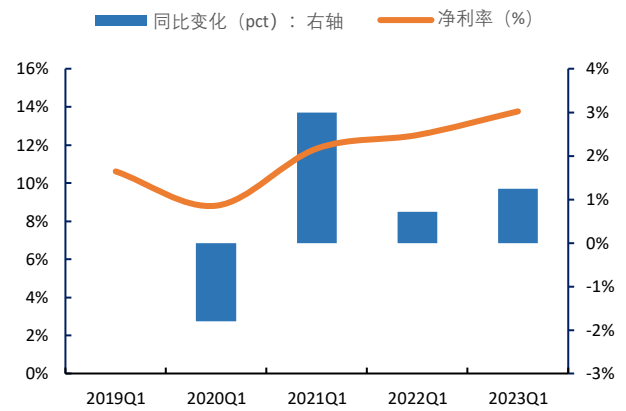
高端化升级持续兑现，看好公司全年业绩表现。由于会计准则的变更，2021年起青岛啤酒的运输费用重新分类至营业成本中，为了剔除这一影响，我们选取了毛销差这一指标来衡量公司高端化进程。可以发现，公司毛销差自2020年以来持续提升，23Q1达24.47%，对比19/20年分别增长了2.31pct/1.6pct；净利率方面，公司23Q1净利率达13.76%，对比19/20年分别增长了3.15pct/1.95pct，持续兑现高端升级红利。考虑到近年来大麦、包材等原材料成本的上涨对公司盈利能力有所压制，因此我们认为待成本端压力趋缓后，公司盈利弹性释放趋势将进一步增强。

图表 2：19-21 年公司毛销差稳步扩大



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 3：19-21 年公司净利率稳步提升



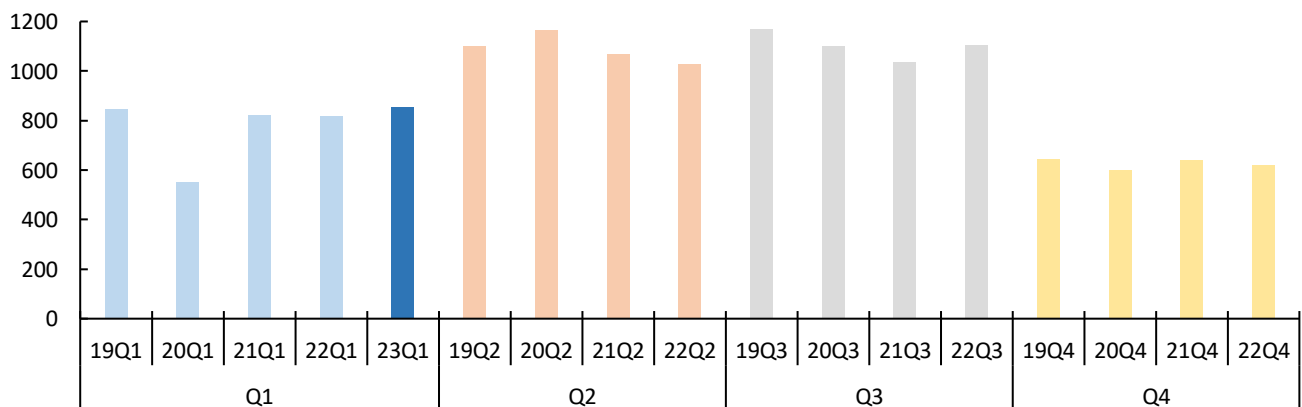
数据来源：Wind，华福证券研究所

1.2 量价修复催化行业短期高增，高端升级打开长期空间

站在当前时点，我们认为啤酒行业发展可以分为短期和长期来看待，短期看量能回补，长期看高端升级。

短期来看，量能回补将为行业 23 年发展主线。由于 22 年疫情严重，使 23 年享受较低的同比基数，根据国家统计局数据，23Q1 全国啤酒产量达 852.7 万吨，同比增长 4.5%，达 19/21 年的 100.7%/103.7%，超额恢复至疫情前水平，而 22Q2 仍具备较低的基数，若同样恢复至 19 年水平，同比增速将达 7.2%，Q3&Q4 同理推测同比增速可达 6.1%/4.0%。另外，由于 23 年春节提前，部分针对春节的库存出库于 22 年底，若考虑这一部分库存，实际增速预计更高。

图表 4：受疫情影响，我国 22 年啤酒产量基数较低

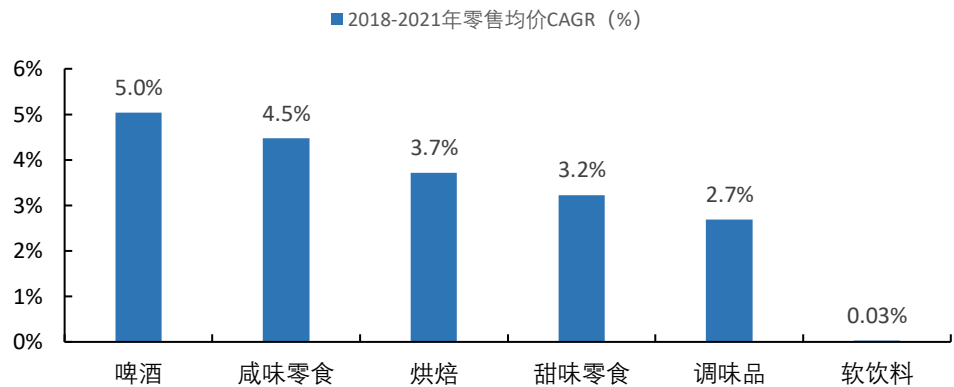


数据来源：国家统计局，华福证券研究所

长期来看，高端升级为行业发展主旋律。过去五年，啤酒产品的零售均价涨幅相比于其他细分子板块更强劲。根据欧睿数据，在啤酒行业向高端发展的背景下，2018-2019年，啤酒零售均价复合增速达5%，大幅高于其他食品饮料子板块。

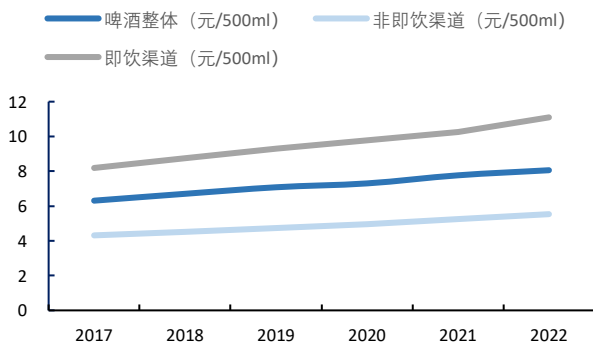
啤酒价增仍具提升空间。根据欧睿数据，当前啤酒整体均价为8.06元/500ml，仅高于高端化刚开始的2018年1元左右，且非即饮渠道啤酒零售均价仍处于5.5元左右的水平，对应产品为雪花清爽、青岛崂山、山城啤酒、哈尔滨冰纯等中低端产品，结合我国目前高端档次啤酒销量占总销量比重仍处于15%以下，对比成熟市场美国36%的高端啤酒销量占比仍有较大发展空间。

图表 5：2018-2021 年，我国啤酒零售均价 CAGR 高于其他子版块



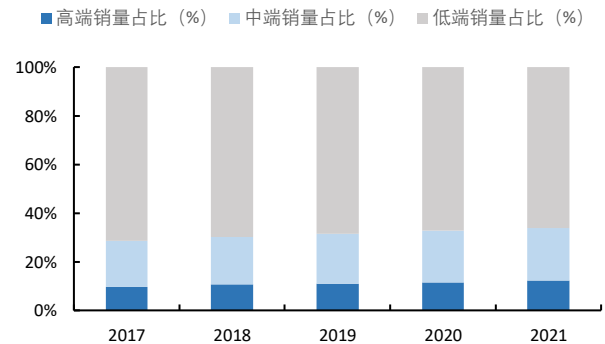
数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 6：近几年啤酒零售价持续提升，但仍较低



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 7：高端产品销量占比持续提升，但仍较低



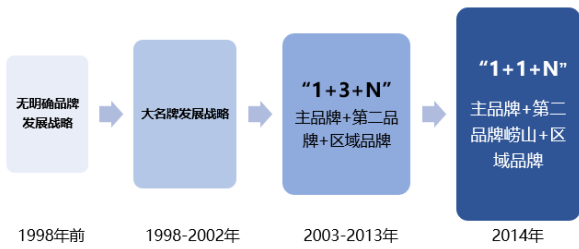
数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

1.3 分层战略赋能主品牌高端市场强定力，基地市场塑造高端升级大空间

品牌分层战略的实施为公司主品牌高端推力打下基础。2002年起，青岛啤酒公司发展重心开始逐步倾斜向青岛主品牌，实施品牌分层战略，该战略可以在定位中

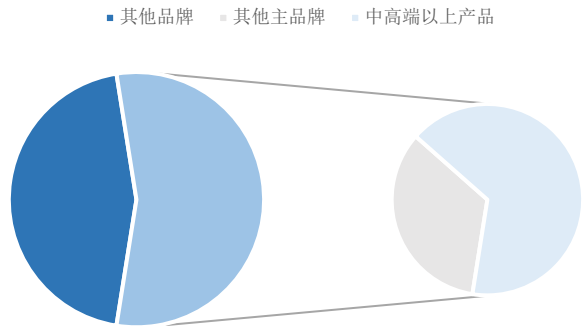
高端的青岛主品牌和低档品牌之间建立防火墙，保证青岛主品牌价值不被侵蚀的同时，通过低端品牌抢占大众市场份额。正是由于公司过去分层战略的实施，使公司目前具备较大的销售规模，以及良好的品牌美誉度

图表 8：青岛啤酒品牌战略持续聚焦主品牌



数据来源：经济日报，公司公告，华福证券研究所

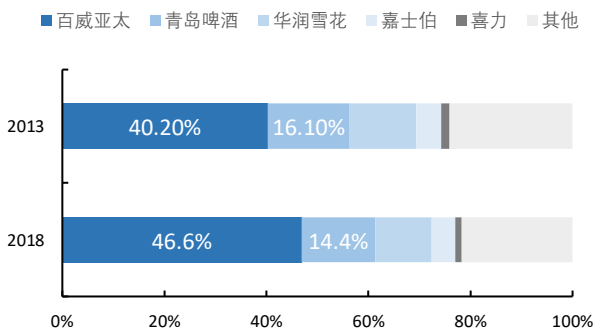
图表 9：当前青岛啤酒主品牌销量占比过半



数据来源：公司公告，华福证券研究所

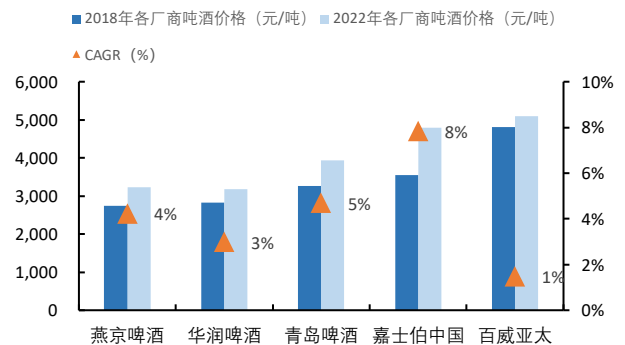
较高的高端市场接受度使公司高端化速度领先于其他国内厂商。从高端市场份额来看，公司在尚未明确高端发展战略的 13-18 年，尽管份额有所下滑，但仍稳居国产品牌的头把交椅，而从公司明确高端发展战略的 2018 年至今，综合吨酒出厂价格绝对值和复合增速均高于国内其他啤酒企业，凸显公司主品牌在高端市场的高接受度。

图表 10：青啤高端档次市场份额排名全国第二



数据来源：百威亚太招股说明书，华福证券研究所

图表 11：18 年以来，青啤吨价涨幅在国内本土厂商中排名第一

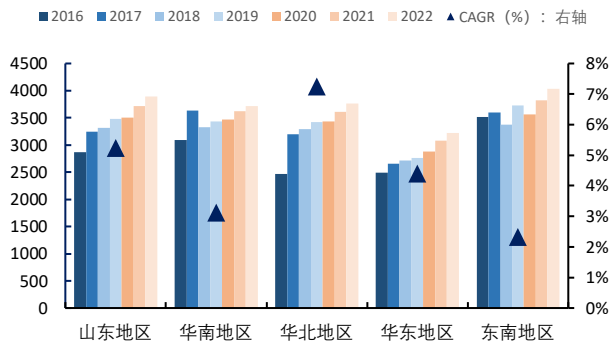


数据来源：公司公告，华福证券研究所

区域战略守正出奇，优势市场增利明显，其余市场显著减亏。青岛啤酒公司将中国市场划分为“两横一纵”三大战略带，针对基地市场，持续巩固和提高优势地位，针对其他区域保持积极开拓战略，充分发挥公司覆盖全国主要市场的销售网络优势。在公司持续推进基地市场的结构升级下，环山东基地圈和优势市场华北区域吨酒出厂价格增速领跑其余市场，净利率亦持续提升。同时，公司积极推进沿江市

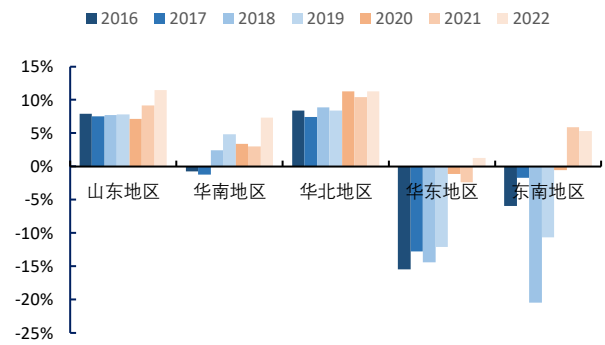
场的收缩与聚焦，近年来减亏显著，预计后续将为公司持续贡献盈利增量。

图表 12：山东和华北地区吨酒价格 CAGR 突出



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 13：优势市场增利显著，其余地区减亏明显

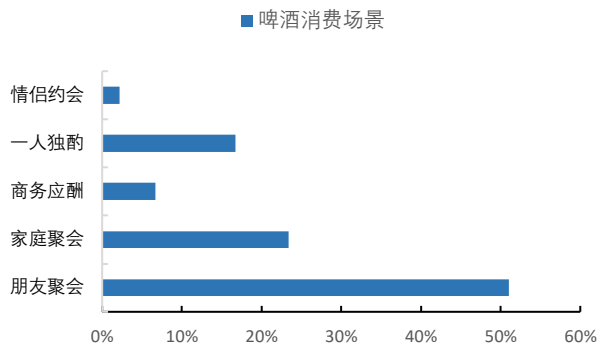


数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.4 啤酒消费场景持续扩充，消费人群多样化，青啤多品类布局未雨绸缪

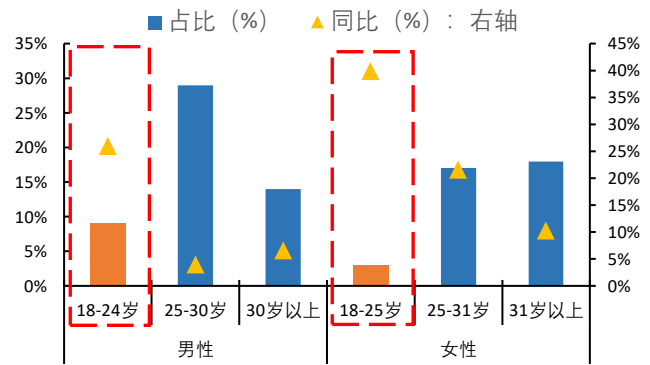
消费场景逐渐丰富，消费群体代际变更进行时。当前酒饮的消费场景持续丰富，如剧本杀、露营、音乐节，甚至滑板、飞盘等，同时啤酒核心消费群体代际也在发生变化，Z世代占比持续提升，进而使得啤酒行业的需求端逐渐多样化

图表 14：朋友聚会为啤酒主要消费场景



数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

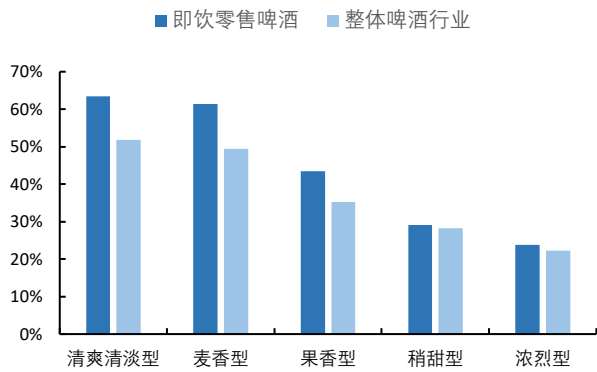
图表 15：啤酒消费群体中，Z世代占比逐步提高



数据来源：《天猫啤酒趋势白皮书》，华福证券研究所

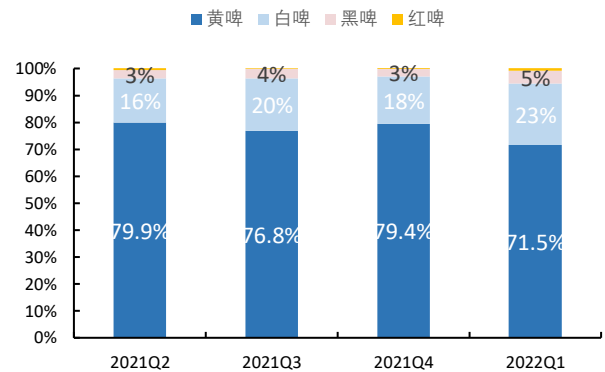
啤酒消费偏好呈现多样化趋势。过去啤酒市场主要为黄啤为主，但近年来消费者对于啤酒品类、口味的个性化需求逐渐提升。由于电商平台啤酒品类丰富，更便于消费者满足猎奇心理，且不会像线下门店一般具备品牌消费惯性，因此我们认为电商数据显示的消费趋势变化有一定参考价值。相关数据显示，21Q2-22Q1，线上白啤品类销量占比由 16%提升至 23%，相应黄啤则由 79.9%下降至 71.5%，品类偏好存在一定的边际变化。我们认为啤酒的口味偏好并非是恒定的，其会随着消费人群代际的变更而产生变化，对于啤酒厂商来说，则需要不断创新，敢于布局新品类，最大程度开发市场潜在需求，进而才能挖掘并抓住行业的结构性机会。

图表 16: 大众对啤酒消费偏好



数据来源:《中国即时零售啤酒品类趋势白皮书》, 华福证券研究所

图表 17: 电商数据显示, 白啤与黑啤占比持续提升



数据来源: 艾瑞咨询, 华福证券研究所

青岛啤酒具备较强生产技术优势, 未雨绸缪积极布局新品类开发长尾市场。公司拥有我国生物发酵领域唯一的国家重点实验室, 还具备全球首家啤酒饮料行业的灯塔工厂, 生产技术优势凸显。在产品研发上, 公司历史以来积极布局新品类、新产品, 目前已拥有纯生、原浆、黑啤、白啤、果啤、皮尔森、IPA 等多种品类, 以满足消费者多样化需求, 我们认为在公司前瞻性的品类布局下, 青岛主品牌的高端市场地位将持续增强, 进而在享受行业高端化红利的同时, 具备区域市场的外拓潜力。

图表 18: 青岛啤酒积极开发长尾市场, 品类布局早于竞争对手



数据来源: 青岛啤酒官网, 华润雪花官网, 新浪, 搜狐, 大众网, 华福证券研究所

2 盈利预测与投资建议

考虑到随着疫情放开，高端啤酒销量占比更高的餐饮、夜场等即饮场景恢复，行业高端化进程预计将加速，而青岛啤酒在我国啤酒市场中具备较强的市场地位，无论是短期内量的回补还是长期结构升级趋势，预计公司均能充分获益。

啤酒业务方面，我们预计公司啤酒 23-25 年销量增速分别为 4.1%/1.89%/2.12%，吨价增速分别为 4.42%/4.61%/4.34%，综合营收增速为 8.7%/6.58%/6.55%，对应啤酒业务收入分别为 344.57/367.23/391.3 亿元，其中：1) 主品牌：公司高端档次市场接受度高，预计将持续扩张全国市场和替代自有中低端品牌，我们预计公司主品牌 23-25 年销量增速分别为 5%/4.2%/4.5%，而由于主品牌内部仍持续升级，预计吨价增速分别为 4.3%/4%/4%；2) 区域品牌：考虑到啤酒行业总量预计保持稳定，而在高端化发展主线下，低端酒销量预计将下降，我们预计公司区域品牌 23-25 年销量增速分别为 3%/-1%/-1%，吨酒价格增速预计在公司对产品的提价和内部的结构升级下稳步提升，23-25 年增幅分别为 3.9%/3.8%/2.8%。啤酒业务总体毛利率方面，我们预计在公司高端化战略的持续推进以及原材料价格后续的回落下，公司 23-25 年毛利率预计为 38.63%/40.33%/41.62%。

费率方面，我们预计公司在以利润为导向的发展下，销售费用率和管理费用率将持续下降，而研发费用则保持稳定。我们预计公司 23-25 年收入分别为 349.73/372.88/397.39 亿元，同比增速分别为 8.71%/6.62%/6.57%；归母净利润分别为 44.15/53.28/62.18 亿元，同比增速分别为 19%/20.7%/16.7%，对应 PE 为 30.61/25.36/21.73 倍。考虑到公司高端化升级具备较强的确定性，合理给予公司 2023 年 35 倍 PE，对应每股目标价 113 元，当前估值具备性价比，给予持有评级。

图表 19：青岛啤酒盈利驱动分业务拆分

	21A	22A	23E	24E	25E
营业总收入 (百万元)	30166.81	32171.57	34973.06	37288.06	39739.02
YoY (%)	8.67%	6.65%	8.71%	6.62%	6.57%
营业总成本 (百万元)	19091.13	20317.93	21474.54	22276.42	23224.81
YoY (%)	15.42%	6.43%	5.69%	3.73%	4.26%
毛利率 (%)	36.71%	36.85%	38.60%	40.26%	41.56%
其中:					
啤酒业务收入 (百万元)	29672.70	31697.34	34456.54	36723.10	39129.66
YoY (%)	8.54%	6.82%	8.70%	6.58%	6.55%
销量 (万吨)	793	807	840	856	874
YoY (%)	1.41%	1.77%	4.10%	1.89%	2.12%
吨酒价格 (元/吨)	3741.83	3927.80	4101.53	4290.42	4476.62
YoY (%)	7.03%	4.97%	4.42%	4.61%	4.34%
营业成本 (百万元)	18774.78	20038.52	21145.66	21910.89	22841.96
毛利率 (%)	36.73%	36.78%	38.63%	40.33%	41.62%
占总营收比例 (%)	98.36%	98.53%	98.52%	98.48%	98.47%
其中:					
主品牌收入 (百万元)	19795.91	21416.87	23454.68	25417.37	27623.60
YoY (%)	14.75%	8.19%	9.52%	8.37%	8.68%
销量 (万吨)	433	444	466.2	485.7804	507.640518
YoY (%)	11.60%	2.54%	5.00%	4.20%	4.50%
吨酒价格 (元/吨)	4571.80	4823.62	5031.03	5232.28	5441.57
YoY (%)	2.83%	5.51%	4.30%	4.00%	4.00%
营业成本 (百万元)	11135.19	12043.56	12806.26	13522.04	14419.52
毛利率 (%)	43.75%	43.77%	45.40%	46.80%	47.80%
占总营收比例 (%)	65.62%	66.57%	67.06%	68.16%	69.51%
区域品牌 (百万元)	9876.79	10280.48	11001.86	11305.73	11506.07
YoY (%)	-2.08%	4.09%	7.02%	2.76%	1.77%
销量 (万吨)	360	363	373.89	370.1511	366.449589
YoY (%)	-8.63%	0.83%	3.00%	-1.00%	-1.00%
吨酒价格 (元/吨)	2743.6	2832.1	2942.5	3054.4	3139.9
YoY (%)	7.16%	3.23%	3.90%	3.80%	2.80%
营业成本 (百万元)	7639.59	7994.96	8339.41	8388.85	8422.44
毛利率 (%)	22.65%	22.23%	24.20%	25.80%	26.80%
占总营收比例 (%)	32.74%	31.96%	31.46%	30.32%	28.95%
其他业务收入 (百万元)	494.11	474.22	516.52	564.96	609.36
YoY (%)	17.16%	-4.02%	8.92%	9.38%	7.86%
成本	316.35	279.41	328.88	365.52	382.85
毛利率	35.98%	41.08%	38.53%	38.53%	38.53%
业务收入比例	1.64%	1.47%	1.48%	1.52%	1.53%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 20：盈利预测表

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	30,167	32,172	34,973	37,288	39,739
增长率	9%	7%	9%	7%	7%
净利润 (百万元)	3,155	3,711	4,415	5,328	6,218
增长率	43%	18%	19%	21%	17%
EPS (元/股)	2.31	2.72	3.24	3.91	4.56
市盈率 (P/E)	42.8	36.4	30.6	25.4	21.7
市净率 (P/B)	5.9	5.3	4.9	4.2	3.5

数据来源：Wind，华福证券研究所

注：以上数据截至 2023 年 8 月 6 日

图表 21：相对估值表

公司名称	EPS				PE			
	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
华润啤酒	1.34	1.68	2.03	2.35	36.39	27.30	22.56	19.45
百威亚太	0.07	0.09	0.10	0.11	45.67	26.49	22.89	20.07
重庆啤酒	2.61	3.19	3.79	4.40	48.79	29.29	24.62	21.21
燕京啤酒	0.13	0.21	0.30	0.40	84.97	54.11	37.88	28.54
平均值					50.45	33.56	26.66	22.20
青岛啤酒	2.72	3.24	3.91	4.56	36.42	30.61	25.36	21.73

数据来源：Wind，华福证券研究所

注：以上数据截至 2023 年 8 月 6 日

3 风险提示

雨季增多影响需求量：由于雨季会压制大众外出消费欲望，进而导致现饮渠道啤酒销量低于正常水平；

原材料成本重回增势：由于啤酒包材、大麦成本合计占比超 50%以上，若原材料价格若重回增势，会对公司盈利能力造成一定压制；

高端档次竞争加剧：若高端档次竞争加剧，公司或被迫提高费用投放，进而影响盈利能力兑现；

食品安全问题：食品安全问题会大幅冲击消费者对公司产品的信心，进而影响公司品牌价值和渠道信心。

图表 22: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,855	21,956	26,680	33,859	营业收入	32,172	34,973	37,288	39,739
应收票据及账款	124	140	143	155	营业成本	20,318	21,475	22,276	23,225
预付账款	282	289	291	313	税金及附加	2,391	2,743	2,886	3,050
存货	4,152	4,192	4,326	4,597	销售费用	4,200	4,460	4,662	4,770
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,473	1,542	1,641	1,629
其他流动资产	9,589	8,439	10,585	10,514	研发费用	63	68	73	78
流动资产合计	32,002	35,016	42,025	49,437	财务费用	-421	-488	-598	-594
长期股权投资	368	370	368	369	信用减值损失	11	-15	-15	-15
固定资产	10,996	10,509	10,118	9,816	资产减值损失	-26	-25	-25	-25
在建工程	457	557	557	457	公允价值变动收益	164	158	192	171
无形资产	2,558	2,470	2,396	2,345	投资收益	170	127	148	138
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	其他收益	543	543	543	543
其他非流动资产	2,624	2,429	2,560	2,579	营业利润	5,001	5,951	7,183	8,384
非流动资产合计	18,309	17,641	17,306	16,871	营业外收入	20	20	20	20
资产合计	50,312	52,656	59,331	66,309	营业外支出	15	15	15	15
短期借款	225	236	231	233	利润总额	5,006	5,956	7,188	8,389
应付票据及账款	3,662	3,553	3,850	4,014	所得税	1,201	1,429	1,725	2,013
预收款项	0	0	0	0	净利润	3,805	4,527	5,463	6,376
合同负债	8,909	9,125	10,032	10,689	少数股东损益	94	112	135	158
其他应付款	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,711	4,415	5,328	6,218
其他流动负债	6,875	6,965	7,258	7,499	EPS (按最新股本摊薄)	2.72	3.24	3.91	4.56
流动负债合计	19,672	19,879	21,370	22,435					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	4,368	4,358	4,410	4,379					
非流动负债合计	4,368	4,358	4,410	4,379					
负债合计	24,039	24,237	25,780	26,814					
归属母公司所有者权益	25,495	27,530	32,526	38,313					
少数股东权益	777	889	1,025	1,182					
所有者权益合计	26,272	28,419	33,551	39,495					
负债和股东权益	50,312	52,656	59,331	66,309					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,879	6,485	4,766	7,406
现金收益	4,461	5,236	6,017	6,899
存货影响	-659	-40	-133	-271
经营性应收影响	-27	2	19	-8
经营性应付影响	364	-109	296	164
其他影响	740	1,396	-1,434	622
投资活动现金流	-2,199	-436	-353	-357
资本支出	-1,696	-722	-688	-663
股权投资	-2	-1	2	-1
其他长期资产变化	-501	287	334	307
融资活动现金流	-1,676	-1,948	312	130
借款增加	-20	8	-4	2
股利及利息支付	-1,576	-2,584	-3,370	-3,784
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-80	628	3,686	3,911

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	6.6%	8.7%	6.6%	6.6%
EBIT 增长率	8.3%	19.2%	20.5%	18.3%
归母公司净利润增长率	17.6%	19.0%	20.7%	16.7%
获利能力				
毛利率	36.8%	38.6%	40.3%	41.6%
净利率	11.8%	12.9%	14.7%	16.0%
ROE	14.1%	15.5%	15.9%	15.7%
ROIC	19.5%	21.1%	21.3%	21.1%
偿债能力				
资产负债率	47.8%	46.0%	43.5%	40.4%
流动比率	1.6	1.8	2.0	2.2
速动比率	1.4	1.6	1.8	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6
应收账款周转天数	1	1	1	1
存货周转天数	68	70	69	69
每股指标 (元)				
每股收益	2.72	3.24	3.91	4.56
每股经营现金流	3.58	4.75	3.49	5.43
每股净资产	18.69	20.18	23.84	28.08
估值比率				
P/E	36	31	25	22
P/B	5	5	4	4
EV/EBITDA	92	78	67	58

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn