

啤酒行业估值处于历史底部，大麦成本下降有望驱动利润提升

——啤酒专题研究系列二

投资要点

➤ 啤酒高端化成趋势，我国精酿啤酒消费量逐年上升

我国啤酒总产量于2013年达峰，行业从增量竞争转换到存量竞争，行业公司为保持营收规模持续增长，在龙头企业的带领下开始往中高端啤酒市场发力，据灼识咨询预测，到2025年，我国精酿啤酒消费量可达到22.9亿升。

➤ 啤酒行业P/E处于历史低位，2024年行业估值有望修复

2023年面对市场竞争日趋激烈、啤酒大麦价格持续上涨等挑战，啤酒行业市盈率回调至历史低位，截至2024年1月8日，申万啤酒行业市盈率为25.06x。随着餐饮、夜店等啤酒现饮消费场景的进一步复苏，2024年啤酒公司业绩向好确定性较强，行业估值有望修复。

➤ 澳麦“双反”措施取消，啤酒厂商2024年成本下降确定性强

2023年8月，中国商务部发布公告宣布终止对澳大利亚大麦历时三年多的“双反”。该举措有利于降低中国大麦进口的成本，缓解啤酒厂2024年原材料成本压力。据Wind最新数据，截至2023年11月底我国大麦进口价格为249.94美元/吨，较2023年1月下降28.14%。

➤ 我国啤酒行业龙头厂商吨价持续上行

青岛啤酒吨价由2019年的3476.24元/吨，增长至2023年第三季度的4247.06元/吨，涨幅22.17%；重庆啤酒吨价由2019年的3796.42元/吨，增长至2023年第三季度的4913.33元/吨，涨幅29.42%。随着产品由低端向中、高端发展，行业公司啤酒吨价有望持续上行。

➤ 投资建议

啤酒行业估值处于历史底部位置，中国大麦进口价格下降有利于啤酒厂商降本增效，利好行业长期发展。

1) 建议关注市占率高，品牌价值行业第一，抢先布局高端啤酒市场的公司：青岛啤酒；

2) 建议关注拥有国际高端啤酒品牌的公司：重庆啤酒。

➤ 风险提示

原材料价格波动风险；食品安全风险；消费复苏不及预期风险；大单品销售不及预期风险。

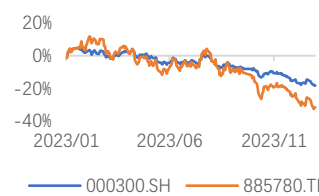
投资评级：看好

分析师：史伟龙

执业登记编号：A0190523050007

shiweilong@yd.com.cn

啤酒指数与沪深300指数走势对比



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

相关报告：

1. 啤酒专题研究系列一：产品高端化成趋势，澳麦“双反”终止迎利好

目录

一、啤酒高端化发展成趋势，24 年公司成本下降确定性强	3
二、行业估值处于历史低位	5
三、重点公司	6
1. 青岛啤酒	6
2. 重庆啤酒	7
四、投资建议	8
五、风险提示	8

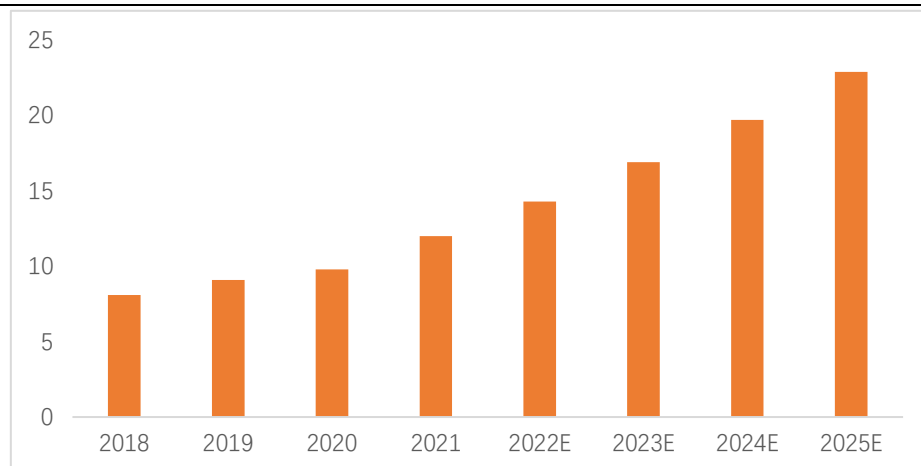
图表目录

图 1：2018-2025 年中国精酿啤酒消费量及预期（亿升）	3
图 2：啤酒产业链	3
图 3：啤酒生产成本构成	4
图 4：中国进口大麦平均单价（美元/吨）	4
图 5：2020/1 至 2024/1 申万啤酒行业市盈率（倍）	5
图 6：2023 年 3 月至 11 月中国餐饮收入当期值（亿元）	5
图 7：2018-2023Q3 青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒吨价（元/吨）	5
图 8：2019-2023Q3 青岛啤酒营业收入及增速	6
图 9：2019-2023Q3 青岛啤酒归母净利润及增速	6
图 10：2019-2023Q3 重庆啤酒营业收入及增速	7
图 11：2019-2023Q3 重庆啤酒归母净利润及增速	7
表 1：青岛啤酒部分中、高档产品	6
表 2：重庆啤酒部分国际、本地品牌产品	7

一、啤酒高端化发展成趋势，24 年公司成本下降确定性强

啤酒是以麦芽、水为主要原料，加啤酒花，经酵母发酵酿制而成的、含有二氧化碳并可形成泡沫的发酵酒。我国啤酒总产量于 2013 年达峰，行业从增量竞争转换到存量竞争，行业公司为保持营收规模持续增长，在龙头企业的带领下开始往中高端啤酒市场发力，据灼识咨询预测，到 2025 年，我国精酿啤酒消费量可达到 22.9 亿升。

图 1： 2018-2025 年中国精酿啤酒消费量及预期（亿升）



资料来源：灼识咨询《2023 年精酿啤酒行业研究报告》，源达信息证券研究所

啤酒产业链上游包括大麦、小麦、啤酒花和包装材料等；中游以酿酒厂商为主，通过不同工艺，酿造出生啤、黑啤、白啤等啤酒；下游消费场景多元化，包括酒馆、电商、餐厅和超市等。

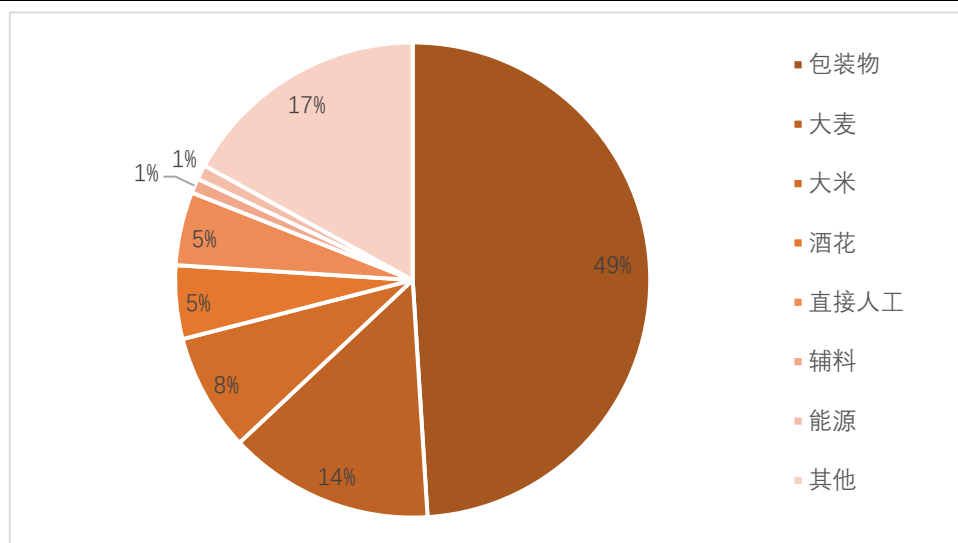
图 2： 啤酒产业链



资料来源：灼识咨询《2023 年精酿啤酒行业研究报告》，源达信息证券研究所

包装物占啤酒生产成本的比例接近 50%，其次是大麦，占啤酒总生产成本的 14%。我国大麦无法满足日益扩大的国内需求，需要依靠进口来填补国内缺口。

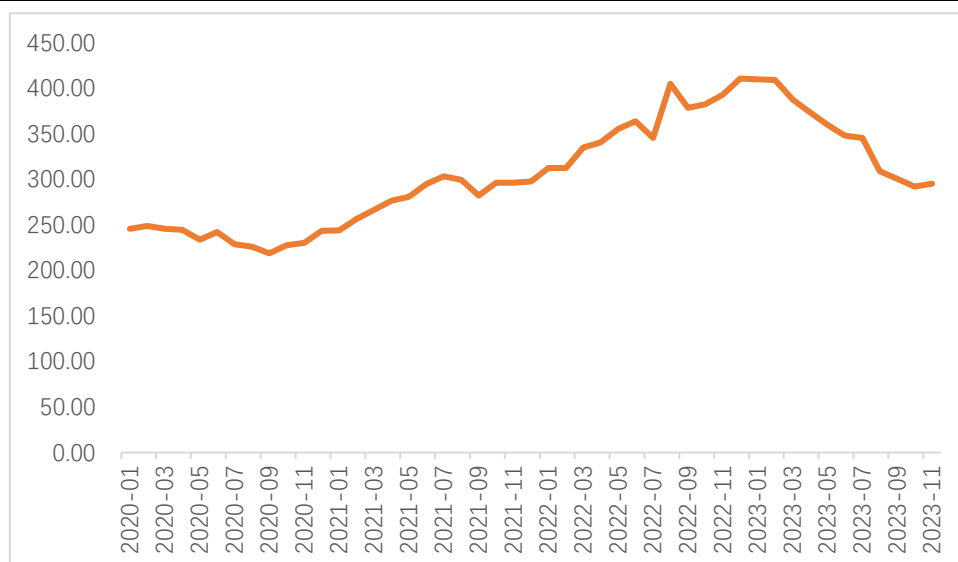
图 3：啤酒生产成本构成



资料来源：智研咨询《2023 年中国啤酒产业现状及发展趋势研究报告》，源达信息证券研究所

2023 年，欧美大麦产量提升，全球大麦供给量增加。同年 8 月，中国商务部发布公告宣布终止对澳大利亚大麦历时三年多的“双反”，中国啤酒企业可以选择向运输成本更低的澳大利亚进口大麦，我国大麦进口价格下行。据 Wind 最新数据，截至 2023 年 11 月底我国大麦进口价格为 249.94 美元/吨，较 2023 年 1 月下降 28.14%。中国啤酒企业一般与供应商签订协议锁定下一年度的大麦价格，故行业公司 2024 年报表端原材料成本有望得到缓解。

图 4：中国进口大麦平均单价（美元/吨）

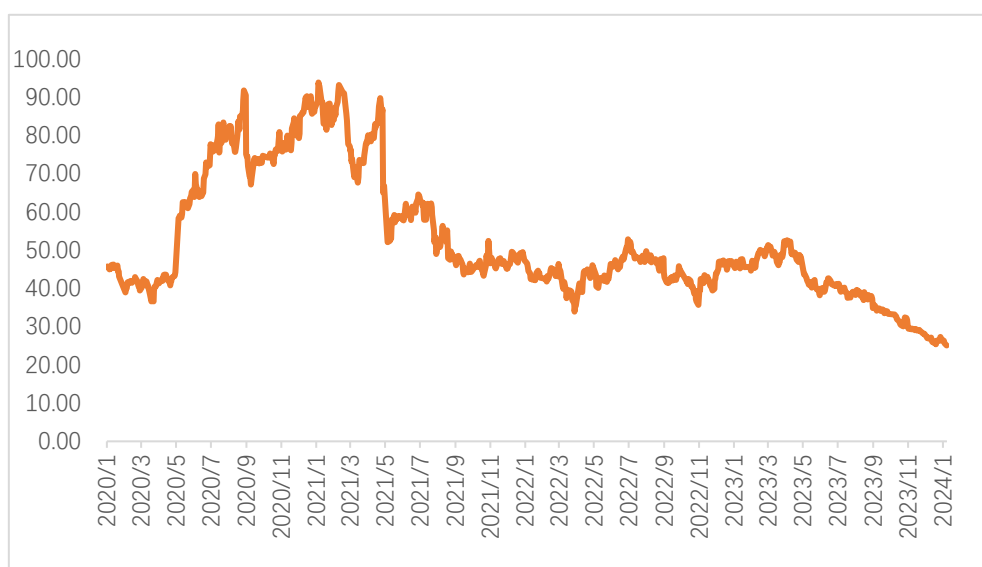


资料来源：Wind，源达信息证券研究所

二、行业估值处于历史低位

2023 年消费弱复苏，啤酒行业市盈率回调至历史低位，截至 2024 年 1 月 8 日，申万啤酒行业市盈率为 25.06x。随着餐饮、夜店等啤酒现饮消费场景的进一步复苏，叠加行业成本回落的背景，2024 年啤酒公司业绩向好确定性较强。

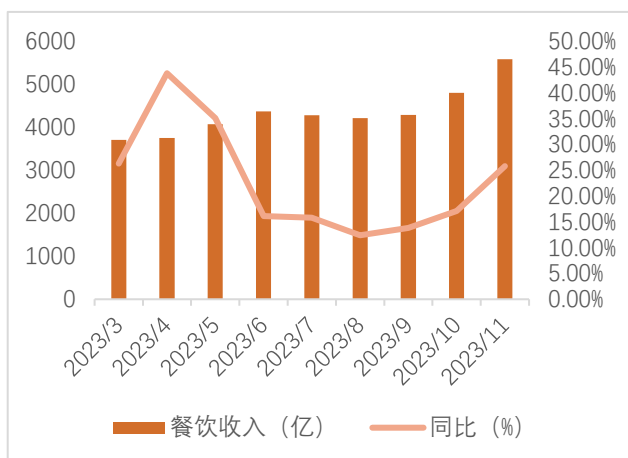
图 5：2020/1 至 2024/1 申万啤酒行业市盈率（倍）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

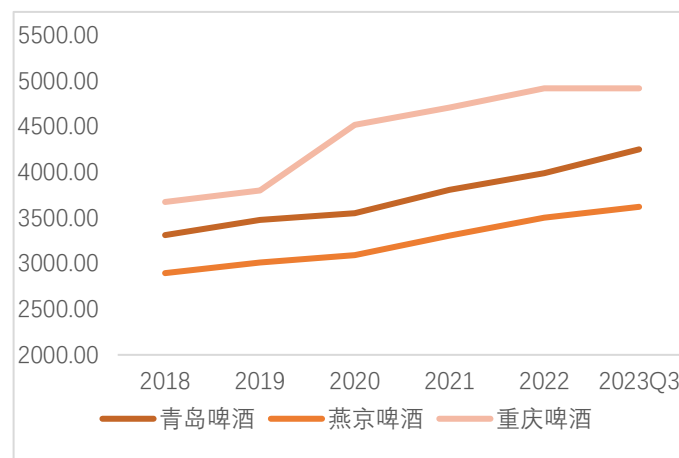
2023 年我国餐饮业逐渐恢复。根据国家统计局数据显示，2023 年 11 月，我国餐饮收入为 5579.9 亿元，同比增长 25.8%。2023 年 1-11 月，我国累计餐饮收入为 4.8 万亿元，同比增长 19.4%。2024 年，我国啤酒现饮消费场景有望进一步复苏。此外，啤酒消费由低端啤酒向中、高端啤酒转移，由工业啤酒向精酿啤酒转移，我国头部啤酒厂商吨价持续上行。

图 6：2023 年 3 月至 11 月中国餐饮收入当期值（亿元）



资料来源：国家统计局，源达信息证券研究所

图 7：2018-2023Q3 青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒吨价（元/吨）



资料来源：各公司公告，源达信息证券研究所

三、重点公司

1.青岛啤酒

青岛啤酒是中国啤酒行业龙头公司，实施“1（青岛）+1（崂山）”品牌战略，持续扩大中高端产品规模，以体育、音乐和体验营销为主线，打造青岛啤酒品牌。

表 1：青岛啤酒部分中、高档产品

档次	产品名称	价格（元/瓶）	规格
高档	百年之旅	388-1499	700/815/1500ml
	1903时光精酿	138	1000ml
	琥珀拉格	31.6	380ml
	狮壮	31.6	380ml
	奥古特	20.5	500ml
	IPA	16.8	330ml
	鸿运当头	12.4	355ml
	逸品纯生	12.4	218ml
	小棕金	10.6	296ml
	皮尔森	10	330ml
	经典1903	9	473ml
中档	青岛经典	6.5	600ml
	崂友记	6	500ml

资料来源：京东青岛啤酒官方旗舰店，源达信息证券研究所

2023 前三季度，公司累计实现产品销量 729.4 万千升，同比增长 0.2%，其中，主品牌青岛啤酒实现产品销量 409 万千升，同比增长 3.5%；中高端以上产品实现销量 290.2 万千升，同比增长 11%。2023 年前三季度，青岛啤酒吨价为 4247.06 元/吨，同比增长 6.2%，其中，2023 年第三季度吨价为 4133.09 元/吨，同比增长 7.5%。

图 8：2019-2023Q3 青岛啤酒营业收入及增速

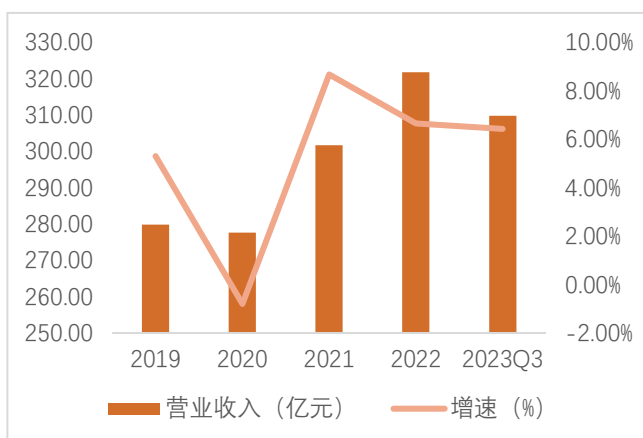
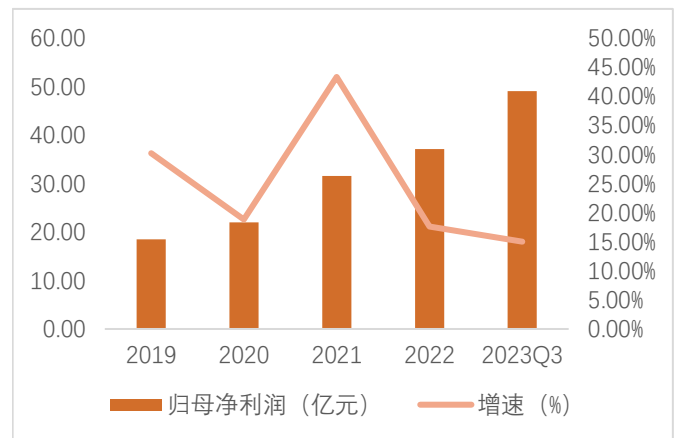


图 9：2019-2023Q3 青岛啤酒归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

2.重庆啤酒

重庆啤酒是丹麦嘉士伯集团在中国的运营平台，拥有“本地品牌+国际品牌”的品牌组合。国际品牌有嘉士伯、乐堡、1664、格林堡、布鲁克林等，本地品牌有重庆、山城、乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖、京A等，能够满足消费者对不同啤酒产品的需求。

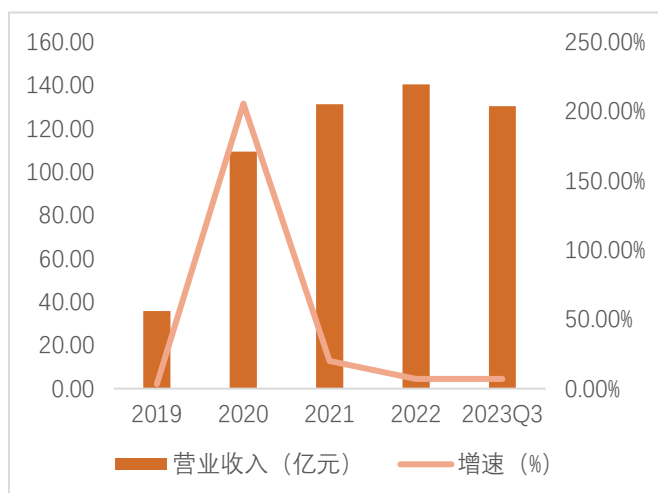
表 2：重庆啤酒部分国际、本地品牌产品

品牌分类	产品名称	价格（元/瓶）	规格
国际	格林堡	12.3	330ml
	布鲁克林	12.3	330ml
	夏日纷	9.1	330ml
	嘉士伯	6.2	500ml
	凯旋1664	9.5	250ml
	乐堡	5.8	500ml
本地	京A	10.3	330ml
	风花雪月	4.8	330ml
	乌苏	7.5	620ml
	重庆	3.0	330ml
	大理	1.2	330ml
	西夏	5.0	500ml

资料来源：淘宝，源达信息证券研究所

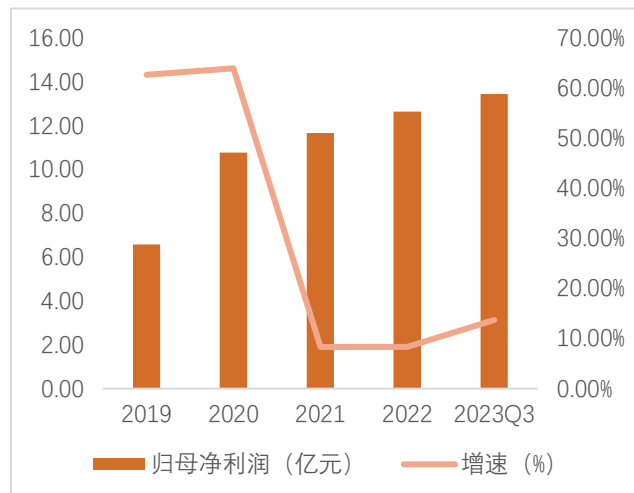
2023 前三季度，公司实现啤酒销量为 265.17 万千升，比上年同期增长了 4.95%，其中，高档产品实现营业收入 43.45 亿元，同比增长 0.82%，主流产品实现营业收入 67.85 亿元，同比增长 12.37%，经济产品实现营业收入 16.31 亿元，同比增长 3.23%。

图 10：2019-2023Q3 重庆啤酒营业收入及增速



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

图 11：2019-2023Q3 重庆啤酒归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

四、投资建议

目前，申万啤酒行业估值处于历史底部位置，中国大麦进口价格下降有利于啤酒厂商降本增效，利好行业长期发展。

- 1) 建议关注市占率高，品牌价值行业第一，抢先布局高端啤酒市场的公司：**青岛啤酒**；
- 2) 建议关注拥有国际高端啤酒品牌的公司：**重庆啤酒**。

五、风险提示

原材料价格波动风险；

食品安全风险；

消费复苏不及预期风险；

大单品销售不及预期风险。

投资评级说明

行业评级	以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
看 好：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上
中 性：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%以上
看 淡：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下
公司评级	以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
买 入：	相对于恒生沪深 300 指数表现 + 20%以上
增 持：	相对于沪深 300 指数表现 + 10%~ + 20%
中 性：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%之间波动
减 持：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 2306C 室

分析师声明

作者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。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（以下简称：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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。同时，本公司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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告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、复制和发布。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。