

世界杯正式开幕，板块建仓正当时

啤酒

分析与判断：

主要观点：

► 啤酒与足球和世界杯紧密关联

足球自诞生伊始便与啤酒形成紧密的联系，足球体育营销亦是啤酒发展过程中销量增长的重要推动力。自1986年百威首次成为世界杯官方啤酒合作伙伴以来，啤酒与世界杯的联系持续增强，啤酒核心消费人群、产品特性和品牌精神与世界杯契合度高，啤酒已经成为“世界杯足球经济”的重要组成部分。本届世界杯于11月21日正式在卡塔尔开幕，新一届世界杯对啤酒板块的提振值得期待。

► 观历史：世界杯期间啤酒销量小幅提振，品牌力进一步深化

我们回顾了最近几届世界杯期间啤酒行业和重点企业经营的变化，量化分析世界杯对啤酒行业的影响。销量端来看，世界杯期间正值夏季啤酒消费旺季，世界杯赛事活动叠加旺季共振，啤酒销售整体较好，但拉平报表端季度来看，提振进一步减弱；结构端来看变化并不明显，但叠加啤酒自身结构升级，吨价多数能实现同比增長；综合量价来看，收入增速的提振相对有限，但当季多数实现增长，世界杯为啤酒销售带来强有力的支撑。费用端来看，各企业虽然会在世界杯期间有较多的活动，但实际费用率并没有明显提升，市场推广的同时考虑投放的有效性；综合利润端来看，世界杯期间啤酒企业盈利能力与行业发展趋势基本吻合，多数企业能在当季实现利润增长。综合来看，世界杯期间啤酒企业整体经营较佳，有一定的经营提振，世界杯是当季啤酒企业经营增长的重要推动因素。

► 看现在：关注非现饮渠道发展机会，高端化持续推进

本届世界杯是疫情后的首届世界杯，亦是首次在冬季举办的世界杯，同时啤酒行业进入高端化新时代。我们对本届世界杯对啤酒行业的影响判断如下：1) 疫情走势和防控政策仍是影响啤酒消费的主要因素；2) 冬季+夜间观球预计将刺激推动非现饮渠道发展，非现饮渠道表现有望超预期；3) 世界杯是啤酒企业推广高端产品的重要场景，预计世界杯期间高端化进程不减；4) 世界杯期间出圈营销或者活动有助于拔高品牌势能，对企业的影响将更为深远和长久，同样值得关注和期待。

投资建议

短期来看，世界杯期间各企业活动有望带来品牌力提升+销售增量。展望明年，啤酒逻辑持续演绎，啤酒预计是确定性较高的板块，旺季有估值抬升的预期，现阶段面临淡季回调将是明年布局最重要时间点，短期期待事件催化，长期利润率提升和估值提振值得期待。重点推荐估值合理稳健的青岛啤酒(600600.SH)和华润啤酒(0291.HK)，以及预期差较大的重庆啤酒(600132.SH)。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

风险提示

疫情影响超预期、市场投放力度低于预期、行业竞争加剧

盈利预测与估值

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	重点公司EPS(元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600600	青岛啤酒	95.21	买入	2.33	2.62	2.91	3.22	40	36	33	30
0291.HK	华润啤酒	48.25 港元	买入	1.41	1.3	1.58	1.9	39	34	28	23
600132	重庆啤酒	101.20	买入	2.41	2.75	3.41	4.13	42	37	30	24

资料来源：wind、华西证券研究所。 估值以2022年11月28日收盘价计，港币最新汇率以0.913为基准

正文目录

1. 啤酒与足球：浑然天成的组合.....	4
2. 啤酒与世界杯：销量小幅提振，品牌力进一步提升.....	7
2.1. 收入：世界杯对销量小幅提振，更多体现为旺季消费共振.....	7
2.2. 利润：整体盈利能力较佳，利润提升是大趋势.....	9
2.3. 股价：超额收益不明显，华润、重啤走势较好.....	11
3. 本届世界杯关注非现饮渠道机会，持续推进高端化.....	12
4. 积极参与，啤酒企业多元化活动玩转世界杯.....	13
5. 本届世界杯看点与球迷群体变化趋势.....	16
6. 盈利预测.....	17
7. 风险提示.....	21

图表目录

图表 1 历届世界杯举办时间.....	4
图表 2 啤酒与足球的发展联系	5
图表 3 啤酒消费者与足球球迷性别分布情况.....	5
图表 4 啤酒消费者与足球世界杯球迷年龄分布情况	5
图表 5 我国啤酒、白酒、红酒消费人群年龄分布.....	6
图表 6 不同国家各种酒类人均消费量（升/年）情况.....	6
图表 7 啤酒排在 2018 年世界杯观众零食选择首位.....	6
图表 8 球迷在观赛的同时享受啤酒与美食	6
图表 9 世界杯与旺季带来啤酒消费共振	7
图表 10 世界杯举办期间其前后啤酒销量对比	8
图表 11 世界杯举办年份啤酒销量增速对比	8
图表 12 世界杯举办年份啤酒吨价增速对比	8
图表 13 世界杯年度啤酒行业收入增速季度对比	9
图表 14 世界杯季度各企业收入增速对比	9
图表 15 世界杯年度啤酒行业销售费用率季度对比	9
图表 16 世界杯季度各企业销售费用率对比	9
图表 17 各企业近几届世界杯期间的品牌投放宣传	10
图表 18 世界杯期间啤酒行业单季度利润增速	11
图表 19 世界杯期间啤酒企业利润单季度增速	11
图表 20 历届世界杯举办期间涨跌幅	11
图表 21 世界杯开幕当天啤酒订单环比增长 43%.....	12
图表 22 美团外卖各品牌销量环比增速	12
图表 23 百威啤酒赞助 2022FIFA 世界杯	13
图表 24 梅西、内马尔、斯特林出境百威世界杯广告	13
图表 25 百威啤酒 FIFA 世界罐礼盒装听罐	13
图表 26 百威啤酒 FIFA 世界罐礼盒装铝罐	13
图表 27 青岛啤酒球迷狂欢罐	14
图表 28 青岛啤酒 1903 炫彩加油罐	14
图表 29 杨迪、何广智亮相青岛啤酒 28 天足球狂欢季	14
图表 30 青岛啤酒 28 天足球狂欢季线上活动	14
图表 31 嘉士伯利物浦 30 周年限定罐	15
图表 32 赵丽娜、沙一汀担任嘉士伯足球加油官	15
图表 33 燕京啤酒 2022 年面市的部分新品	15
图表 34 董事长耿超携手足球评论人董路直播	15
图表 35 本届世界杯小组赛阶段“离别”与“迎新”的比赛	16

1. 啤酒与足球：浑然天成的组合

2022年足球世界杯于11月21日在卡塔尔开幕。从历史上看，历届足球世界杯均选择在北半球的夏季举办，本次卡塔尔世界杯是首次在北半球秋冬季节举办的世界杯。食品饮料板块中啤酒板块在历史上与世界杯关联较为紧密，啤酒销量旺季通常为二、三季度，与以往各届世界杯举办日期重合。作为四年一度的体育盛事，球迷往往在欣赏世界杯精彩比赛的同时享受啤酒、零食等美味佐餐，各大啤酒厂商也深度参与世界杯营销，两者联系紧密。

图表 1 历届世界杯举办时间

年份	届数	举办地	日期
2002	17	韩国、日本	5月31日至6月30日
2006	18	德国	6月9日至7月9日
2010	19	南非	6月11日至7月11日
2014	20	巴西	6月12日至7月13日
2018	21	俄罗斯	6月14日至7月15日
2022	22	卡塔尔	11月21日至12月18日

资料来源：公开资料，华西证券研究所

啤酒与足球的联系十分紧密且历史久远。自19世纪中叶现代足球诞生伊始，啤酒就与足球形成了紧密的联系。1892年，啤酒商霍丁成立了利物浦足球俱乐部，并将自己的球场改造为巨大的露天啤酒屋。霍丁从苏格兰租借球队进行足球比赛，并在场内销售啤酒以获取利润，这一商业模式大获成功。1954年与1963年，德国与比利时的啤酒厂商通过对瑞士世界杯、比利时对巴西友谊赛进行营销也获得了一定成果，真正意义上的啤酒足球营销初现雏形。现代足球赛事与啤酒的深度绑定则始于1986年百威啤酒首次成为足球世界杯官方啤酒合作伙伴，随后喜力于1994年成为欧洲足球冠军联赛赞助商，两者均将与足球赛事的合作保持到了今天。啤酒现在已经成为了“足球经济”的重要组成部分。

图表 2 啤酒与世界杯发展时间表对比

时间	足球发展	啤酒发展
19世纪	英格兰成立了世界上第一个足球协会——英格兰足球协会，并统一了足球运动竞赛规则。	19世纪精酿啤酒风格 IPA 在英国诞生，并出口到印度，流行全球。
20世纪中叶	1954年，德国夺得世界杯冠军，创造“伯尔尼奇迹”；60-70年代，比利时在友谊赛中主场击败巴西。	德国战败后不断完善酿酒相关法规，使其成为德国的名片，德国黑啤开始闻名世界。1977年，啤酒行业名著《The World Guide to Beers》出版，介绍了风味独特的比利时啤酒，使其名声鹊起。
20世纪90年代	1994年美国举办世界杯	美国人重新定义的 IPA 啤酒风靡世界。
千禧年代	2002年韩日世界杯	1994年，日本政府解禁小型啤酒厂建设标准，随后日本精酿啤酒如井喷增长。

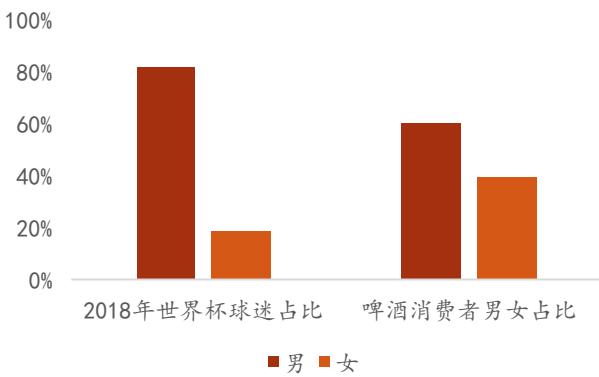
资料来源：公开资料，华西证券研究所

我们认为啤酒与足球天然的紧密联系主要有以下三点原因：

a) 啤酒核心消费人群与足球运动爱好者重合

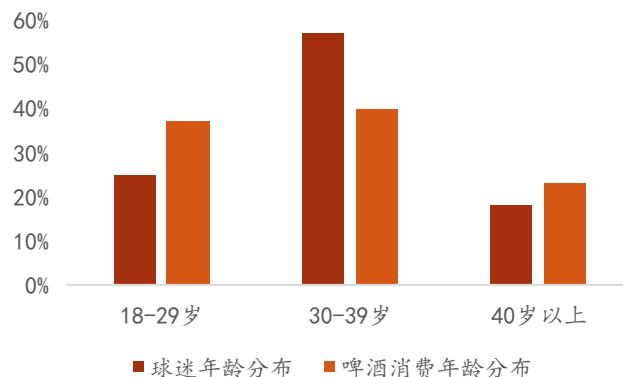
从调查数据来看，啤酒消费人群中以中青年男性居多，与足球运动爱好者群体有较大重合。中青年男性身体强壮、富有激情，多是体育赛事的爱好者，在关注比赛的过程中享受爽口的啤酒，将会情绪高涨。啤酒企业也多利用这点通过对体育活动进行营销吸引消费群体眼球。

图表 3 啤酒消费者与足球球迷性别分布情况



资料来源：中商产业研究院，苏宁酒水报告，华西证券研究所

图表 4 啤酒消费者与足球世界杯球迷年龄分布情况



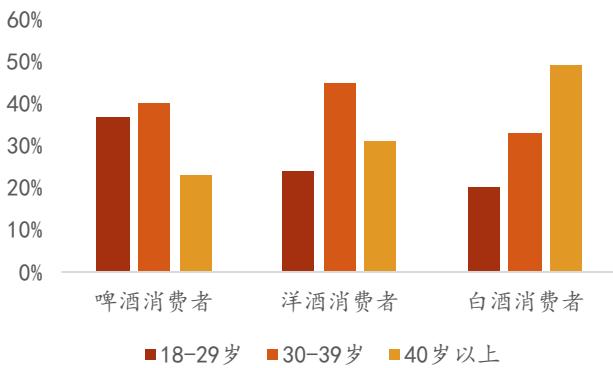
资料来源：中超 2020 商业价值白皮书，观知海内咨询，华西证券研究所

b) 啤酒产品特性与足球精神相符合

足球作为全球范围内影响力最大的运动，不同文化、不同语言、不同年龄、不同知识水平的人都可以参与进来，具有极强的包容性。除此之外，足球对抗性强、比赛节奏快，富有激情与活力，能够匹配酒精饮料的消费特性。相较于白酒、红酒、黄酒等其他酒类饮料，啤酒饮用人群年龄分布平均且偏年轻化、全球范围内接受度高、口

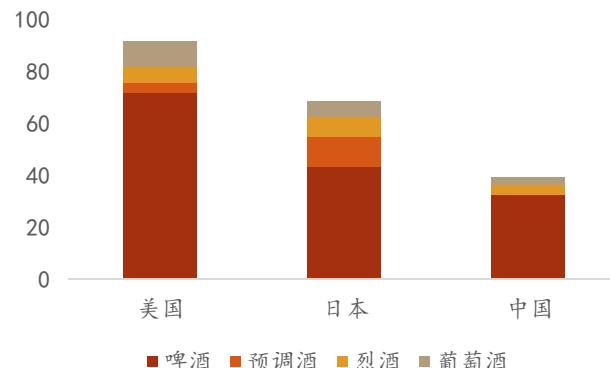
感清爽富有活力，在酒精饮料中与足球运动契合程度最高，啤酒也因此成为与足球赛事联系最为紧密的酒类饮料。

图表 5 我国啤酒、白酒、红酒消费人群年龄分布



资料来源：观知海内咨询，华西证券研究所

图表 6 不同国家各种酒类人均消费量（升/年）情况

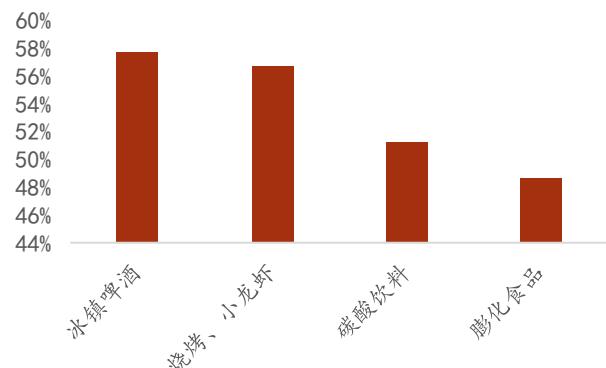


资料来源：华经情报网，华西证券研究所

c) 啤酒销售特性适合与足球赛事结合

啤酒作为大众快消品的代表，具有体积小重量轻、消耗速度快、消费价格不敏感、饮用方便快捷等特点，适合在观赏体育赛事的场景下进行消费。另一方面，由于国际高水平足球赛事通常在国内深夜时间段进行，足球爱好者通常选择啤酒作为观赛宵夜佐餐。根据艾瑞咨询 2018 年俄罗斯世界杯分析报告，啤酒是国内球迷观赛休息时段零飮料的首选。

图表 7 啤酒排在 2018 年世界杯观众零食选择首位



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

图表 8 球迷在观赛的同时享受啤酒与美食



资料来源：公开资料，华西证券研究所

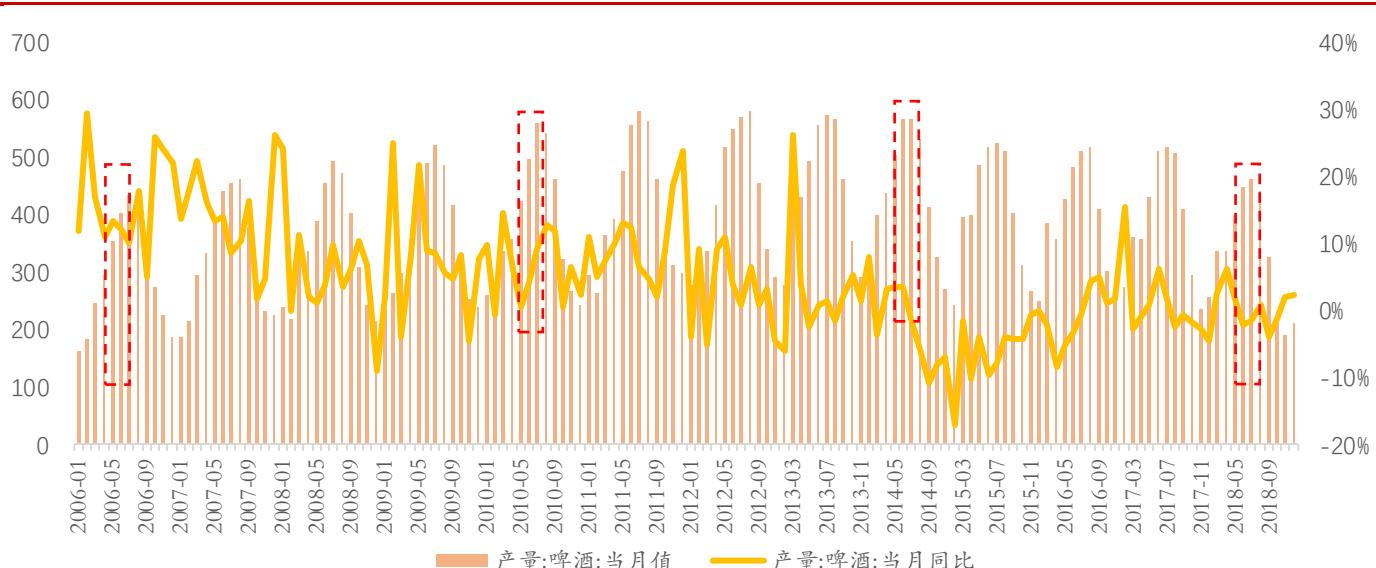
2. 啤酒与世界杯：销量小幅提振，品牌力进一步提升

世界杯是啤酒消费的重要场景，世界杯对啤酒消费量、产品结构是否有较大提振？世界杯期间各企业费用投放力度是否会明显加大？世界杯期间各企业盈利能力是否有变化调整？基于以上问题，我们重点对比历史上世界杯期间啤酒行业和企业经营变化，量化世界杯对啤酒行业的影响。

2.1. 收入：世界杯对销量小幅提振，更多体现为旺季消费共振

世界杯期间啤酒消费氛围较好：近几届世界杯一般在6-7月举办，期间正值夏季啤酒消费旺季，世界杯赛事活动叠加旺季共振，啤酒销售整体较好。一方面，世界杯作为全球最著名的足球赛事，期间观赛氛围浓厚，各企业趁机组织相应活动，同时在线下门店打造观赛氛围，啤酒消费活力强劲；另一方面，世界杯会对啤酒带来一定的拉新效应。因此我们认为世界杯期间啤酒销售整体较旺，世界杯会对啤酒消费带来小幅提振，但同时关注世界杯的人群与啤酒消费人群重合度较高，且多年份国内与世界杯举办国之间有一定的时差，合适喝酒观赛的时间并不多，因此世界杯期间啤酒销量的增长更多是赛事叠加旺季带来的消费共振，单纯依赖世界杯带来较大增速和增量的可能性相对有限。

图表9 世界杯与旺季带来啤酒消费共振



资料来源：wind，华西证券研究所

世界杯对啤酒消费带来小幅提振：从数据端来看，近几届世界杯举办期间当月啤酒销量多数实现正增长，仅2018年世界杯期间因啤酒行业整体承压调整，当月销量小幅下滑，其中第18届世界杯举办期间的2006年6-7月，分别同比高增12.1%/9.8%。对比世界杯前后月份啤酒销量增速与世界杯举办期间销量增速，可以看到举办期间增速略高于前后增速，因此我们认为世界杯会对啤酒消费带来小幅提振。

图表 10 世界杯举办期间其前后啤酒销量对比

	月份	销量(万千升)	增速		月份	销量(万千升)	增速	
第 17 届	2002-5	237.51	-7.9%	第 18 届	2006-5	352.62	13.4%	
	2002-6	296.22	8.5%		2006-6	400.77	12.1%	
	2002-7	299.70	3.1%		2006-7	433.46	9.8%	
	2002-8	266.41	2.3%		2006-8	416.26	17.8%	
第 19 届	2010-5	422.68	0.5%	第 20 届	2014-5	502.31	3.5%	
	2010-6	496.50	4.1%		2014-6	566.81	3.3%	
	2010-7	557.43	9.1%		2014-7	565.28	-1.2%	
	2010-8	540.91	12.7%		2014-8	530.43	-6.5%	
第 21 届	2018-5	397.10	1.5%					
	2018-6	446.20	-2.3%					
	2018-7	460.60	-1.6%					
	2018-8	440.70	0.8%					

资料来源：wind，华西证券研究所

报表端拉平季度来看，影响进一步减弱：从公司报表端来看，世界杯集中在 Q2，Q2 亦是各企业啤酒销售的旺季。对比世界杯举办年度，各企业 Q2 销量增速与其他季度销量增速，增速实际并未有较大的提升。单季度增速与其他季度差距不大，我们认为主因拉平世界杯举办前后来看，世界杯带来的销量提振被平滑，世界杯对报表端啤酒销量的影响进一步减弱。

图表 11 世界杯举办年份啤酒销量增速对比

	青岛啤酒				燕京啤酒			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
2006	15.1%	7.9%	6.8%	23.1%				
2010	1.3%	4.1%	13.0%	10.3%	11.90%	10.95%	7.19%	31.54%
2014	19.2%	13.8%	-3.7%	-14.2%	5.31%	3.30%	-16.16%	-24.37%
2018	1.0%	0.8%	0.4%	1.2%	-2.86%	-6.40%	-14.25%	30.96%

资料来源：wind，华西证券研究所

结构端变化不明显，现饮渠道需求增加：从消费结构来看，世界杯期间以主流产品为主，现饮场景和需求的增加，整体产品结构端变化不大，吨价多数时候能实现同比增长。

图表 12 世界杯举办年份啤酒吨价增速对比

	青岛啤酒				燕京啤酒			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
2006	5.6%	6.2%	5.5%	5.7%	-0.4%	11.6%	-4.9%	-3.7%
2010	7.2%	5.1%	0.9%	-2.2%	-1.4%	-11.5%	7.8%	-15.3%
2014	-1.5%	-3.1%	-1.1%	-5.8%	-0.1%	2.0%	19.1%	-11.9%
2018	2.0%	-2.3%	1.6%	0.3%	6.4%	4.5%	16.7%	-15.4%

资料来源：wind，华西证券研究所

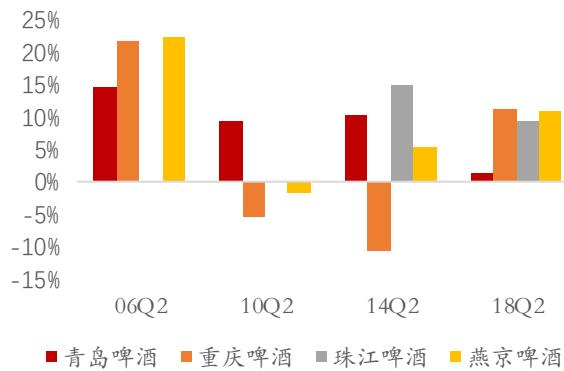
收入提升有限，但增长无虞：收入端来看，结合销量和吨价的变化，世界杯期间各啤酒公司收入稳中有升，经营较为良性。数据端来看，虽然实际对收入增速的提振相对有限，但当季多数实现增长，世界杯为啤酒销售带来有力支撑。

图表 13 世界杯年度啤酒行业收入增速季度对比



资料来源：wind, 华西证券研究所

图表 14 世界杯季度各企业收入增速对比



资料来源：wind, 华西证券研究所

综合来看，世界杯对啤酒消费有一定的提振因素，但并未直接带来显著的大幅提升，更多体现在对啤酒消费的积极性和消费场景的提升，是重要的增量因素。

2.2. 利润：整体盈利能力较佳，利润提升是大趋势

费用投放与规模相匹配，费用率变化不大：费用端来看，啤酒行业随着竞争格局平稳，费用率从平稳上升逐渐变为基本平稳。对比世界杯期间费用率来看，当年 Q2 销售费用率与全年相差不大，各企业虽然会在世界杯期间有较多的活动，但考虑旺季期间正常的费用投放，实际费用率并没有明显提升，与整体规模和经营相匹配。数据端来看，近几届世界杯期间 Q2 费用率与其他季度之间差异不大，销售费用率与全年相比亦无显著提升，费用率变化不大。

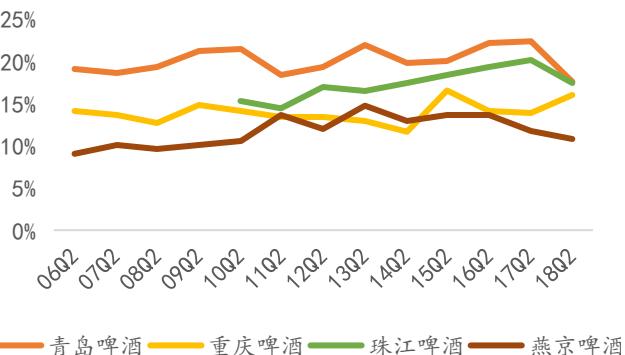
虽然费用率变化不大，但各企业依旧会做针对世界杯的营销推广，借机提升品牌力，十分注重世界杯期间市场和广告投放，品牌宣传露出是世界杯期间的重中之重。

图表 15 世界杯年度啤酒行业销售费用率季度对比



资料来源：wind, 华西证券研究所

图表 16 世界杯季度各企业销售费用率对比



资料来源：wind, 华西证券研究所

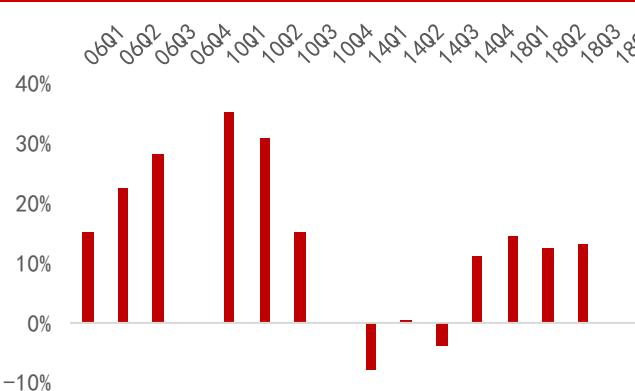
图表 17 各企业近几届世界杯期间的品牌投放宣传

品牌	时间	营销举措	
百威啤酒	2018 年	国际足联世界杯赞助商，官方指定啤酒品牌。 百威在俄罗斯世界杯的全球营销主题是“Light Up the FIFA World Cup”。 与 Twitter 合作，为“比赛最佳球员”开发了一种新的投票方法，还推出了首个声控 Snapchat 镜头，与“燃光杯”的功能相呼应。 冠名了中央广播电视台《最佳球员》节目。	
		旗下品牌哈尔滨啤酒联手三只松鼠在线上推出了礼盒装，联合三只松鼠、妮维雅、武林外传等几大品牌 IP 联合发布主题海报；发布内马尔的互动视频。	
		推出主题为“Rise As One”的营销活动。 与腾讯视频联合打造《巨星面对面》。	
		腾讯为百威定制《每日最佳球员》，以“赛况实时更新”、“百威足球梦想故事”、“公益活动-逐梦足球场”和“微信互动”多角度呈现丰富内容。	
	2010 年	旗下品牌哈尔滨啤酒成为南非世界杯的官方合作伙伴。	
	2018 年	牵手中央广播电视台，成为总台俄罗斯世界杯转播赞助商，取得世界杯比赛直播赛中和赛前的广告位，还获得了《豪门盛宴》的独家特约合作资源。 创意广告片《新地壳运动》登上央视；在上海地铁内推出为足球喝彩的《新地壳运动》的油画展。 组织各种线下的球迷活动，为消费者提供最佳的品牌和产品体验。	
青岛啤酒		与央视合作，投放《新闻联播》开始前最后 10 秒的广告。 针对球迷的个性化需求进行私人定制，推出“足球罐”和“足球纪念套装”两款新品。 4月推出了“收此杯，开盖赢金喜”主题促销活动，消费者有机会获得免费饮品、限量版纪念铝瓶套装和数千件黄金足球纪念品等惊喜。 推出了 9 支世界杯热门球队的专属应援 MV《我的足球预测秀》。	
		联手央视，打造大型互动娱乐型节目《球迷狂欢节》。 在 25 个城市打造“青岛啤酒激情广场”，并参与《球迷狂欢节》节目互动。	
2018 年	天猫旗舰店推出多个买赠以及购物奖活动。		
2014 年	出现在新浪彩票网 2014 年巴西世界杯页面“与燕京啤酒世界杯有关的关注热点”栏目。		
2010 年	以猜球和评球为参与形式，让网民通过活动参与到世界杯比赛中，同时与燕京啤酒产生感性关联；将“清爽”概念具象化。		
嘉士伯啤酒	2018 年	独家冠名赞助了腾讯《与球星同行》节目。 通过线上 H5、腾讯体育、虎扑体育等平台，以丰富的传播形式联动品牌官微，提供沉浸式数字化体验，打造国内最高规格的线上赛事资讯、互娱平台。 为深化“嘉你更精彩”的活动主题，嘉士伯推出别具一格的线下球赛直播活动；在重庆、广州等城市举办线下的城市观赛派对。	
		各地区域公司都针对世界杯开赛做了一些营销活动。	
	2014 年	华润雪花充满中国元素的足球篇在中央电视台世界杯转播期间密集投放广告，每场比赛投放 3 段 15 秒的广告。	

资料来源：公开资料，华西证券研究所

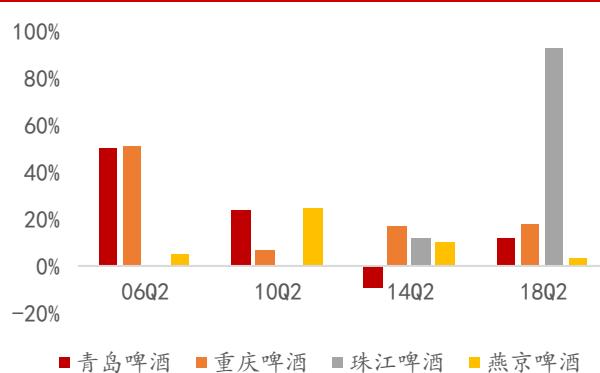
整体盈利能力较佳，利润提升是大趋势。利润端来看，参考上市公司盈利能力变动，世界杯期间啤酒企业盈利能力与行业发展趋势基本吻合，行业成长周期中企业旺季盈利能力更佳，行业震荡期盈利能力短期波动，但整体盈利能力较佳，多数企业能在当季实现利润增长。我们认为世界杯期间强劲的啤酒消费需求确保各企业经营稳中有升，世界杯是行业盈利增长的助推力。

图表 18 世界杯期间啤酒行业单季度利润增速



资料来源：wind, 华西证券研究所

图表 19 世界杯期间啤酒企业利润单季度增速

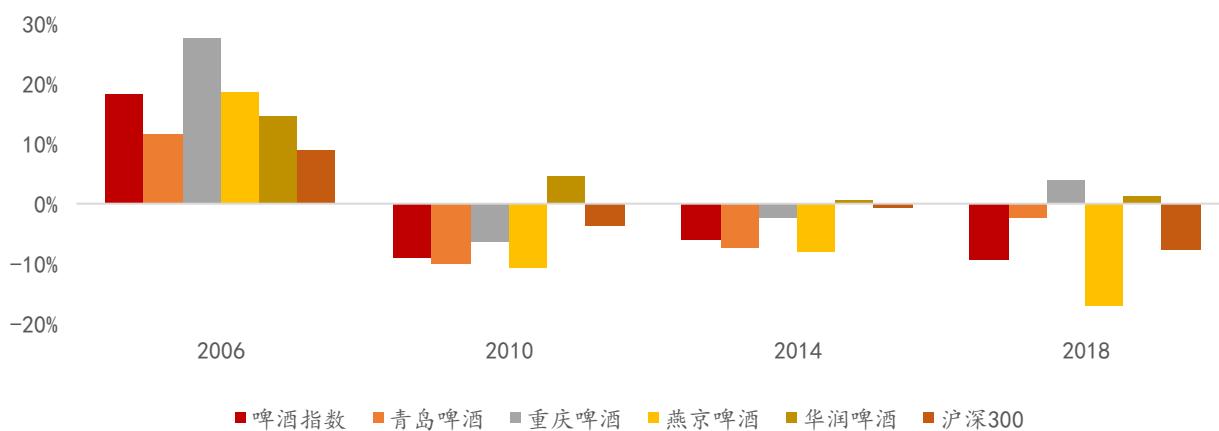


资料来源：wind, 华西证券研究所

2.3. 股价：超额收益不明显，华润、重啤走势较好

回顾历史，往届世界杯期间啤酒行业走势与大盘相比超额收益并不十分明显，仅2006年超额收益较高，后续几届世界杯期间走势平稳偏弱，行业指数整体下滑10个百分点以内。个股来看，近几届世界杯期间华润啤酒走势亮眼，均实现同比增长，相较于行业整体和沪深300均有超额收益；重庆啤酒股价表现相对亮眼，四届世界杯中有三届世界杯股价走势相较于大盘和行业有超额收益；而青岛啤酒和燕京啤酒超额收益并不明显。

图表 20 历届世界杯举办期间涨跌幅



资料来源：wind, 华西证券研究所

3. 本届世界杯关注非现饮渠道机会，持续推进高端化

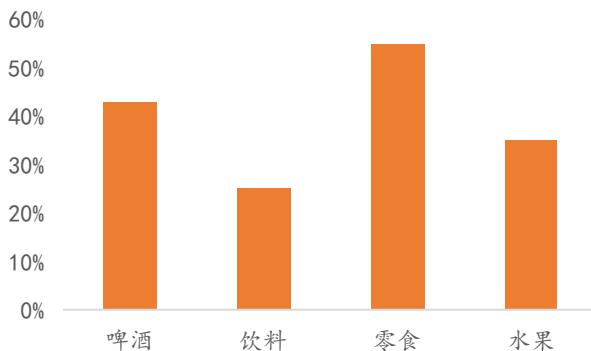
本届世界杯影响下的啤酒行业有其特殊的变化和意义，一方面此次是首次在冬季举办世界杯，冬季是明显的啤酒淡季，另一方面，啤酒已经正式进入高端化新时代，行业正处结构升级、盈利能力提升的新阶段。基于此，我们对此次世界杯对啤酒行业的影响做如下判断：

疫情走势和防控仍是最主要影响因素：本次世界杯是疫情后首届世界杯，防疫政策虽然在持续调整，但国内疫情形势仍然严峻，疫情防控预计会对现饮消费场景产生影响，更严重情况下可能会对生产物流等产生影响。但四季度为啤酒消费淡季，气温原因也使得非现饮占比下降，随着疫情防控持续精准，疫情的影响也不必过于担心。

关注非现饮渠道机会：近两年受现饮渠道放开的不确定性增加和高端化进程推动，各企业加大非现饮渠道的开发和相应产品的研发，非现饮渠道占比稳步上升。此次世界杯既在冬季，赛事又集中在凌晨后时间，因此预计居家观赛的观众居多，进而与啤酒居家消费场景更为匹配。此次世界杯预计将是啤酒非现饮渠道发展的重要契机，关注此次世界杯期间啤酒非现饮渠道发展机会。

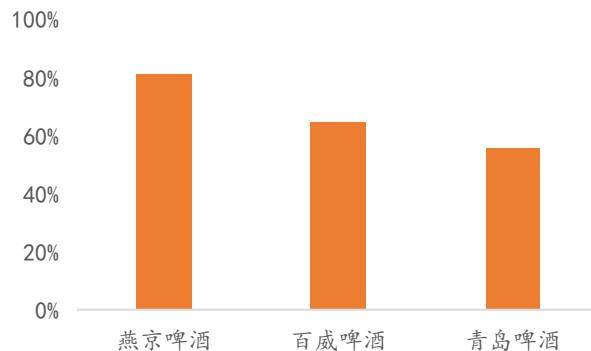
线上渠道放量，匹配冬季观赛场景：此次世界杯冬季开赛+赛事集中在晚间凌晨+疫情变化不确定性高等一系列因素使得线上渠道成为消费者购买啤酒的重要渠道，匹配电商、社团、O2O 等渠道不断成熟和完善，线上渠道在世界杯开始后呈现出短期的高增。美团数据显示，世界杯开赛当日全国啤酒外卖订单环比增长 43%；盒马 11 月啤酒销售同比增长 168%；京东超市在世界杯开赛前两日，啤酒成交额同比增长 78%；线上渠道放量明显，非现饮渠道增长。

图表 21 世界杯开幕当天啤酒订单环比增长 43%



资料来源：美团，华西证券研究所

图表 22 美团外卖各品牌销量环比增速



资料来源：美团、华西证券研究所

高端化发展机遇：啤酒行业进入全员高端化的新阶段，各企业世界杯期间重点布局产品以中高端产品为主，赛事期间消费者选择更加多元化，高端化产品拥有更好的消费机遇，高端化进程不减，产品增长有望超预期。

借机提升品牌势能：世界杯期间既是啤酒销售的重要时点，也是各品牌露出宣传的重要节点，与啤酒关联度高的品牌和单品相应举办活动，与全球化赛事相链接，有助于提升品牌知名度和影响力。世界杯期间出圈营销或者活动有助于拔高品牌势能，对企业的影响将更为深远和长久，同样关注和期待。

4. 积极参与，啤酒企业多元化活动玩转世界杯

4.1. 百威英博：连续十届赞助世界杯，更新特别版包装

在连续赞助 9 届世界杯后，百威继续赞助卡塔尔世界杯，百威联合格莱美奖获奖说唱歌手 Lil Baby 发行一首新单曲《The World Is Yours To Take》，该单曲将收录在卡塔尔 2022 年世界杯官方音乐原声带和百威啤酒的宣传内容中。此外，百威啤酒首次向全球球迷发出号召“世界是你的”，通过与国际足球巨星莱昂内尔·梅西、内马尔和拉希姆·斯特林合作，在 70 多个国家开展国际足联世界杯活动。

图表 23 百威啤酒赞助 2022FIFA 世界杯



资料来源：百威啤酒天猫旗舰店、华西证券研究所

图表 24 梅西、内马尔、斯特林出境百威世界杯广告



资料来源：百威啤酒官方微博、华西证券研究所

产品上，百威于 10 月推出新品 FIFA 世界罐礼盒装系列，该新品是百威啤酒针对本次世界杯的特别包装版本，共含 8 款设计。瓶身以阿根廷、法国、西班牙、巴西、葡萄牙、德国、比利时和英格兰国旗色为背景，除了醒目的百威啤酒 Logo 外，还烫金印上了各国文化地标和 2022 年世界杯赛标。

图表 25 百威啤酒 FIFA 世界罐礼盒装听罐



资料来源：百威啤酒天猫旗舰店、华西证券研究所

图表 26 百威啤酒 FIFA 世界罐礼盒装铝罐



资料来源：百威啤酒天猫旗舰店、华西证券研究所

4.2. 青岛啤酒：推出主题新品，开启“28天足球狂欢季”

世界杯期间，青岛啤酒推出 1903 炫彩加油罐和青岛啤酒纯生球迷狂欢罐两款足球主题产品。其中，球迷狂欢罐共有 6 款，画面分别以炫彩旗帜色为背景，以卡通球迷头像为主体，结合不同球迷们看球时的特征元素，还原球迷们为足球赛事摇旗呐喊时的真实本色，邀请球迷们为即将开启的豪门赛事举杯共庆。1903 炫彩加油罐则分别以高卢雄鸡、桑巴军团、橙衣大军、勇猛斗牛士、潘帕斯雄鹰、五盾之队为主题，用不同的语言为赛事加油，为热爱举杯。

图表 27 青岛啤酒球迷狂欢罐



资料来源：青岛啤酒天猫旗舰店、华西证券研究所

图表 28 青岛啤酒 1903 炫彩加油罐



资料来源：青岛啤酒天猫旗舰店、华西证券研究所

与此同时，围绕核心主题，青岛啤酒整合线上线下资源、联动明星共同打造营销大事件。线上，青岛啤酒邀请各类跨圈层明星一起完成足球挑战，线下则发起球迷狂欢挑战之旅，举行第三届全国球迷大会，以深度体验式营销吸引更多消费者。

图表 29 杨迪、何广智亮相青岛啤酒 28 天足球狂欢季 图表 30 青岛啤酒 28 天足球狂欢季线上活动



资料来源：青岛啤酒官方微博、华西证券研究所



资料来源：青岛啤酒球迷欢聚会小程序、华西证券研究所

4.3. 嘉士伯啤酒：自带足球基因，打造热血观赛季

作为英超利物浦 30 年的合作伙伴，嘉士伯自带足球基因。为纪念合作伙伴关系，嘉士伯于 2022 年 8 月上线利物浦 30 周年限定罐产品，限定罐罐体具有磨砂质感，罐身重现了伊恩·拉什、约翰·巴恩斯、萨米·海皮亚、罗比·福勒、杰米·卡拉格、路易斯·加西亚六位利物浦名将当年的经典战衣，还印有他们的签名。

此外，嘉士伯啤酒携手女足门将赵丽娜、说唱歌手沙一汀，联袂打造新赛季足球战歌《Let's Goal》，开启热血观赛季。

图表 31 嘉士伯利物浦 30 周年限定罐



资料来源：嘉士伯啤酒官方微博、华西证券研究所

图表 32 赵丽娜、沙一汀担任嘉士伯足球加油官



资料来源：嘉士伯啤酒官方微博、华西证券研究所

4.4. 燕京啤酒：2022 新品丰富，董事长直播带货聊足球

继燕京 U8、燕京 V10 之后，2022 年，燕京啤酒动作频频，多款新品相继面市：狮王精酿世涛、酒花酸小麦、生姜木槿花、鲜啤 2022、燕京 U8 PLUS、S12 皮尔森、老燕京 12 度特等，不断扩大个性化高端产品供给。

11 月 7 日，燕京啤酒董事长耿超亲自直播带货，与粉丝互动，讲述燕京啤酒的品牌故事。另外，此次直播正值“双 11 优惠大促”和“2022 世界杯揭幕战”开始之际，燕京啤酒还邀请到知名足球评论人董路，与粉丝们一起畅聊世界杯，分享啤酒和足球的那些事儿。

图表 33 燕京啤酒 2022 年面市的部分新品



资料来源：燕京啤酒天猫旗舰店、华西证券研究所

图表 34 董事长耿超携手足球评论人董路直播



资料来源：燕京啤酒官方微博、华西证券研究所

4.5. 雪花啤酒：弱化体育营销，世界杯投入有限

华润啤酒在 2018 年 3 月的业绩发布会上表示，不太认为体育营销就是品牌营销一种特别好的方式，相反，体育营销现在影响力越来越弱化。公司希望在优化结构和产能的基础上，追求“有质量的增长”。2018 年俄罗斯世界杯期间，雪花啤酒没有把世界杯当做推广品牌重要的平台，也没有组织特别大规模的营销活动。2014 年巴西世界杯期间，雪花啤酒总部没有具体针对世界杯做一些大事件活动，但各区域公司针

对世界杯开赛做了一些营销活动。根据目前的情况推测，本届卡塔尔世界杯期间，雪花啤酒也不会有大的投入。

5. 本届世界杯看点与球迷群体变化趋势

本届世界杯创造了诸多的先例，包括第一届在北半球冬季举办的世界杯、第一次在中东国家举办的世界杯、史上花费预算最高昂的世界杯等等。同时由于赛制改变，本届世界杯也将是最后一届正赛名额为 32 支球队的世界杯。自 2026 年世界杯起，世界杯正赛将容纳 48 支球队，赛程将更加冗长，计分方式也更加复杂。对于目前尚处在足球相关消费高峰期的 80 后球迷而言，这将是他们最后一届以熟悉的赛制举办的世界杯。

除了赛制改变外，“告别”也是本届世界杯的主题。除了被称为“当代双骄”的 C 罗与梅西为了在生涯最后一次世界杯中实现荣誉大满贯而登场外，莫德里奇、穆勒、迪玛利亚等 80 后、90 后熟悉的球星也将迎来自己的谢幕演出。我们认为随着这批球星的退役以及其所影响的 80 后、90 后球迷逐步步入生活压力较大的中年阶段，这批球迷未来在足球方面的消费将逐步缩减，渐渐淡出足球相关消费的主流人群行列。

与“告别”相对应的是 00 后新生代球星的崛起。以姆巴佩等为代表的新生代巨星正在接过梅西和 C 罗的旗帜，成为足坛中坚力量。穆西亚拉、维尼修斯等 22 岁以下的球员现在已经成为拜仁、皇马等豪门不可或缺的一员，与之对应的是 00 后、05 后年轻球迷的逐步壮大。该年龄段球迷成长于经济发展程度较高时期，生活经济压力小，消费能力、消费意愿均较强，消费产品与服务追求新颖时尚，未来值得关注。

图表 35 本届世界杯小组赛阶段“离别”与“迎新”的比赛

场次	时间	看点
法国 vs 丹麦	11月27日 0:00	双方均为劲旅，法国能否打破卫冕冠军小组出局魔咒，新星姆巴佩表现值得期待。
西班牙 vs 德国	11月28日 3:00	穆勒与布斯克茨的最后一届世界杯，12 年前世界杯半决赛的重演。
葡萄牙 vs 乌拉圭	11月29日 3:00	C 罗与苏亚雷斯的最后一届世界杯。
阿根廷 vs 波兰	12月1日 3:00	梅西与莱万多夫斯基的最后一届世界杯。
韩国 vs 葡萄牙	12月2日 23:00	亚洲新星孙兴慜与 C 罗的直接对话，2002 年韩日世界杯以来两队恩怨瓜葛由来已久。

资料来源：公开资料，华西证券研究所

6. 盈利预测

行业整体来看，1-10月规模以上啤酒企业产量达到3130.3万千升，同比+0.6%，年初至今受疫情、需求等多重压力依旧实现同比微增；10月单月实现产量185.6万千升，基数偏高叠加疫情反复影响较大。随着世界杯开幕和春节备货，11月和12月有望实现销量小幅回补，维持全年销量稳中略升的趋势。

青岛啤酒经营稳健，世界杯有望带来增量。公司四季度结构升级持续落地，10月受疫情影响较小，我们预计销量微增，高端产品增速高于整体。公司针对世界杯安排了一系列的品牌营销活动，并上市了世界杯加油罐，世界杯带来销售增量可期。成本端来看，我们预计明年大麦仍有一定的压力，包材压力逐步缓解，考虑成本端变化，后续不排除通过提价应对成本端压力。

华润啤酒高端化最后一战，进入啤+白经营新阶段。华润召开最新的渠道伙伴大会，确定未来三年决胜高端开启最后一战，做啤酒新世界的领导者。近期销售来看，我们预计10月销量增速环比9月有所好转，但仍同比下降，次高及以上销量预计仍维持同比增长趋势。成本端变化不大，我们预计明年成本涨幅小于今年成本涨幅。华润啤酒10月25日公告拟收购金沙酒业，叠加华润集团已经完成收购的景芝、金种子等白酒资产，华润进入啤+白经营新阶段，有望相互赋能做大白酒，做高啤酒，建立酒类多元化发展模式。

重庆啤酒推进渠道调整，乌苏有望重回增长。短期公司核心的重庆、新疆等市场受疫情影响较大，我们预计四季度经营仍然承压。成本端明年麦芽价格承压，包材价格压力趋缓，整体仍然可控。公司内部重新推进组织调整，进行了BU调整，加大中国区管理权限，在重点省份与BU共同进行渠道管理；加大年轻人员的储备，我们预计调整后渠道管理将更加精细化，加快理顺价格体系。明年随着疫情影响减弱和组织理顺，公司经营有望高增，推动“杨帆27”目标落地。

短期来看，世界杯+提价+23年目标是Q4核心变化，预计世界杯期间各品牌活动值得期待，有望带来品牌力提升+销售增量；提价与成本变化和价格梳理相关联，我们预计不排除会有一波提价，应对大麦等原材料价格提升；23年是防疫政策调整后的第一年，市场活力有望恢复，对于抢占需求恢复后的市场和增量极为重要，23年对于各企业亦是重要的一年，明年战略基调值得关注。

展望明年，啤酒逻辑持续演绎，啤酒预计是确定性较高的板块，旺季有估值抬升的预期，现阶段是布局的重要时间点，短期期待事件催化，长期利润率提升和估值提振值得期待。重点推荐估值合理稳健的青岛啤酒（600600.SH）和华润啤酒（0291.HK），以及预期差较大的重庆啤酒（600132.SH）。

青岛啤酒：我们维持公司22-24年营收329.21/351.27/374.10亿元的预测，维持22-24年EPS2.62/2.91/3.22元的预测，对应2022年11月28日95.21元/股收盘价，PE分别为36/33/30倍，维持“买入”评级。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	30,167	32,921	35,127	37,410	净利润	3,256	3,730	4,119	4,568
YoY(%)	8.7%	9.1%	6.7%	6.5%	折旧和摊销	1,144	1,036	1,041	1,045
营业成本	19,091	20,378	21,638	22,857	营运资金变动	3,009	-1,614	720	683
营业税金及附加	2,319	2,304	2,579	2,683	经营活动现金流	6,043	2,756	5,271	5,749

销售费用	4,097	4,354	4,708	4,957	资本开支	-1,602	280	439	390
管理费用	1,693	1,919	2,009	2,160	投资	-9,185	0	0	0
财务费用	-243	-219	-266	-354	投资活动现金流	-10,250	396	609	547
研发费用	31	30	34	35	股权募资	6	0	0	0
资产减值损失	-189	0	0	0	债务募资	-450	0	0	0
投资收益	186	116	170	157	筹资活动现金流	-1,614	0	0	0
营业利润	4,455	5,141	5,663	6,292	现金净流量	-5,829	3,152	5,880	6,296
营业外收支	24	20	20	20	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	4,479	5,161	5,683	6,312	成长能力 (%)				
所得税	1,223	1,431	1,564	1,744	营业收入增长率	8.7%	9.1%	6.7%	6.5%
净利润	3,256	3,730	4,119	4,568	净利润增长率	43.3%	13.2%	11.1%	10.6%
归属于母公司净利润	3,155	3,571	3,968	4,387	盈利能力 (%)				
YoY(%)	43.3%	13.2%	11.1%	10.6%	毛利率	36.7%	38.1%	38.4%	38.9%
每股收益	2.33	2.62	2.91	3.22	净利润率	10.8%	11.3%	11.7%	12.2%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	6.8%	7.3%	7.4%	7.4%
货币资金	14,598	17,750	23,630	29,926	净资产收益率 ROE	13.7%	13.4%	13.0%	12.6%
预付款项	228	218	216	229	偿债能力 (%)				
存货	3,493	3,685	3,913	4,133	流动比率	1.59	1.93	2.17	2.41
其他流动资产	10,640	10,427	10,466	10,507	速动比率	1.38	1.70	1.94	2.18
流动资产合计	28,959	32,079	38,225	44,794	现金比率	0.80	1.07	1.34	1.61
长期股权投资	366	366	366	366	资产负债率	48.9%	43.4%	41.1%	38.9%
固定资产	10,149	9,341	8,460	7,527	经营效率 (%)				
无形资产	2,481	2,481	2,481	2,481	总资产周转率	0.65	0.68	0.65	0.63
非流动资产合计	17,604	16,568	15,526	14,482	每股指标 (元)				
资产合计	46,563	48,647	53,751	59,276	每股收益	2.33	2.62	2.91	3.22
短期借款	246	246	246	246	每股净资产	16.86	19.48	22.38	25.60
应付账款及票据	3,298	2,987	3,172	3,350	每股经营现金流	4.43	2.02	3.86	4.21
其他流动负债	14,715	13,381	14,181	14,958	每股股利	3.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	18,259	16,613	17,598	18,554	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	40.90	36.37	32.74	29.61
其他长期负债	4,511	4,511	4,511	4,511	PB	5.87	4.87	4.23	3.70
非流动负债合计	4,511	4,511	4,511	4,511					
负债合计	22,769	21,124	22,109	23,065					
股本	1,364	1,364	1,364	1,364					
少数股东权益	792	950	1,101	1,282					
股东权益合计	23,794	27,523	31,643	36,211					
负债和股东权益合计	46,563	48,647	53,751	59,276					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

华润啤酒：我们维持公司22-24年营收369.77/395.88/419.87亿元的预测，下调公司22-24年EPS 1.36/1.63/1.93元的预测至1.30/1.58/1.90元，对应2022年11月25日48.25港元/股收盘价，PE分别为34/28/23倍（参考最新汇率0.913），维持“买入”评级。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022	2023E	2024E
营业收入	34393	36977	39588	41987	净利润	4587	4205	5123	6168
YoY (%)	5.93%	7.51%	7.06%	6.06%	折旧和摊销	1641	1089	988	898
营业成本	20313	21876	23280	24493	营运资金变动	-96	1486	708	762
营业税金及附加					经营活动现金流	4995	5502	5545	6560
销售费用	6743	7112	7311	7348	资本开支	-1471	200	150	120
管理费用	3619	3664	3463	3266	投资	-2295	0	0	0
财务费用	-213	-86	-123	-198	投资活动现金流	-2750	-1194	1350	1020
资产减值损失					股权募资	0	0	0	0
投资收益	-21	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
营业利润	3718	4325	5534	6880	筹资活动现金流	-1366	-1973	-2254	-2536
营业外收支	2305	1300	1300	1300	现金净流量	838	2335	4641	5043
利润总额	6215	5711	6958	8377	主要财务指标	2021A	2022	2023E	2024E
所得税	1625	1485	1809	2178	成长能力 (%)				
净利润	4590	4226	5149	6199	营业收入增长率	5.93%	7.51%	7.06%	6.06%
归属于母公司净利润	4587	4205	5123	6168	净利润增长率	119.05%	-8.33%	21.82%	20.41%
YoY (%)	119.05%	-8.33%	21.82%	20.41%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.41	1.30	1.58	1.90	毛利率	39.16%	39.10%	39.50%	40.00%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022	2023E	2024E	净利润率	13.35%	11.43%	13.01%	14.76%
货币资金	5376	7711	12352	17395	总资产收益率 ROA	8.98%	8.09%	9.09%	10.09%
预付款项					净资产收益率 ROE	18.77%	15.77%	17.35%	18.60%
存货	6458	7292	7760	8164	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2	72	77	82	流动比率	0.75	0.80	0.98	1.15
流动资产合计	15897	18101	23630	29394	速动比率	0.45	0.48	0.65	0.83
长期股权投资	1381	1381	1381	1381	现金比率	0.25	0.34	0.51	0.68
固定资产	13717	12428	11289	10271	资产负债率	52.03%	48.54%	47.41%	45.50%
无形资产	9646	9646	9646	9646	经营效率 (%)				
非流动资产合计	35156	33867	32728	31710	总资产周转率	0.67	0.71	0.70	0.69
资产合计	51053	51967	56358	61104	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.41	1.30	1.58	1.90
应付账款及票据	3108	2989	3224	3431	每股净资产	7.55	8.24	9.14	10.26
其他流动负债	17970	19390	20750	22021	每股经营现金流	1.54	1.70	1.71	2.02
流动负债合计	21170	22525	24122	25604	每股股利	0.30	0.14	0.16	0.18
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	5394	2700	2600	2200	PE	41.23	33.99	27.90	23.17
非流动负债合计	5394	2700	2600	2200	PB	7.72	5.34	4.82	4.29
负债合计	26564	25225	26722	27804					
股本	14090	14090	14090	14090					
少数股东权益	57	78	104	135					
股东权益合计	24489	26743	29637	33300					
负债和股东权益合计	51053	51967	56358	61104					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

重庆啤酒：我们维持公司 22-24 年营收 143.08/164.80/186.97 亿元的预测，维持 22-24 年 EPS 2.75/3.41/4.13 元的预测，对应 2022 年 11 月 29 日 101.20 元/股收盘价，PE 分别为 37/30/24 倍，维持“买入”评级。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,119	14,308	16,480	18,697	净利润	2,399	2,732	3,352	3,994
YoY(%)	19.9%	9.1%	15.2%	13.5%	折旧和摊销	452	218	221	207
营业成本	6,436	7,283	8,125	9,068	营运资金变动	874	-116	68	699
营业税金及附加	892	973	1,121	1,271	经营活动现金流	3,565	2,713	3,497	4,743
销售费用	2,213	2,261	2,686	2,992	资本开支	-716	-268	-233	-136
管理费用	517	572	659	748	投资	-486	-2	-2	-2
财务费用	-16	-17	-32	-67	投资活动现金流	-1,152	-199	-152	-44
资产减值损失	-79	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	58	72	82	93	债务募资	0	100	100	100
营业利润	2,948	3,308	4,070	4,853	筹资活动现金流	-2,014	98	94	90
营业外收支	-6	23	18	18	现金净流量	399	2,612	3,439	4,788
利润总额	2,941	3,331	4,088	4,871	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	542	600	736	877	成长能力 (%)				
净利润	2,399	2,732	3,352	3,994	营业收入增长率	19.9%	9.1%	15.2%	13.5%
归属于母公司净利润	1,166	1,333	1,649	1,997	净利润增长率	8.3%	14.3%	23.7%	21.1%
YoY(%)	8.3%	14.3%	23.7%	21.1%	盈利能力 (%)				
每股收益	2.41	2.75	3.41	4.13	毛利率	50.9%	49.1%	50.7%	51.5%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净利润率	18.3%	19.1%	20.3%	21.4%
货币资金	2,355	4,967	8,407	13,195	总资产收益率 ROA	10.1%	9.3%	8.9%	8.5%
预付款项	45	36	106	109	净资产收益率 ROE	66.5%	43.2%	34.8%	29.7%
存货	1,887	1,796	1,825	1,988	偿债能力 (%)				
其他流动资产	706	820	1,455	1,542	流动比率	0.63	0.98	1.37	1.77
流动资产合计	4,993	7,619	11,793	16,833	速动比率	0.39	0.74	1.15	1.55
长期股权投资	240	240	240	240	现金比率	0.30	0.64	0.98	1.38
固定资产	3,705	3,905	4,055	4,155	资产负债率	72.9%	58.9%	50.3%	44.0%
无形资产	615	502	386	284	经营效率 (%)				
非流动资产合计	6,540	6,644	6,725	6,730	总资产周转率	1.14	1.00	0.89	0.79
资产合计	11,533	14,263	18,518	23,563	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	2.41	2.75	3.41	4.13
应付账款及票据	2,213	2,195	2,226	2,484	每股净资产	3.63	6.38	9.79	13.91
其他流动负债	5,670	5,586	6,358	7,050	每股经营现金流	7.37	5.61	7.23	9.80
流动负债合计	7,882	7,781	8,583	9,534	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	100	200	300	估值分析				
其他长期负债	522	522	522	522	PE	42.00	36.74	29.70	24.52
非流动负债合计	522	622	722	822	PB	41.74	13.95	9.09	6.40
负债合计	8,405	8,403	9,306	10,356					
股本	484	484	484	484					
少数股东权益	1,374	2,772	4,475	6,472					
股东权益合计	3,128	5,860	9,212	13,206					
负债和股东权益合计	11,533	14,263	18,518	23,563					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

7. 风险提示

疫情影响超预期：本次世界杯是疫情后首届世界杯，防疫政策虽然在持续调整，但国内疫情形势仍然严峻，疫情防控预计会对现饮消费场景产生影响，更严重情况下可能会对生产物流等产生影响。

市场投放力度低于预期：四季度为啤酒消费淡季，各品牌实际市场投入力度可能会低于预期，对啤酒销售的提振预计也将会打折。

行业竞争加剧：啤酒属于竞争较为激烈的行业，如若行业竞争加剧，有影响行业整体销售和竞争格局的风险。

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：4年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验，主要覆盖乳制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%

行业评级标准

以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。