

百年青啤积淀深厚，结构升级焕发新活力

增持(首次)

——青岛啤酒(600600)首次覆盖

2023年10月12日

报告关键要素:

青岛啤酒深耕行业百余载，逐步从地方性酒企成长为全国性啤酒龙头。目前啤酒行业处于存量发展期，行业整体量平价增趋势明显，行业集中度持续提升，高端化是未来发展趋势。近期澳麦“双反”政策取消叠加包材价格下降，啤酒企业成本压力有所缓解，同时消费市场持续复苏，啤酒需求端向好。公司拥有“青岛”和“崂山”双品牌，超高端/高端/中端/低端产品全覆盖，产品结构不断升级，持续为公司创造营收。公司具备品牌&产品&营销&渠道&战略优势，盈利能力较强。作为啤酒龙头，公司顺应行业发展趋势，高端化进程不断加速，未来成长空间可期。

投资要点:

啤酒行业五大龙头格局稳定，高端化是未来发展趋势。我国啤酒行业历经百年发展，2013年进入存量发展期，整体产量开始缓慢下滑，从“量增”到“质升”换轨明显。华润啤酒/青岛啤酒/百威英博/燕京啤酒/重庆啤酒五大龙头格局保持稳定，2021年CR5升至92.9%。啤酒龙头凭借其长期积累下的品牌、产品、规模、渠道、技术等优势，逐步挤压中小酒企的生存空间，中小酒企产能或将进一步出清，啤酒行业集中度预计将会进一步提升。在存量竞争背景下，高端啤酒消费量仍稳步增长，行业高端化趋势明显。目前，国内啤酒企业吨价进入上行通道，但较外资酒企仍有增长空间，吨价上升成为行业发展的重要推动力，行业整体量平价增趋势明显。

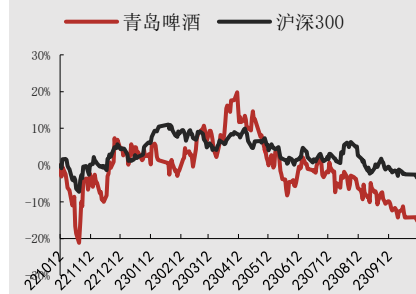
百年青啤，积淀深厚。公司于1903年成立，是中国历史最悠久的啤酒生产企业，公司目前拥有“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”双品牌组合，在超高端/高端/中端/低端啤酒领域均有布局，在行业中处于领先地位。公司股权架构稳定且清晰，实际控制人青岛市国资委持有上市公司32.51%的股权。近年来，公司营收、利润总体呈现稳步增长趋势，2018-2022年营收/归母净利润的CAGR分别为4.89%/27.1%，业绩发展向好。

啤酒行业龙头，结构升级引领行业发展。①**品牌&产品:**公司坚持“1(青岛)+1(崂山)”双品牌战略，产品矩阵丰富且定位清晰。主品牌青岛啤酒定位中高端，品牌价值多年蝉联啤酒行业首位，第二品牌崂山啤酒

基础数据

总股本(百万股)	1,364.23
流通A股(百万股)	704.70
收盘价(元)	86.39
总市值(亿元)	1,178.56
流通A股市值(亿元)	608.79

个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

分析师:

陈雯

执业证书编号:

S0270519060001

电话:

02032255207

邮箱:

chenwen@wlzq.com.cn

研究助理:

李晨崑

电话:

18079728929

邮箱:

licw@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	32171.57	34585.71	37310.29	40586.50
增长比率(%)	6.65	7.50	7.88	8.78
归母净利润(百万元)	3710.63	4485.22	5238.62	6007.05
增长比率(%)	17.59	20.88	16.80	14.67
每股收益(元)	2.72	3.29	3.84	4.40
市盈率(倍)	32.17	26.61	22.78	19.87
市净率(倍)	4.68	4.34	3.64	3.08

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

定位大众市场。公司顺应高端化趋势，不断推进产品结构升级，近年来持续在高端/超高端领域布局，2022年推出的千元啤酒“一世传奇”打开了啤酒行业价格天花板。②**营销**：公司将品牌推广模式升级为沉浸式品牌体验模式，以“体育营销+音乐营销+体验营销”为主线，利用酒吧、啤酒节、快闪店等多种途径给消费者带来全方位沉浸式体验，品牌影响力持续提高。③**渠道**：公司线上线下全渠道布局，线上形成“官方旗舰店+官方商城+网上零售商+分销专营店”的立体化电子商务渠道领先优势，线下持续推进 O2O、B2B、社区团购等业务，彰显渠道韧性。④**市场战略**：公司采取“一纵两横”的市场战略，提速沿黄、振兴沿海、解放沿江，在山东地区的市占率超过 70%，在巩固沿黄地区核心市场地位的同时开拓沿海、沿江新市场，提升市场份额。⑤**产能布局**：公司逐步实现用智慧工厂替代落后产能，完善产能布局，提高了公司内部整体的生产运营效率，2018-2022 年单厂产销比从 81.36%提升至 84.97%，有效地实现了降本增效。

盈利预测与投资建议：受益于现饮消费复苏、市场需求向好及行业高端化进程逐步推进，啤酒行业未来有较大的发展空间。公司作为国产啤酒龙头，品牌价值位列啤酒行业第一，在品牌/产品/营销/渠道/战略等方面具备较强的竞争优势。近年来公司在高端/超高端市场均加速布局，未来高端化和结构升级推动均价提升的空间广阔，业务发展长期向好。我们预计，公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.29/3.84/4.40 元/股，对应 2023 年 10 月 9 日股价的 PE 分别为 26.61/22.78/19.87 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险因素：原材料及包材价格波动风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险、经济复苏不及预期风险

正文目录

1 啤酒行业处于存量发展期，行业集中度持续提升	6
1.1 啤酒基本分类	6
1.2 中国啤酒行业历史悠久，当前处于存量发展期	6
1.3 啤酒产业链已发展较为成熟且分工明确	7
1.3.1 上游原料价格下降，成本压力有望缓解	8
1.3.2 下游消费市场复苏，需求端向好	11
1.4 行业集中度不断提升，高端化是未来发展趋势	12
2 百年国货，啤酒龙头焕发新活力	16
2.1 历经百年沉浮，公司积淀深厚	16
2.2 股权结构：清晰且稳定	17
2.3 财务概览：营收、利润稳增长，业绩发展向好	18
3 啤酒行业龙头，产品结构升级引领行业发展	21
3.1 “1+1”双品牌战略持续发力，品牌价值位列行业第一	21
3.2 吨价提升叠加高端、超高端产品持续推新，高端化进程加速	25
3.3 营销模式多元化，沉浸式体验提升品牌知名度	27
3.4 线上线下多渠道发力，“大客户+微观运营”模式增强渠道掌控力	30
3.5 推进“一纵两横”市场布局，攻守兼备	33
3.6 智能制造优化产能，降本增效成果明显	36
4 盈利预测与投资建议	38
5 风险提示	40
图表 1: 啤酒品类分类	6
图表 2: 中国啤酒行业发展历史	7
图表 3: 啤酒行业产业链	8
图表 4: 啤酒生产成本构成	8
图表 5: 瓦楞纸出厂价(元/吨)	9
图表 6: 中国平板玻璃市场价(元/吨)	9
图表 7: 打包易拉罐平均价(元/吨, 不含税)	9
图表 8: 铝价(元/吨)	9
图表 9: 中国进口大麦数量(万吨)	10
图表 10: 2022 年全球大麦主要国家进口结构占比	10
图表 11: 2017-2020 年中国对澳大利亚大麦进口量及占比	10
图表 12: 2021 年中国大麦主要进口国来源地占比情况	10
图表 13: 近年来我国社会消费品零售数据	11
图表 14: 2023 年 1-8 月社会消费品零售总额主要数据	11
图表 15: 2017-2021 年中国啤酒行业 CR5 集中度	12
图表 16: 2021 年中国啤酒行业市场份额分布	12
图表 17: 中国啤酒历年产量(万千升)	13
图表 18: 中国啤酒月产量(万千升)	13
图表 19: 中国高端啤酒消费量(亿升)	13
图表 20: 2022 年消费者购买啤酒时考虑的因素	14
图表 21: 2022 年消费者购买啤酒与价格的关系	14
图表 22: 2021 年天猫不同价格段啤酒销售金额同比增速	14

图表 23: 中国啤酒人均消费呈增长趋势.....	15
图表 24: 2022 年各国啤酒人均消费 (美元)	15
图表 25: 各啤酒企业吨价持续上升 (元/千升)	15
图表 26: 2022 年各啤酒企业吨价 (元/千升)	15
图表 27: 我国啤酒罐化率逐年上升	16
图表 28: 对比成熟市场, 我国啤酒罐化率仍有提升空间	16
图表 29: 青岛啤酒历史沿革	17
图表 30: 公司股权结构	18
图表 31: 公司营业收入及同比增速	18
图表 32: 公司归母净利润及同比增速	18
图表 33: 2018-2022 年各酒企营收及归母净利润 CAGR	19
图表 34: 公司毛利率及净利率变化	19
图表 35: 各酒企 2022 年毛利率与净利率对比	19
图表 36: 公司费用率情况	20
图表 37: 各酒企 2022 年费用率对比	20
图表 38: 公司主营业务分品牌营收及同比增速	20
图表 39: 公司主营业务营收分品牌占比	20
图表 40: 公司主营业务营收分地区占比	21
图表 41: 公司主营业务毛利率分地区情况	21
图表 42: 公司自 2015 年开始坚持“1+1”双品牌战略	21
图表 43: 各啤酒企业品牌战略	22
图表 44: 2023 年中国啤酒品牌的品牌价值	22
图表 45: 公司总销量	23
图表 46: 公司各品牌销量情况	23
图表 47: 公司各品牌销量占比	23
图表 48: 公司各品牌吨价	23
图表 49: 青岛啤酒主要产品及定位	24
图表 50: 公司主要产品品类	25
图表 51: 公司吨价稳步提升	25
图表 52: 近年来各酒企吨价同比增速	25
图表 53: 高端产品在餐饮渠道的销量远高于在零售渠道的销量	26
图表 54: 近年来公司不断推出高端、超高端新品	26
图表 55: 品牌营销模式升级	27
图表 56: 宣传费用及占营收比重	27
图表 57: 青岛啤酒打造“啤酒+体育”模式	28
图表 58: 青岛啤酒推出“纯生球迷狂欢罐”	28
图表 59: 青岛啤酒重磅推出了“青啤冬奥冰雪罐”	28
图表 60: 青岛啤酒打造“啤酒+音乐”模式	29
图表 61: 青岛啤酒赞助爱奇艺“尖叫之夜”演唱会	29
图表 62: 青岛啤酒赞助草莓音乐节	29
图表 63: 青岛啤酒携手潮流品牌 NPC 登陆纽约时装周	30
图表 64: 青岛啤酒·时光海岸精酿啤酒花园	30
图表 65: TSINGTAO1903 青岛啤酒吧网络分布图	30
图表 66: 青岛国际啤酒节盛大开幕	30
图表 67: 公司即饮和非即饮渠道占比变化	31
图表 68: 2022 年公司即饮和非即饮渠道占比	31
图表 69: 青岛啤酒与美团点评开展战略合作	31

图表 70: 因地制宜采用不同渠道运作模式.....	32
图表 71: 各啤酒企业最新渠道发展思路.....	32
图表 72: 国内经销商平均创收持续提升.....	33
图表 73: 青岛啤酒“一纵两横”市场建设战略.....	33
图表 74: 各啤酒企业优势区域.....	34
图表 75: 山东地区和华北地区营收及增速.....	34
图表 76: 山东地区和华北地区毛利及增速.....	34
图表 77: 华南地区营收及增速.....	35
图表 78: 华南地区毛利及增速.....	35
图表 79: 华东地区和东南地区营收及增速.....	35
图表 80: 华东地区和东南地区毛利及增速.....	35
图表 81: 青岛啤酒智能制造.....	36
图表 82: 各啤酒企业研发费用同比增速.....	37
图表 83: 公司单厂产能和销量.....	37
图表 84: 公司单厂产销比.....	37
图表 85: 盈利预测及假设.....	38
图表 86: 可比公司估值表.....	39

1 啤酒行业处于存量发展期，行业集中度持续提升

1.1 啤酒基本分类

啤酒是一种以小麦芽和大麦芽为主要原料，并加啤酒花，经过液态糊化和糖化，再经过液态发酵酿制而成的酒精饮料。啤酒的酒精含量较低，含有二氧化碳、多种氨基酸、维生素、低分子糖、无机盐和各种酶。啤酒是人类最古老的酒精饮料，同时也是水和茶之后世界上消耗量排名第三的饮料。经过多年的发展，在大众消费需求变化和产品生产工艺进步的拉动下，啤酒也逐渐演变出不同的品类。根据生产工艺分类，可分为纯生啤酒、干啤酒、全麦芽啤酒、小麦啤酒、头道麦汁啤酒、不醉啤酒、冰啤酒、果味啤酒、果蔬汁型啤酒、果蔬味型啤酒、上面发酵啤酒与下面发酵啤酒；根据酵母分类，可分为顶部发酵啤酒与底部发酵啤酒；根据色泽分类，可分为淡色啤酒、浓色啤酒与黑啤；根据杀菌情况分类，可分为鲜啤酒与熟啤酒；根据原麦浓度分类，可分为低浓度啤酒、中浓度啤酒与高浓度啤酒。

图表1:啤酒品类分类

分类方式	品类
按工艺分类	纯生啤酒、干啤酒、全麦芽啤酒、小麦啤酒、头道麦汁啤酒、不醉啤酒、冰啤酒、果味啤酒、果蔬汁型啤酒、果蔬味型啤酒、上面发酵啤酒、下面发酵啤酒
按酵母分类	顶部发酵啤酒、底部发酵啤酒
按色泽分类	淡色啤酒、浓色啤酒、黑啤
按杀菌情况分类	鲜啤酒、熟啤酒
按原麦浓度分类	低浓度啤酒、中浓度啤酒、高浓度啤酒

资料来源：智研咨询，万联证券研究所

1.2 中国啤酒行业历史悠久，当前处于存量发展期

我国啤酒行业历史悠久，纵观百年发展历程，先后经历了萌芽发展期、现代啤酒产业崛起期、行业增量整合期与存量发展期。目前，我国啤酒市场进入存量竞争阶段，高端化博弈日益激烈，行业集中度持续提升。

- **萌芽发展期(1900-1978年):原料、技术逐步实现国产化。** 20世纪初期，中国啤酒业发展缓慢，啤酒市场基本被外资企业垄断，酿造技术主要由西方企业掌握。新中国成立后，工业的快速发展带动啤酒行业进入新阶段，从单纯的对外依赖，逐步通过合作和技术引进，实现了啤酒酿造生产技术的国产化，摆脱了原材料依赖进口的落后状态。
- **现代啤酒产业崛起期(1979-1993年):市场化竞争加剧。** 随着改革开放政策的实施，中国啤酒行业开始快速发展，在政策的推动下，我国啤酒企业数量不断增多，开始向大型化、集团化、规模化量产的方向发展，市场竞争加剧。1993年中国啤酒产量超过德国稳居世界第二，仅次于美国。
- **行业增量整合期(1994-2013年):并购潮后市场规模见顶。** 由于啤酒行业天然具有地域性与扩张性的特点，酒企纷纷并购其他啤酒厂商以此扩大市占率，华润集团、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒、嘉士伯先后实施并购举措，小型啤酒厂陆续被大型啤酒厂兼并，我国啤酒行业进入加速整合时期，行业集中度进一步提高，行业寡头格局就此形成。2002年，中国啤酒产量首次超过美国成为全球最大的啤酒市场，2013年经过快速增长期与行业整合期后，中国啤酒产量以及人均消费量见顶。

- **存量发展期(2014年-至今):行业集中度持续提升。**2013年中国啤酒产量达到巅峰,自2014年开始进入存量竞争时代,整体产量开始下滑,我国啤酒行业进入成熟阶段。近年来,啤酒企业的产能及产品结构进一步优化,国内高端啤酒不断推陈出新,行业集中度持续提升。随着我国消费升级趋势日益明显,啤酒产品高端化、啤酒种类多元化成为新趋势及必然趋势,行业增长驱动力已由量价齐升转变为吨价拉动。

图表2:中国啤酒行业发展历史

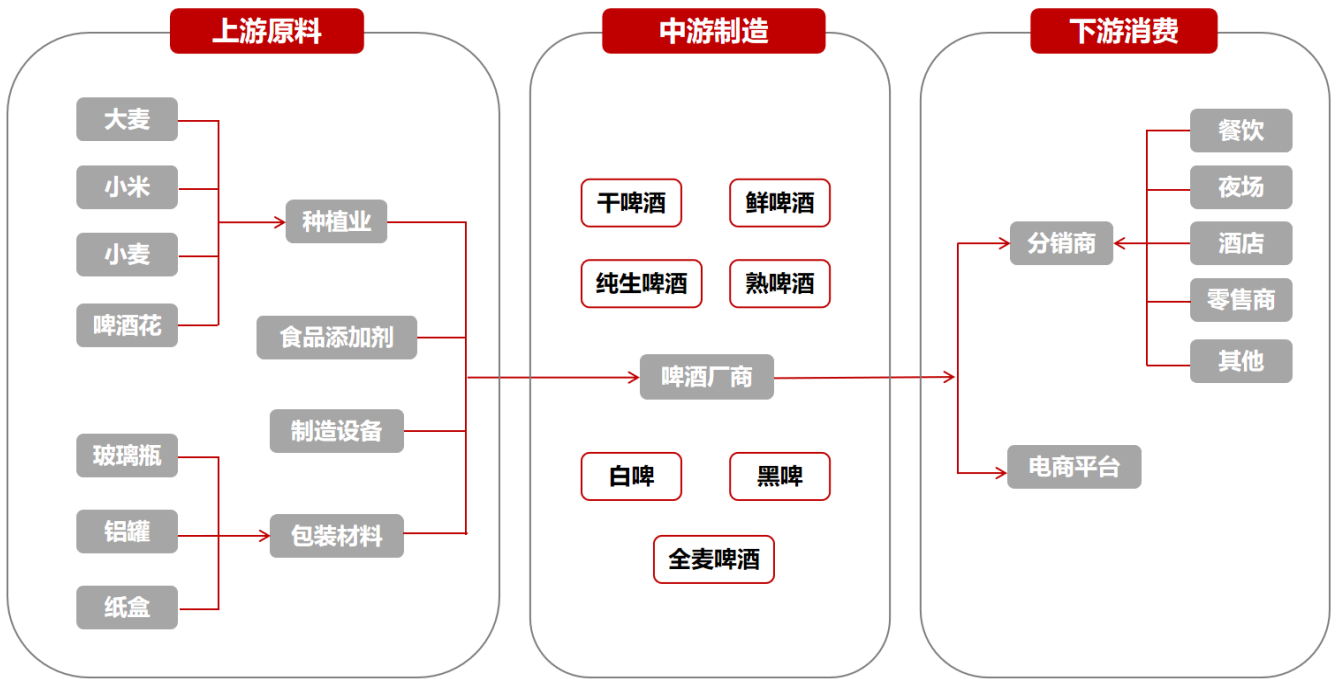


资料来源: 智研咨询, 万联证券研究所整理

1.3 啤酒产业链已发展较为成熟且分工明确

从啤酒产业链的布局来看,啤酒产业链上游原材料主要包括酿造啤酒所必须的大麦、小麦、啤酒花以及食品添加剂、包装材料等;啤酒厂商处于产业链中游,通过不同的工艺、原料酿造出不同种类的啤酒,包括干啤、鲜啤、熟啤、全麦啤酒、黑啤、白啤以及纯生啤酒等;产业链下游为消费市场,经由不同的销售渠道,分销商、经销商以及线上电商等直达消费者。

图表3:啤酒行业产业链

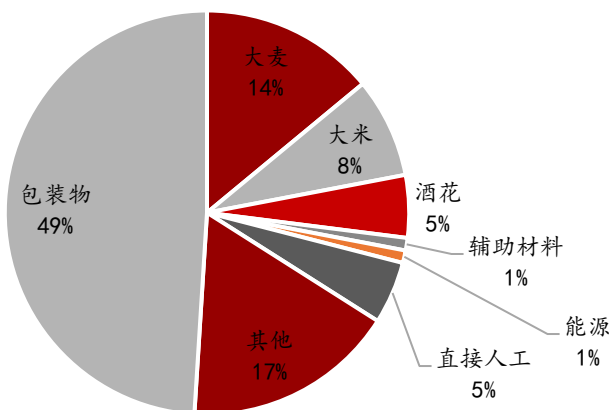


资料来源: 智研咨询, 万联证券研究所

1.3.1 上游原料价格下降, 成本压力有望缓解

在啤酒的生产成本中, 包装材料占比接近一半。包装物/原材料/其他材料在生产成本中分别占据49%/27%/24%, 包装材料为啤酒最主要的生产成本。我国啤酒企业生产所需的包装材料多来自于国内采购, 成本变动主要受国内玻璃瓶、易拉罐及瓦楞纸等价格的影响。啤酒企业向上议价能力较弱, 对主要材料的价格波动较为敏感, 包装材料的频繁波动会给啤酒企业带来成本压力。

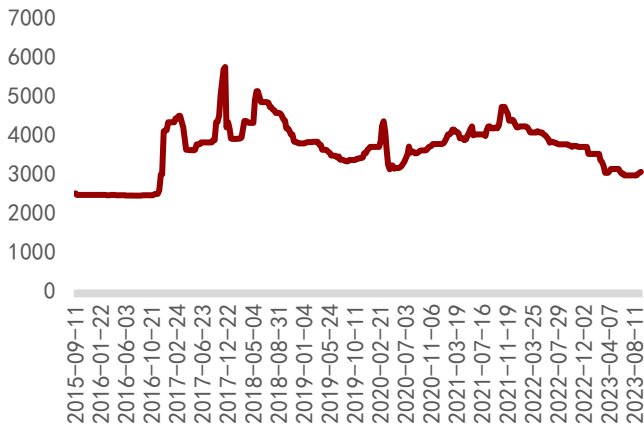
图表4:啤酒生产成本构成



资料来源: 智研咨询, 万联证券研究所

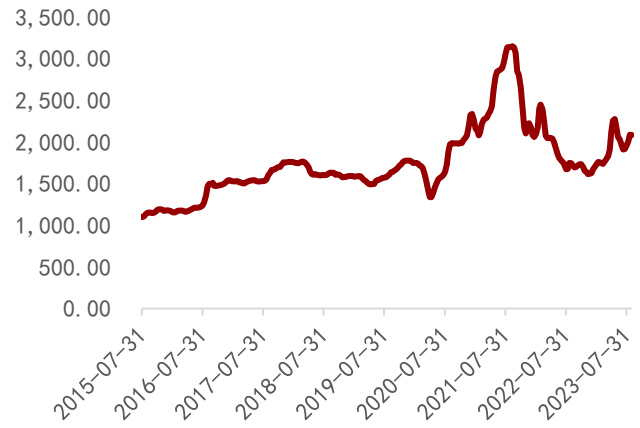
今年以来纸箱价格持续回落，啤酒企业成本压力减小。包材方面，啤酒企业一般采取季度或者半年度滚动的方式和上游企业签订协议锁定成本。今年以来我国瓦楞纸价格保持下降趋势，截止9月8日出厂价约3040元/吨，同比下降19%左右；玻璃价格呈现小幅上升的趋势，但随着我国啤酒罐化率的提升，玻璃的运用场景将逐步减少；易拉罐价格和铝价保持稳定。

图表5:瓦楞纸出厂价(元/吨)



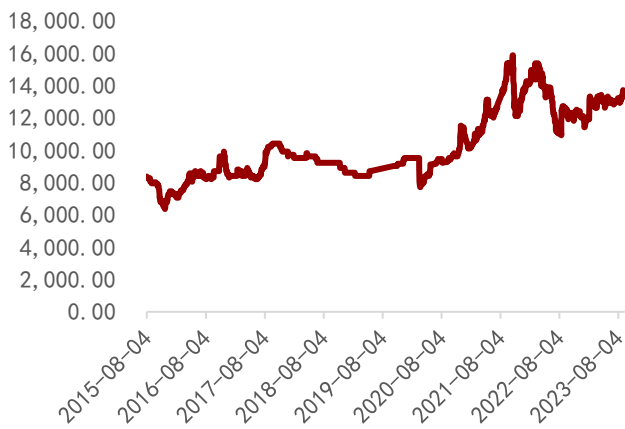
资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

图表6:中国平板玻璃市场价(元/吨)



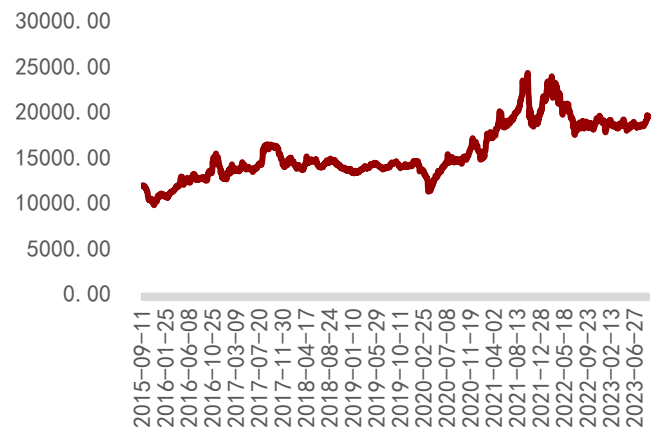
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表7:打包易拉罐平均价(元/吨, 不含税)



资料来源: wind, 万联证券研究所

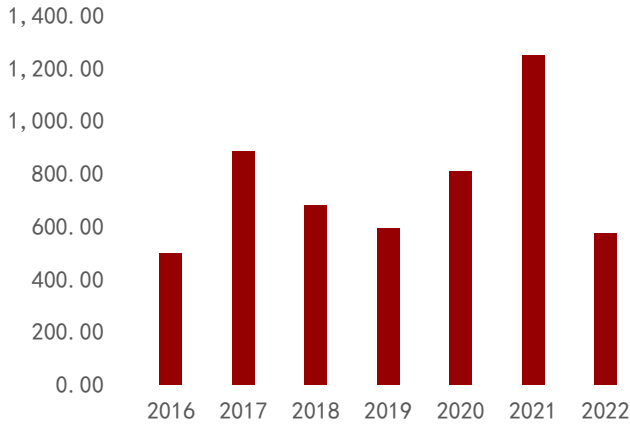
图表8:铝价(元/吨)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

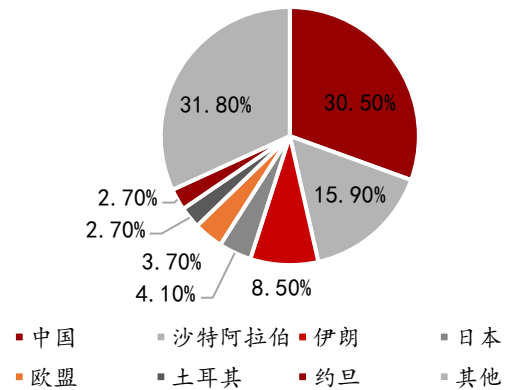
我国大麦种植面积少，是全球第一大大麦进口国。大麦在国内属于小品种作物，在品质和价格方面的竞争力不及进口大麦。我国大麦进口数量2016-2022年分别为500万吨、886万吨、682万吨、593万吨、808万吨、1248万吨、576万吨，2022年大麦进口量减少主因法国、乌克兰等欧洲国家受到高温极端天气的影响大幅度减产，总体来看，我国对进口大麦的需求旺盛。2022年中国大麦进口量占全球大麦总进口量的30.5%，是全球大麦进口最多的国家。我国啤酒企业大多采用进口大麦进行生产，因此进口大麦价格的波动对啤酒企业的成本管控存在较大影响。

图表9:中国进口大麦数量(万吨)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表10:2022 年全球大麦主要国家进口结构占比

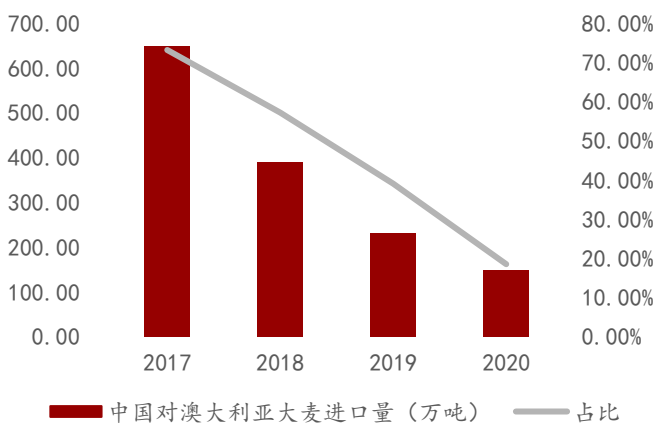


资料来源: USDA, 万联证券研究所

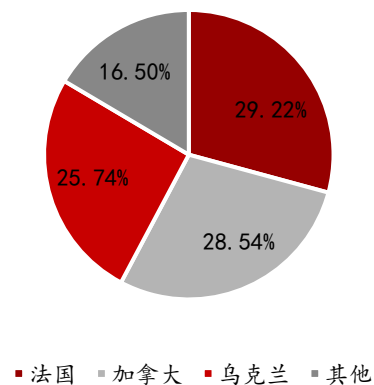
2020年澳麦“双反”政策实施后,澳麦逐步淡出中国市场。2020年之前,我国大麦进口国以澳大利亚、法国和加拿大为主,国内对进口澳麦的需求较为旺盛,2017年从澳大利亚进口的大麦占中国进口大麦的比例高达73.14%。2018年,我国开始对澳大利亚进口进行双反调查,2020年5月18日商务部发布2020年第14号和第15号公告,对原产于澳大利亚的进口大麦征收73.6%的反倾销税和6.9%的反补贴税,实施期限自2020年5月19日起5年。“双反”政策实施后的澳麦成本飙升,2021年开始我国放弃进口澳麦,进口国家开始转为法国、加拿大、乌克兰等国,2021年中国从法国、加拿大、乌克兰进口大麦的比重分别为29.22%、28.54%、25.74%。

澳麦“双反”政策取消,啤酒企业原料成本有望降低。2023年8月4日,商务部发布《关于原产于澳大利亚的进口大麦所适用反倾销措施和反补贴措施复审裁定的公告》显示,鉴于中国大麦市场情况发生变化,对原产于澳大利亚的进口大麦继续征收反倾销税和反补贴税已无必要,自2023年8月5日起,终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税。对比历史大麦进口价格,澳大利亚大麦整体价格水平较其他国家更低,而短期内乌克兰大麦受战争因素影响价格或仍处于高位。此外,从澳大利亚到中国的路途时间较欧洲、南美国家更短,运输成本方面具有优势。从啤酒厂商的原材料采购模式看,中国啤酒企业一般于年底签订协议锁定次年的大麦价格,因此年内的大麦价格波动对啤酒企业的生产成本影响相对较小,2023年大麦成本压力仍较为明显。本次终止对澳大利亚大麦的“双反”税收政策,有望缓解2024年啤酒企业的原料成本压力。

图表11:2017-2020 年中国对澳大利亚大麦进口量及占比



图表12:2021 年中国大麦主要进口国来源地占比情况



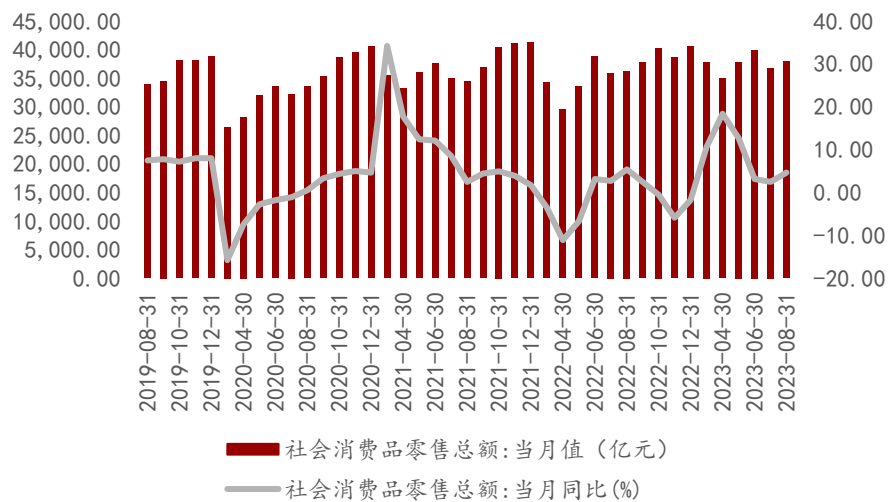
资料来源：海关总署，万联证券研究所

资料来源：海关总署，万联证券研究所

1.3.2 下游消费市场复苏，需求端向好

2023年以来我国经济有序恢复，消费市场延续复苏趋势。2023年1-8月社会消费品零售总额同比增长7.0%，增速较去年有明显提升，居民的消费需求在国家利好政策的带动下逐步提升。其中，1-8月餐饮收入同比增长19.4%，8月份餐饮收入同比增长12.4%，餐饮收入增速表现好于商品零售增速，主要受益于线下消费场景逐步复苏。近期党中央、国家发改委、国务院等多部门密集召开会议，多举措助力市场恢复信心。总体来看，政策效应持续释放，2023年以来我国消费逐步恢复，社零数据保持正增长，其中与啤酒消费密切相关的餐饮行业复苏明显，啤酒行业有望从中受益。

图表13:近年来我国社会消费品零售数据



资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

图表14:2023年1-8月社会消费品零售总额主要数据

指标	2023年8月		2023年1-8月	
	数额 (亿元)	同比增长 (%)	数额 (亿元)	同比增长 (%)
社会消费品零售总额	37933	4.6	302281	7.0
其中：除汽车以外的消费品零售额	33820	5.1	271888	7.2
其中：限额以上单位消费品零售额	14461	3.1	113364	5.9
其中：实物商品网上零售额	-	-	79821	9.5
按经营地分				
城镇	32974	4.4	262426	6.9
乡村	4959	6.3	39855	7.6
按消费类型分				
餐饮收入	4212	12.4	32818	19.4
其中：限额以上单位餐饮收入	1125	10.4	8510	19.8
商品零售	33721	3.7	269463	5.6
其中：限额以上单位商品零售	13336	2.5	104854	5.0

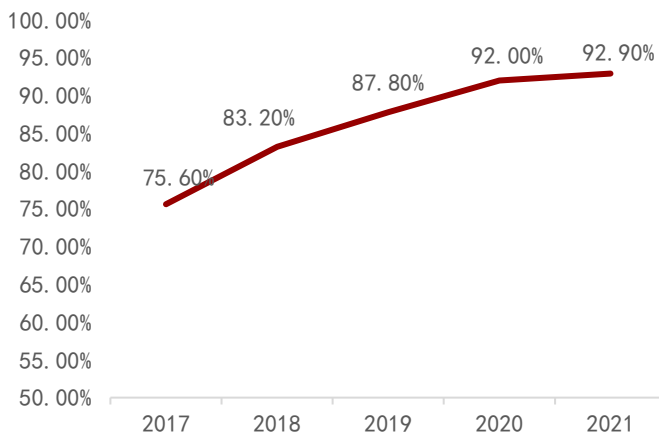
粮油、食品类	1493	4.5	12082	4.9
饮料类	250	0.8	1929	1.2
烟酒类	414	4.3	3446	7.9
服装、鞋帽、针纺织品类	982	4.5	8760	10.6
化妆品类	321	9.7	2639	7.5
金银珠宝类	283	7.2	2188	12.8
日用品类	616	1.5	4922	3.9
体育、娱乐用品类	96	-0.7	772	8.0

资料来源：国家统计局，万联证券研究所

1.4 行业集中度不断提升，高端化是未来发展趋势

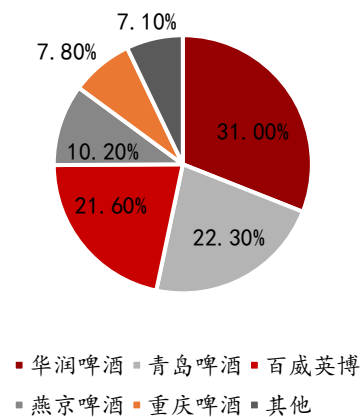
啤酒行业行业集中度持续提高，五大龙头格局保持稳定。近年来，我国啤酒行业市场份额向头部酒企集中的趋势越来越明显，2017年我国啤酒行业CR5仅为75.6%，至2021年CR5升至92.9%，五大啤酒龙头的市场份额已占据九成以上，其中华润啤酒/青岛啤酒/百威英博/燕京啤酒/重庆啤酒市占率分别为31.0%/22.3%/21.6%/10.2%/7.8%。整体来看，我国啤酒行业格局稳定，啤酒龙头凭借其长期积累下的品牌、产品、规模、渠道、技术等优势，逐步挤压中小酒企的生存空间，中小酒企产能或将进一步出清，啤酒行业集中度预计将会进一步提升，龙头效应显著。

图表15:2017-2021年中国啤酒行业CR5集中度



资料来源：头豹研究院，万联证券研究所

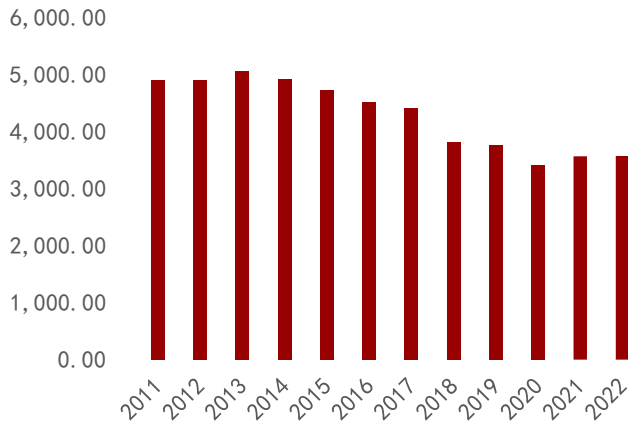
图表16:2021年中国啤酒行业市场份额分布



资料来源：头豹研究院，万联证券研究所

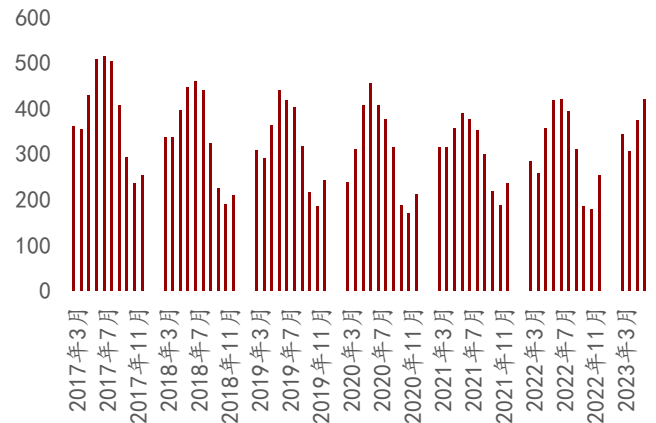
啤酒产量延续下降趋势，行业进入存量竞争时代。2013年以前，啤酒行业处于增量时代，我国啤酒产销量稳健增长。自1978年改革开放政策实施以来，中国啤酒行业开始快速发展，在政策的推动下，我国啤酒企业数量不断增多，产能不断增加，经过40余年的快速扩张期后，国内啤酒产量在2013年达到顶峰5061.54万千升，此后持续回落，消费量也在2013年前后达到顶峰后逐年下滑。**2013年之后**，啤酒行业进入存量发展期，从“量增”到“质升”换轨明显，整体产量开始缓慢下滑。近年来，我国啤酒行业已经进入结构升级阶段，2022年我国啤酒产量3568.7万千升，较2013年减少29.49%。中国啤酒行业正逐步转向成熟市场，啤酒龙头开始寻求摆脱产品单一的同质化，向高端化、多元化转型。随着各啤酒龙头企业在中高端啤酒发力，高端市场更加多元化，市场份额将进一步向龙头企业集中。

图表17:中国啤酒历年产量(万千升)



资料来源: wind, 万联证券研究所

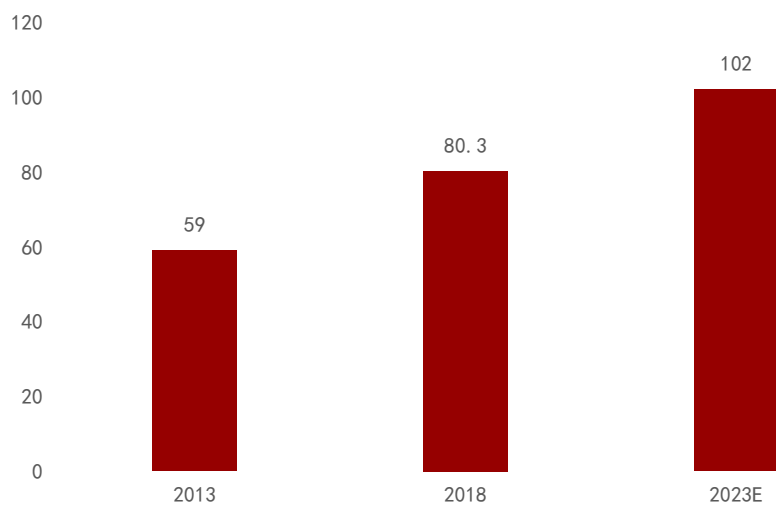
图表18:中国啤酒月产量(万千升)



资料来源: wind, 万联证券研究所

在存量竞争背景下，高端啤酒消费量仍稳步增长。根据 Global Data 统计的数据，2013 年我国高端啤酒消费量为 59 亿升，2018 年增加至 80.3 亿升，预计 2023 年将增加至 102 亿升，2013-2023 年 CAGR 为 5.63%。在啤酒行业总体产销量持续下降的情况下，高端啤酒消费量依旧保持增长的趋势，中低端啤酒消费量逐渐减少，行业高端化趋势凸显。

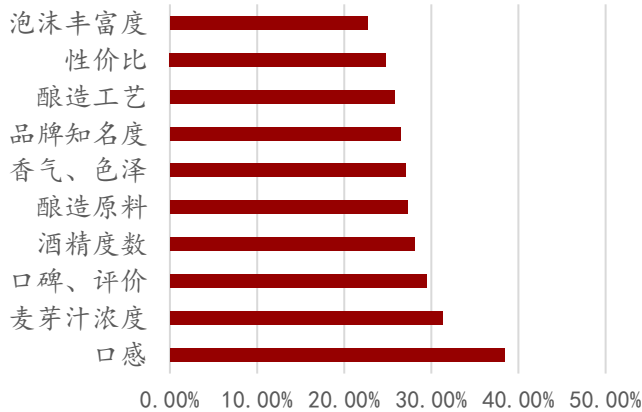
图表19:中国高端啤酒消费量(亿升)



资料来源: Global Data, 万联证券研究所

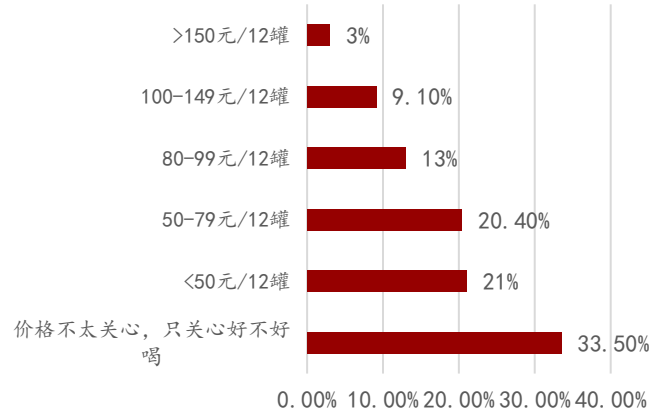
消费者对品质的追求高于性价比，加速行业高端化转型。根据艾瑞咨询的数据，2022 年消费者购买啤酒时所考虑的因素前三位分别是口感、麦芽汁浓度和口碑及评价，而价格因素仅排名第九。此外，根据天猫啤酒趋势白皮书的数据显示，对价格不太关心、只关心好不好喝的人群占比高达33.5%。越来越多的消费者对于啤酒口感的追求超过了对价格的关注，愿意为更好的口感和品质体验支付更高的价格。消费者对啤酒价格敏感度的降低以及大众对于啤酒品质和口感的追求，为行业的高端化发展提供了坚实的基础。啤酒企业可以顺应消费趋势的变化，以质取胜，不断优化口感，注重提升产品质量，满足消费者对于高品质啤酒的需求，向高端化进军。

图表20:2022年消费者购买啤酒时考虑的因素



资料来源: 艾瑞咨询, 万联证券研究所

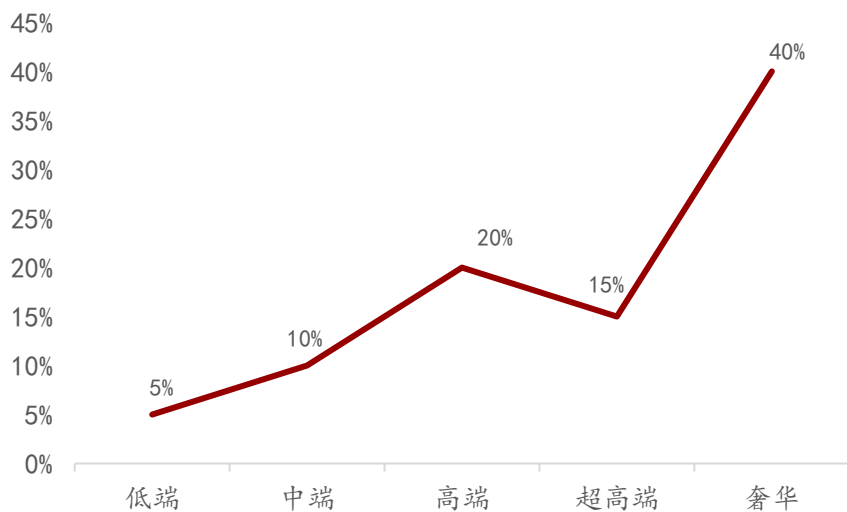
图表21:2022年消费者购买啤酒与价格的关系



资料来源: 《2022天猫啤酒趋势白皮书》, 万联证券研究所

高端啤酒销售额增速高于中低端啤酒, 推动酒企产品结构升级。据《2022年天猫啤酒趋势白皮书》显示, 2021年低端和中端啤酒销售金额的同比增速维持在5%和10%左右, 而超高端和高端啤酒的销额增速达到了15%和20%, 奢华啤酒同比增速更是高达40%。随着消费需求和消费观念的持续变化, 消费者对于啤酒的品质和口感的要求将会进一步提升, 这将推动啤酒生产企业进一步研发新产品, 优化产品结构, 进而推进行业的高端化转型, 带动行业高端市场规模进一步提升。

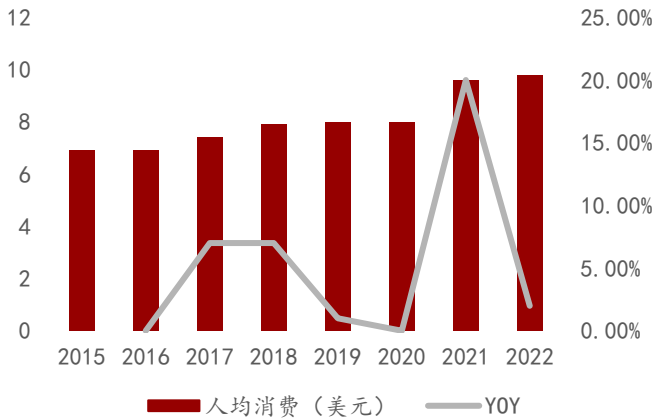
图表22:2021年天猫不同价格段啤酒销售金额同比增速



资料来源: 《2022天猫啤酒趋势白皮书》, 万联证券研究所

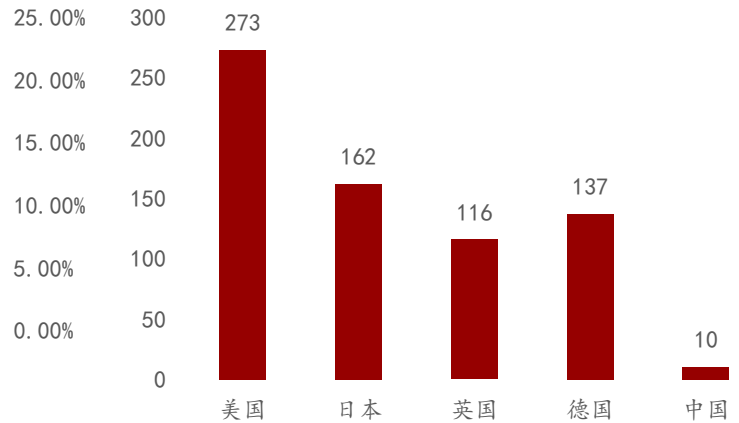
中国啤酒人均消费不断增长, 但与发达国家相比还存在较大差距。2015-2022年我国啤酒人均消费从6.9美元增加至9.8美元, 整体呈现出上升的趋势。2022年美国/日本/德国/英国啤酒人均消费分别为273美元/162美元/137美元/116美元, 对比发达国家我国啤酒人均消费水平仍较低。随着大众消费观念的转变, 啤酒行业各类产品的持续推新, 在品质和口感的进一步提升下, 我国啤酒人均消费还有较大的发展空间。

图表23:中国啤酒人均消费呈增长趋势



资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

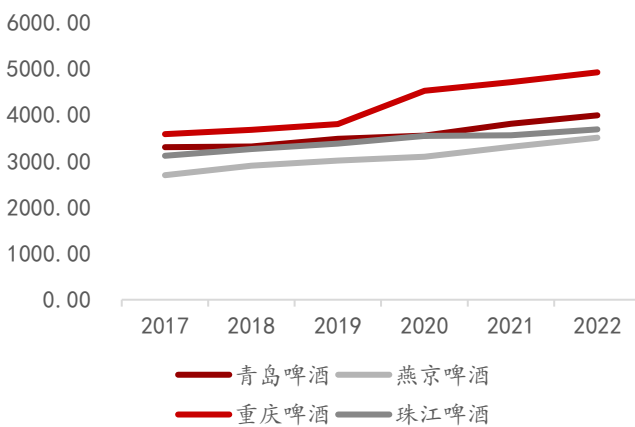
图表24:2022年各国啤酒人均消费(美元)



资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

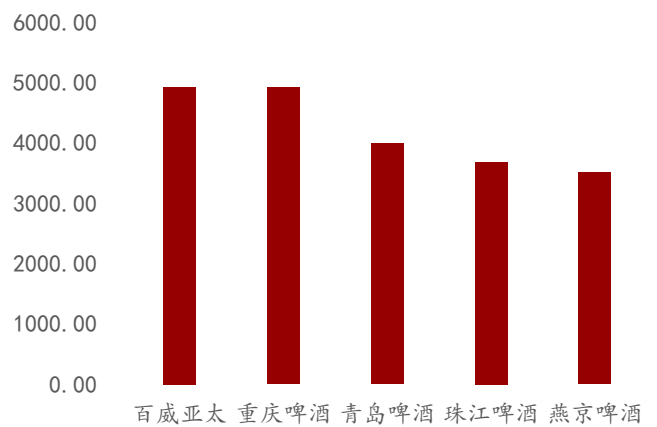
国内啤酒企业吨价进入上行通道,但较外资酒企仍有增长空间。2017-2022年我国主要啤酒企业吨价稳步增长,2022年重庆啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒吨价分别为4915/3985/3682/3502元/千升,较2017年分别+37.33%/+20.88%/+18.35%/+30.11%。虽然国内啤酒企业吨价持续上升,但整体平均吨价相较于百威亚太等外资酒企而言,仍有较大的提升空间。吨价上升成为行业发展的重要推动力,行业整体量平价增趋势明显。

图表25:各啤酒企业吨价持续上升(元/千升)



资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

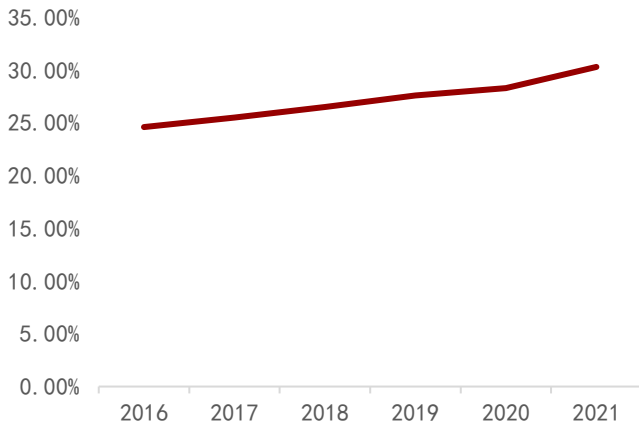
图表26:2022年各啤酒企业吨价(元/千升)



资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

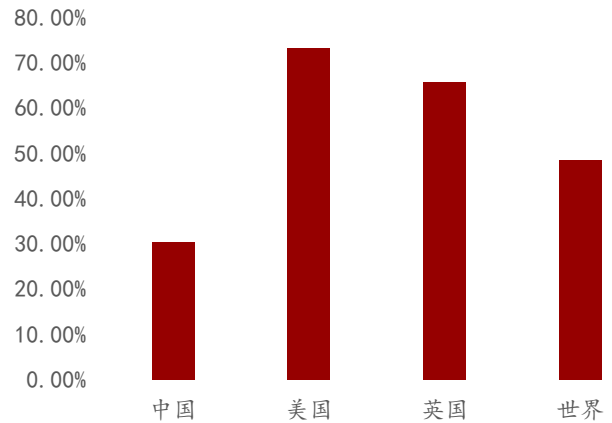
罐化率逐年提升降低酒企成本压力,但对标成熟市场仍有较大提升空间。成本方面,相较玻璃瓶装包装,铝罐包装生产原料成本较低、耗材较少且具有保质性强、易运输的特点,能直接降低啤酒厂商的包材成本和运输成本,减少啤酒产品的长途损耗率,扩大可覆盖的市场面积。在价格方面,同等规格的罐装啤酒产品通常售价更高,未来罐装产品占比持续提升将对啤酒厂商出厂吨价起到推升作用。目前我国啤酒消费以玻璃瓶为主,但我国啤酒行业罐化率水平近年来一直呈增长趋势,从2016年24.6%提升至2021年的30.3%,铝罐包装日益成为中国啤酒包装的未来趋势。2021年美国/英国罐化率分别为73.3%/65.7%,全球平均水平也达到了48.4%,对比成熟市场,我国罐化率还有很大的提升空间。

图表27:我国啤酒罐化率逐年上升



资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

图表28:对比成熟市场,我国啤酒罐化率仍有提升空间



资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

2 百年国货, 啤酒龙头焕发新活力

2.1 历经百年沉浮, 公司积淀深厚

百年国企, 啤酒行业龙头。青岛啤酒是中国历史最悠久的啤酒生产企业, 前身是英、德商人于1903年合资创建的日耳曼啤酒公司青岛股份公司, 1949年青岛人民政府接管工厂, 定名“国营青岛啤酒厂”; 1993年公司同时在港交所与上交所上市, 是内地首家在两地同时上市的企业。目前, 青岛啤酒旗下拥有“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的双品牌组合, 在超高端/高端/中端/低端啤酒领域均有布局, 是中国啤酒行业的龙头之一。公司发展历程大致分为四个阶段:

全国化扩张期(1993-2001年): 1993年公司同时在港交所与上交所上市, 1996年李贵荣、彭作义分别上任董事长、总经理。在被燕京啤酒超越后, 青岛啤酒为夺回市场份额率先开启兼并收购的浪潮, 先后通过投资控股、破产收购、政策兼并等方式控股了全国多个省份的啤酒生产工厂。2001年, 公司已收购47家啤酒企业。在这一阶段, 青岛啤酒实现了规模的快速扩张, 初步完成了全国化扩张进程, 正式由一家地方性啤酒企业跻身全国性啤酒企业, 但规模扩张也带来了很多潜在的隐患。

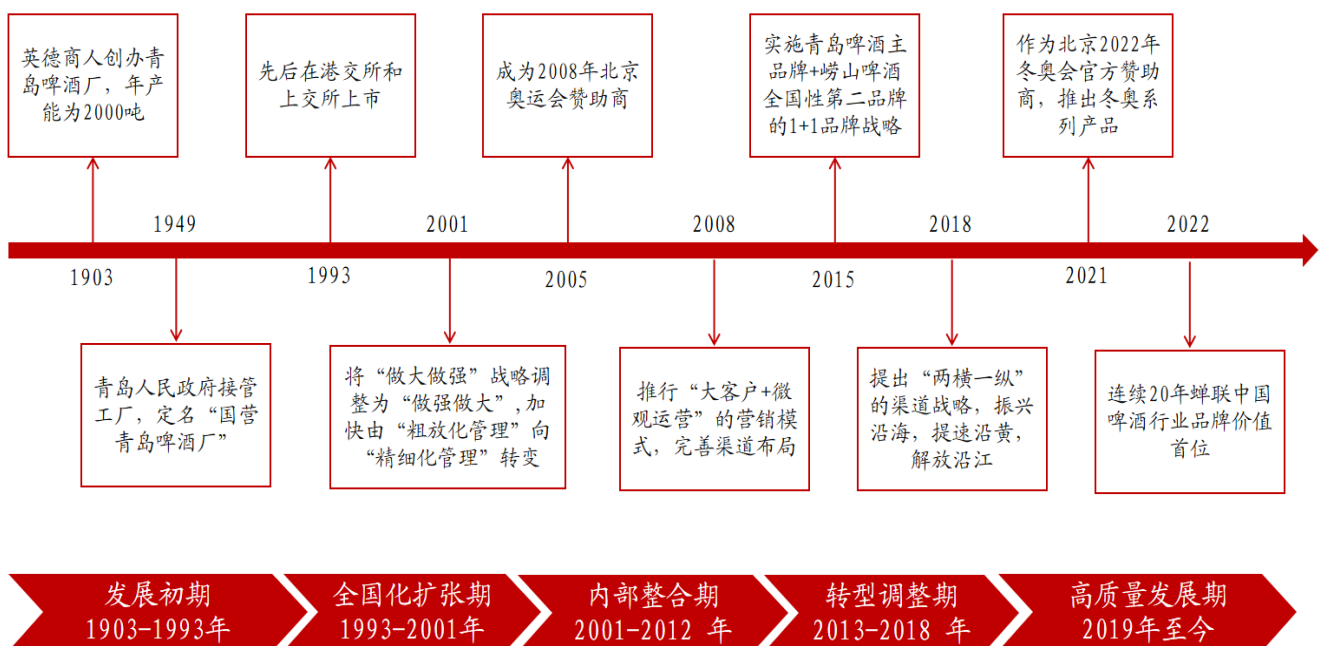
内部整合期(2001-2012年): 公司前期通过大规模并购基本完成了全国化战略布局, 但同时也面临资金链紧张、品牌分散的风险。2001年金志国上任总经理后, 叫停了收购战略, 公司发展思路由“做大做强”转变为“做强做大”, 公司的工作重点转向内部系统整合, 重点关注运营能力和盈利水平的提高。2003年, 公司精简产品体系, 打造青岛啤酒为主品牌, 崂山、汉斯、山水为第二品牌的“1+3”品牌战略。2008年, 公司推行“大客户+微观运营”的营销模式, 完善渠道布局, 同时借助2008年奥运积极开展体育营销。在公司一系列努力下, 在这一期间公司实现了营收、利润的快速增长。

转型调整期(2013-2018年): 2012年孙明波, 黄克兴分别接任董事长、总裁。2013年国内啤酒市场规模见顶、竞争加剧, 公司进入转型期。在这一阶段, 公司未能及时调整战略, 结构性升级速度较慢, 在高端市场的份额不及同时期的竞争对手。2015年后公司依据市场变化快速做出调整, 将发展战略转变为“稳增长, 调结构”。公司积

极升级产品结构，品牌战略由“1+3”、“1+1+N”变为“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的双品牌战略；此外，公司加强沿海、沿黄河市场战略带建设，构建青岛啤酒“一纵一横”战略市场布局。这段时间，由于啤酒行业逐渐步入存量市场，公司增速放缓，销量和净利润均有所下滑。

高质量发展期（2019年至今）：2018年“营销大师”黄克兴接任董事长后，公司发展战略整体延续了之前注重产品建设、品牌建设及渠道建设的风格。在此期间，公司始终坚持“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的双品牌战略。为迎合啤酒行业的高端化趋势，公司持续打造和提升青岛啤酒高端定位，高端化进程不断加速。2018年公司渠道战略由“一纵一横”升级至“两横一纵”，提出振兴沿海，提速沿黄，解放沿江。此外，公司积极降本增效，瘦身经销网络，优化产能分布。在公司高端化进程不断推进和降本增效的影响下，公司营收实现量稳价增，利润实现较快增长。

图表29:青岛啤酒历史沿革

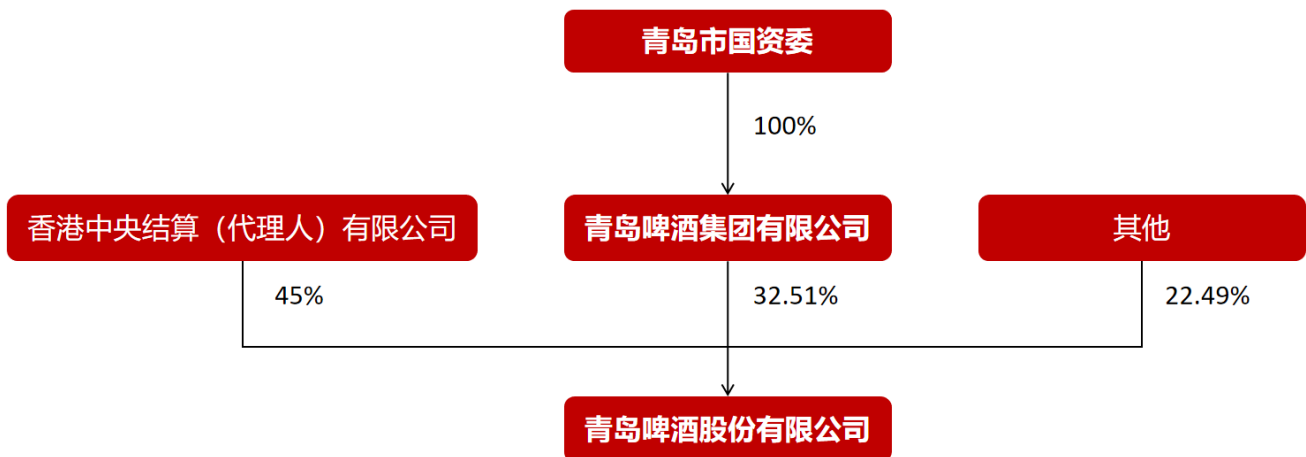


资料来源：公司官网，万联证券研究所

2.2 股权结构：清晰且稳定

公司股权架构清晰，实际控制人为青岛市国资委。截至2023年二季度，青岛市国资委通过青岛啤酒集团有限公司间接持有上市公司32.51%的股权，为公司实际控制人。公司作为国有企业，管理和运营相对稳定，有利于公司战略的制定与顺利落地。现任董事长黄克兴自1986年以来进入青岛啤酒厂工作，至今已服务公司37年，参与谋划、实施了中国啤酒行业扩张、整合与转型升级的全过程，具有长期丰富的啤酒行业战略规划、投资并购及经营管理经验。

图表30:公司股权结构

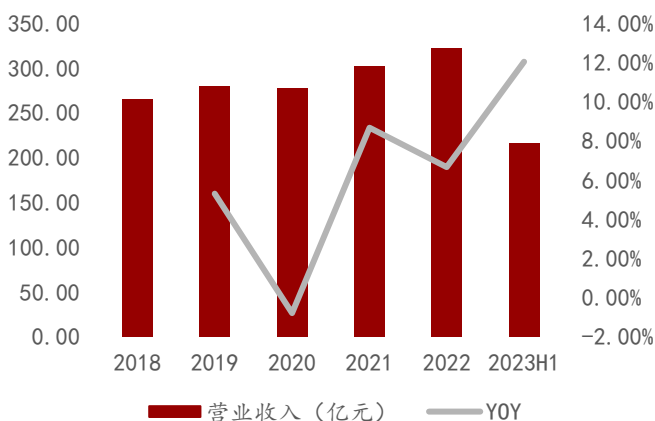


资料来源: wind, 万联证券研究所

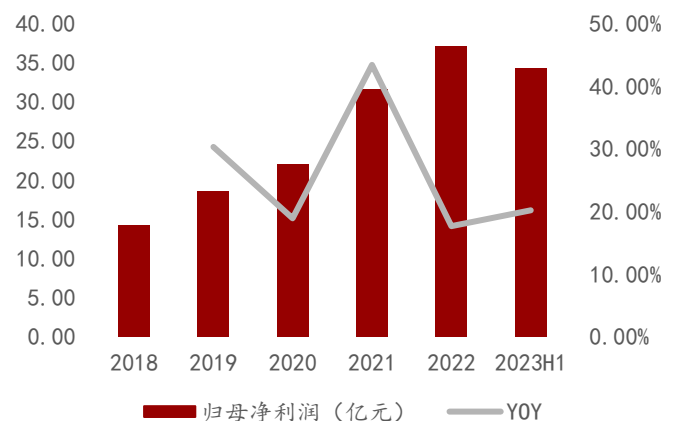
2.3 财务概览: 营收、利润稳增长, 业绩发展向好

公司营收、利润总体呈现稳步增长趋势。公司近年来业务稳健发展, 营收利润齐增长, 2020年受疫情影响公司营收出现波动, 2021年公司营收恢复正增长, 2018-2022年营收/归母净利润的CAGR分别为4.89%/27.1%。得益于公司多方位建设核心竞争力, 2023H1公司实现营收215.92亿元, 同比增长12.03%, 实现归母净利润34.26亿元, 同比增长20.13%, 营收、利润均保持稳定增长。

图表31:公司营业收入及同比增速



图表32:公司归母净利润及同比增速

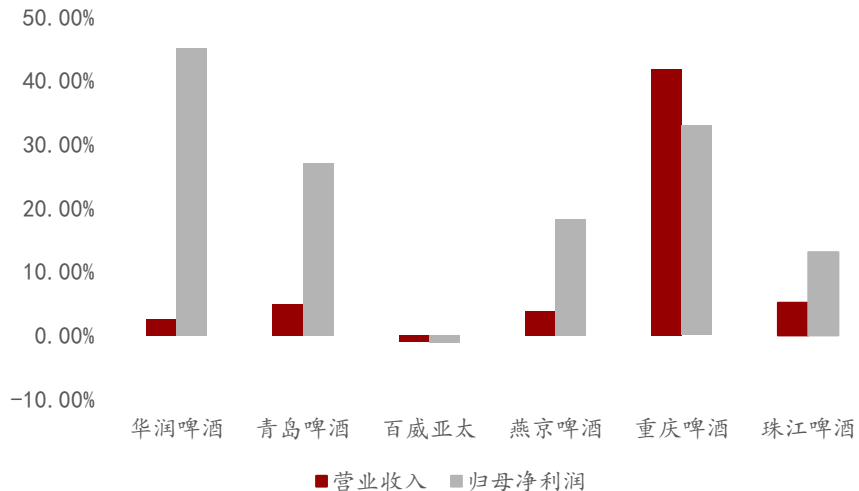


资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

与同行业其他酒企相比, 近年来公司营收/归母净利润CAGR较高。重庆啤酒/珠江啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒/华润啤酒/百威亚太2018-2022年营收CAGR分别为41.86%/5.1%/4.89%/3.86%/2.56%/-0.99%, 青岛啤酒排名第三; 华润啤酒/重庆啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/百威亚太2018-2022年归母净利润CAGR分别为45.21%/33%/27.1%/18.25%/13.06%/-1.2%, 青岛啤酒排名第三。总体来看, 青岛啤酒的营收和归母净利润增速在行业中排名靠前, 整体业绩水平较好。

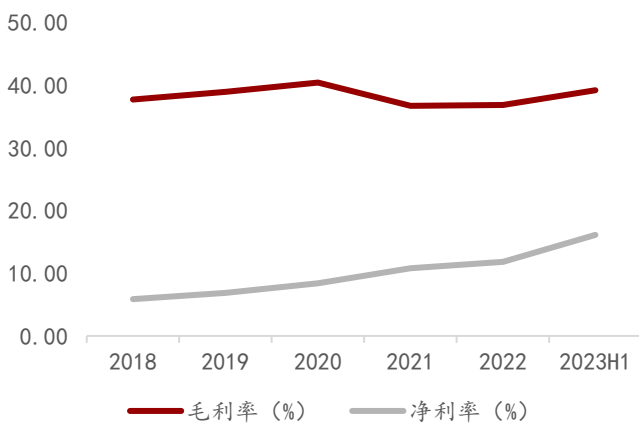
图表33:2018-2022年各酒企营收及归母净利润 CAGR



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

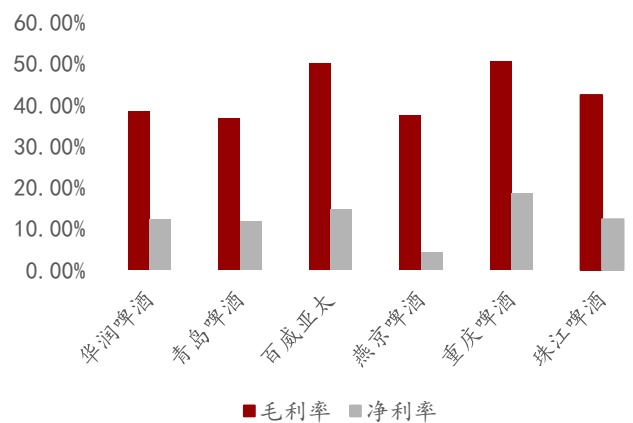
公司毛利率和净利率有所提升, 但略低于同行业其他酒企。2018-2023H1公司毛利率和净利率稳步提升, 毛利率从37.7%提升至39.21%, 净利率从5.87%提升至16.12%。与同行业其他酒企对比来看, 2022年重庆啤酒/百威亚太/珠江啤酒/华润啤酒/燕京啤酒/青岛啤酒的毛利率分别为50.48%/50.02%/42.44%/38.46%/37.44%/36.85%, 青岛啤酒的毛利率排名最末; 2022年重庆啤酒/百威亚太/华润啤酒/珠江啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒的净利率分别为18.43%/14.65%/12.34%/12.29%/11.83%/4.16%, 青岛啤酒的净利率仅高于燕京啤酒。总体来看, 青岛啤酒毛利率与净利率还有提升空间。

图表34:公司毛利率及净利率变化



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

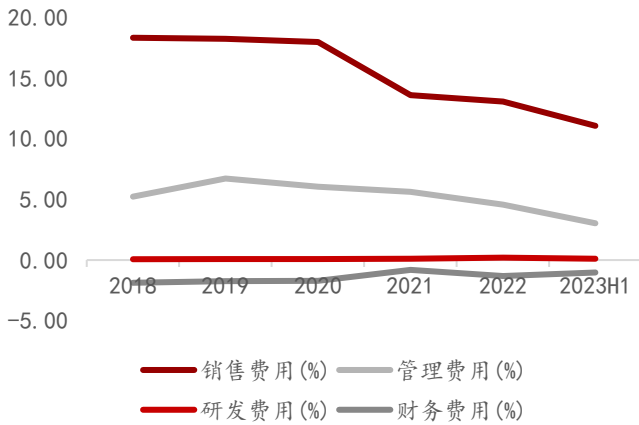
图表35:各酒企 2022年毛利率与净利率对比



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

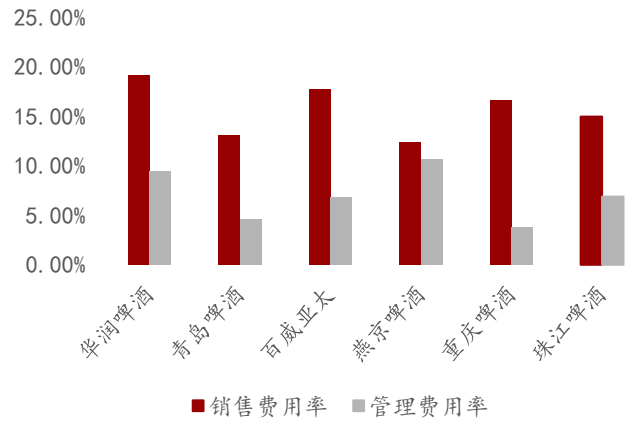
各项费用率总体呈下降趋势, 公司对各项费用的管控能力较强。2023H1公司管理费用率/销售费用率/财务费用率/研发费用率分别为3.03%/11.06%/-1.03%/0.10%, 公司降本增效成效明显, 管理和营销效率有所提升, 销售费用率和管理费用率下降明显, 研发与财务费用率较为稳定, 波动幅度不大。与同行业其他酒企对比来看, 2022年华润啤酒/百威亚太/重庆啤酒/珠江啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒的销售费用率分别为19.14%/17.77%/16.57%/14.97%/13.05%/12.37%, 青岛啤酒的销售费用率仅高于燕京啤酒; 2022年燕京啤酒/华润啤酒/珠江啤酒/百威亚太/青岛啤酒/重庆啤酒的管理费用率分别为10.7%/9.41%/6.9%/6.82%/4.58%/3.81%, 青岛啤酒的管理费用率仅高于重庆啤酒。总体来看, 公司对费用的把控较好。

图表36:公司费用率情况



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

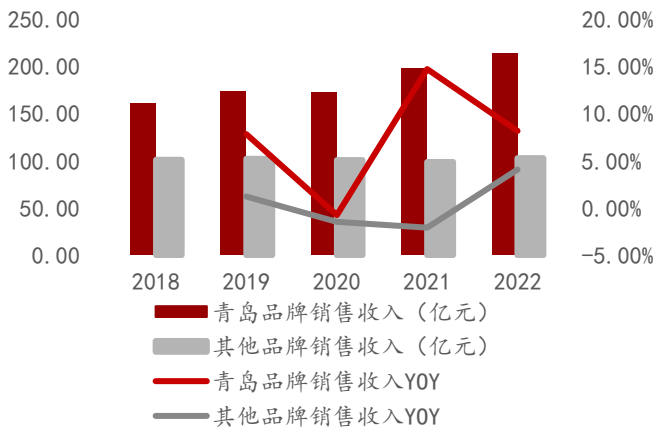
图表37:各酒企 2022 年费用率对比



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

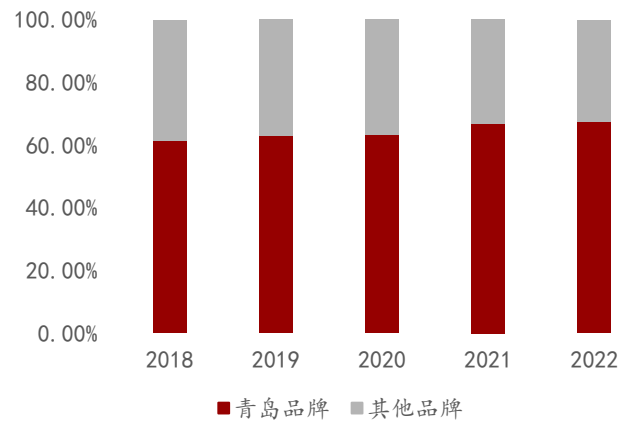
分品牌来看, 青岛品牌营收保持正增长趋势, 营收占比逐步提高。近年来, 青岛品牌销售收入保持增长趋势, 2020年受疫情影响销售收入略有下滑, 2021年增速由负转正, 其他品牌销售收入近年来略显颓势, 主因高端化是公司的发展战略和行业未来的发展趋势, 青岛品牌面向高端市场, 而其他品牌面向大众市场。2018-2022年青岛品牌营收占比分别为61.44%/62.93%/63.10%/66.71%/67.57%, 营收占比呈稳步提升的态势, 在公司着重往高端化发展的背景下, 预计青岛品牌营收及占比将进一步提升。

图表38:公司主营业务分品牌营收及同比增速



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

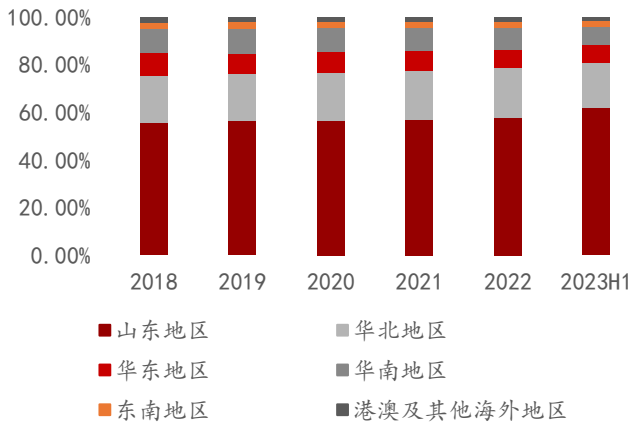
图表39:公司主营业务营收分品牌占比



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

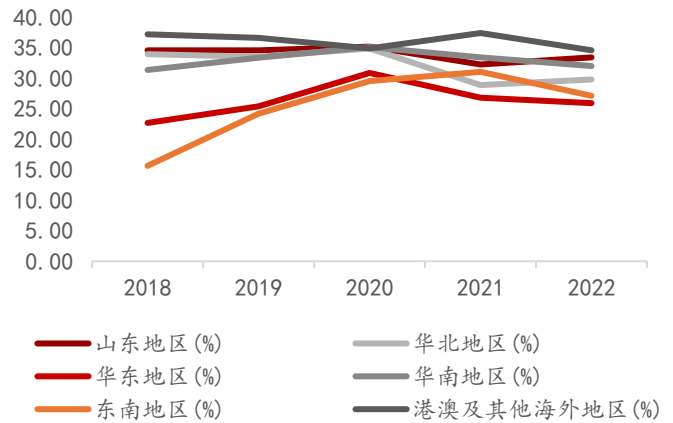
分地区来看, 公司立足于山东和华北市场, 并不断完善覆盖全国主要市场、辐射全球的网络布局。2023H1公司山东地区/华北地区/华东地区/华南地区/东南地区/港澳及其他海外地区营收占比分别为62.11%/18.76%/7.61%/7.56%/2.34%/1.62%, 其中山东地区/华北地区营收占比始终维持在60%/20%左右, 为公司主要的辐射地。2022年港澳及其他海外地区/山东地区/华南地区毛利率均超过30%, 分别为34.6%/33.45%/32.04%。

图表40:公司主营业务营收分地区占比



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

图表41:公司主营业务毛利率分地区情况



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

3 啤酒行业龙头，产品结构升级引领行业发展

3.1 “1+1”双品牌战略持续发力，品牌价值位列行业第一

坚持“1+1”双品牌战略，产品覆盖中高端与大众市场。青岛啤酒探索多年，尝试多种品牌战略，目前聚焦双品牌战略。**2003年**，公司提出聚焦“1+3”品牌战略，以青岛啤酒为主，崂山、汉斯、山水品牌为辅；**2014年**，公司对品牌战略进行精简，仅保留崂山作为全国性第二品牌，采用“1（青岛）+1（崂山）+N（汉斯、山水、银麦等区域品牌）”的品牌战略；**2015年**，公司淡化区域品牌，聚焦“1（青岛）+1（崂山）”双品牌战略，青岛啤酒为主，崂山啤酒为辅，双品牌格局正式确立。双品牌战略下产品定位清晰，主品牌青岛啤酒定位中高端市场，是我国首批十大驰名商标之一，在国内外市场具有强大的品牌影响力和较高的知名度，在国内中高端啤酒市场处于领先地位；第二品牌崂山啤酒定位大众市场，并逐步取代其他区域品牌，推动产品结构升级，与青岛主品牌产品共同构成了覆盖全国市场的完善的品牌和产品结构体系。

图表42:公司自2015年开始坚持“1+1”双品牌战略

年份	品牌战略	内涵
2003年-2013年	1+3	1: 青岛啤酒主品牌 3: 崂山、汉斯、山水为第二品牌
2014年	1+1+N	1: 青岛啤酒主品牌 1: 全国性第二品牌崂山啤酒 N: 汉斯、山水、银麦等区域品牌
2015年以来	1+1	1: 青岛啤酒主品牌 1: 第二品牌崂山啤酒

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

青岛啤酒品牌战略较为精简，精准营销强化品牌影响力。与其他啤酒公司相比，青岛啤酒的“1+1”品牌战略较为精简，公司围绕青岛和崂山双品牌推出多类产品，有利于公司集中资源精准营销，强化消费者对品牌的认识，进而提高品牌影响力。

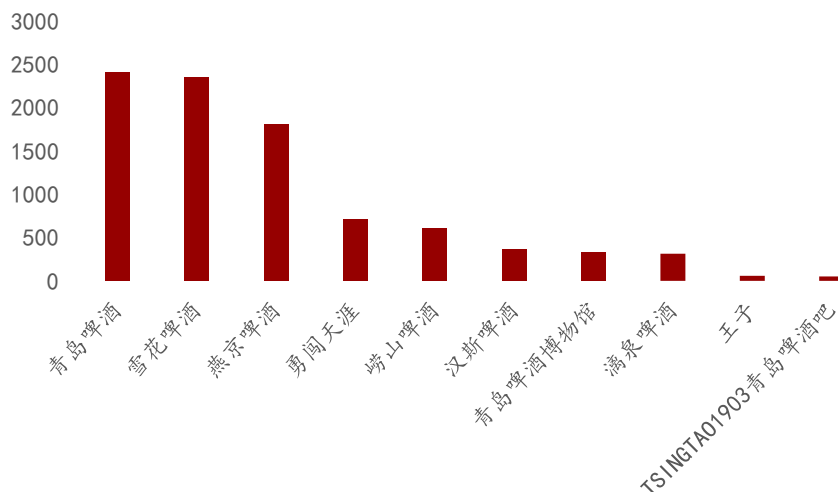
图表43:各啤酒企业品牌战略

公司	品牌战略	内涵
青岛啤酒	1+1	1: 青岛啤酒主品牌; 1: 崂山啤酒第二品牌
华润啤酒	“4+4” 中国品牌+国际品牌 双品牌组合	中国: 勇闯天涯SuperX、马尔斯绿、匠心营造、花脸; 国际: 喜力、红爵、苏尔、虎牌
重庆啤酒	国际高端品牌+本地强势品牌	国际高端品牌: 嘉士伯、乐堡、1664、格林堡、布鲁克林、夏日纷等; 本地强势品牌: 乌苏、重庆、山城、乌苏、西夏、大理、风花雪月、天目湖、京A等
燕京啤酒	1+3	1: 燕京主品牌 3: 漓泉、惠泉与雪鹿三大副品牌
珠江啤酒	3+N	3: 雪堡、纯生、珠江; N: 特色

资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

公司品牌价值高，主品牌“青岛啤酒”品牌价值多年蝉联啤酒行业首位。公司的主品牌“青岛啤酒”是我国首批十大驰名商标之一，在国内外市场均具备强大的品牌影响力与较高的知名度。根据世界品牌实验室发布的2023年《中国500最具价值品牌》数据，“青岛啤酒”品牌价值再次突破新高，达2406.89亿元，连续20年蝉联中国啤酒行业第一，与茅台、五粮液位列食品饮料行业前三，同期雪花啤酒/燕京啤酒品牌价值为2342.59亿元/1806.75亿元，其他啤酒的品牌价值与前三名差距较大。此外，青岛啤酒公司旗下的崂山啤酒、汉斯啤酒、青岛啤酒博物馆、王子以及TSINGTAO1903青岛啤酒吧分别以610.72亿元、358.92亿元、332.75亿元、58.86亿元、52.12亿元同时上榜，青岛啤酒及子品牌的品牌价值总和超3800亿元，公司品牌建设效果显著，具有较强的品牌影响力。

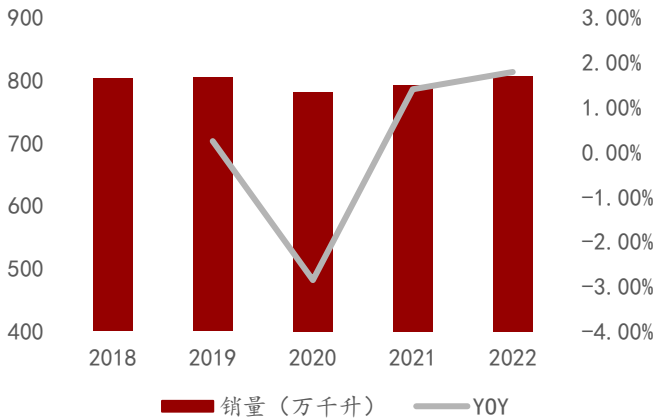
图表44:2023 年中国啤酒品牌的品牌价值



资料来源: 世界品牌实验室, 万联证券研究所

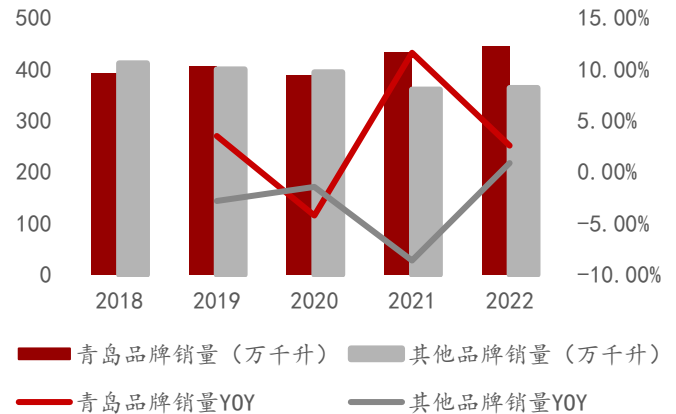
青岛品牌发展态势较好,其他品牌销量较为低迷。2022年公司总销量为807.2万千升,其中青岛品牌/其他品牌销量分别为444万千升/363.2万千升,同比增长2.56%/0.86%,2018-2022年CAGR分别为3.2%/-3.08%。青岛品牌销量基本保持正增长,2020年受疫情影响销量同比下滑,2021年又恢复正增长,其他品牌销量总体呈现负增长趋势。公司总销量正增长主要系青岛品牌销量增长带动,其他品牌销量较为低迷,主因高端化是啤酒行业的未来发展趋势。

图表45:公司总销量



资料来源:公司公告,万联证券研究所

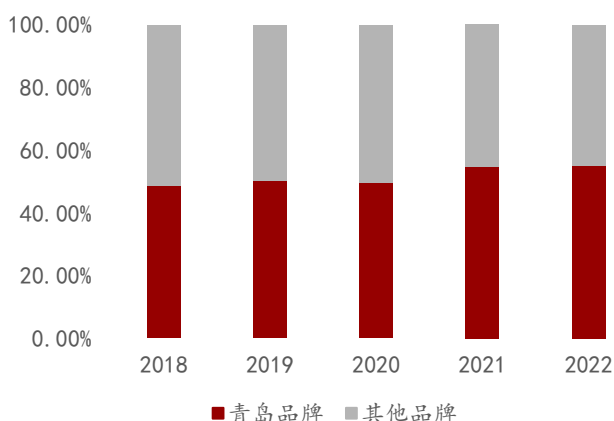
图表46:公司各品牌销量情况



资料来源:公司公告,万联证券研究所

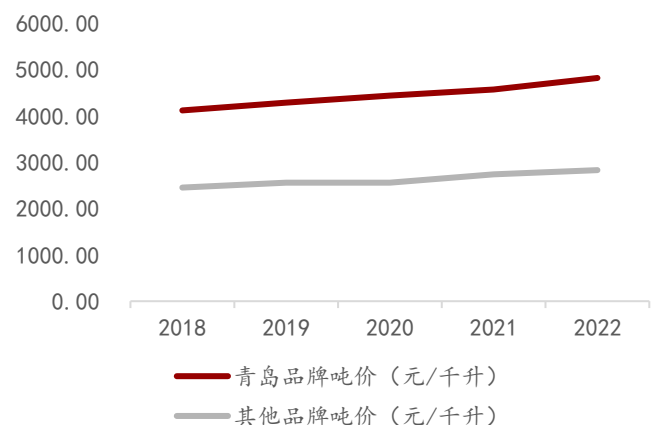
青岛品牌销量占比稳步提升,吨价持续上涨且较其他品牌吨价差距愈来愈大。2018-2022年青岛品牌销量占比分别为48.69%/50.31%/49.62%/54.60%/55.02%。2019年青岛啤酒销量首次反超其他品牌,销量占比总体呈上升趋势。2022年青岛品牌、其他品牌吨价分别为4823.62元/千升、2832.09元/千升,2018-2022年青岛品牌每千升吨价相较于其他品牌高出1667.22元/1732.10元/1885.93元/1828.25元/1991.53元,青岛品牌吨价远超其他品牌,并且差距正在逐步拉大,未来随着公司不断推出高端、超高端新品,青岛品牌吨价有望进一步提升。

图表47:公司各品牌销量占比



资料来源:公司公告,万联证券研究所

图表48:公司各品牌吨价



资料来源:公司公告,万联证券研究所

公司围绕“青岛主品牌+崂山第二品牌”建立起覆盖超高端、高端、中端、低端全价格带的丰富产品矩阵，满足不同消费者需求。青岛啤酒精简品牌战略，围绕青岛、崂山集中资源进行精准营销，有利于公司扩大品牌影响力，同时也有助于进一步提升营销资源的使用效率，强化消费者对于青岛啤酒的认知，资源集中支持下产品兼具品牌力、产品力与吸引力。

1) 青岛啤酒主品牌：青岛品牌聚焦超高端/高端/中端市场，近年来公司持续推出了“一世传奇、百年鸿运、百年之旅、琥珀拉格、青岛啤酒IPA、鸿运当头、经典1903、桶装原浆啤酒”等一系列具有鲜明特色的超高端/高端新产品，迅速打开市场销售渠道，满足了消费者对高端啤酒的需求，加速了公司高端化进程。

2) 崂山啤酒第二品牌：崂山品牌主攻大众市场，单价较低，具备一定的客户粘性，主要产品有崂山经典、崂友记、崂山清爽8度等。

图表49:青岛啤酒主要产品及定位

市场定位	产品名称	价格 (每瓶)	价格 (500ml)	规格	酒精度 (%Vol)	麦芽度 (°P)	
超高端	一世传奇	1399元	466.3元	1500ml	10.5	23.9	
	百年鸿运	729元	447.24元	815ml	8.5	19.8	
	百年之旅	388元	238.04元	815ml	6	15.0	
	琥珀拉格	33.33元	43.86元	380ml	5.5	13.8	
高端	青岛啤酒原浆	68元	34.00元	1000ml	5.4	13.0	
	IPA	17.33元	26.26元	330ml	5.2	14.0	
	鸿运当头	11.67元	16.44元	355ml	4.3	11.0	
	黑啤	10.75元	10.75元	500ml	4.5	12.0	
	皮尔森	10.67元	10.67元	500ml	4.0	10.5	
	奥古特	10.5元	10.50元	500ml	4.7	12.0	
	经典1903	5.38元	8.15元	330ml	4.0	10.0	
	白啤	8元	8.00元	500ml	4.1	11.0	
	中端	青岛纯生	7.42元	6.18元	600ml	3.1	8.0
		青岛经典	5.79元	5.79元	500ml	4.0	10.0
低端	崂山经典	2.5元	3.96元	316ml	3.1	8.0	
	崂友记	2.29元	3.47元	330ml	4.0	10.0	
	崂山清爽8度	2.08元	3.15元	330ml	3.1	8.0	

资料来源：公司官网，淘宝旗舰店，万联证券研究所

图表50:公司主要产品品类

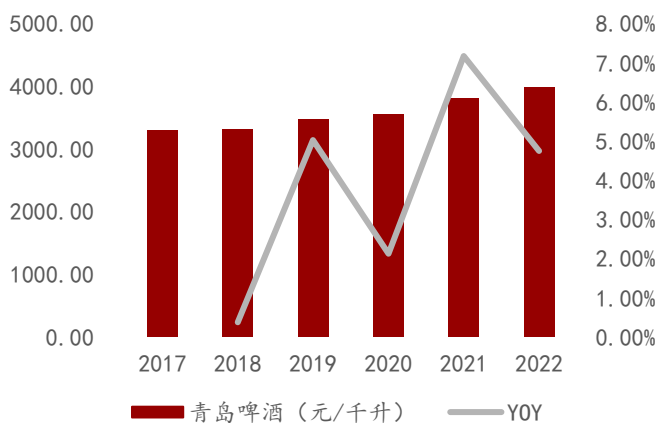


资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

3.2 吨价提升叠加高端、超高端产品持续推新, 高端化进程加速

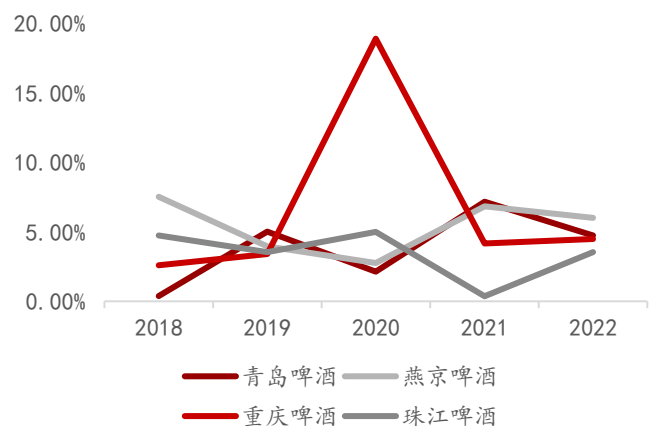
近年来公司吨价保持正增长, 价升为公司业绩提升的主要推动力。2017-2022年公司每千升啤酒分别为3296.99元/3309.46元/3475.78元/3549.87元/3804.54元/3985.38元, 2017-2022年CAGR为3.87%。公司吨价上升主因高端化进程不断推进, 定位中高端的青岛品牌销量增加且占比不断提升, 带动公司整体吨价上行。2022年燕京啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒吨价同比增长6%/4.75%/4.5%/3.55%, 与同行业其他啤酒公司相比, 青岛啤酒吨价增速较快。

图表51:公司吨价稳步提升



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

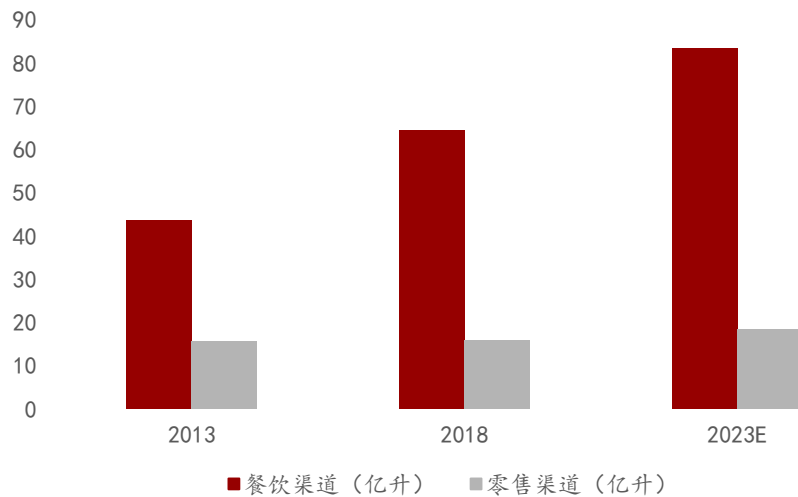
图表52:近年来各酒企吨价同比增速



资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

餐饮是高端啤酒的主要消费场景，预计随着餐饮、娱乐的逐步恢复，啤酒高端化节奏有望加速。餐饮渠道消费者对啤酒的价格敏感度低，是啤酒高端化的重要阵地。根据百威亚太招股说明书，2018年高端及超高端啤酒在餐饮渠道/零售渠道的消费量分别为64.5万吨/15.8万吨，餐饮渠道的消费量是零售渠道的4倍，且2013-2018年餐饮渠道高端及超高端啤酒消费量复合增速达到8.2%，同期零售渠道复合增速仅为0.4%，预计2023年高端及超高端啤酒在餐饮渠道/零售渠道的消费量将达到83.5万吨/18.5万吨，差距持续加大。当前线下消费场景持续复苏，随着餐饮、娱乐消费的逐步恢复，中高端、高端及超高端啤酒的销售有望得到较大的反弹，啤酒行业的结构升级或将加速。

图表53:高端产品在餐饮渠道的销量远高于在零售渠道的销量



资料来源：百威亚太招股说明书，万联证券研究所

公司高端/超高端产品储备较为丰富，未来随着高端化持续推进，增长潜力有望释放。在超高端领域，公司于2022年推出的千元啤酒“一世传奇”打开了啤酒行业价格天花板，但相较于百威啤酒、嘉士伯等成熟海外品牌，公司布局相对较晚且目前尚缺乏品牌力足够强的超高端大单品，因此公司在超高端的发展慢于行业。在高端领域，公司逐步打磨完善其高端产品矩阵，近年来持续注重研发新品，于2018年和2020年先后推出“IPA”和“琥珀拉格”，为啤酒行业高端化的持续竞赛做好准备。随着行业高端化进程稳步推进，当前低档酒向中档酒消费升级、中档酒向高档升级的空间较大，公司在中档及高档价格带布局完善，未来有望获取更多收益。

图表54:近年来公司不断推出高端、超高端新品

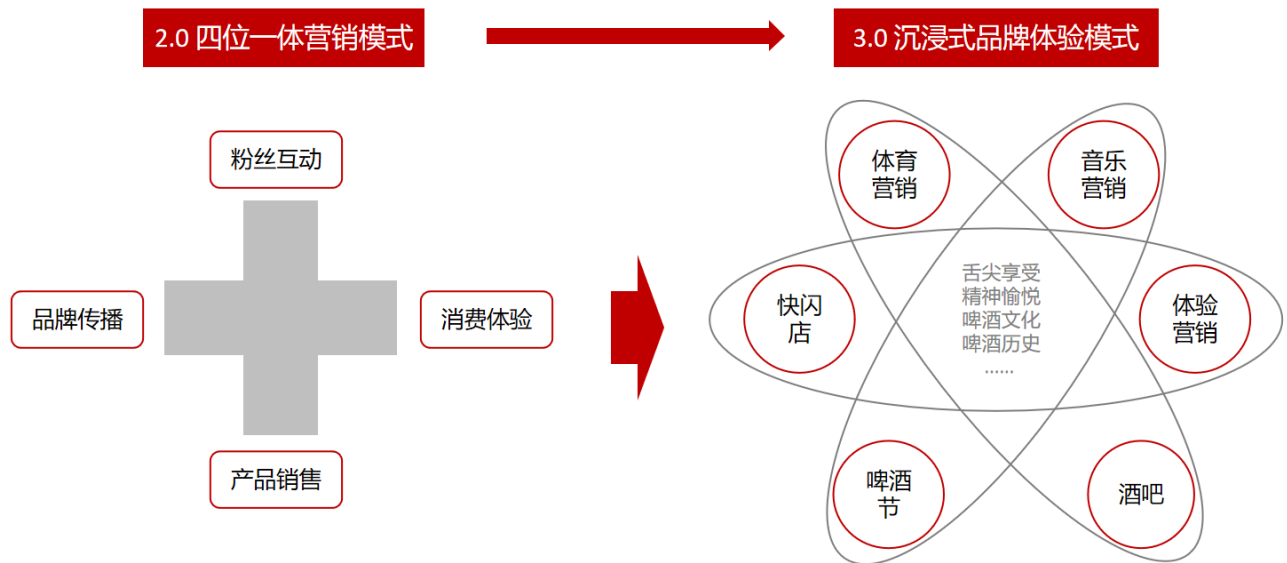
年份	档次	产品	价格
2018年	高端	IPA	17.33元/瓶
2020年	高端	琥珀拉格	33.33元/瓶
2020年	超高端	百年之旅	388元/瓶
2022年	超高端	百年鸿运	729元/瓶
2022年	超高端	一世传奇	1399元/瓶

资料来源：公司官网，万联证券研究所

3.3 营销模式多元化，沉浸式体验提升品牌知名度

营销模式升级，多元化营销助力公司增强品牌力与影响力。为更好地提升品牌知名度，公司将“产品销售、消费者体验、品牌传播、粉丝互动”四位一体的品牌推广模式升级为沉浸式品牌体验模式。公司以“体育营销+音乐营销+体验营销”为主线，利用酒吧、啤酒节、快闪店等多种途径给消费者带来全方位沉浸式体验，积极培育时尚消费业态，持续增强公司的品牌力与影响力，刻画国际化、年轻化、时尚化的品牌内涵，沉浸式品牌体验的营销模式让青岛啤酒频频出圈。

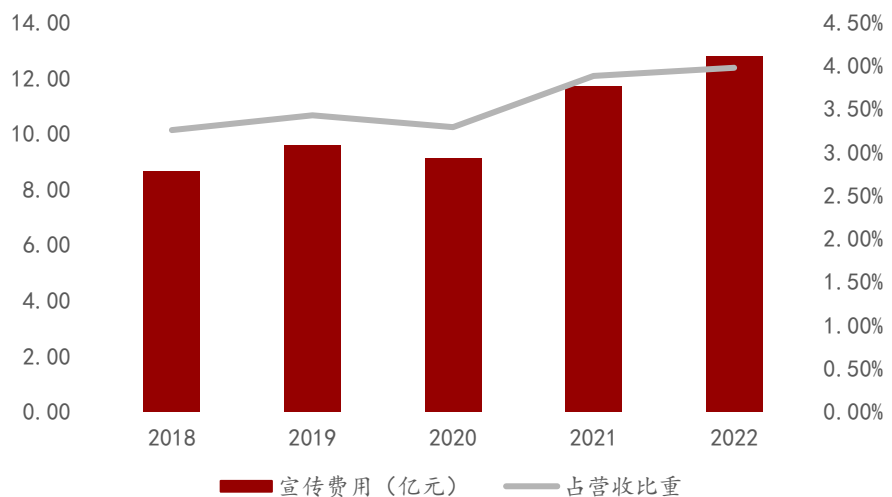
图表55:品牌营销模式升级



资料来源：公司公告，万联证券研究所

营销费用保持增长，公司对品牌打造的重视度持续提升。随着啤酒行业竞争的日益激烈，为增强公司的品牌力与竞争力，近年来公司在广告及业务宣传上的投入持续增长，2018年宣传费用为8.64亿元，2022年宣传费用增加至12.78亿元，2018-2022年CAGR为10.28%，其占营收的比重从2018年的3.25%提升至2022年的3.97%。

图表56:宣传费用及占营收比重



资料来源：公司公告，万联证券研究所

体育营销是公司的重点营销战略之一，致力于塑造青春活力的品牌形象。观看体育赛事是啤酒的重要消费场景之一，2003年公司赞助首届厦门马拉松，自此拉开了体育营销的帷幕。公司的体育营销广泛涉猎马拉松、足球、篮球、奥运会等多个领域。青岛啤酒积极赞助极具影响力的体育赛事、体育项目合作，是2008年北京奥运会与2022年北京冬奥会的官方赞助商，同时也是亚冠、中超、NBA等重大体育赛事的官方合作伙伴。

图表57:青岛啤酒打造“啤酒+体育”模式

年份	营销事件
2003年	赞助首届厦门马拉松
2008年	NBA中国市场开发的官方合作伙伴和中国指定啤酒官方合作伙伴，北京奥运会官方赞助商
2012年	CBA联赛官方合作伙伴
2014年	亚冠官方赞助商
2017年	中超官方合作伙伴
2018年	总台俄罗斯世界杯转播赞助商
2021年	中国户外健身休闲大会赞助商
2022年	北京冬奥会与残奥会官方赞助商

资料来源：公司官网，万联证券研究所

围绕体育赛事推出定制包装产品，创新消费者沉浸式品牌体验新模式。公司结合奥运主题，围绕北京2022年冬奥会推出了“青岛啤酒冬奥冰雪罐”，将15个官方竞技项目融于罐身。在世界杯期间，公司推出1903炫彩加油罐和纯生球迷狂欢罐，完美融合啤酒激情与体育激情，给与消费者沉浸式体验。

图表58:青岛啤酒推出“纯生球迷狂欢罐”



资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表59:青岛啤酒重磅推出了“青啤冬奥冰雪罐”



资料来源：公司官网，万联证券研究所

以“音乐+啤酒”个性化的营销方式，助力融合年轻群体。近年来青岛啤酒越来越重视音乐营销，以音乐扩大品牌影响力，培育年轻消费群体，携手爱奇艺“尖叫之夜”演唱会、草莓音乐节、ISY三亚国际音乐节等多个知名音乐IP持续打造啤酒的娱乐新体验。丰富的音乐体验活动让青岛啤酒与年轻消费者加快融合，给年轻消费者带来愉悦的体验与精神的释放，助力品牌年轻化。

图表60:青岛啤酒打造“啤酒+音乐”模式

年份	营销事件
2017年	赞助爱奇艺“尖叫之夜”演唱会
2018年	赞助爱奇艺“尖叫之夜”演唱会、ISY三亚国际音乐节
2019年	赞助爱奇艺“尖叫之夜”演唱会、草莓音乐节、ISY三亚国际音乐节、天空音乐节
2020年	赞助爱奇艺“尖叫之夜”演唱会、赞助草莓音乐节、ISY三亚国际音乐节
2021年	赞助草莓音乐节
2022年	赞助草莓音乐节

资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

图表61:青岛啤酒赞助爱奇艺“尖叫之夜”演唱会



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

图表62:青岛啤酒赞助草莓音乐节



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

沉浸式体验营销释放品牌活力, 满足消费者个性化需求。2019年, 公司提出“百年国潮”理念, 跨界中国首家潮流品牌NPC亮相纽约时装周, 将青岛啤酒的特色元素融入服装设计中, 传播品牌文化, 成为首家登陆纽约时装周中国日的啤酒品牌。2022年6月公司在青岛国际啤酒节西海岸新区首创规模最大、业态最全、体验最丰富的沉浸式啤酒+消费生活体验MALL——青岛啤酒时光海岸精酿啤酒花园, 全新消费场景为消费者提供了全新的魅力场景和沉浸式啤酒消费体验。同时, 公司持续推进“TSINGTAO 1903青岛啤酒吧”建设, 目前已在全国20多个省份60余座城市开设了200多家TSINGTAO1903青岛酒吧, 包括城市旗舰店、工厂店、城市地标店、交通枢纽店、景区店和社区店, 进一步推动品牌宣传建设, 不断满足消费者个性化、场景化、便捷化、高端化等多层次需求, 通过打造极致体验来传播青岛啤酒的品质与文化。此外, 公司多次举办“青岛啤酒节”活动, 通过沉浸式营销实践, 以浓厚的啤酒文化消费氛围和沉浸式体验带动了品牌力的提升和消费者热情的高涨, 使青岛啤酒品牌影响力和美誉度持续上升。

图表63:青岛啤酒携手潮流品牌 NPC 登陆纽约时装周



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

图表64:青岛啤酒·时光海岸精酿啤酒花园



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

图表65:TSINGTAO1903 青岛啤酒吧网络分布图



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

图表66:青岛国际啤酒节盛大开幕

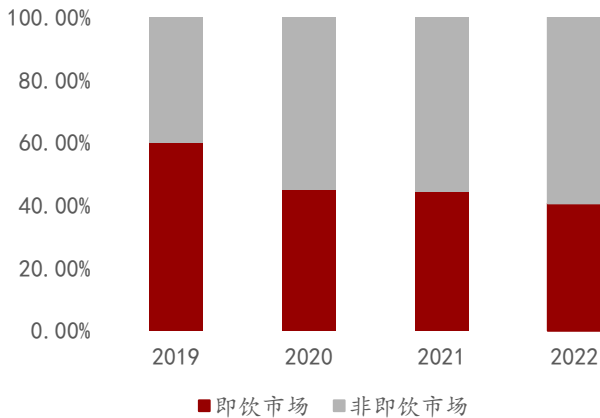


资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

3.4 线上线下多渠道发力，“大客户+微观运营”模式增强渠道掌控力

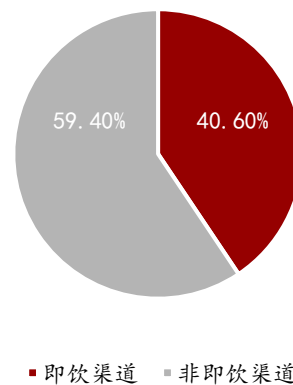
公司顺应消费变化趋势，线上线下全渠道布局。从啤酒行业下游渠道结构占比情况来看，我国啤酒行业的消费市场主要分为即饮渠道和非即饮渠道，即饮渠道包括餐厅、酒店、夜店等终端场所，非即饮渠道主要是商超和线上渠道。2020年之前公司即饮渠道销量占比高于非即饮渠道，2020年以来受疫情影响，公司餐饮、夜店、便利店、社区店等即饮渠道占比有所下降。公司顺应消费变化趋势，拥抱线上新渠道，积极与第三方合作，拓展“互联网+”渠道体系，2020年与美团点评达成战略合作，形成“官方旗舰店+官方商城+网上零售商+分销专营店”的立体化电子商务渠道领先优势，非即饮渠道销售占比逐步提升，2022年公司即饮/非即饮销量占比分别为40.6%/59.4%。总体来看，即饮渠道受疫情的影响较大，预计后续随着疫情影响的减弱以及公司持续推进O2O、B2B、社区团购等业务，即饮渠道占比会逐步恢复至疫情前水准。公司持续完善渠道建设，增强渠道韧性，保持了自身的渠道优势。

图表67:公司即饮和非即饮渠道占比变化



资料来源:公司公告,万联证券研究所

图表68:2022年公司即饮和非即饮渠道占比



资料来源:公司公告,万联证券研究所

图表69:青岛啤酒与美团点评开展战略合作



资料来源:澎湃新闻,万联证券研究所

“大客户+微观运营”模式降本增效,提升了公司对渠道的掌控能力。大客户模式旨在充分借助优质大客户的资源与经验开拓区域市场,尤其在自身在市占率不高、公司话语权较弱的市场,借力经销商,从而减少公司销售人员和销售费用的投放。“微观运营”类似深度分销,公司将目标市场分为较小的经营单元,并匹配合适的经销商,大大提高了终端掌控能力和市场组织能力。公司自2008年正式确立“大客户+微观运营”模式并沿用至今,将管理较为粗放的大客户制与微观层面上的精细运营有机结合,帮助公司降本增效,形成渠道竞争优势,不断强化市场推广力度和深化市场销售网络,提高对渠道的维护和掌控能力,巩固和提高在基地市场的优势地位和新兴市场的占有率。

渠道运作模式因地制宜,赋能高质量发展。从渠道运作模式上看,公司主要通过经销商和专业平台进行分销,根据市场占有率和经销商能力选择密集型、混合型、独家型三种不同的运作模式,充分利用厂家管理优势以及经销商渠道资源。在市占率较高的基地市场,公司采用深度分销的渠道模式,渠道模式以众多小经销商为主,以厂商为主,经销商主要承担物流和资金职能,强化公司对渠道与终端的掌控力;在市占率不高、成熟度相对不高的市场,渠道模式以一个或多个经销商为主,公司借助经销商在资源和优势开拓市场,经销商承担部分终端开发等职能,对经销商的抢占市场能力和运作能力要求较高。

图表70:因地制宜采用不同渠道运作模式



资料来源：公司公告，万联证券研究所

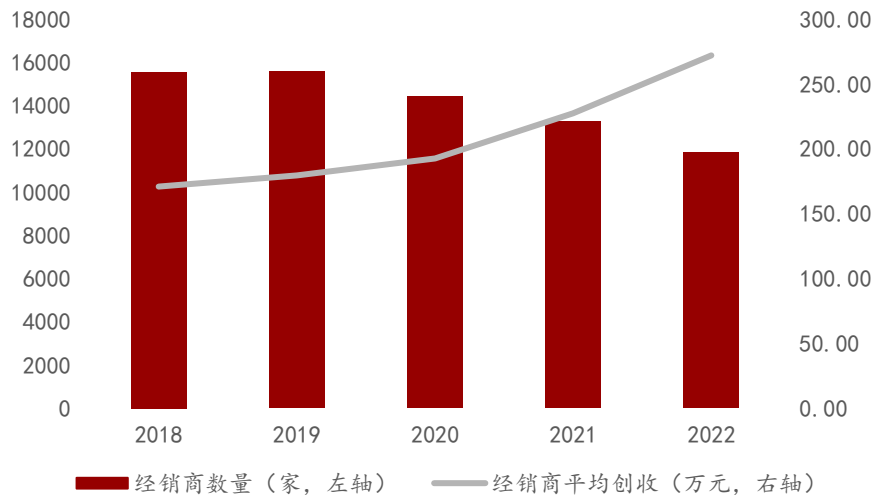
图表71:各啤酒企业最新渠道发展思路

公司	最新渠道发展思路
华润啤酒	搭建高端大客户平台三华会，打造高端化加速新引擎
青岛啤酒	采用“大客户+微观运营”模式，因地制宜赋能高质量发展
百威亚太	加快数字化转型，完善电商线上渠道布局
燕京啤酒	发力线上线下全媒介全渠道，布局电商、新零售和体验式消费新场景
重庆啤酒	拓展现代渠道分销，加速渠道下沉，通过全店型、全品项、全分销保持现代渠道的高速增长
珠江啤酒	加大力度发力线上渠道，打开区域性的枷锁

资料来源：各公司公告，万联证券研究所

公司持续优化经销商队伍，单个经销商创收能力稳步提升。公司经销商数量从2019年的15580个下降至2022年时的11826个，单个经销商创收从2018年的179.61万元提升至272.04万元。近年来经销商数量减少，但单个经销商创收能力持续上升，经销商整体质量在不断提升。这一变化可能主要系公司践行高质量发展理念，削减了部分经营不善的尾部经销商所致。我们认为，随着固有经销网络的优胜劣汰，剩余经销商的经营质量有望得到加强。

图表72:国内经销商平均创收持续提升



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

3.5 推进“一纵两横”市场布局, 攻守兼备

公司采取“一纵两横”的市场战略, 提速沿黄, 振兴沿海, 解放沿江。2018年, 公司市场战略由“沿黄+沿海”的“一横一纵”战略升级至“沿黄+沿海+沿江”的“两横一纵”战略。**沿黄地区**东起山东、沿黄河到陕西、甘肃等省份, 包括河北、山西等, 公司在该区域深耕多年, 市占率较高, 具有较强的竞争力, 近年来有形成连片开发的趋势, 公司在该区域的规模优势将进一步体现。**沿海地区**指沿海省份, 南起海南, 北到黑龙江, 包括广东、福建、浙江等, 该地区市场规模较大、经济较为发达、啤酒消费升级潜力大, 是公司发力中高端需要重点关注的市场地区。**沿江地区**指华东及沿江省份, 该区域多为华润啤酒优势区域, 竞争较为激烈, 公司在该地区面较大的竞争压力, 常年处于亏损状态。随着公司高端化进程的推进和管理能力的提升, 近年来公司在该区域的营收得到大幅度改善, 未来有望扭亏为盈。

图表73:青岛啤酒“一纵两横”市场建设战略



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表74:各啤酒企业优势区域

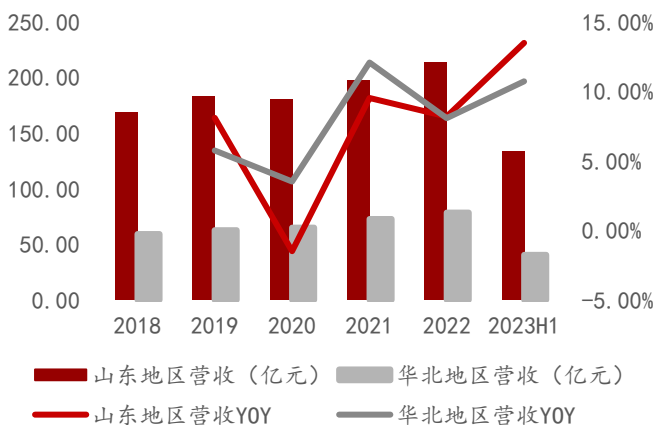
公司	优势区域
华润啤酒	东部、华南以及中部地区 贵州、四川、安徽、辽宁、江苏、吉林、黑龙江、青海、天津、浙江
青岛啤酒	山东、华北、华南地区 陕西、山东、上海、山西、海南、河北、甘肃、广东
百威亚太	江西、福建、湖北、浙江
重庆啤酒	重庆、宁夏、西藏、新疆、云南
燕京啤酒	华北及华南地区 广西、北京、内蒙古、湖南
珠江啤酒	华南地区 广东

资料来源：酒业家，万联证券研究所

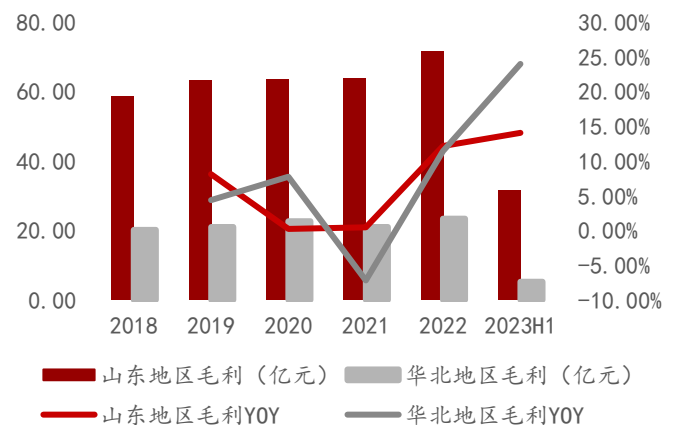
➤ 沿黄地区重点投入，巩固核心市场龙头地位。

沿黄地区是公司的核心市场，以巩固竞争优势为主。公司在山东及黄河沿岸的华北市场根基深厚，市占率高、品牌影响力大、渠道粘性强，具有良好的市场基础和吨价提升空间。从营收表现来看，山东地区作为公司核心区域营收实现稳健增长，2018年至2022年山东区域营收从169.26亿元提升至213.67亿元，公司以山东市场作为大本营，在山东地区的市占率超过70%，2022年山东地区收入占比高达66.47%；华北地区营收稳中有进，2018年至2022年华北地区营收从59.27亿元提升至78.63亿元，山西、陕西等沿黄区域是青岛啤酒的传统基地市场，华北地区2022年收入占比为24.44%，仅次于山东地区。从利润表现来看，2018年至2022年山东区域毛利从58.56亿元提升至71.48亿元，山东地区的盈利能力优于公司的平均水平，贡献了公司60%以上的利润；华北区域毛利从20.14亿元提升至23.42亿元，贡献了20%左右的利润。总体来看，公司连片开发沿黄市场，预计将对该地区的市场和产能进行整合，未来产能利用率将迎来改善。公司未来在沿黄地区投入大量资源巩固自身优势的同时，积极推进产品的升级换代，加快公司高端化进程，进一步提高公司在沿黄区域的盈利水平和市场竞争力，同时为其他区域市场的发展提供支持，助力公司高端化的持续推进。公司在沿黄地区竞争优势凸显，以巩固竞争优势，提升市占率和盈利水平为主。

图表75:山东地区和华北地区营收及增速



图表76:山东地区和华北地区毛利及增速



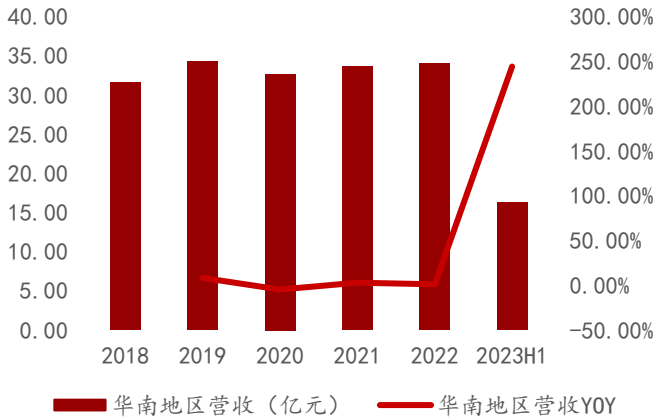
资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

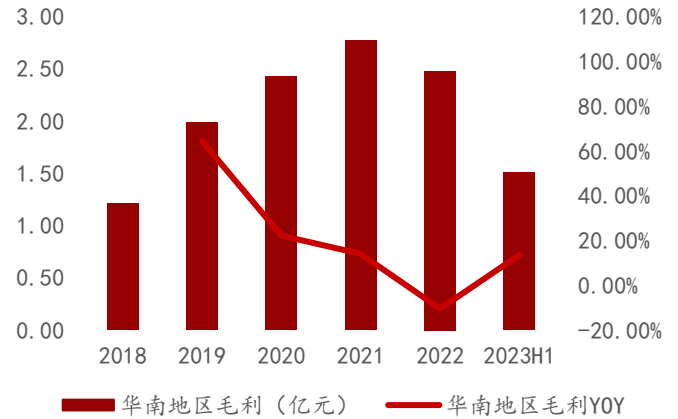
➤ 沿海地区积极布局高端市场。

华南区域盈利能力逐渐恢复。华南地区竞争激烈，本土珠江啤酒、金威啤酒及外来华润雪花、燕京啤酒、百威亚太纷纷抢占市场，价格战频繁，该区域曾经是重要的利润贡献点，品牌形象深入人心，至今依然有一定的品牌影响力。近年来随着行业高端化的推进，价格战趋缓，叠加公司逐渐重视华南市场，公司在华南区域的盈利能力逐渐回暖。

图表77:华南地区营收及增速



图表78:华南地区毛利及增速



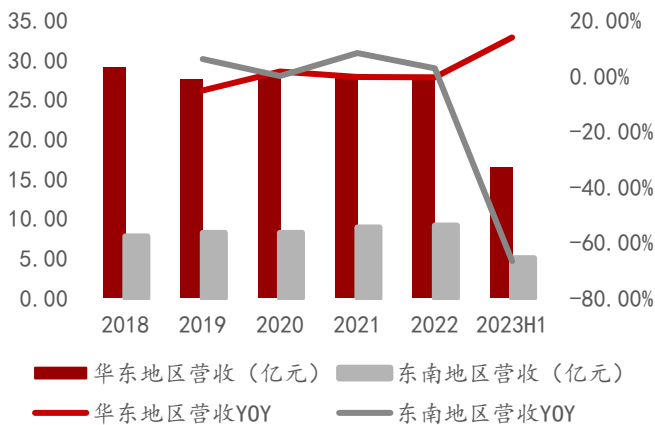
资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

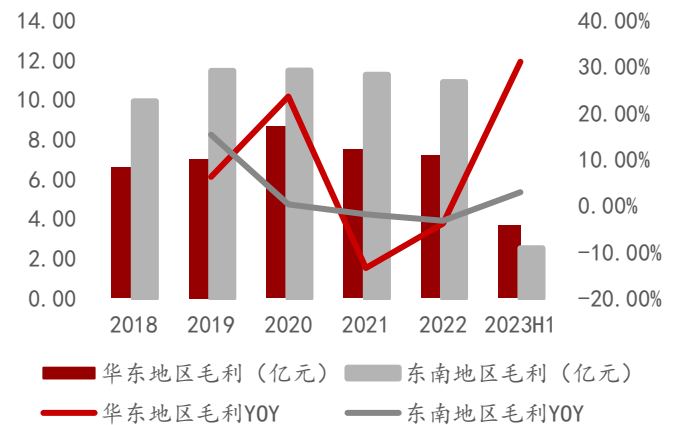
➤ 沿江地区积极降本增效，维持市场份额。

沿江地区竞争激烈，公司市场份额少，多年来处于亏损状态。华润啤酒、百威亚太和重庆啤酒在沿江地区根基稳固，公司在沿江地区的整体市场占有率仍然较低，且常年处于亏损状态。出于降本增效的考量，公司在沿江地区选择了战略收缩，关闭了一部分亏损的工厂，2018年公司关闭了上海杨浦、安徽芜湖工厂，2019年关闭了浙江台州工厂，优化过剩产能使公司在华东区域的亏损有所缩小。由于竞争形势比较激烈，公司主要以维持市场份额，减少亏损为主。预计未来，公司在沿江市场的经营情况有望在市占率提升、产品结构提升的带动下逐渐好转。

图表79:华东地区和东南地区营收及增速



图表80:华东地区和东南地区毛利及增速



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

3.6 智能制造优化产能，降本增效成果明显

研发能力领先，加快优质产能建设。公司拥有啤酒行业内唯一的国家级重点微生物发酵实验室，具备高水平的研发团队，基础研究能力出众，并在此基础上形成了多项自主知识产权，保持了在国内啤酒市场上核心技术层面的领先地位。出色的研发能力助力青岛啤酒不断推陈出新，研发出IPA精酿、青岛原浆、炫奇果啤等特色产品，满足更多细分市场的消费者需求。同时，青岛啤酒扩建了智能制造示范工厂，基于数字化体系实现消费者需求、智能制造、智慧物流、精准营销端到端的产品供给全过程，实现了生产过程智能化，大幅度提高了产能利用率。未来青岛啤酒将持续推进智慧化工厂的改造升级，加快优质产能建设，逐步实现用智慧工厂替代落后产能，降低成本并提高生产效率，实现更高的利润水平。

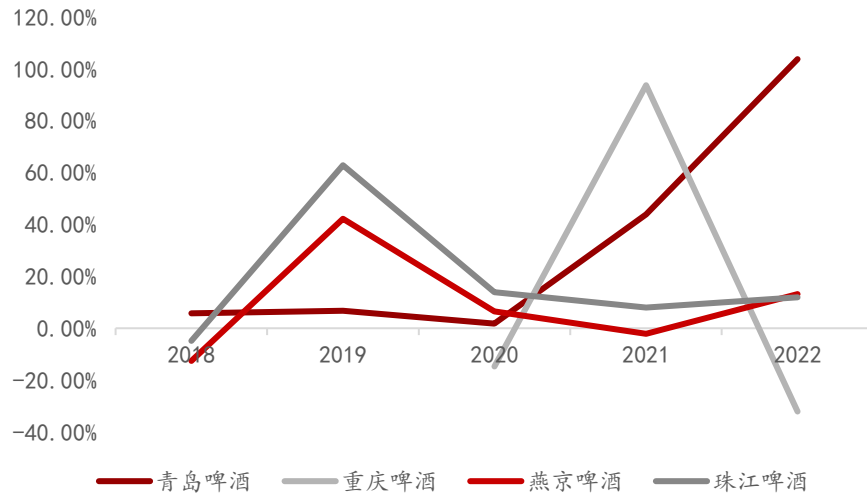
图表81:青岛啤酒智能制造



资料来源：公司公告，万联证券研究所

加大研发投入，积极挖掘新产品。自2020年起，公司的研发费用快速增长，2022年研发费用同比增长103.8%，增速远超其他啤酒公司。公司的研发费用主要用于新产品的研发投入，公司近年来持续推出符合消费需求变化的新产品,优化原有产品的调配工艺，不断增强品牌的竞争力。

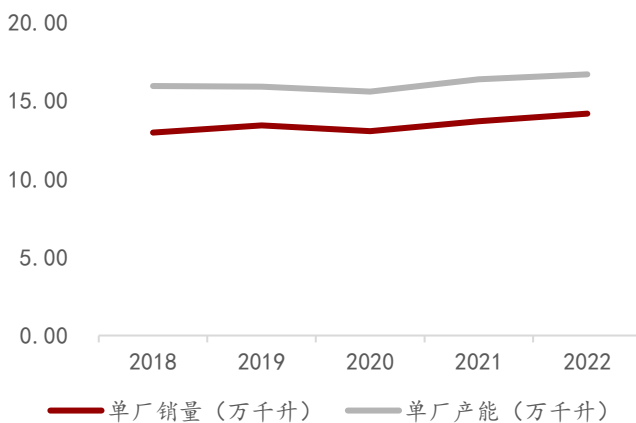
图表82:各啤酒企业研发费用同比增速



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

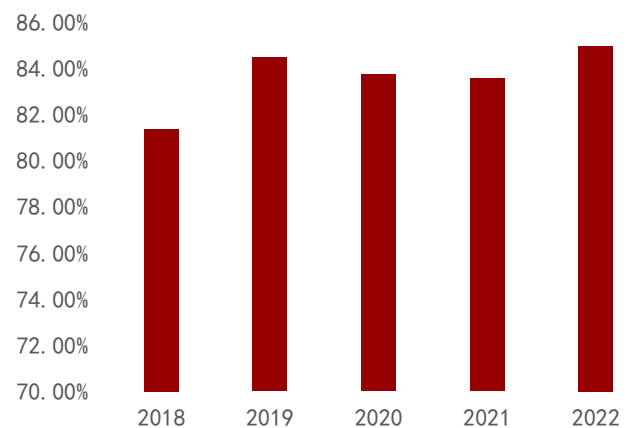
优化产能布局, 提升单厂运营效率。近年来, 公司关闭低效工厂, 促进新旧产能转换, 单厂产能和销量均呈现稳步增长趋势, 2018-2022年单厂产能从15.92万千升提升至16.67万千升, 单厂销量从12.95万千升提升至14.16万千升, 单厂产销比从81.36%提升至84.97%。公司通过不断淘汰效率较低的工厂, 集中精力和资源支持优质工厂, 完善产能布局, 提高公司内部整体的生产运营效率, 有效地实现了降本增效。

图表83:公司单厂产能和销量



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表84:公司单厂产销比



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

4 盈利预测与投资建议

青岛啤酒在我国啤酒行业的市场地位较高，品牌价值位列啤酒行业第一，产品矩阵丰富。近年来公司在高端/超高端市场均加速布局，未来随着啤酒行业高端化进程加速，公司将从中充分获益。公司作为国产啤酒龙头，产品结构升级+直接提价助推吨价上行，产能优化促进降本增效，开源节流助力盈利释放，我们看好公司未来高质量增长。

- 青岛品牌：青岛品牌定位中高端市场，随着疫情影响逐步减弱，高端啤酒销量占比更高的餐饮、夜场等即饮场景正在有序恢复。目前中国啤酒高端化进程尚处于起步阶段，公司整体吨价与百威英博、重庆啤酒仍有差距，随着产品结构不断升级，青岛品牌销量和吨价都有望进一步提升。基于以上假设，我们预测2023-2025年青岛品牌销量增速分别为3%/3.5%/4%，吨价增速分别为5.5%/5.5%/6%。
- 其他品牌：其他品牌定位大众市场，在行业高端化趋势下销量增速趋缓，吨酒价格增速预计在产品提价和内部结构升级下稳步提升，我们预测2023-2025年其他品牌销量增速分别为2%/1.5%/1.5%，吨价增速分别为3%/3.5%/4%。

综上，考虑到消费复苏下公司高端化进程有望加速，我们预计公司2023-2025年营业收入分别为345.86/373.1/405.86亿元，同比增速分别为7.5%/7.88%/8.78%。预计未来公司将加大营销力度，提高管理效率，销售费用率将有所提升，管理费用率稳步下行，毛利率逐步提高，预计公司2023-2025年归母净利润分别为44.85/52.39/60.07亿元，同比增速分别为20.88%/16.8%/14.67%。

图表85:盈利预测及假设

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
青岛品牌啤酒:						
营业收入(百万元)	17,250.88	19,795.91	21,416.87	23,272.64	25,411.98	28,014.16
yoy	-0.75%	14.75%	8.19%	8.66%	9.19%	10.24%
毛利率	48.25%	43.75%	43.77%	47.00%	48.50%	49.00%
其他品牌啤酒:						
营业收入(百万元)	10,087.10	9,876.79	10,280.48	10,800.67	11,346.37	11,977.23
yoy	-1.47%	-2.08%	4.09%	5.06%	5.05%	5.56%
毛利率	27.54%	22.65%	22.23%	24.00%	25.00%	26.00%
其他:						
营业收入(百万元)	183.99	129.20	159.97	175.97	193.56	212.92
yoy		-29.78%	23.82%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	49.39%	48.34%	49.92%	50.00%	51.00%	52.00%
餐饮相关:						
营业收入(百万元)		170.56	149.02	154.98	159.63	164.42
yoy			-12.63%	4.00%	3.00%	3.00%
毛利率		46.05%	40.88%	43.00%	44.00%	45.00%
包装物销售:						
营业收入(百万元)	63.44	98.29	111.87	128.65	145.38	162.82
yoy		54.93%	13.82%	15.00%	13.00%	12.00%
毛利率	46.61%	33.26%	39.11%	38.00%	39.00%	40.00%
材料销售:						
营业收入(百万元)	126.79	67.14	19.61	15.69	12.55	10.04
yoy		-47.05%	-70.79%	-20.00%	-20.00%	-20.00%

毛利率	1.09%	0.63%	8.38%	5.00%	5.00%	5.00%
工程及设备安装:						
营业收入(百万元)	13.19	28.91	33.74	37.11	40.83	44.91
yoy		119.18%	16.71%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	19.49%	12.57%	25.59%	20.00%	20.00%	20.00%
收入端						
营业收入(百万元)	27,759.71	30,166.81	32,171.57	34,585.71	37,310.29	40,586.50
yoy	-0.80%	8.67%	6.65%	7.50%	7.88%	8.78%
毛利率	40.42%	36.71%	36.85%	39.37%	40.95%	41.87%
费用端						
销售费用率	12.87%	13.58%	13.05%	13.10%	13.15%	13.18%
管理费用率	6.04%	5.61%	4.58%	4.50%	4.30%	4.10%
利润端						
归母净利润(百万元)	2,201.32	3,155.46	3,710.63	4485.22	5238.62	6007.05
yoy	18.9%	43.3%	17.6%	20.88%	16.80%	14.67%

资料来源:公司公告、万联证券研究所

从历史估值水平角度看,当前青岛啤酒估值水平已经处于低位。我们选取啤酒行业龙头华润啤酒、百威亚太、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒作为可比公司,预估可比公司2023年PE的平均值为29.65,青岛啤酒作为市占率第二的啤酒企业,享有一定溢价。受益于现饮消费的复苏、市场需求向好及行业高端化进程逐步推进,啤酒行业未来有较大的发展空间。公司作为国产啤酒龙头,在品牌/产品/营销/渠道/战略等方面具备较强的竞争优势,降本增效成效显著,未来高端化和结构升级推动均价提升的空间广阔,业务发展长期向好。首次覆盖给予公司“增持”评级。

图表86:可比公司估值表

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(元)			市盈率PE		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
0291.HK	华润啤酒	42.45	1.34	1.68	2.05	36.11	23.70	19.44
1876.HK	百威亚太	15.38	0.48	0.60	0.71	45.61	23.89	20.30
600132.SH	重庆啤酒	84.30	2.61	3.17	3.73	48.79	26.64	22.58
000729.SZ	燕京啤酒	9.99	0.13	0.22	0.31	84.97	45.80	32.46
002461.SZ	珠江啤酒	8.71	0.27	0.31	0.36	32.82	28.23	24.78
	平均值		0.97	1.20	1.43	49.66	29.65	23.91
600600.SH	青岛啤酒	87.49	2.72	3.29	3.84	32.17	26.61	22.78

资料来源:同花顺iFinD、万联证券研究所整理及预测

注:股价选取2023年10月9日收盘价;青岛啤酒、珠江啤酒2023、2024年EPS和PE取自我们团队预测,其余可比公司为同花顺一致预测。

5 风险提示

- 1.原材料及包材价格波动风险:** 原材料及包材占据啤酒生产成本的绝大部分,若价格剧烈波动,不利于公司的成本管控,影响利润水平。
- 2.行业竞争加剧风险:** 如果啤酒行业竞争加剧,公司需要花费更多费用巩固市场份额,进而影响利润兑现。
- 3.食品安全风险:** 若出现食品安全问题,消费者对公司及其产品的信任度将会大大降低,公司声誉将受到较大的负面影响。
- 4.经济复苏不及预期风险:** 啤酒消费与宏观经济及居民购买力相关性较大,高端啤酒产品与居民消费力相关性更为明显,若宏观经济增速放缓,将影响消费升级节奏,或对啤酒行业景气度产生不利影响。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	32172	34586	37310	40586
同比增速 (%)	6.65	7.50	7.88	8.78
营业成本	20318	20969	22031	23595
毛利	11854	13617	15279	16992
营业收入 (%)	36.85	39.37	40.95	41.87
税金及附加	2391	2614	2796	3055
营业收入 (%)	7.43	7.56	7.50	7.53
销售费用	4200	4531	4906	5349
营业收入 (%)	13.05	13.10	13.15	13.18
管理费用	1473	1556	1604	1664
营业收入 (%)	4.58	4.50	4.30	4.10
研发费用	63	52	64	65
营业收入 (%)	0.20	0.15	0.17	0.16
财务费用	-421	-256	-301	-382
营业收入 (%)	-1.31	-0.74	-0.81	-0.94
资产减值损失	-26	-7	45	27
信用减值损失	11	8	12	15
其他收益	543	611	644	709
投资收益	170	198	205	228
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	164	0	0	0
资产处置收益	-10	271	37	32
营业利润	5001	6200	7152	8251
营业收入 (%)	15.54	17.93	19.17	20.33
营业外收支	5	5	5	7
利润总额	5006	6205	7157	8258
营业收入 (%)	15.56	17.94	19.18	20.35
所得税费用	1201	1592	1777	2084
净利润	3805	4614	5380	6174
营业收入 (%)	11.83	13.34	14.42	15.21
归属于母公司的净利润	3711	4485	5239	6007
同比增速 (%)	17.59	20.88	16.80	14.67
少数股东损益	94	128	141	167
EPS (元/股)	2.72	3.29	3.84	4.40

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	2.72	3.29	3.84	4.40
BVPS	18.69	20.17	24.01	28.40
PE	32.17	26.61	22.78	19.87
PEG	1.83	1.27	1.36	1.35
PB	4.68	4.34	3.64	3.08
EV/EBITDA	23.89	16.56	13.25	10.69
ROE	14.55%	16.30%	16.00%	15.50%
ROIC	12.21%	14.23%	14.54%	14.19%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	17855	20277	25268	32561
交易性金融资产	2684	2684	2684	2684
应收票据及应收账款	124	161	153	197
存货	4152	3518	4666	4040
预付款项	282	271	295	310
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	6906	6699	7159	6735
流动资产合计	32002	33610	40225	46526
长期股权投资	368	365	365	363
固定资产	11009	11427	11989	12398
在建工程	457	360	166	93
无形资产	2558	2585	2637	2676
商誉	1307	1307	1307	1307
递延所得税资产	2250	2250	2250	2250
其他非流动资产	360	355	347	340
资产总计	50312	52259	59285	65953
短期借款	225	-14	-143	-327
应付票据及应付账款	3662	3232	4163	3676
预收账款	0	0	0	0
合同负债	8909	9059	9589	10231
应付职工薪酬	2181	2319	2400	2590
应交税费	772	904	935	1040
其他流动负债	4148	3952	4031	4087
流动负债合计	19672	19466	21119	21623
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	202	202	202	202
其他非流动负债	4165	4165	4165	4165
负债合计	24039	23834	25486	25991
归属于母公司的所有者权益	25495	27519	32751	38748
少数股东权益	777	906	1047	1214
股东权益	26272	28425	33798	39963
负债及股东权益	50312	52259	59285	65953

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	4879	5537	5820	8119
投资	-1112	-51	-57	-54
资本性支出	-1738	-555	-844	-819
其他	651	198	205	228
投资活动现金流净额	-2199	-408	-696	-645
债权融资	-271	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	229	-239	-130	-184
筹资成本	-1576	-2467	-4	3
其他	-57	0	0	0
筹资活动现金流净额	-1676	-2706	-133	-181
现金净流量	1026	2422	4991	7292

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场