

2023年12月11日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

百年国货荣光，高端化升级之路行稳致远

—青岛啤酒（600600.SH）公司深度报告

买入(维持)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

分析师：廖望州 S1050523100001

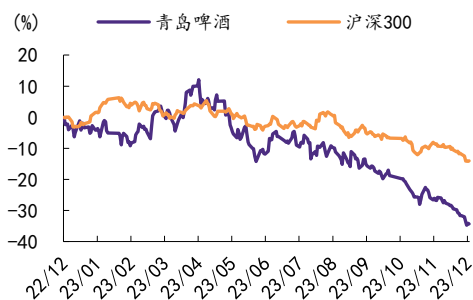
liaowz@cfsc.com.cn

基本数据

2023-12-08

当前股价(元)	71.65
总市值(亿元)	977.5
总股本(百万股)	1,364.2
流通股本(百万股)	704.7
52周价格范围(元)	70.11-125.65
日均成交额(百万元)	470.0

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《青岛啤酒（600600）：业绩符合预期，高端化趋势延续经营稳健》2023-10-28
- 《青岛啤酒（600600）：业绩符合预期，结构持续升级》2023-08-28
- 《青岛啤酒（600600）：产品结构持续升级，延续量价齐升态势》2023-06-18

国产啤酒品牌龙头高端化升级中，盈利能力稳步提升。公司为全国性啤酒品牌龙头，主品牌青岛啤酒定位中高端，自创立至今已发展超120年，品牌深入人心，收入占公司比例超6成。公司历经粗放扩张、内涵发展、战略试错等发展时期，现已进入追求高端化的升级阶段，ROE自2016年低点6.4%升至2022年15.3%，盈利能力持续提升。

品牌底蕴深厚、产品布局全面、渠道根基扎实，高端化浪潮中竞争优势明显。①品牌：青岛啤酒百年经营底蕴深厚，品牌价值位居中国酒业第三、啤酒行业第一。②产品：公司产品矩阵高端占位早，一体两翼的产品结构升级路径清晰，产品价格带布局全面；先进生产工艺与研发能力背书，公司产品力突出，品质获国内外大赛金奖。③渠道：公司背靠饮用量第一的山东大本营，基于一纵两横的市场发展战略，以及大客户叠加深度分销的经销模式，已打造出立体灵活的全国渠道运作体系。

未来成长看点一：短期看外部环境的利好因素有望促进需求回暖与结构升级。①厄尔尼诺现象预计将为我国2024年带来相对高温的天气，从过往情况看可有效带动啤酒需求增加。②现饮渠道消费占我国啤酒销量超50%，且为啤酒推动销售结构升级的核心渠道，因此如果未来高端消费场景复苏将有望提振公司啤酒销售的质与量。

未来成长看点二：中期看成本回落与关厂提效有望释放利润弹性。中期视角看，上游成本价格回落的节奏未知但趋势确定，原料成本下降可有效缓解毛利率压力，叠加此前产品提价已顺利落地，未来可释放出较大业绩弹性。同时，公司未来将按计划稳步推进关厂计划，淘汰冗余、落后产能，长远看有效减少折旧摊销，生产效率持续提升。

未来成长看点三：从高端产品增长态势与基地市场销售结构角度看，长期高端化空间仍大。从产品升级角度看，10元及以上产品的增长态势更可体现出品牌长期高端化升级的潜力。青岛白啤与纯生两大高档产品产品力出众、品牌认知度高、渠道铺设完善，未来预计将引领公司高端产品线快速增长。从市场升级空间看，公司背靠我国饮用量第一大省山东作为基地市场，未来以山东为首的基地市场结构升级空间仍大。

盈利预测

短中长期增长逻辑清晰，把握估值底部区域的布局机会。公

司品牌、产品、渠道的竞争优势稳固，长逻辑高端化确定性
强，中期看关厂提效与成本价格下降有望释放业绩弹性，短
期看外部环境如有恢复预期的话基本面优化可期，我们预计
公司 2023-2025 年 EPS 为 3.27/3.93/4.50 元，当前市值对应
PE 为 22/18/16，给与买入评级。

■ 风险提示

高端啤酒行业竞争加剧；经济不景气致使啤酒消费意愿下降，高端产
品销量增速不及预期；原材料成本价格超预期上涨。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	32,172	34,743	36,927	39,221
增长率（%）	6.6%	8.0%	6.3%	6.2%
归母净利润（百万元）	3,711	4,462	5,363	6,138
增长率（%）	17.6%	20.3%	20.2%	14.5%
摊薄每股收益（元）	2.72	3.27	3.93	4.50
ROE（%）	14.1%	15.2%	16.3%	16.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、 公司简介：百年啤酒品牌，剑指高端.....	7
1.1、 公司概况：历史悠久的国产啤酒龙头，百年国货品牌荣光.....	7
1.2、 历史沿革：收并购完成跑马圈地，聚焦高端实现升级转型.....	8
1.3、 股权架构：国资委实际控制，引战投设激励助力公司发展.....	10
2、 核心竞争力：百年国潮品牌，底蕴深厚.....	12
2.1、 品牌：百年老字号，品牌认知构筑强竞争壁垒.....	12
2.2、 产品：一体两翼的产品结构助力高端腾飞.....	14
2.3、 市场渠道：坐靠山东核心基地市场，一纵两横战略因地制宜谋求发展.....	17
3、 成长看点：外部因素利好、内部持续优化，量稳价升高端化稳步推进.....	19
3.1、 一看高温天气催化与高端现饮场景复苏带动旺季需求恢复与结构升级.....	19
3.2、 二看成本回落与关厂提效释放利润弹性.....	22
3.3、 三看高端化未来持续升级的空间潜力仍大.....	24
4、 财务分析：ROE 稳步增长，高端化推动盈利能力提升.....	31
4.1、 成长能力分析.....	31
4.2、 经营及管理效率分析.....	32
4.3、 ROE 杜邦分析.....	33
5、 盈利预测：结构升级犹有余力、成长稳健的国产啤酒龙头.....	34
5.1、 假设前提：量稳价增，结构升级趋势延续.....	34
5.2、 未来 3 年业绩预测.....	36
5.3、 盈利预测.....	37
6、 风险提示.....	37
7、 附表：财务预测与估值.....	37

图表目录

图表 1: 青岛啤酒年收入及利润稳步提升	7
图表 2: 青岛啤酒主品牌销售占比在持续提升	7
图表 3: 公司 2016 年以来净利率稳步攀升	8
图表 4: 山东为公司基地市场, 营收占比超 50%	8
图表 5: 青岛啤酒发展历程	9
图表 6: 青岛股权结构图程	10
图表 7: 股票激励计划解除条件及完成情况	11
图表 8: 青岛啤酒品牌价值领先国产品牌 (单位: 亿元)	12
图表 9: 青岛主品牌与崂山品牌价值对比 (单位: 亿元)	12
图表 10: 青岛产品策略变化	13
图表 11: 青岛啤酒为 2022 年冬奥会赞助商	14
图表 12: “海上足球”新场景打造沉浸式体验	14
图表 13: 青岛啤酒携手品牌大使玩转“潮流+音乐”新概念	14
图表 14: 公司开设“TSINGTAO1903”的体验店	14
图表 15: 公司产品涵盖不同档次和价位	14
图表 16: 两大品牌销量 (单位: 万千升)	15
图表 17: 青岛品牌销量比重持续提升	15
图表 18: 吨价提升的趋势明显 (单位: 元/千升)	15
图表 19: 主品牌产量逐年增加 (单位: 万千升)	15
图表 20: “一体两翼”的品牌组合推广策略	16
图表 21: 公司研发费用整体处在增长通道中	16
图表 22: 公司自 2009 年起即开始持续强化, 补齐高端啤酒产品矩阵	16
图表 23: 青啤近年荣誉奖项一览	17
图表 24: 青啤获评全球首家饮料行业“灯塔工厂”	17
图表 25: 2023Q1-Q3 年各区域营收占比情况	18
图表 26: 各区域毛利率情况	18
图表 27: 青岛啤酒针对不同成熟度的市场, 渠道管理体系不一	19
图表 28: 厄尔尼诺带来的相对高温对啤酒销量的促进作用较为明显	20
图表 29: 2021 年中国啤酒行业下游渠道结构	21

图表 30: 2016-2022 年我国啤酒现饮及非现饮渠道啤酒价格 (单位: 元/升)	21
图表 31: 不同国家的档次及渠道收入占比不同, 销量恢复情况亦不同	21
图表 32: 各国消费场景恢复后, 销量增长幅度气泡图	22
图表 33: 玻璃价格已有所回落	23
图表 34: 瓦楞纸价格基本恢复至 2020 年前后的低位	23
图表 35: 大麦价格自高位已有所回落	23
图表 36: 铝价维持震荡态势	23
图表 37: 每年计提折旧与摊销占收入比例 (%)	24
图表 38: 管理费用中折旧摊销比对当期利润比例	24
图表 39: 纯生与白啤在生产工艺上与普通的工业拉格有明显区别	25
图表 40: 各款啤酒种类受消费者喜爱程度采访结果显示, 纯生和白啤受欢迎程度更高	25
图表 41: 青岛啤酒白啤更换包装, 高端品牌形象不断夯实	26
图表 42: 青岛啤酒在 2022 年推出樱花季主题包装的白啤	26
图表 43: 白啤销售在高基数的基础上, 规模增长仍高于精品啤酒平均增速	27
图表 44: 纯生更换包装, 有助于推进品牌年轻化	28
图表 45: 纯生啤酒与潮流品牌 SmileyWorld 联名	28
图表 46: 公司邀请华晨宇代言纯生啤酒强化音乐属性	28
图表 47: 公司 2022 年邀请肖战代言纯生啤酒	28
图表 48: 2021 年中国各省市啤酒产量分布情况	29
图表 49: 对比山东、华北及公司经营数据看, 基地市场未来仍有较大的升级空间	30
图表 50: 营收呈平稳增长态势	31
图表 51: 青岛主品牌营收占比近 2/3	31
图表 52: 销量与吨价都保持增长态势	32
图表 53: 山东基地市场收入稳步增长 (单位: 亿元)	32
图表 54: 销售费率整体管控得当	32
图表 55: 管理费率维持在行业中位水平	32
图表 56: 应收账款周转率持续提升	33
图表 57: 存货周转率维持稳定水平	33
图表 58: 青岛啤酒 ROE 保持稳定并逐渐上升	33
图表 59: 净利润率持续提升	33
图表 60: 资产周转率小幅降低	34
图表 61: 权益乘数基本保持不变	34

图表 62: 毛利率自 2021 年起受成本上涨影响略有回落	34
图表 63: 高端化持续推进, 毛销差持续提升	34
图表 64: 青岛啤酒未来收入增速拆分	36
图表 65: 未来 3 年盈利预测表	36

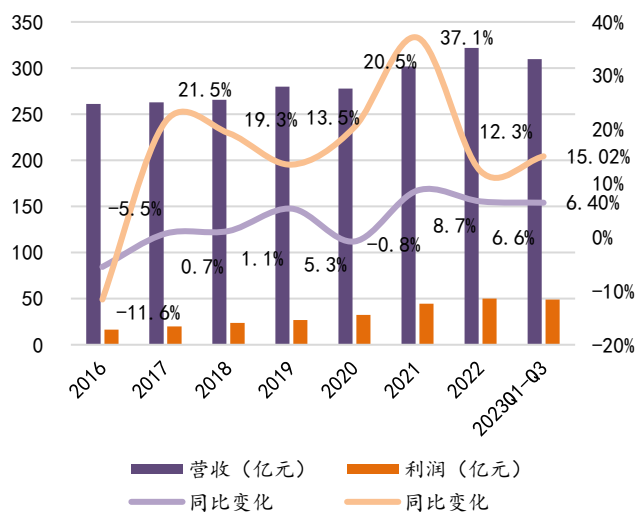
1、公司简介：百年啤酒品牌，剑指高端

1.1、公司概况：历史悠久的国产啤酒龙头，百年国货品牌荣光

青岛啤酒是我国国产啤酒品牌中，经营历史最悠久的啤酒生产企业。公司始建于 1903 年，德英两国商人合资成立了名为日耳曼啤酒企业青岛股份有限公司，为公司前身；后于 1949 年，公司归为国有并更名为国营青岛啤酒厂；后于 1993 年在 A 股市场与 H 股市场同时上市。

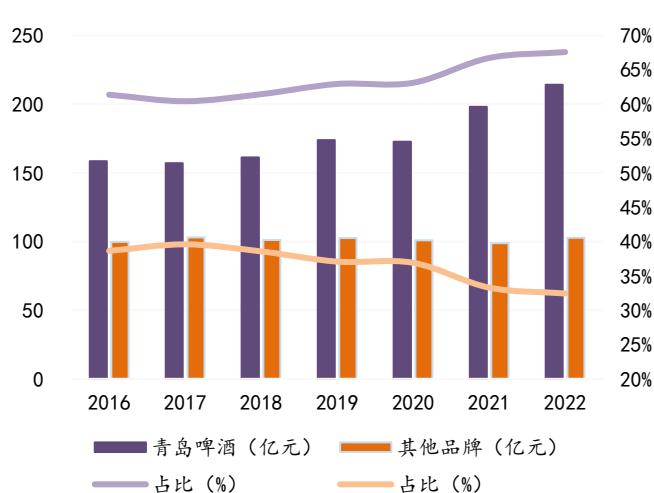
公司主营啤酒的生产与销售，经百年经营发展，公司旗下拥有包含青岛啤酒、崂山啤酒、汉斯啤酒等多种啤酒品牌。公司推行双品牌发展战略，以青岛啤酒品牌为主品牌主攻中高端定位市场，以崂山啤酒品牌为代表的其他品牌为第二品牌，针对特定地区、中低档价位产品进行补充覆盖。公司产品在全国范围均有较高的知名度与美誉度，其中山东、陕西为公司核心基地市场，沿黄一带省市地区为公司战略覆盖市场，公司在其余地区亦有较强的品牌影响力，是我国啤酒行业龙头之一。

图表 1：青岛啤酒年收入及利润稳步提升



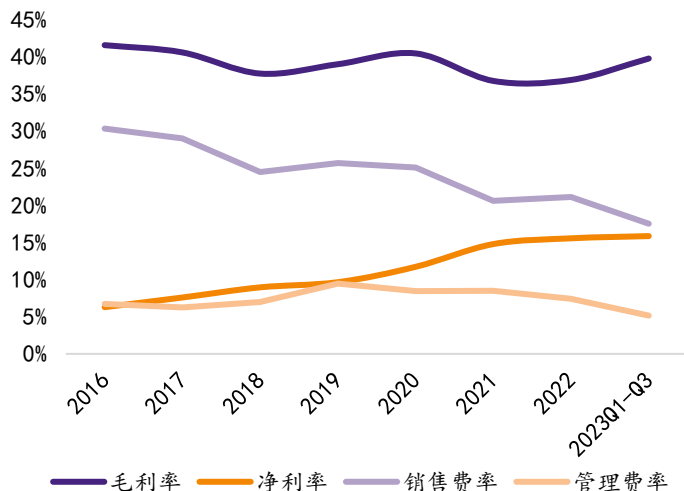
资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 2：青岛啤酒主品牌销售占比在持续提升



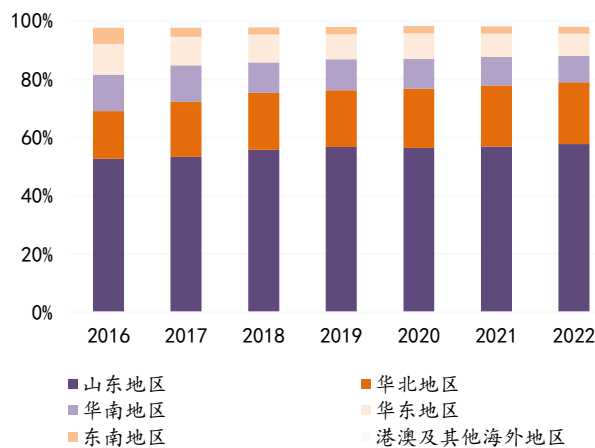
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 3：公司 2016 年以来净利率稳步攀升



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 4：山东为公司基地市场，营收占比超 50%



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

1.2、历史沿革：收并购完成跑马圈地，聚焦高端实现升级转型

1996 年-2001 年，外延扩张跑马圈地，粗放式扩张期。 历经改革开放浪潮以后，计划经济开始逐步向市场经济转型。1996 年，李桂荣与彭作义分别出任公司董事长和总经理，带领青啤完成了由计划经济企业向有市场竞争力的企业演变的华丽转身。任职六年期间，彭作义总经理看准经济转型给地方啤酒企业带来冲击的时点，低成本实施收购扩张战略，合计并购 46 家啤酒企业，帮助公司从青岛地方酒企迅速跃升为全国啤酒企业，引领了我国啤酒行业通过并购进行跑马圈地的浪潮。公司总啤酒产量从 1996 年的 35 万吨增长至 2001 年的 250 万吨，增长超 7 倍；截止 2001 年末，公司在全国范围拥有 46 个啤酒厂，覆盖全国 17 个省市地区，全国产能合计已达到超 380 万吨，市占率从 1996 年的 2.2% 增长至 11%。尽管同期利润水平未能跟随收入体量快速增长，但外延式扩张帮助公司快速完成了全国化市场的跑马圈地，为公司的全国化发展圈出了土地、犁松了土壤。

2001 年-2011 年，精耕细作修炼内功，内涵式发展期。 2001 年金志国接任公司总经理一职后，针对公司增收不增利的情况，有意识地放缓了外延扩张的步伐，开始针对此前收并购的品牌、项目进行梳理与整合。**①刀刃向内进行内部架构的优化调整。**公司于 2001 年底启用 EVA (Economic Value Added) 企业价值管理体系，将资金成本对公司业绩的影响纳入到了公司战略决策、团队 KPI 考核与员工薪酬奖励的参考指标中；同时积极调整组织架构、加大信息化系统建设，有效提高了内部经营效率。**②借鉴成熟市场龙头品牌发展模式，明确品牌定位与打造战略。**随后，公司与美国知名啤酒企业 A-B 公司（即 Anheuser-Busch，安海斯-布希公司，百威啤酒母公司，下同）签订《战略投资协议》，借鉴学习 AB 公司的经营经验与品牌打造模式，陆续推动了口味一致性工程、品牌全国性整合等公司内部提效项目，并参考海外品牌运作的成熟经验，自 2005 年成功签约北京奥运赞助商后开始切入体育营销。至 2006 年，公司已初步解决全国范围内品牌繁杂的问题，确立“1+3”的品牌战略，即以青岛啤酒作为主品牌定位中、高端，同时辅以崂山、汉斯、山水三款第二品牌覆盖各自强势区域的大众市场。**③确立渠道运作模式，提高经营效率。**公司 2008 年确立“大客户+微观运营模式”，最大限度发挥大客户（即经销商）的本地资源优势与微观运营对终端门

店的把控，渠道模式框架沿用至今。公司完成收购的品牌整合，并确立了渠道运作模式后，开始发力推动主品牌及高档酒的销售，产品结构持续升级，吨价稳步提升。

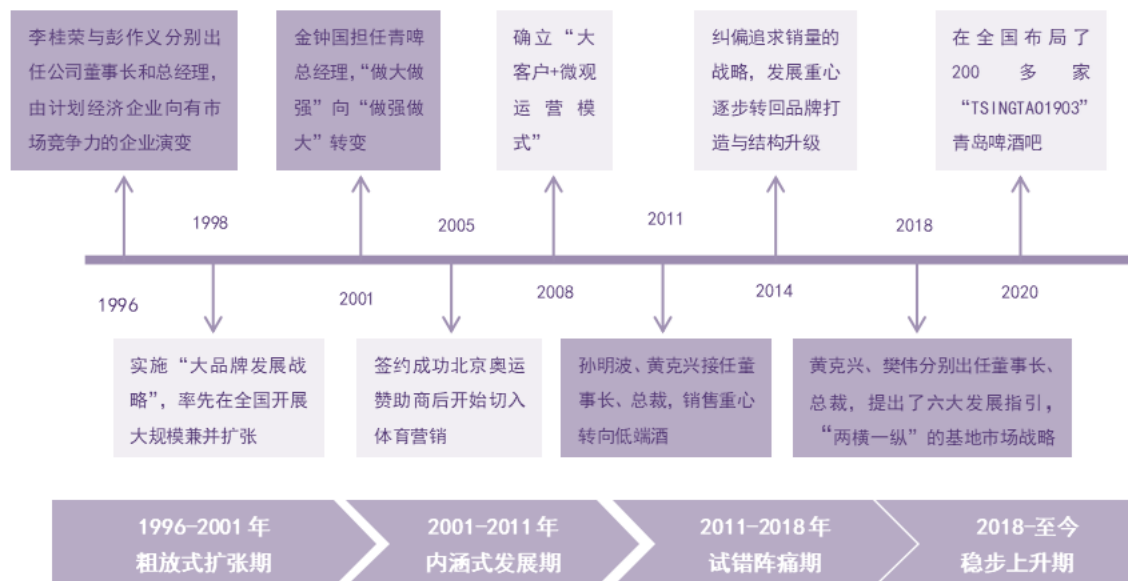
夯实基地市场优势，注重销售质量提升。公司借助自身品牌优势，通过自建、扩产、并购等方式，以青岛市为中心，逐步强化公司在山东地区的影响力，构筑起壁垒深厚的山东基地市场。同期华润啤酒逐步加大全国范围内的收购力度，更加注重市场份额的扩张。2006 年华润啤酒销量首次超过青岛啤酒，市场竞争持续加剧，倒逼青岛啤酒审慎重启并购项目并加速自建新产能，加入市场份额的争夺中。但整体而言公司发展重点仍然聚焦在产品销售质量，追求“做强做大”。

2011 年-2018 年，市场竞争加剧，战略方向试错的阵痛期。后视镜来看，我国啤酒总销量于 2013 年见顶回落，在此之前通过低档啤酒促销、价格战抢夺市场份额一直是行业竞争的主旋律。公司此前“做强做大”的战略有效带动了公司盈利水平的稳步上行，但市场份额增长的压力较大，仅从销售体量的角度上看，华润啤酒的增长速度相对更快。继 2006 年华润啤酒实现销量 530 万千升首超青岛啤酒，五年后华润啤酒销量进一步实现 1024 万千升，成为了我国首家年销售量站上千万吨的啤酒企业。2011 年孙明波、黄克兴接任董事长、总裁后，调整战略方向，销售重心转向中、低端酒走量，提出 2014 年千万吨的销售目标。但随着行业总销量于 2013 年前后见顶，竞争格局固化，继续通过低档酒铺货、价格战来谋求销量收效甚微。2014 年，管理层换届，孙、黄继任董事长、总裁后，结合行业发展的实际情况，对追求销量的战略进行调整，发展重心逐步转回品牌打造与结构升级，为后期的高端化打下坚实基础。

公司明确“1+1”即主品牌+第二品牌的品牌发展战略，对副品牌进行梳理的同时进一步突出青岛主品牌，为推动结构升级服务。同时，公司陆续推出多款定位高端的新产品，不断丰富产品矩阵，加大公司在高档啤酒上的产品布局卡位。

2018 年-至今，高端化成发展主旋律，业绩稳步上升期。2018 年，黄克兴、樊伟分别出任董事长、总裁，提出了“品牌引领、创新驱动、质量第一、效益优先、结构优化、协调发展”的六大发展指引，通过打造沿黄、沿海、沿江“两横一纵”的基地市场战略带、提升品牌影响力、加快产品结构升级，稳步推动公司高端化升级的进程。公司发展至今盈利水平稳步提升，高端化升级已取得初步成效。

图表 5：青岛啤酒发展历程



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

1.3、股权架构：国资委实际控制，引战投设激励助力 公司发展

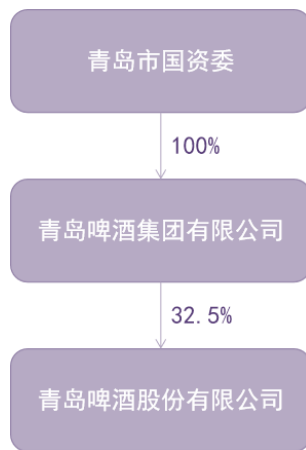
青岛市国资委是公司的大股东及实际控制人，截止 2022 年报数据，通过青岛啤酒集团有限公司持有上市公司 32.5% 的股份。上市至今，公司曾引入多位战略投资者，给公司的品牌打造、经营理念、渠道管理带来优化和改进。

美国 A-B 公司：公司 2003 年与美国啤酒龙头 A-B 公司签订《战略投资协议》，随后向 A-B 定向增发 3 亿股 H 股可转债；至 2005 年 A-B 公司完成全部转股后，持有股比例达 27%，仅次于青岛国资委 31% 股份位列第二大股东。正式建立战略联盟关系后，A-B 公司指派其国际首席执行官兼总裁伯乐斯及亚洲公司财务及计划副总裁雷纳德分任青啤的非执行董事和监事，就发展战略、市场营销、人力资源管理等方面为青啤带来了先进的经验与指导意见，并帮助青啤解决了口味一致性的生产工艺难题，为后续推动全国品牌统一化打下基础。

日本朝日啤酒：2008 年，百威母公司、全球最大啤酒商英博收购了 A-B 公司，为缓解融资压力，英博以 38% 的溢价向日本朝日啤酒出售青岛啤酒 19.9% 的股权，至此日本朝日啤酒成为公司第二大股东，替代美国 A-B 公司获得一席非执行董事和监事职位的同时，也为青岛啤酒带来了日本企业所重视的企业经营理念与管理细节。

复星集团：2017 年，日本朝日啤酒以 66 亿港元的作价向复星集团转让 17.99% 股份，至此复星以财务投资者的身份成为了公司二股东。自 2019 年起，复星开始逐步减持青岛啤酒股份；截止 2022 年 5 月 3 日，复星集团持有股份降至 4.99%，不再是公司的主要股东或关联法人；复星系随后发布公告称后续将进一步减持，不再持有任何青岛啤酒股份。

图表 6：青岛股权结构图程



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

公司 2020 年出台上市公司管理层的长期激励计划，对核心的管理层、骨干进行激励，以利润而非收入增速作为激励考核的目标方向，确立以高端化为核心的战略发展方向。截止 2022 财年结束，激励计划已按既定的考核目标超额达成增长目标。公司上下借助激励考核指标的引导，经过三年时间，已为公司指引出一条可落地、有成效的高端化发展路径，帮助公司驶入谋求高端化升级的发展正轨。

图表 7：股票激励计划解除条件及完成情况

解除限售期	ROE 目标	营收增速目标	主营业务占比目标	完成情况
第一个解除限售期 (2020 年业绩目标)	2020 年 ROE 不低于 8.1% 且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值。	以 2016-2018 年净利润均值 (13.5 亿元)，公司 2020 年净利润增长率不低于 50% (即最低 20.24 亿元)，且当年度净利润较 2016-2018 年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和。	2020 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。	2020 年业绩满足第一个解除限售期考核目标： 1) 2020 年度公司 ROE 为 11.06%，高于同行业平均值或对标企业 75 分位值。 2) 2020 年净利润为 23.27 亿元，比 2016-2018 年净利润均值增长率为 72.41%，高于 50%；增长量 9.77 亿元，高于对标企业净利润增长量之和。 3) 2020 年主营业务收入为 273.38 亿元，营业收入为 277.60 亿元，主营业务收入占营业收入的比重为 98.48%，高于 90%。
第二个解除限售期 (2021 年业绩目标)	2021 年公司 ROE 不低于 8.3%，且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值。	以 2016-2018 年净利润均值为基数，公司 2021 年净利润增长率不低于 70% (即最低 22.94 亿元)，且当年度净利润较 2016-2018 年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和。	2021 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。	2021 年业绩满足第二个解除限售期考核目标： 1) 2021 年度公司 ROE 为 14.47%，高于同行业平均值或对标企业 75 分位值。 2) 2021 年净利润为 32.56 亿元，比 2016-2018 年净利润均值增长率为 141.26%，高于 70%；增长量 19.07 亿元，高于对标企业净利润增长量之和。 3) 2021 年主营业务收入为 296.73 亿元，营业收入为 301.67 亿元，主营业务收入占营业收入的比重为 98.36%，高于 90%。
第三个解除限售期 (2022 年业绩目标)	2022 年公司 ROE 不低于 8.5%，且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值。	以 2016-2018 年净利润均值为基数，公司 2022 年净利润增长率不低于 90% (即最低 25.64 亿元)，且当年度净利润较 2016-2018 年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和。	2022 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。	2022 年业绩满足第三个解除限售期考核目标： 1) 2022 年度公司 ROE 为 15.30%，高于同行业平均值或对标企业 75 分位值。 2) 2022 年净利润为 38.05 亿元，比 2016-2018 年净利润均值增长率为 182%，高于 70%；增长量 5.49 亿元，高于对标企业净利润增长量之和。 3) 2022 年主营业务收入为 316.97 亿元，营业收入为 321.72 亿元，主营业务收入占营业收入的比重为 98%，高于 90%。

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

2、核心竞争力：百年国潮品牌，底蕴深厚

2.1、品牌：百年老字号，品牌认知构筑强竞争壁垒

百年经营的沉淀、畅销海外的实力，帮助青岛啤酒品牌在国人心中树立起高端形象。青岛啤酒是中国历史最为悠久的啤酒制造厂商，公司发展历史最早可追溯至 1903 年 8 月，由德英商人合资在青岛成立日耳曼啤酒公司青岛股份公司，品牌发展至今已超百年时间。自 1945 年后，工厂被青岛政府接管，随后于 1949 年正式更名为国营青岛啤酒厂。青岛啤酒最初作为青岛名片，作为高档奢侈的佐餐饮料为青岛及周边地区消费者所熟知；但公司发展前身背景天然带有国际化基因，随着公司产能的扩张以及凭借海内外啤酒奖项打开了国际知名度后，公司早在推动全国化扩张之前，率先启动了出口之路，成为最早进入国际市场的中国品牌之一。截止 2021 年，公司产品远销 100 多个国家地区，已成为世界第五大啤酒厂商。啤酒本身属于销地产的大重量、低货值商品，远销海外带来的品宣意义远大于实际给利润带来的增长。啤酒品类本身属于舶来品，青岛啤酒作为国产民族品牌能够远销海外，是公司产品力的具象化展示，同时亦激发起消费者的民族自豪感与品牌自信，因此公司得以在我国啤酒市场的发展初期即顺利卡位国产高端啤酒的品牌形象。

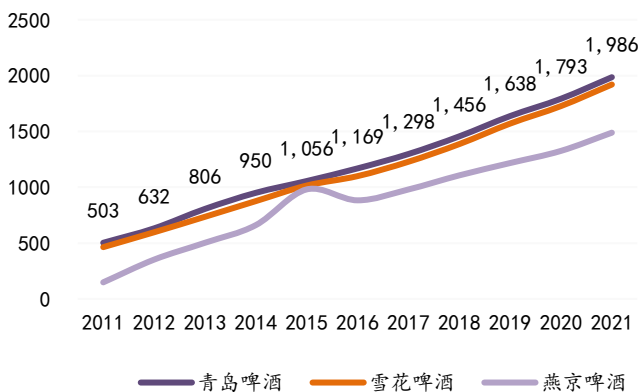
早在 1948 年，公司出口第一批青岛啤酒产品至新加坡；

1954 年 4 月，首批 500 箱（4 打装）青岛啤酒被发往香港；

1972 年，首次进入美国市场，发展至 1988 年在美国销售量已达 124 万箱成为亚洲出口美国最大的啤酒厂商；

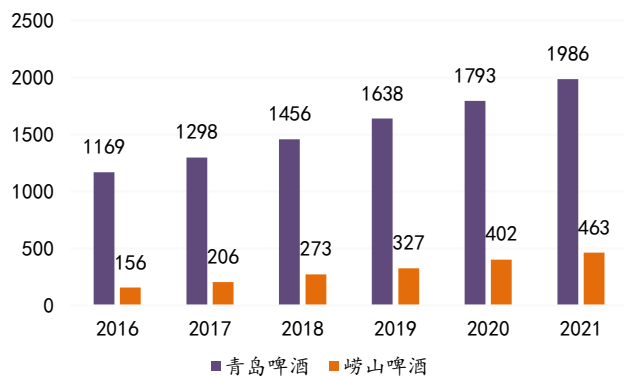
1992 年公司在意大利成立欧洲办事处。

图表 8：青岛啤酒品牌价值领先国产品牌（单位：亿元）



资料来源：世界品牌实验室，华鑫证券研究

图表 9：青岛主品牌与崂山品牌价值对比（单位：亿元）



资料来源：世界品牌实验室，华鑫证券研究

资源聚焦，公司品牌战略始终围绕青岛啤酒主品牌设计。公司在并购的战略扩张过程中，公司旗下的品牌数量亦在快速增长，在解决了不同工厂生产的口味统一性问题后，公司聚焦对青岛啤酒主品牌的打造，对大部分收购回来的啤酒厂安排翻牌生产，仅保留了少数具有代表性、在自身优势市场里占有率高的品牌组成副品牌矩阵，保持在当地的优势地位并针对中低档需求进行填充，以帮助维持青岛啤酒主品牌的中高端调性。

2006 年，公司采取“1+3”的品牌战略，即主品牌+崂山、汉斯、山水的品牌运作模式；

2014 年，公司采取“1+1+N”的品牌战略，即青岛主品牌+崂山副品牌+其他区域品牌，

将崂山啤酒设置为副品牌进行更大范围的推广，填补中低档价位的啤酒需求；

2015 年，公司进一步明确为“1+1”的品牌战略，聚焦资源围绕青岛和崂山打造品牌影响力。

图表 10：青岛产品策略变化



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

通过沉浸式品牌体验提升品牌影响力。公司自 2018 年提出“四位一体”的营销模式，即主张品牌传播、社区销售、休闲娱乐和互动体验；并坚持以体育营销、音乐营销、体验营销为主线的沉浸式营销作为核心发力点，以持续提升品牌影响力以及国际化、年轻化和时尚化水平。

体育营销：深度绑定观看赛季的饮用场景。参考美国成熟啤酒品牌，百威在发展初期即通过赞助体育赛事、投放针对性品宣，将产品与观看体育赛事场景进行捆绑与心智卡位，从而一举实现了销量的反超成为销量第一的品牌。观看体育赛事的观众以男性偏多，且年龄层跨度较大受众广，与啤酒适饮人群的重合度较高，因此与啤酒的销售有着较强的关联性。青岛啤酒为北京 2008 年奥运会和 2022 年冬奥会赞助商，并持续与国内外篮球、足球等体育赛事展开各项合作，强化在观看体育赛事场景的饮用习惯与偏好。

音乐营销：借助音乐触及年轻一代。持续培育一代代年轻人养成啤酒饮用习惯是各家啤酒厂商营销工作的重中之重，对于这部分增量市场的消费者来说，各家品牌的形象都需要从零开始建立。音乐营销已成为持续焕新品牌，与年轻消费者对话建立联系的重要手段之一。音乐本身随着内容的变化属性多元，且场景具有更强的社交属性与酒精饮品较为适配，因此音乐被公司选做啤酒品牌形象的重要载体，用以向年轻群体传递品牌属性、建立品牌认知。公司自 2012 年前后便开始重点发力音乐营销，赞助音乐会、音乐节等音乐活动，以音乐内容为产品品牌加上标签。

体验营销：场景式互动体验发挥品牌底蕴优势。公司自 2020 年开始在全国范围布局“TSINGTAO1903”的体验店，借助公司以鲜啤为主打的多款啤酒产品和青岛美食的结合，辅以特色装修，吸引消费者体验公司产品以形成对品牌、产品的好感，并最终转化为消费者对品牌的自主传播，促成品牌黏性与产品复购。

图表 11: 青岛啤酒为 2022 年冬奥会赞助商



资料来源: 公司官方微博, 华鑫证券研究

图表 12: “海上足球”新场景打造沉浸式体验



资料来源: 公司官方微博, 华鑫证券研究

图表 13: 青岛啤酒携手品牌大使玩转“潮流+音乐”新概念



资料来源: 公司官方微博, 华鑫证券研究

图表 14: 公司开设“TSINGTAO1903”的体验店



资料来源: 公司官方微博, 华鑫证券研究

2.2、产品：一体两翼的产品结构助力高端腾飞

公司产品矩阵丰富，产品价格带全覆盖且梯度分明，满足不同消费者在各种场景的饮用需求。青啤产品覆盖高、中、大众三档，并且主流价格带覆盖全面，各档次产品梯度分明。其中高档产品种类全面且产品普遍具备一定的差异度，满足消费者的细分需求：

- 高档产品在餐饮终端售价普遍在 10 元以上，其中白啤与纯生为目前较受消费者认可的高档产品品类，也来有望引领公司高端酒销量增长。
- 中档产品价格为 6-9 元，主要包括百万级大单品青岛经典、以及经典 1903、崂友记等产品。
- 大众产品以崂山品牌为代表，价格在 5 元以下，其包括崂山经典与崂山清爽 8 度等平价产品。

图表 15: 公司产品涵盖不同档次和价位

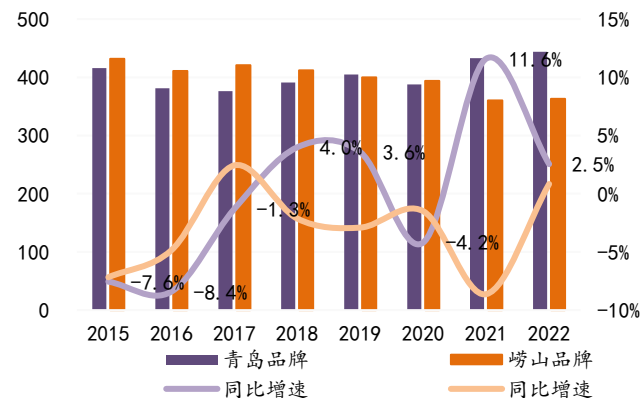
产品档次	产品名称	价格 (元/瓶)	价格 (元/升)	酒精度 (%vol)	规格 (ml)	图片	产品档次	产品名称	价格 (元/瓶)	价格 (元/升)	酒精度 (%vol)	规格 (ml)	图片
高档	琥珀拉格	35	92.11	5.5	380		中档	经典1903	9	19.03	4.0	473	
	IPA精酿	16.8	50.91	5.2	330			青岛经典	6	12.00	4.0	500	
	奥古特	15	45.45	4.7	330			崂友记	6	12.00	4.0	500	
	鸿运当头	12.4	34.93	4.3	355			崂山经典	4.5	14.24	3.1	316	
	逸品纯生	12.4	37.58	3.6	330		普档	崂山清爽8度	3.5	7.00	3.1	500	
	皮尔森	11.5	25.56	4.0	450							
	全麦白啤	8	24.24	3.7	330								

资料来源：京东旗舰店，华鑫证券研究

公司聚焦青岛主品牌，构建“一体两翼”品牌组合，剑指高端。公司自2015年开始实施“1+1”双品牌战略，聚焦青岛主品牌的同时发展以崂山为代表的第二品牌，一直沿袭至今。2018年青岛品牌销量增速首次超过崂山品牌，位于公司总销量增速之上，目前青岛品牌已形成“一体两翼”的品牌组合。其中一体为“青岛经典+青岛纯生”两大主力单品；两翼分别为百年之旅、百年鸿运、一世传奇等超高端产品与青岛原浆、青岛白啤、皮尔森、IPA、鸿运当头、奥古特、定制产品等特色产品。两翼产品定位高端，是公司结构升级，高端化转型的体现。在产销量增长与吨价提升的双轮驱动下，青岛品牌营收占比自2018年61.4%稳步增长至2021年的66.7%。

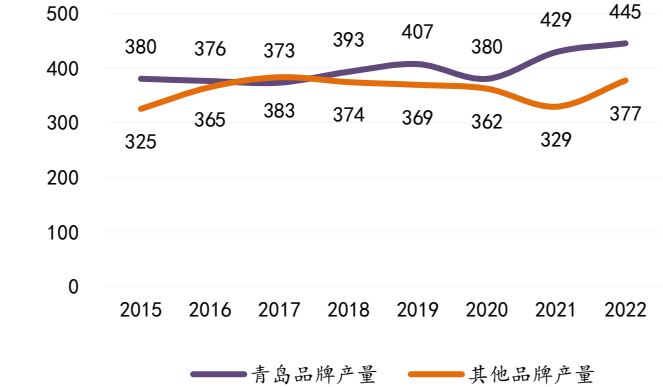
近年来公司在自身突出的生产实力与产品研发投入持续增加的共同驱动下，高端新品层出不穷。公司于2009年推出高端产品奥古特，随后在2010-2016年间又相继推出纯生、鸿运当头与皮尔森等高端产品。公司2016-2022年间不断加大研发投入，研发费用由0.15亿增长至0.63亿元，CAGR约27%，体现出公司对高端新品的重视以及对高端化战略的践行。公司于2021年前后又推出了百年之旅、一世传奇等千元左右超高端产品，以打破消费者对于啤酒品类低档廉价的刻板印象，助推产品高端化升级。

图表 16：两大品牌销量（单位：万千升）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

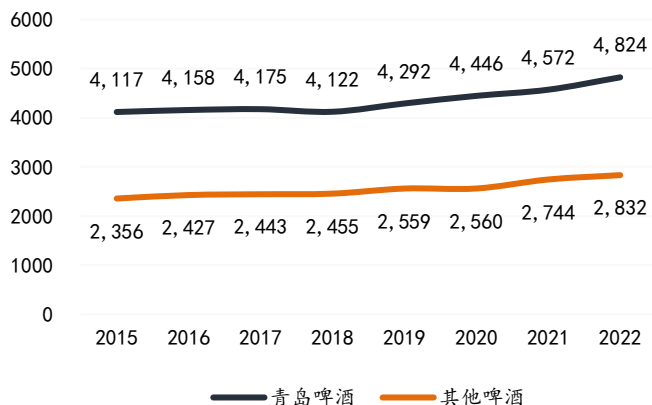
图表 17：青岛品牌销量比重持续提升（单位：万千升）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 18：吨价提升的趋势明显（单位：元/千升）

图表 19：主品牌产量逐年增加（单位：万千升）

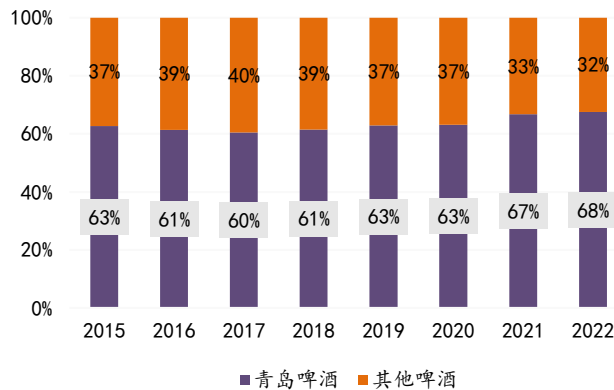


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 20：“一体两翼”的品牌组合推广策略

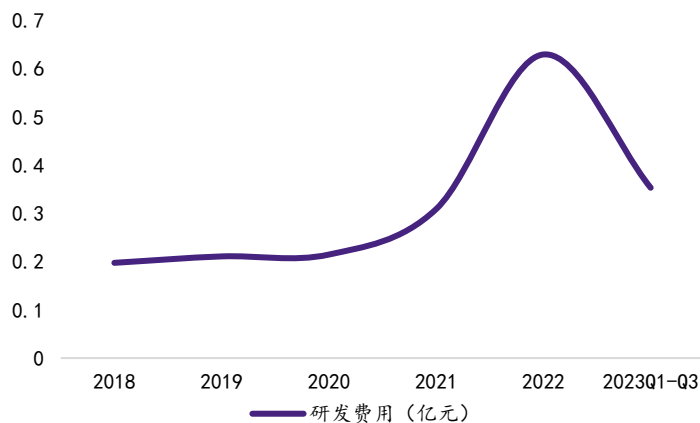


资料来源：公司公告，华鑫证券研究



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 21：公司研发费用整体处在增长通道中



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 22：公司自 2009 年起即开始持续强化，补齐高端啤酒产品矩阵



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

青岛啤酒屡获国内外奖项，产品质量受权威认可。青岛啤酒几乎囊括了中国成立以来啤酒质量评比比赛的所有金奖，并多次在世界各地举办的国际评比大赛中荣获金奖。如公

司多次获“欧洲啤酒之星”和“世界啤酒锦标赛”金奖等国外殊荣，2021 年在国内十六度上榜“最受赞赏的中国公司”，十八度荣膺“中国受尊敬企业”。公司产品屡受全球权威赛事认可，可体现出公司领先行业的产品力，其产品质量与竞争力不输海内外知名品牌。

数字化生产工艺领先行业，为产品力做背书。灯塔工厂是世界经济论坛和麦肯锡咨询公司评选而出的拥有足够的科技含量与创新性的先进工厂，为数字化制造”和“全球化 4.0”示范者。由于青岛啤酒厂打通了“端到端”供应链，通过消费者大数据分析，精准识别用户需求，与终端实时共享数据，提前较为精准地进行预判并快速应对可能的需求波动，其于 2021 年 3 月被评为全球首家饮料行业“灯塔工厂”，成为全球灯塔网络 132 个成员之一。

图表 23：青啤近年荣誉奖项一览

年份	荣获奖项
2017	荣膺“最具竞争力企业”和“企业大数据传播贡献奖”等奖项
2018	荣膺“世界啤酒锦标赛”金奖与“欧洲啤酒之星”大奖等奖项 获“中国制造十佳质量杰出贡献奖”等
2019	荣获“世界啤酒锦标赛”金奖、“年度品牌影响力奖”和“年度酒类舰长奖”等
2020	获天猫“年度最受欢迎品牌”和“2019-2020 年度中国最受尊重企业”等
2021	获得“2021 年度卓越表现奖 最具竞争力企业奖”和“欧洲啤酒之星”大奖 第 16 次荣获最受赞赏的中国公司、第 18 次获得中国最受尊重企业

资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 24：青啤获评全球首家饮料行业“灯塔工厂”



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

2.3、市场渠道：坐靠山东核心基地市场，一纵两横战略因地制宜谋求发展

公司贯彻“一纵两横一圈”的市场发展战略，计划振兴沿海、提速沿黄、解放沿江并做大大山东基地圈，即公司大的战略方针为在持续强化基地市场区域优势的基础上，对具备竞争优势的市场加大渠道开发与推动结构升级的力度，同时逐步减少竞争不具优势的红海区域市场的费用投放，着重攻克中高端产品与高盈利水平渠道。

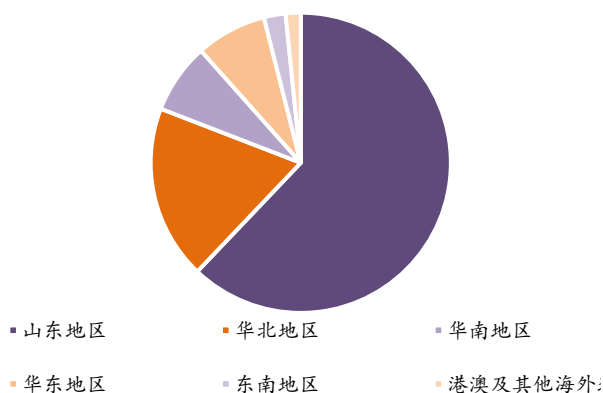
山东基地圈指山东省及其周边地区，销量占比超公司总销量的 60%，2022 年全年贡献净利润 18.1 亿元占公司总利润的 64%，是公司的核心基地市场及利润池。公司自 2000 年前后开始围绕青岛，对大山东地区进行基地市场的竞争优势的打造，公司先后收购山东各地的区域性品牌，包括银麦、烟台、趵突泉等，并针对山东各地工厂进行扩建与落后产能整合，利用公司青岛啤酒、崂山啤酒起源于山东本土的品牌优势，叠加产能的区位优势，以及对当地渠道的管控，公司目前在山东地区的市占率已稳定在 70-80% 左右，构筑起牢固的大本营市场。山东的啤酒市场同时具有销量大和空间大的特点，其中销量大指山东地区啤酒总销量全国领先，得益于青岛啤酒多年经营下来所培育出的啤酒饮用习惯和当地较为浓厚的饮酒文化相辅相成，山东省啤酒销量始终处于我国领先地位，超第二名广东省近百万千升的销量或 30%；空间大指山东地区啤酒销售结构仍有较大的升级空间，以各区域的销售情况来看，2022 年山东地区吨酒价为 3895 万/吨，考虑内部销售带来的影响后，仍未见明显高于公司平均吨价水平。因此山东基地市场一方面既是公司啤酒销售业务的基本盘，同时又是公司未来推进高端化的重要助力（后文成长性分析中将做进一步讨论）。

一纵对应振兴沿海的战略，针对华南、和东南沿海地区，公司希望能够逐步恢复过往的高盈利水平。以广东、福建、浙江为代表的省市地区经济相对发达，对高端啤酒的购买力和消费意愿更强，且并未形成一家独大的市场竞争格局，因此一直是各家龙头品牌重点攻坚的地区。得益于青啤在海内外的品牌影响力，沿海市场曾一度是公司的利润贡献区域，但随着百威、嘉士伯等海外啤酒巨头的进驻、国产品牌加大费用投放，竞争格局变差，盈利水平开始出现下滑。公司希望通过控制低端的费用投放，聚焦高端及以夜店、AB 类餐饮店为主的特殊渠道，恢复沿海地区的盈利贡献能力。

两横对应提速沿黄，解放沿江，针对华北地区公司发挥山东优势市场对周边的辐射效应，寻求增量和提速发展。其中华北地区中的陕西市场同为公司的核心基地市场，市占率超 70%；河南、甘肃，包括河北等黄河流域及周边地区整体市占率未形成绝对领先，总体市场份额约占 40% 左右，但公司在其中的部分城市地区仍有较强的竞争优势，推动结构升级成果显著。自公司 2015 年开始提出要做强沿黄战略带以来至 2022 年，华北地区营收增长 CAGR 为 5.5%，销量增长 CAGR 为 6.6%，较公司整体增速明显更快。

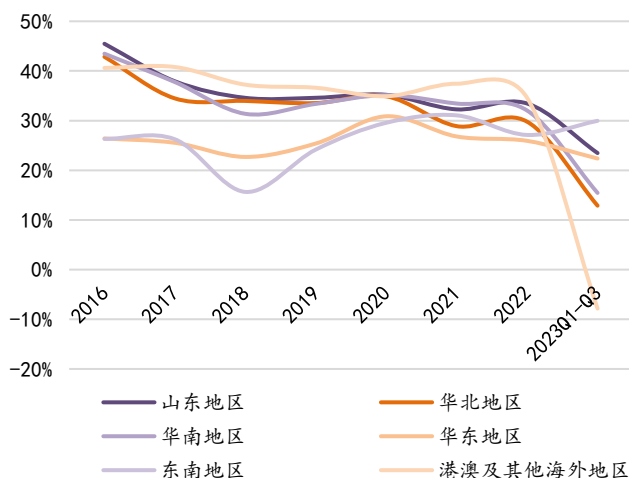
针对竞争格局较差或公司竞争优势相对不明显的沿江地区，有序收缩中低档产品的费用投放，聚焦中高档产品以及高盈利水平的现饮渠道，借助品牌影响力和消费者自点率带动终端动销，最终实现扭亏为盈。

图表 25：2023Q1-Q3 年各区域营收占比情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 26：各区域毛利率情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

公司在渠道运作上采用大客户+深度分销模式，充分发挥大客户在当地市场渠道扩张、物流管理的高效率，以及通过终端的运营来细化品牌运营，并反过来借助对终端的管控

来对大客户的市场扩张工作形成督促。2005 年，公司学习百威啤酒先进的渠道管理模式，率先在国内啤酒销售市场试行“大客户模式”，即将产品交付优质经销商，由经销商负责市场开发，公司则在产品、服务上提供支持与配合。大客户模式有助于培养优质经销商伴随着公司业务共同成长，从而成为公司渠道管理的优质助力，同时亦得以最大限度利用好经销商在当地的资源优势，得以更快速打开局面。在大客户模式的基础上，公司在当地另行组建业务团队，针对以现饮场景为主的终端销售场景进行维护，跟进、落实渠道物流铺货的情况，并加强在终端的品牌展示与产品陈列，对经销商的市场开拓工作进行考核与监督，最终形成渠道管理闭环。

得益于公司的品牌运作模式，青岛啤酒品牌自面世以来始终维持着偏高端的品牌势能，消费者层面品牌认知强，终端自点率高产品周转率高，与大客户运营的渠道模式契合度高，因此公司多年经营下来已积攒了深厚的大客户资源，并形成了一套行之有效的渠道管理体系。

图表 27：青岛啤酒针对不同成熟度的市场，渠道管理体系不一



资料来源：华鑫证券研究所整理

3、成长看点：外部因素利好、内部持续优化，量稳价升高端化稳步推进

3.1、一看高温天气催化与高端现饮场景复苏带动旺季需求恢复与结构升级

高温酷暑天气催化下，啤酒需求有望快速增长

2023 年起厄尔尼诺现象带来的高温天气预计将对啤酒需求带来较强的正向影响。厄尔尼诺现象与拉尼娜现象相对，均属于极端天气，分别指代赤道太平洋东部和中部的海表温度大范围、持续异常变暖和变冷的极端全球气候现象，持续时间通常为 9-12 个月。根据我国国家气候中心预测，预计赤道中东太平洋将于 2023 年夏季进入厄尔尼诺状态；美国气象部门亦于 6 月宣布厄尔尼诺已经出现，预计到秋冬时节会达到中等至强的程度，且受该极端气候影响明年全球的平均气温或创新高。

厄尔尼诺气候与阶段性寒潮带来的气温快速下降并不冲突，但整体而言平均气温预计将有所提高。总体而言，相对的高温天气将利好我国整体的啤酒销售。上一轮厄尔尼诺现

象出现在 2016 年，当年全国平均气温较常年偏高 0.81℃，为截止 2016 年计的历史第三高。回顾 2016 年啤酒动销表现发现，三季度起啤酒销量同比出现明显增长，且对销量的促进作用在四季度淡季时仍然明显。

在 2022 年三季度，啤酒销量同样受高温催化呈现较明显的同比上涨，高温带来的销量增长持续至四季度初台风与寒流影响导致的温度快速下降。参照 2016 年厄尔尼诺对啤酒销量影响，高温有望促进 2024 年春天起啤酒需求的快速增长，基数效应下有望呈现环比提升的高增长。

图表 28：厄尔尼诺带来的相对高温对啤酒销量的促进作用较为明显

	当月产量 (万千升)	累计产量 (万千升)	当月同比增长 (%)	累计增长 (%)
2016 年 12 月	274.2	4506.4	15.2	-0.1
2016 年 11 月	252.9	4244.6	1.6	-1.1
2016 年 10 月	300.6	3985.3	0.9	-1.4
2016 年 9 月	409.6	3685.3	4.9	-1.7
2016 年 8 月	517.2	3275	4.2	-2.3
2016 年 7 月	507.9	2759.6	-0.8	-3.5
2016 年 6 月	480.7	2251.6	-3.6	-4.3
2016 年 5 月	425.1	1769.7	-5.2	-4.2
2016 年 4 月	357.8	1342.8	-8.6	-6.3
2016 年 3 月	384.3	1002.6	-2.2	-1.6
2016 年 2 月	-	631.6	-	-1.9
2016 年合计		4506.4		-0.1
2015 年合计		4715.7		-5.1
2014 年合计		4921.9		-2.8

资料来源：国家统计局，华鑫证券研究

现饮场景的复苏对啤酒的销售以及结构升级亦有较强的促进作用

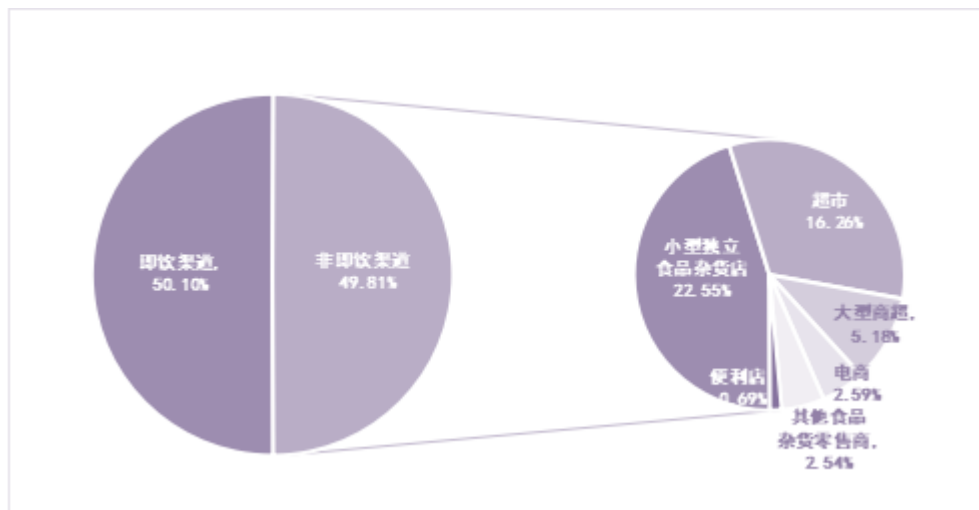
高端啤酒销售首重消费场景。我国啤酒消费的主要场景是以餐饮、夜场等为主的现饮场景，根据欧睿数据显示，2015-2019 年我国现饮与非现饮渠道销售平均占比分别为 52%与 48%，其中高档啤酒的消费以及啤酒结构升级的推动更加依赖现饮场景的消费环境：

①在非现饮渠道中，以商超为首的流通渠道品牌进入门槛低，消费者在不同品牌间的切换成本不高，因此对价格更加敏感；

②在现饮渠道中，啤酒品牌可选择的余地相对有限，且啤酒价格占餐饮、夜场消费总价的比例较低，叠加较强的社交属性，消费者在现饮场景里更倾向于选择偏高档的啤酒，因此消费场景的复苏也更利于高档啤酒的销售以及啤酒的产品结构升级。

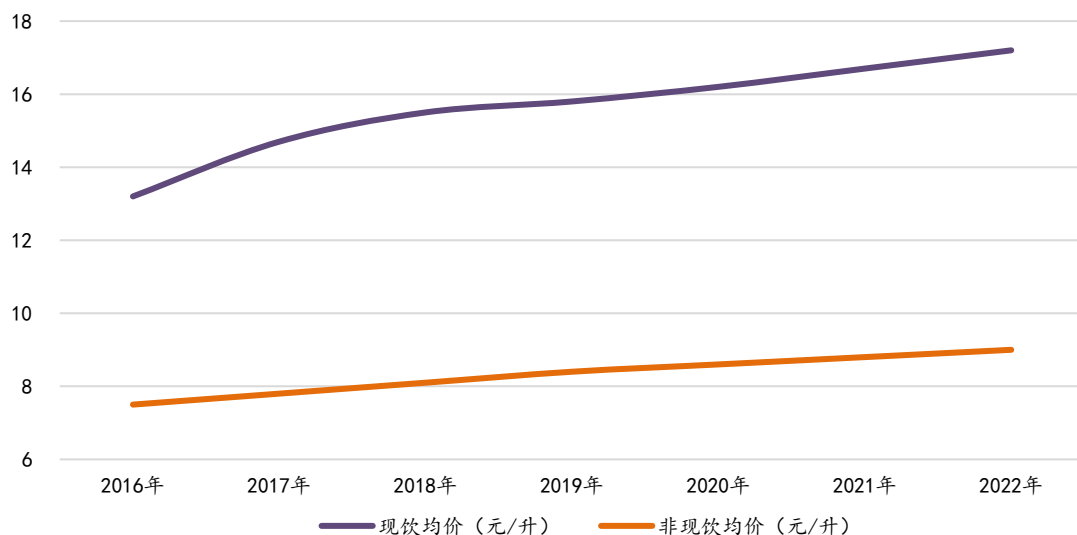
回顾我国 2023 年以来动销情况来看，尽管管控放开后现饮消费场景恢复正常经营，但后视镜看由于经济的渐进式复苏，高端消费场景的人流量与消费力综合反而同比有所下降，导致高端产品销量增速承压。回顾 2022 年啤酒板块在二季度销售旺季曾遭受疫情管控的较大冲击，青岛啤酒的基地市场山东地区受疫情管控影响，销量一度出现了较为明显的同比下滑。但随着疫情影响减弱、消费场景逐步恢复，销量在三季度获炎热天气提振顺利实现了同比缺口的追赶，带动全年销量预计可实现同比上升。销量的快速回补一方面既是公司品牌、渠道竞争力的实力体现，另一方面亦体现出消费者对啤酒的需求呈现较强的刚性。由于啤酒产品相对其他酒精类饮品而言货值相对较低，且消费习惯经数代人的积累培育已深入人心，随着经济周期的轮动，现饮消费场景复苏的节奏波动但方向确定；与发达国家相比我国高端啤酒占比仍有较大提升空间，啤酒高端化进程仍将延续。

图表 29：2021 年中国啤酒行业下游渠道结构



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》，华鑫证券研究

图表 30：2016-2022 年我国啤酒现饮及非现饮渠道啤酒价格（单位：元/升）



资料来源：观研报告网，《中国啤酒行业现状深度研究与发展前景分析报告（2023-2030 年）》，华鑫证券研究

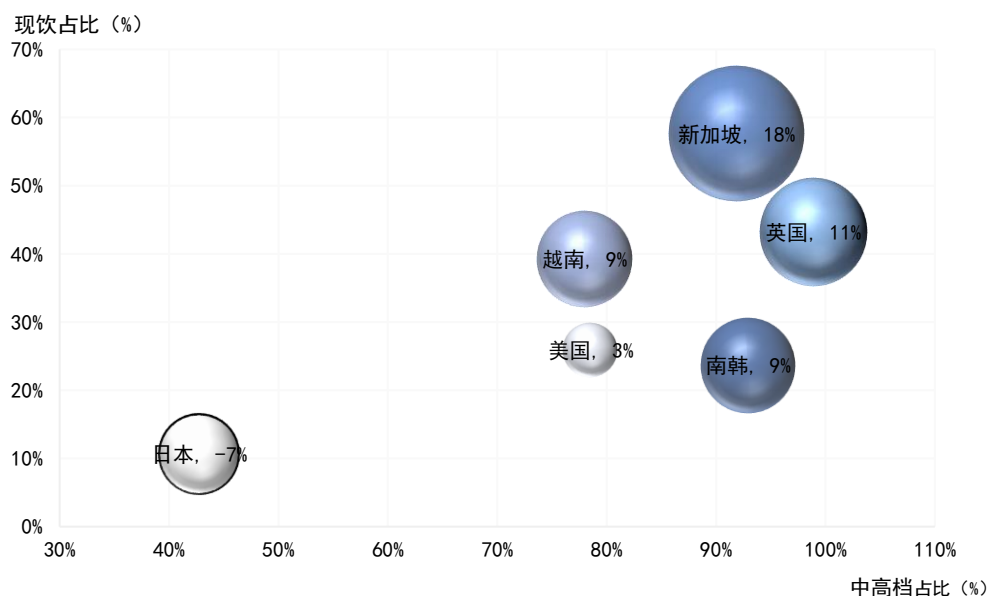
参考国外消费场景管制放开后的销量复苏情况来看，消费场景的回暖与啤酒高端化程度对动销有较强的正相关性。我们从中高档占比、现饮渠道占比以及管控放开时点维度对国际啤酒成熟市场的销量恢复情况进行比较，根据欧睿数据预测、统计的各国总销量 2022 年相较 2020 年的增长幅度来看，中高档占比与现饮占比均和销量恢复程度成较强的正相关关系。其中，日本由于针对啤酒品类按照麦芽度进行划分设置了额外税率，啤酒市场的发展走势、恢复情况与其他国家略有差异，因此销量恢复的情况参考意义略低；从数据来看，日本的啤酒现饮占比明显低于全球平均，其余国家啤酒销量恢复情况与现饮比例和高端化比例呈较强的正相关性。

图表 31：不同国家的档次及渠道收入占比不同，销量恢复情况亦不同

	中高档占比 (%)	现饮占比 (%)	疫情管控放开时点	2022 年同比 2020 年销量
南韩	93%	24%	2022.4	9%
新加坡	92%	58%	2022.4	18%
日本	43%	11%	2022.3	-7%
美国	79%	26%	2022.3	3%
越南	78%	39%	2021.9	9%
英国	99%	43%	2021.3	11%
世界平均		34%		7%

资料来源：欧睿数据，华鑫证券研究

图表 32：各国消费场景恢复后，销量增长幅度气泡图



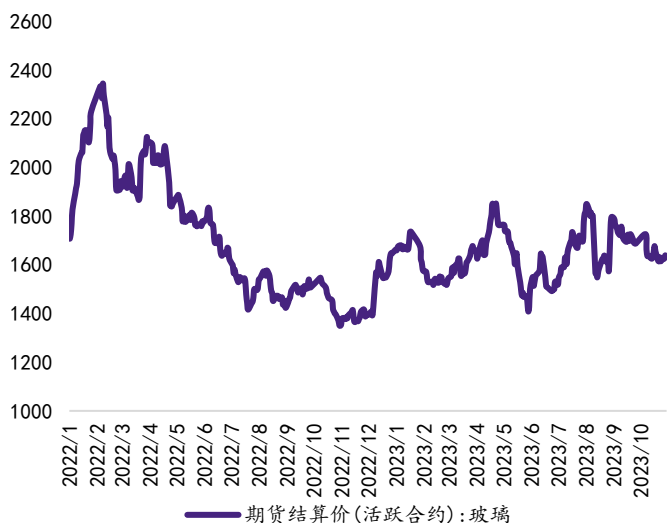
资料来源：欧睿数据，华鑫证券研究

注：气泡大小系销量增长幅度的直观体现。

3.2、二看成本回落与关厂提效释放利润弹性

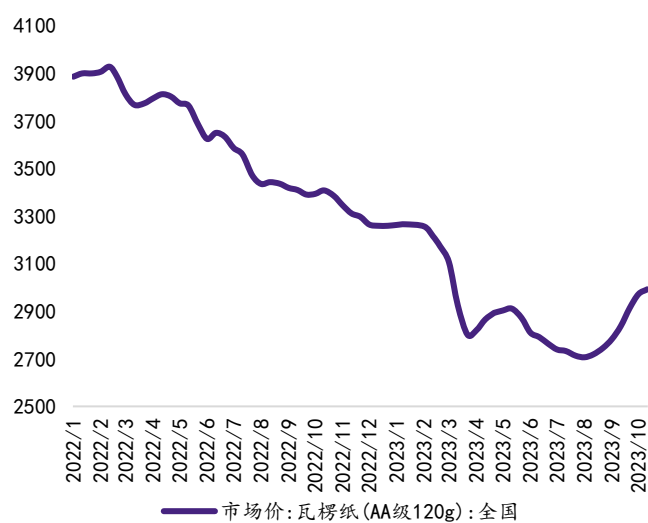
上游包材与原材料价格自高位回落后料将释放利润弹性。啤酒成本以包材占比最高（约 50%），麦芽与大米等生产原料其次（约 20%），其余为人工、能源等生产成本。包材及上游原料的价格对啤酒成本的影响较大，自 2021 年包材及原料价格单边上涨以来，啤酒企业普遍承受较大的成本压力，龙头企业通过产品提价、原材料锁价、供应链管控等措施转嫁、管控了部分成本上涨带来的影响，但激烈的市场竞争环境限制了啤酒企业可以针对促销作的程度和范围，毛利率仍然承受较大的压力。

图表 33: 玻璃价格已有所回落 (元/吨)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 34: 瓦楞纸价格基本恢复至 2020 年前后的低位 (元/吨)



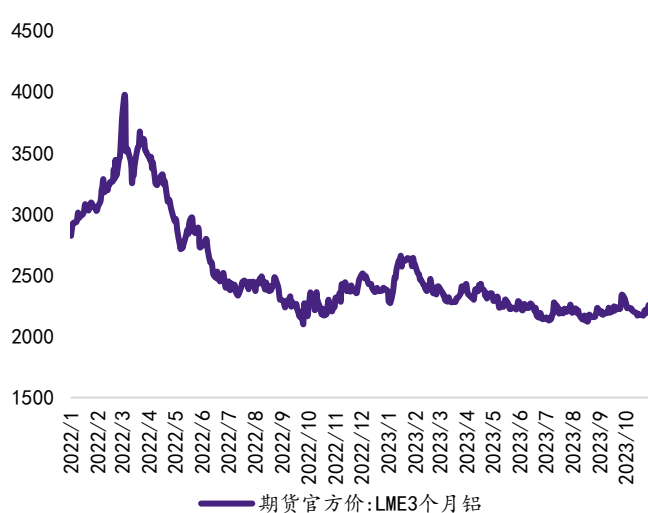
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 35: 大麦价格自高位已有所回落 (美元/千克)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 36: 铝价维持震荡态势 (美元/吨)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

参考过往包材原料价格变化的周期,一般可以在价格开始见顶回落后的第二年中报前看到表观盈利能力的逐步改善,如 2018 年原材料价格上涨后,我们在 2019 年中报已能观测到原材料价格下降后带动的毛利率的同比回升。

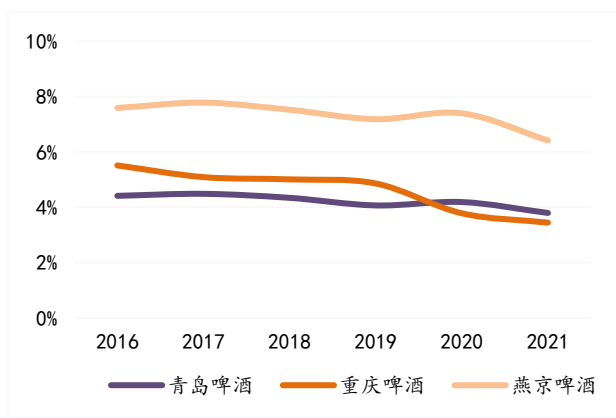
本次上游成本价格上涨的幅度与 2018 年的情况有所不同,站在 2023 年的角度来看,成本压力未完全消散,但相较 2022 年成本压力已有所缓解。①原料成本:公司针对以大麦为主的生产原料基本已根据 2022 年末价格为基准锁定了 2023 年全年用料成本的采购价格,同比去年同期仍有小双位数的涨幅,带动成本整体同比上涨小单位数的水平;②包材成本:价格相比最高点已有明显回落,整体来看相对于 2022 年水平预计将保持持平或者微降的水平。

尽管成本价格回落的节奏较难把握，但中期角度看下降的趋势可基本确定。成本价格回落毛利润率压力得到明显缓解，啤酒企业费用投放的操作空间得以恢复，同时由于为应对成本上涨而采取的产品提价已顺利落地，利润端亦将呈现较强的增长弹性。我们回顾过往数次成本上涨带动全行业提价后吨价、吨成本、销售费用及费率的变化来看，①在 2018 年前，行业竞争相对更加激烈，啤酒企业均放弃利润换取销量及市场份额的扩张，成本回落释放出来的毛利大多被转变为促销活动重新投放至渠道终端以寻求量增；②2018 年后，随着行业 2013 年起进入存量竞争、市场格局基本固化后，通过价格战带来销量增长的市场扩张模式效率越来越低，各家啤酒企业转而通过推动高端化寻求利润增长，竞争战场转向高端渠道及市场，竞争重点由低价抢量转向为品牌认知的打造及对应渠道的覆盖，费用投放的规划更加长远，因此短期释放出的毛利预计将更多转化为利润。未来伴随着成本的回落，利润有望释放出较大弹性。

关厂提效稳步推进，生产效率有望持续提升。随着啤酒市场转向存量竞争，各家啤酒厂商过往并购的地方酒厂所产生的冗余产能成为拖累公司产能利用率的无效资源，由此产生的折旧摊销费用与人员薪资同样压制着公司的利润水平。低效能、生产工艺落后的工厂生产效率相对较低，且可生产的产品种类受较大限制，不利于公司发挥规模化效应及推进新品、重点产品的全国化推广。青岛啤酒于 2018 年正式启动关厂计划，当年关闭芜湖、杨浦两家工厂，并进一步于 2019 年提出 5 年关闭 10 家工厂的提效规划，期间 2020 年受疫情影响一度暂缓了关厂动作，截止 2022 年底，公司在国内已关停 5 家工厂，产能利用率得到有效提升。

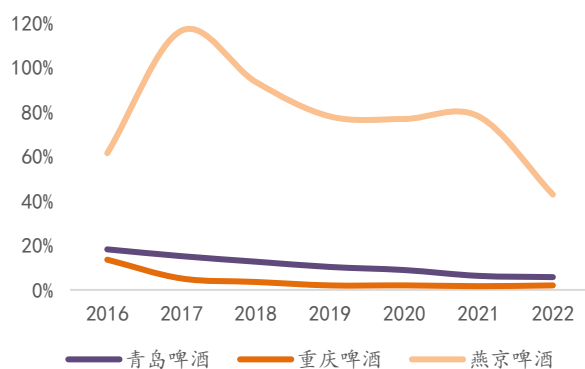
财务层面来看，关厂将会在当期产生额外的资产减值损失计提与员工安置费用的一次性费用，使得管理费用短期上升；但从中期维度看，关闭低效工厂可以给公司带来固定资产折旧摊销的减少，有效提升企业经营效率与 EBITDA margin。

图表 37：每年计提折旧与摊销占收入比例 (%)



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 38：管理费用中折旧摊销比对当期利润比例 (%)



资料来源：Wind，华鑫证券研究

3.3、三看高端化未来持续升级的空间潜力仍大

从产品角度看，高端产品增长态势可体现长期高端化升级潜力

通过分析高端产品的品牌势能与增长趋势，一定程度上可以体现出部分品牌未来中长期高端化的升级潜力。啤酒行业发展历程中曾经历了较长时间的啤酒企业以价换量的激烈竞争，因此啤酒产品价格始终未跟随经济及物价的正常增长而提价，产品价格始终维持在低位。所以当啤酒厂商推动 4-6 元价格带的啤酒产品向 6-8 元价格带升级时，仍可依赖渠道的推力推动销售产品的结构升级。但 10-12 元以上高端产品销售则更多的依靠品牌势能与消费者的品牌认知对于终端消费者的拉力。长远来看，针对 8 元以下产品在渠道端的比

拼结束后，未来啤酒高端化的行业竞争将核心围绕 10 元及以上高档产品的品牌认知与卡位展开。

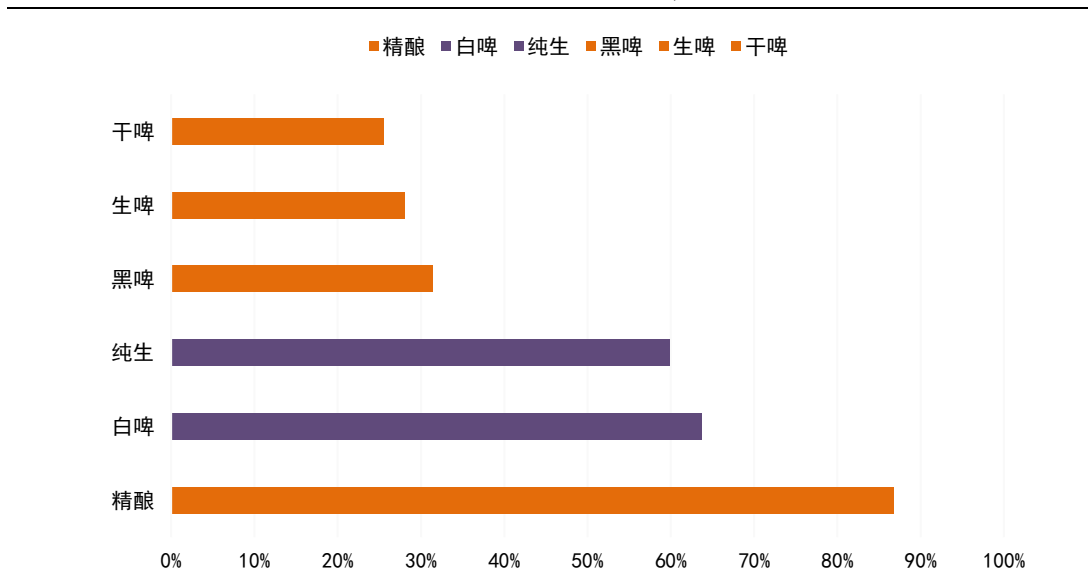
白啤与纯生两大具差异性的啤酒品类有望引领青岛高端产品线快速增长。我国啤酒品类经历龙头企业价格战抢占市场份额后，消费者对于啤酒品类的认知普遍偏低档、廉价。高档啤酒中除进口品牌普遍较受消费者认可、品牌定位高端外，国产啤酒品牌想要成功打造高端品牌产品需要更多产品端的差异作为助力。白啤与纯生两款品类由于酿造工艺与市面常见的工业拉格有较大差异，产品口味形成明显区隔，因此更易于打造出高档的品牌调性。

图表 39：纯生与白啤在生产工艺上与普通的工业拉格有明显区别

	发酵方式	原料	灭菌方式	特点	代表产品
拉格啤酒	底部发酵	大麦	过滤+巴氏杀菌	酒体清澈，适合规模化生产	青岛经典等大部分中档啤酒均属于拉格啤酒
纯生	底部发酵	大麦	低温膜过滤	未经高温处理口感更新鲜清爽	青岛纯生等
白啤	顶部发酵	大麦超 50%、小麦、其他谷物	过滤+巴氏杀菌	泡沫更加丰富，风味多样	1664、福佳白、青岛白啤等

资料来源：维基百科，华鑫证券研究

图表 40：各款啤酒种类受消费者喜爱程度采访结果显示，纯生和白啤受欢迎程度更高



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》，华鑫证券研究

上下层发酵差异为白啤品类带来明显风味差异：进口白啤品牌势能更强，青岛白啤已发展成国产白啤品类中领先品牌。青岛白啤诞生于 2015 年，亦是国内品牌最早推出的白啤产品之一。其时啤酒行业正经历国内啤酒厂商通过价格战抢占市场份额与进口啤酒品牌的

高举高打，白啤在国内品牌间仍属品类空白。进口啤酒品牌对消费者进行了包括白啤在内多样化品类的消费者教育，但进口产品曝光更多集中在高线城市的流通渠道与高端餐饮，针对大众档现饮渠道与低线城市的铺设率不足。青岛白啤借助青啤全国化布局的渠道进行品牌曝光，参与了对消费者针对白啤品类以及口感的培育，在国内各白啤品牌间奠定了先发优势。青岛白啤在上市第二年（2017年）即实现了半年破万吨的销量，至今仍保持着40%左右的复合增速快速增长。

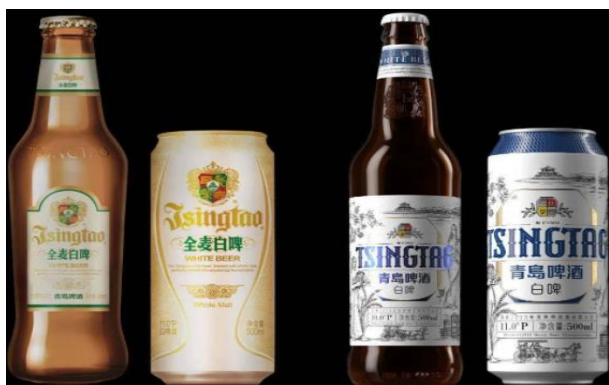
青岛白啤2020年更换了全新的包装设计，标志着产品正式进入新的发展时期，即从消费者培育阶段发展至不断夯实高端品牌形象阶段。

在国产白啤品类刚刚进入市场进行消费者培育时，核心目标是与其他拉格啤酒建立区隔。旧产品包装以大面积的金色来突出“全麦”酿造的生产工艺；罐装边缘用弧形线条勾勒出金色杯子的轮廓，以凸显品牌偏高端的品牌调性与产品属性。

随着渠道铺设率的上升到一定高度后，公司于2020年更换了青岛白啤的全新包装，弱化“全麦”的概念，转而凸显“青岛啤酒”品牌，助力打造主品牌下的多品类矩阵；包装上添加古希腊神话女神元素，强调悠久的品牌历史及产品的国际化背景。新包装在发布同年荣获德国红点设计奖，设计元素与理念获权威认可。

白啤品类受益于“她经济”与年轻消费者购买力的崛起，未来仍有较大的发展空间。白啤得益于上层发酵的生产工艺，产品风味更加丰富，啤酒花发酵产生的苦味相对较弱，更易入口，饮用入门的门槛更低，因此更受女性消费者与年轻消费者的欢迎。根据《2022淘宝天猫酒水行业趋势白皮书》，白啤作为风味突出的啤酒种类受到消费者的广泛认可，在销售规模基数最大的基础上，销售增长的速度仍超其他品类啤酒增速。

图表 41：青岛啤酒白啤更换包装，高端品牌形象不断夯实



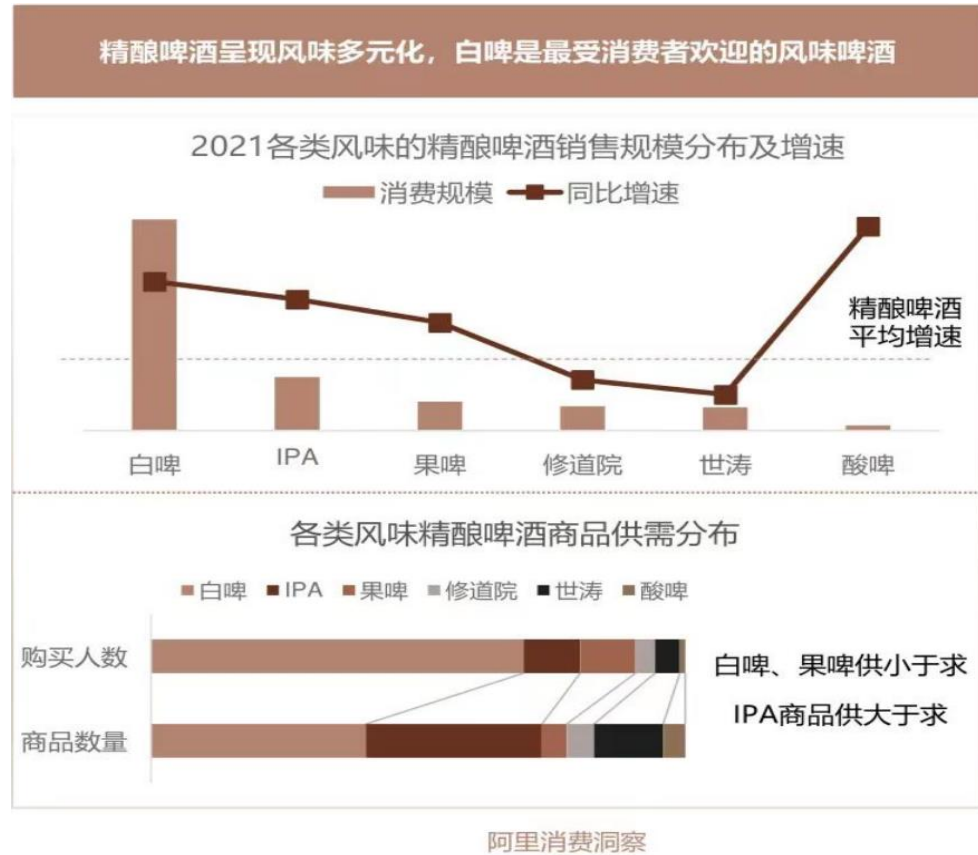
资料来源：百度图片，华鑫证券研究

图表 42：青岛啤酒在 2022 年推出樱花季主题包装的白啤



资料来源：百度图片，华鑫证券研究

图表 43：白啤销售在高基数的基础上，规模增长仍高于精品啤酒平均增速



资料来源：《2022 淘宝天猫酒水行业趋势白皮书》，华鑫证券研究

灭菌方式不同使得纯生产品具备更鲜醇口感：纯生为我国啤酒核心高端品类，青岛纯生有望受益于公司品牌与渠道优势，引领品类增长。根据中国酒业协会发布的 T/CBJ3101《纯生啤酒》团体标准，纯生啤酒是不经巴氏或瞬时高温，生物稳定性达到 6 个月及以上，并符合特征性要求的生啤酒。高温杀灭细菌的同时也会分解破坏啤酒的部分风味物质与营养成分，因此纯生啤酒得以具备类似生啤酒的新鲜口感与足以支撑全国运输销售的保质期，口感与其他工业啤酒存在较明显的差异。自 1997 年由珠江啤酒推出我国首款纯生啤酒产品后，纯生品类一直维持着高端定位，并迅速得到市场的认可，其余啤酒品牌纷纷跟进推出各自的纯生产品。

青岛纯生借势青岛啤酒主品牌的高端定位，起点更高，得以更好支撑高端产品的终端定价，叠加青岛啤酒的渠道优势，顺利完成在该品类上的品牌卡位。我们判断未来随着居民消费力的提升，纯生品类的市场规模预计仍将高速增长。

参考日本，纯生品类的消费者基础更强，我国纯生品类未来销量规模进一步增长的空间仍大。回顾日本啤酒发展历史，纯生啤酒同样为革命性产品。朝日啤酒正是凭借新研发的纯生产品“朝日 Super Dry”扭转了市占率逐年下降的窘境，一举发展成为日本市占率第一的啤酒品牌，甚至直接促进了日本啤酒市场的增长。Super Dry 自 1987 年面世以来，凭借清爽的口感受到消费者的认可与喜爱，首年销量 1350 万箱大幅打破三得利持有的新品首年 200 万箱的销售记录；1998 年稳步发展成为日本销量第一、世界销量第三的核心产品，至 2002 年帮助朝日公司实现市占率登顶日本啤酒市场并保持至今。青岛啤酒作为我国啤酒龙头之一，凭借其全国性的品牌影响力与渠道覆盖率，在未来工业啤酒向纯生啤酒逐渐升级的趋势中将更为受益。同时公司为谋求纯生品类中的差异化，通过换包、联名、代言等方式不断焕新品牌形象，以更好地吸引年轻消费群体。

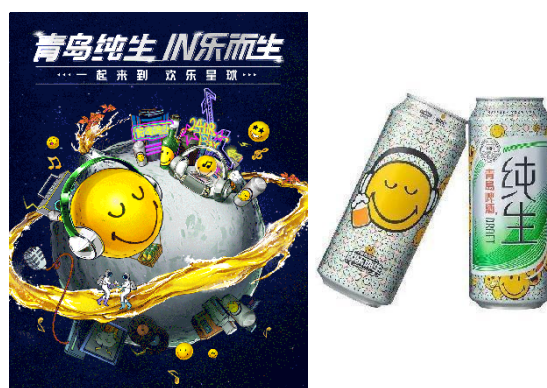
- ✓ **换包：**公司 2022 年 3 月 26 再次更新青岛啤酒包装形象，采用撞色设计来促进品牌年轻化，其中瓶盖上采用撞色设计，用红圈中立体的 T 字母凸显 Tsingtao 的品牌符号。
- ✓ **联名：**公司 2021 年 10 月 31 日联名 SmileyWorld 推出 9 款系列包装的纯生产品，借助 Smiley 的潮流属性与音乐背景给纯生产品更好地贴上年轻标签。
- ✓ **代言：**公司 2020 年邀请歌手华晨宇担任品牌代言人，并顺势为纯生品牌推出“因乐而生”的全新包装产品，强化品牌与音乐的联系。随后，于 2022 年 6 月 16 日正式官宣“品牌代言人”肖战，并发布青岛纯生全新的代言广告，利用肖战在年轻消费群体间的影响力焕新品牌形象，进一步突出品牌的年轻、潮流属性。

图 44：纯生更换包装，有助于推进品牌年轻化



资料来源：百度图片，华鑫证券研究

图 45：纯生啤酒与潮流品牌 SmileyWorld 联名



资料来源：百度图片，华鑫证券研究

图 46：公司邀请华晨宇代言纯生啤酒强化音乐属性



资料来源：百度图片，华鑫证券研究

图 47：公司 2022 年邀请肖战代言纯生啤酒



资料来源：百度图片，华鑫证券研究

从市场角度看，公司基地市场升级空间仍大

公司通过百年经营的积累在山东及周边地区已建立起牢固的基地市场，市场份额占比

超 70%，具备推动结构升级的基础。青岛啤酒与公司旗下的第二品牌崂山啤酒均起源于山东，在具备明显的区位优势下，公司品牌的消费氛围更加浓厚，品牌获消费者认可度更高，因此青岛啤酒在山东地区的竞争优势较为牢固，山东及其周边地区的啤酒竞争格局已基本固化。得益于渠道的强势话语权以及品牌的高认知度，啤酒厂商在各自的基地市场得以更好推动高端化进程，带动公司整体吨价上行。我们横向比较其他龙头啤酒品牌，在自身基地市场推动结构升级均取得了良好成效：

重庆啤酒获嘉士伯注入资产前，在同样具备区位优势的基地市场重庆地区已开始推动销售产品结构升级，带动公司整体毛利率稳步提升。

华润啤酒在 3+3+3 战略的第 2 个三年计划中重点推动红区市场（即基地市场）的结构升级，带动 2020-2022 年公司次高端及以上档次产品快速增长。

山东地区饮酒文化盛行，啤酒产量与销量全国领先，占公司销量比重高，高端化推进给公司带来的增效显著。山东啤酒产销量位列全国第一。据中国统计局数据，2022 年山东地区啤酒总产量 489.4 万千升，高于第二名广东约 20%。作为青岛啤酒的基地市场，山东地区同样为公司的核心业绩基本盘，2022 年的销量与收入贡献分别达 56%与 67%（未考虑内部抵消影响），因此山东地区的结构升级进程对于公司的高端化战略影响深远。我们回顾 2015 至 2022 年各地区吨价来看，公司吨价增速基本锚定山东吨价增长速度。但从结构升级速度来看，2015 年至 2020 年对比前两大利润贡献地区山东、华北与公司整体毛利率的提升速度看，山东地区毛利率提升的速度较华北与公司整体水平均慢，亦说明山东地区仍有较大的结构升级空间可以挖掘。

图表 48：2021 年中国各省市啤酒产量分布情况



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》，华鑫证券研究

图表 49：对比山东、华北及公司经营数据看，基地市场未来仍有较大的升级空间

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2015-2022 增长率	CAGR
山东吨价 (万/吨)	3178	3232	3250	3319	3475	3505	3713	3895	22.57%	2.95%
华北吨价 (万/吨)	3105	3208	3203	3293	3424	3434	3606	3763	21.20%	2.78%
公司吨价 (万/吨)	3209	3260	3260	3267	3430	3495	3741	3927	22.38%	2.93%
山东毛利率	37.62%	45.48%	37.92%	34.59%	34.60%	35.20%	32.27%	33.45%		

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

注 1：吨价、毛利率均由各分部、公司的啤酒业务收入、成本、销量计算得来，其中分部数据除 2016 年外均包含需公司内部抵消部分，无法和公司毛利率进行直接横向对比；

注 2：由于 2016 年各地区收入成本不包含分部间的需抵消部分，因此毛利率口径与其余年份均不一致。

未来基地市场结构升级的方向在于崂山品牌内部的产品升级，其他品牌向崂山品牌的替换，以及崂山向主品牌的升级。崂山啤酒始创于 1982 年，是由青岛啤酒集团参照主品牌的生产技术标准进行生产的啤酒品牌，啤酒厂坐落青岛崂山脚下，采用崂山泉水作为酿酒用水，因此产品品质与品牌更受当地消费者所认可。

根据公司的品牌战略，青岛啤酒主品牌主要定位为中高档啤酒品牌，而崂山啤酒则作为经济档次价格带的产品补全了产品矩阵。经过数十年发展，崂山啤酒在山东地区亦积攒了一定的品牌美誉度，且由于崂山啤酒与主品牌进行了错位的定价策略，承接了 6 元以下主品牌未能覆盖的经济产品的需求，在消费者层面已积累起较高的品牌忠诚度。崂山啤酒品牌下亦包含不同档次产品，未来针对对崂山品牌忠诚度高的消费者可以逐步推动品牌内产品升级。

除崂山啤酒以外，山东地区仍有此前收购的银麦啤酒、烟台啤酒、趵突泉啤酒等地方酒厂维系着日常经营，这些品牌在各地所在地区仍有一定的知名度与忠实消费群体，但产品定位更多以偏低档的塑包酒为主，终端定价基本不高于 4 元，未来预计将逐步向 4-6 元的崂山品牌进行升级。

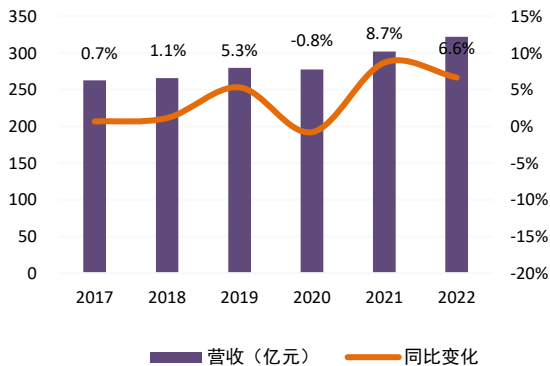
4、财务分析：ROE 稳步增长，高端化推动盈利能力提升

4.1、成长能力分析

①**高端化平稳推进，吨价提升带动收入平稳增长。**受疫情管控影响，2020 年销量短期下降导致营收同比下降 0.8%，但 2021 年起销量迅速恢复平稳增长态势；另受产品提价、结构升级等提振，吨价稳步攀升，收入整体呈现平稳增长，2019-2022 年营收 CAGR 达 4.8%。总体看价增已成为收入增长的主要驱动因素，由 2019 年的 3478 万/吨提升至 2022 年的 3986 万/吨，CAGR 为 4.7%。主打中高端的青岛啤酒主品牌 2019-2022 收入自 173.8 亿快速增长至 214.2 亿，CAGR 为 7.2%，带动公司吨价增长。

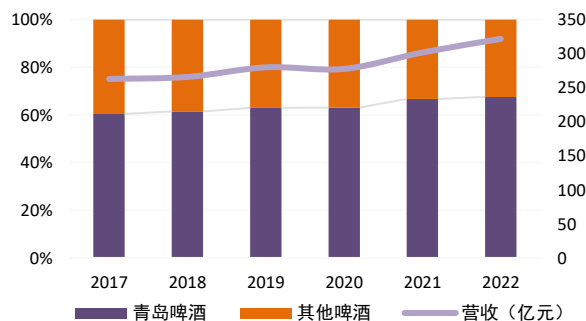
②**分区域看，基地市场仍为收入增量的主要贡献来源。**山东是青岛啤酒的核心基地市场，销量占公司全国销量超 55%，营收从 2019 年的 183.0 亿元升至 2022 年的 213.7 亿元，CAGR 为 5.3%。华北地区多省市亦为公司基地市场，同时也是公司营收占比第二大区域（占总收入近 1/4），且增长态势良好，2019-2021 年 CAGR 为 7.8%（由 62.7 亿元增至 78.6 亿元）。

图表 50：营收呈平稳增长态势



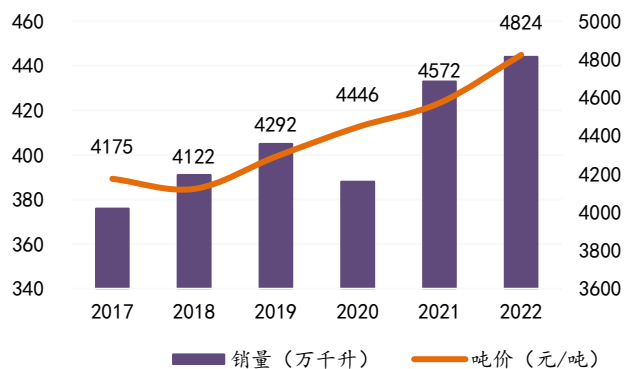
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 51：青岛主品牌营收占比近 2/3



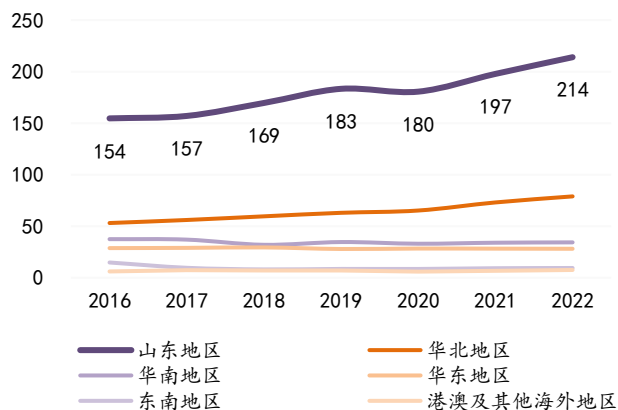
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 52: 销量与吨价都保持增长态势



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

图表 53: 山东基地市场收入稳步增长 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

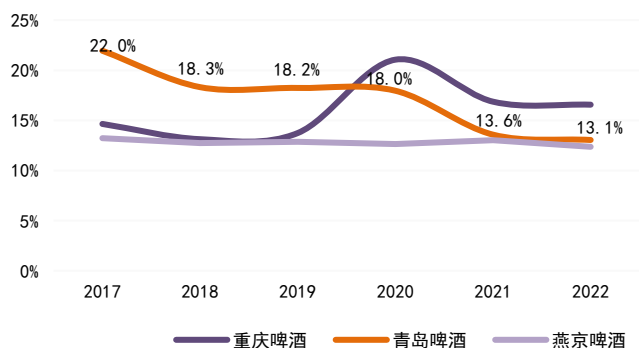
4.2、经营及管理效率分析

①销售与管理费率控制良好。公司费率整体管控得当: 销售费率方面, 2017 年后市场竞争格局基本固化, CR5 在 75%以上, 龙头份额相对稳定, 继续通过费用投放打价格战来抢夺市场份额收效甚微, 各啤酒厂商开始追求销售的高端化, 缩减低档啤酒的费用投放, 注重费用投放效率。在收入保持稳健增长的背景下, 公司自 2017-2021 年销售费用率下降 8pcts, 控费成效显著。

管理费用方面, 公司管控得当, 费率保持基本平稳。公司自 2018 年起陆续关闭上海杨浦、安徽芜湖与福州漳州等低效工厂, 由此产生的员工遣散费用造成当期管理费用短期增加, 长期看管理费率基本维持在行业较低水平。

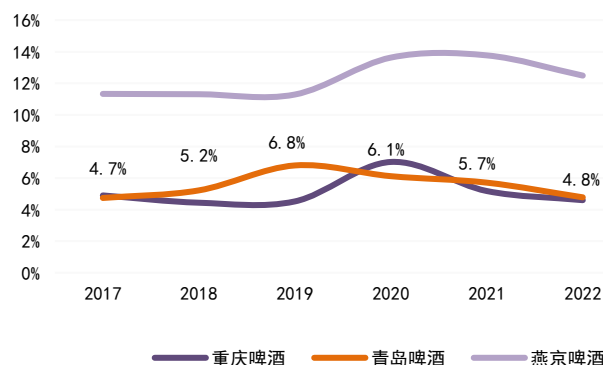
②营运能力较为稳定。公司得益于领先行业的品牌力、渠道力, 渠道端话语权强、终端产品动销迅速, 先款后货的结算方式使得公司应收账款周转率以及存货周转率在行业中持续处于中上水平, 其资金周转情况好、存货管理效率较高。

图表 54: 销售费率整体管控得当



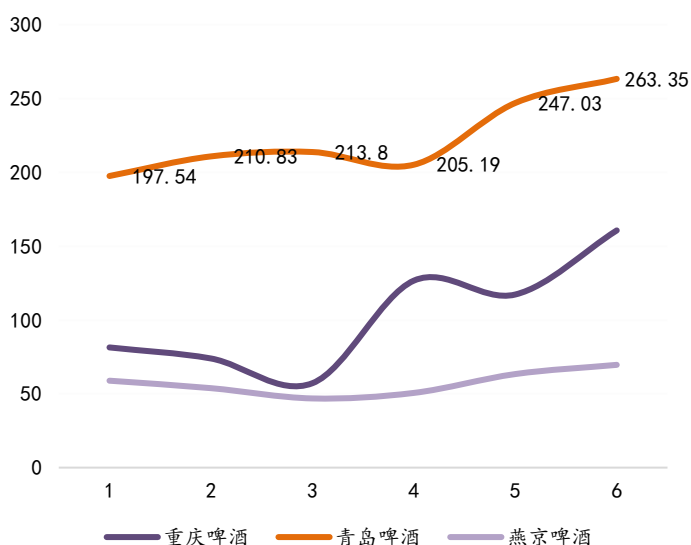
资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

图表 55: 管理费率维持在行业中位水平



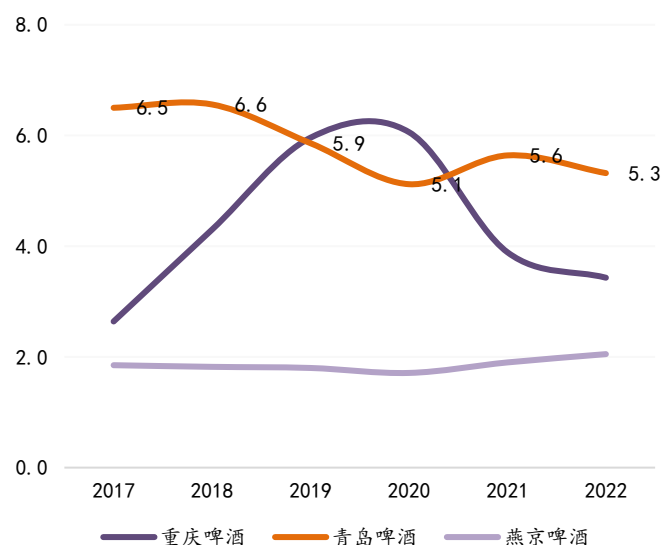
资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

图表 56: 应收账款周转率持续提升



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

图表 57: 存货周转率维持稳定水平



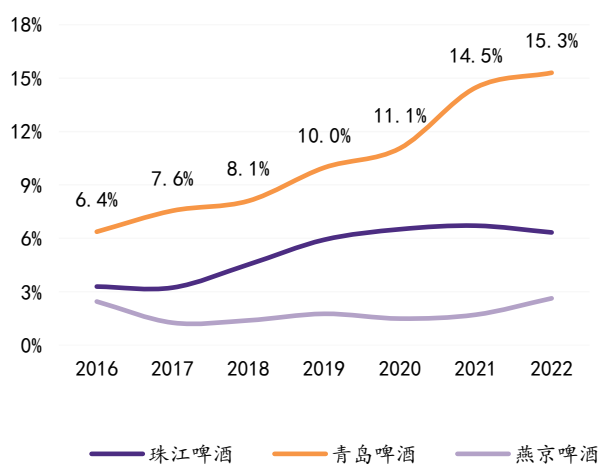
资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

4.3、ROE 杜邦分析

青岛啤酒 ROE 处行业内中上水平, 得益于高端化的稳步推进, 呈稳健增长态势。公司 ROE 自 2016 年开始逐年上升, 从 2016 年的 6.4% 持续上升到 2022 年的 15.3%。从杜邦分析的角度来看, 2016-2022 年的 ROE 的稳步提升主要是由于降低费用投放带来的销售净利率的提高 (4% 提升至 12%), 资产周转率与权益乘数基本维持平稳。

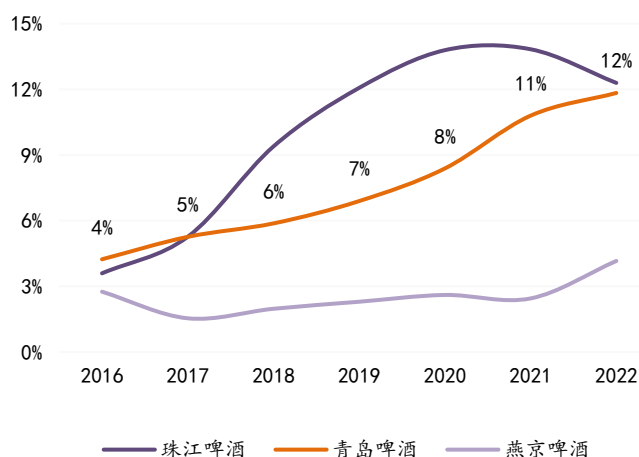
毛利率在成本压力下稳中有升, 销售费率下降带来毛销差提升, 并延伸为净利润率持续提升。公司在疫情影响以及成本价格上行双重压力下, 顺利完成产品提价, 并始终注重结构升级, 推动毛利率稳中有升; 同时控制费用投放效率, 销售费率下降, 毛销差持续提升, 为净利润率水平提升提供良好基础。

图表 58: 青岛啤酒 ROE 保持稳定并逐渐上升



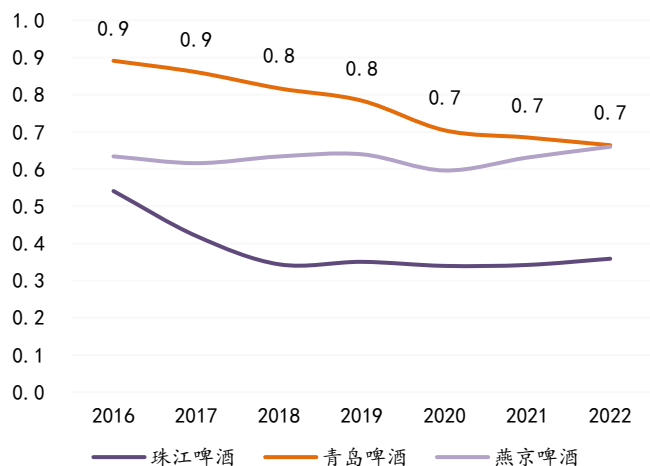
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 59: 净利润率持续提升



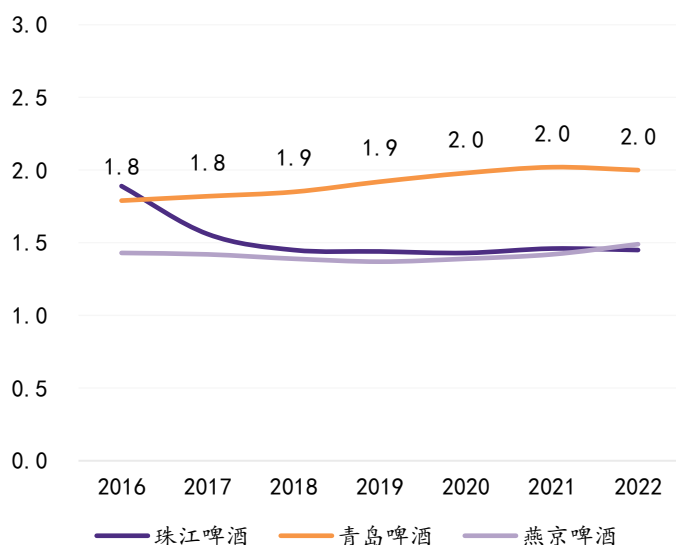
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 60: 资产周转率小幅降低



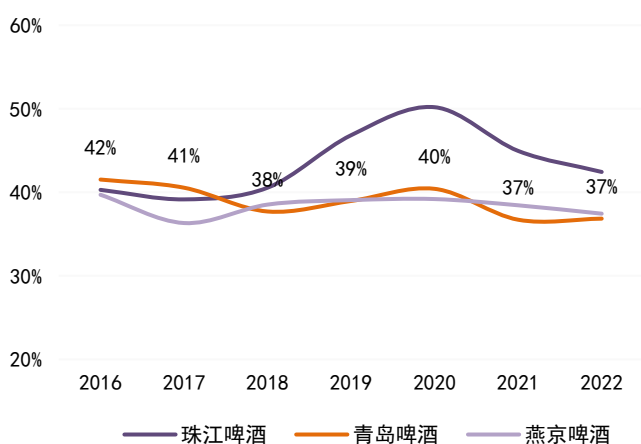
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 61: 权益乘数基本保持不变



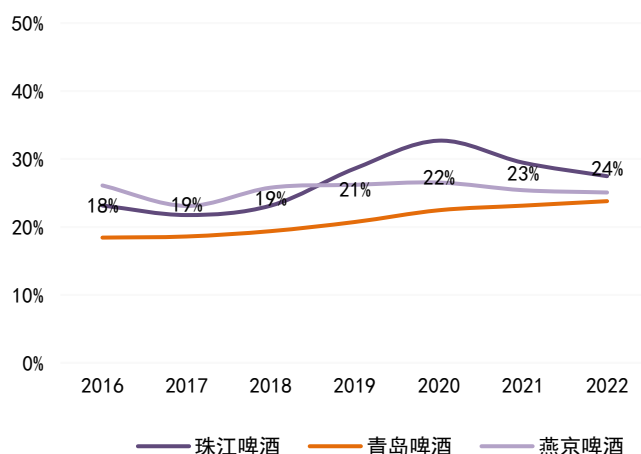
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 62: 毛利率自 2021 年起受成本上涨影响略有回落



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 63: 高端化持续推进, 毛销差持续提升



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

5、盈利预测：结构升级犹有余力、成长稳健的国产啤酒龙头

5.1、假设前提：量稳价增，结构升级趋势延续

收入预测：站在中期维度，我们判断公司啤酒总销量将维持基本稳定，呈现小单位数增长，但结构升级的趋势有望延续。中短期看，高端化的主要推动力仍来自于 4-6 元产品带向 6-8 元甚至 10 元价格的产品带升级，由青岛经典与 1903 承接中低档啤酒的向上升级；未来预计将由主品牌高端产品线中的白啤、纯生两款具差异性产品的销量增长带动结构的

进一步优化，预计主品牌销量整体将平稳提升。第二品牌中，崂山销量预计基本持平微降；其他中低档品牌逐步向崂山啤酒、青岛啤酒进行推进升级，销量下降。

- ① **主品牌**预计未来将呈现量价齐升的快速增长态势，预计 2023-2025 年收入增速为 13%/10%/10%；
- ② **其他品牌**预计随着结构升级的推进，量减价增，未来收入有望在吨价提升的对冲下实现持平微降，预计 2023-2025 年收入增速为-1%/-3%/-3%。

成本及费用预测：公司在 2023 年起成本压力有所缓解，生产原料大麦、小麦按照过往采购惯例，价格即将在 2023 年底完成对 2024 年全年的锁价，展望价格看回落具确定性；包材成本已自高点回落，未来我们判断进一步大幅度上涨的机会不大，毛利率整体将随着销售产品结构升级的提振而缓慢上升。同时，公司重视费用投放的效率，销售费率和管理费率在收入快速增长的前提下预计整体可保持平稳。

- ① **在毛利率上**，公司通过原材料锁价等方式对成本进行了平滑管控，结构升级以及产品提价有效缓解了成本上涨与运输费用增加带来的毛利率压力，毛利率水平基本企稳未出现明显下降；随着原材料成本价格，以及运输费用的回落，预计未来三年毛利率有望呈现稳中有升的态势，预计 2023-2025 年毛利率为 37.5%/39.4%/41.0%。
- ② **在销售费用的支出上**，我们判断公司已经过了品牌发展初期、销量增长依赖销售费用投放带动的阶段，因此未来预计销售费用增长速度相对于收入增速将持平或略低，对应销售费率保持平稳微降的态势。
- ③ **在管理费用支出上**，公司已初步完成关厂提效，未来仍有关厂空间，短期看未来预计管理费用亦将伴随收入同步增长，管理费率预计将保持不变。

图表 64: 青岛啤酒未来收入增速拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
销量 (万吨)				
主品牌	444	480	513	544
yoy	2.6%	8.2%	6.8%	6.0%
其他品牌	363	355	341	329
yoy	0.8%	-2.4%	-3.7%	-3.6%
总计	807	835	854	873
yoy	1.8%	3.4%	2.3%	2.2%
吨价 (元/千升)				
主品牌	4824	5014	5170	5339
yoy	5.4%	4.0%	3.1%	3.3%
其他品牌	2832	2867	2896	2926
yoy	3.4%	1.1%	1.0%	1.0%
总计	3927	4102	4262	4430
yoy	5.0%	4.4%	3.9%	3.9%
收入 (百万元)				
主品牌	21417	24082	26515	29035
yoy	8.2%	12.5%	10.1%	9.5%
其他品牌	10280	10163	9883	9624
yoy	4.3%	-1.3%	-2.8%	-2.6%
总计	31697	34245	36398	38658
yoy	6.8%	8.0%	6.3%	6.2%

资料来源: WIND, 华鑫证券研究

5.2、未来3年业绩预测

图表 65: 未来3年盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	32,172	34,743	36,927	39,221
营业成本 (百万元)	20,318	21,707	22,378	23,156
销售费用 (百万元)	4,200	4,343	4,431	4,706
管理费用 (百万元)	1,473	1,390	1,477	1,569
财务费用 (百万元)	-421	-516	-619	-735
营业利润 (百万元)	5,001	5,986	7,154	8,161
利润总额 (百万元)	5,006	6,001	7,168	8,173
归属于母公司净利润 (百万元)	3,711	4,463	5,363	6,137
EPS (元/股)	2.72	3.27	3.93	4.50
ROE (%)	14.1%	15.2%	16.3%	16.5%

资料来源: WIND, 华鑫证券研究

5.3、盈利预测

公司短中长期增长逻辑清晰，把握估值底部区域的布局机会。公司品牌、产品、渠道的竞争优势稳固，长逻辑高端化确定性强，中期看关厂提效与成本价格下降有望释放业绩弹性，短期看外部环境如有恢复预期的话基本面优化可期，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 3.27/3.93/4.50 元，当前市值对应 PE 为 22/18/16，给与买入评级。

6、风险提示

盈利预测的风险

- 1、高端产品销量增速不及预期。公司高端化推进较为依赖餐饮端消费场景的正常经营，如果消费场景受到外界环境影响不能正常开展，将对高端产品销量增速产生较大影响。
- 2、原材料成本价格超预期上涨。包材、大小麦等成本价格如果出现超预期的上涨，将会给公司毛利率水平带来较大压力。

经营风险

- 1、经营效率的下降带来公司资产回报率下降。公司如未能如期关闭落后产能，优化产能利用率，未来公司资产回报率可能受到影响。
- 2、销售费用提高。公司如果为拓展新市场渠道，推广新品，大幅提升营销费用的支出，将会对公司利润水平产生较大影响。

内控风险

- 1、实际控制人控制不当的风险。如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司整体经营决策与投资计划、股利分配政策和人事任免等进行控制，将可能对其他股东利益造成不利影响。

市场风险

- 1、高端啤酒竞争超预期加剧，使得销量增速不及预期。各家啤酒企业均将高端化作为主要发展战略目标，未来如果高端啤酒市场的竞争超预期加剧，将会对公司盈利水平产生较大影响。
- 2、经济不景气致使啤酒消费意愿下降，动销水平下降。出于对未来收入预期等担忧，消费者对于啤酒的消费意愿下降导致啤酒行业层面整体动销水平下降。
- 3、啤酒消费习惯发生改变，根本性影响啤酒销量与高端化节奏。如年轻消费群体对啤酒的消费习惯发生改变，则我国啤酒行业整体销量将加速下滑，同时啤酒高端化节奏预计将同时受到负面影响。

7、附表：财务预测与估值

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	17,855	21,896	26,271	31,146
应收款	124	133	132	140
存货	4,152	3,985	3,984	3,992
其他流动资产	9,871	10,080	10,249	10,366
流动资产合计	32,002	36,095	40,636	45,643
非流动资产:				
金融类资产	2,684	2,784	2,864	2,914
固定资产	10,996	10,536	9,944	9,325
在建工程	457	183	73	29
无形资产	2,558	2,430	2,302	2,181
长期股权投资	368	368	368	368
其他非流动资产	3,931	3,931	3,931	3,931
非流动资产合计	18,309	17,448	16,618	15,834
资产总计	50,312	53,543	57,254	61,477
流动负债:				
短期借款	225	255	280	295
应付账款、票据	3,662	3,719	3,710	3,707
其他流动负债	6,875	6,875	6,875	6,875
流动负债合计	19,672	19,893	19,971	20,011
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4,368	4,368	4,368	4,368
非流动负债合计	4,368	4,368	4,368	4,368
负债合计	24,039	24,260	24,338	24,379
所有者权益				
股本	1,364	1,364	1,364	1,364
股东权益	26,272	29,282	32,916	37,098
负债和所有者权益	50,312	53,543	57,254	61,477

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3805	4572	5483	6269
少数股东权益	94	110	121	132
折旧摊销	1036	861	824	778
公允价值变动	164	150	120	100
营运资金变动	-220	240	-34	-57
经营活动现金净流量	4879	5933	6514	7222
投资活动现金净流量	-2199	633	622	613
筹资活动现金净流量	1362	-1532	-1825	-2072
现金流量净额	4,041	5,034	5,311	5,763

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	32,172	34,743	36,927	39,221
营业成本	20,318	21,707	22,378	23,156
营业税金及附加	2,391	2,536	2,696	2,863
销售费用	4,200	4,343	4,431	4,706
管理费用	1,473	1,390	1,477	1,569
财务费用	-421	-515	-619	-736
研发费用	63	68	72	77
费用合计	5,315	5,285	5,361	5,616
资产减值损失	-26	-10	-8	-3
公允价值变动	164	150	120	100
投资收益	170	130	100	80
营业利润	5,001	5,985	7,154	8,162
加:营业外收入	20	20	18	15
减:营业外支出	15	5	4	3
利润总额	5,006	6,000	7,168	8,174
所得税费用	1,201	1,428	1,684	1,904
净利润	3,805	4,572	5,483	6,269
少数股东损益	94	110	121	132
归母净利润	3,711	4,462	5,363	6,138

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	6.6%	8.0%	6.3%	6.2%
归母净利润增长率	17.6%	20.3%	20.2%	14.5%
盈利能力				
毛利率	36.8%	37.5%	39.4%	41.0%
四项费用/营收	16.5%	15.2%	14.5%	14.3%
净利率	11.8%	13.2%	14.8%	16.0%
ROE	14.1%	15.2%	16.3%	16.5%
偿债能力				
资产负债率	47.8%	45.3%	42.5%	39.7%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	259.2	260.7	280.8	280.8
存货周转率	4.9	6.1	6.3	6.5
每股数据(元/股)				
EPS	2.72	3.27	3.93	4.50
P/E	26.3	21.9	18.2	15.9
P/S	3.0	2.8	2.6	2.5
P/B	3.8	3.4	3.1	2.7

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。