

食品饮料行业点评报告

啤酒板块 2023 年报及 2024 一季报总结：成本红利兑现，重回报提分红

增持（维持）

关键词：#产品结构变动带来利润率上升 #成本下降 #大比例分红

投资要点

■ 啤酒板块 2023 年报及 2024Q1 经营总结：量稳价增，利润率继续上行。

1) **收入&量价拆分**：2023 全年啤酒代表上市公司合计营收 1158.85 亿元 (yoy+7.4%)，2024Q1 合计营收 192.79 亿元 (yoy-0.7%)，主要系受上年同期基数扰动。2023 年消费环境有所承压，代表酒企结构升级持续，其中龙头青啤、润啤因中高档产品持续放量，吨价同比分别增长 6.3%、4.0%，重啤销量增速领先同业，吨价稳定，燕京、珠江量价均实现低中个数增长。2024Q1 以来结构升级趋势延续，低档产品加速迭代，青啤、重啤价格同增 2.5%、1.3%。

2) **成本&费用**：2023 年龙头酒企通过产品升级、局部强势区域/产品提价等方式对冲成本上涨压力，毛利率同比增长。2024 年以来受益大原料价格下行，青啤、重啤 2024Q1 毛利率分别为 40.4%、47.9%，同比提升 2.1、2.7pct，表现亮眼。2023 年各家酒企销售费用率同比增加，其中华润啤酒销售费用率同比增加 1.6pct 至 20.1%，在行业内处于较高水平。青啤/重啤/珠江/惠泉 2023 年销售费用率同比提升幅度均在 0.8pct 以下。2024 年 Q1 各家酒企新品及营销节奏差异致销售费用投放表现分化，我们预计 2024 年各家酒企将更加重视基地市场布局，销售费用率将保持稳健。2023 年大部分啤酒上市公司管理费用率连续 2 年下降，降本增效成果显著。

3) **归母净利润&利润率**：2023 年啤酒上市公司合计归母净利 129.26 亿元 (yoy+15.2%)，燕京啤酒 2021-2023 年归母净利 CAGR 为 68.2%，受益 U8 放量&改革红利释放。2024Q1 酒企归母净利润同比均实现两位数增长，其中青啤 Q1 单季度归母净利率达到 15.7%，同比提升 2.2pct，达历史最高，重庆啤酒归母净利润同比增速达 17%，表现亮眼。

■ 2024 展望：成本下行&结构升级兑现业绩，高股息策略之有效配置。

1) **成本下行红利有望于 2024 年啤酒旺季加速兑现**：2024Q1 重啤、青啤业绩超预期主因系吨酒成本分别为同比分别下降 3.3%、1.0%。我们认为伴随 Q2 旺季来临销量持续增长，叠加大麦、玻璃等主要原材料价格走低，盈利弹性或继续扩大。

2) **产品结构优化渐进，中长期空间仍大**：我国啤酒企业产品档次持续升级带动毛销差上行，2024Q1 主流酒企吨价仍实现同比提升，需求较为刚性。伴随核心大单品持续放量，我们对代表酒企全年吨价提升幅度保持乐观。2022 年我国中高档啤酒销量占比为 35%（日本 43%、美国 79%）；啤酒整体单价 2.5 美元/升（分别为日本的 45%、美国的 52%），中长期啤酒均价仍有较大提升潜力，龙头品牌经营韧性较强，有望持续受益。

3) **估值低位，高分红确认安全边际，提升吸引力**：啤酒行业竞争格局稳定，公司现金流充沛，资本开支伴随酒厂关停并转、产能优化而逐步减少，2023 年代表酒企分红率均有所提升。展望 2024 酒企将更加强调股东回报，当前啤酒个股估值处低位，在业绩持续增长，分红率仍有提升空间的基础之上，股息率吸引力提升。

■ **投资建议：把握旺季，重视低估值稳增长品种**。2024Q1 板块业绩超预期是积极信号，从经营节奏来看，2023 年啤酒销量基数前高后低，对应 2024 年经营节奏前低后高，逐月改善趋势清晰。展望今年各家酒企战略重点以提结构、保利润为主，受益成本红利有望在旺季继续扩大，强势市场部分产品仍然存在提价&减费空间，企业倾向控制在竞争对手强势市场的费用投入以提升费效比等多因素共振，公司盈利能力有望继续改善，利润成长性&兑现度较高。目前板块内具有业绩支撑的优质标的处于历史估值低位，存较大上修空间。我们推荐青岛啤酒（A 股/H 股）、重庆啤酒、华润啤酒、燕京啤酒。

■ **风险提示**：现饮场景复苏不及预期风险；啤酒厂商竞争加剧；消费需求迭代与政策约束风险。

2024 年 05 月 06 日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书：S0600522090007

liyzzh@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《中餐加速出海，龙头多元增长可期》
2024-04-29

《24Q1 食品饮料持仓分析：酒类环比加仓，食品分化加剧》
2024-04-25

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 量稳价增，利润率上行 | 4 |
| 2. 2024 展望：成本下行助力盈利，高股息策略之有效配置 | 7 |
| 2.1. 成本下行红利有望于 2024 年啤酒旺季加速兑现 | 7 |
| 2.2. 产品结构优化渐进，中长期空间仍大 | 8 |
| 2.3. 估值低位，高分红确认安全边际，提升吸引力 | 10 |
| 3. 投资建议：把握旺季，重视低估值稳增长品种 | 11 |
| 4. 风险提示 | 11 |

图表目录

| | | |
|-------|-------------------------------------|----|
| 图 1: | 代表啤酒企业 2023 年啤酒量价拆分..... | 4 |
| 图 2: | 代表啤酒企业 2024Q1 啤酒量价拆分..... | 4 |
| 图 3: | 代表酒企吨酒成本同比增速在 2024Q1 下降明显..... | 5 |
| 图 4: | 重庆啤酒 2024Q1 归母净利润增速拆分..... | 7 |
| 图 5: | 青岛啤酒 24Q1 归母净利润增速贡献拆分..... | 7 |
| 图 6: | 玻璃相对价格走势（以 2020 年 1 月价为 100）..... | 8 |
| 图 7: | 铝锭相对价格走势（以 2020 年 1 月价为 100）..... | 8 |
| 图 8: | 进口大麦相对价格走势（以 2020 年 1 月价为 100）..... | 8 |
| 图 9: | 瓦楞纸相对价格走势（以 2020 年 1 月价为 100）..... | 8 |
| 图 10: | 代表啤酒企业毛销差（%）..... | 9 |
| 图 11: | 2023 年代表啤酒企业产品结构占比..... | 9 |
| 图 12: | 华润喜力第二个五年计划可期（万千升）..... | 9 |
| 图 13: | 燕京 U8 快速放量（万千升）..... | 9 |
| 图 14: | 中国啤酒产品结构（以销量计）..... | 9 |
| 图 15: | 我国啤酒均价提升空间大（2022 年，美元/升）..... | 9 |
| 图 16: | 啤酒个股 3 年 PE-BAND（财务匹配规则-盈利预测）..... | 10 |
| 表 1: | 代表啤酒企业营收表现..... | 4 |
| 表 2: | 代表酒企毛利率同比（单位：pct）..... | 5 |
| 表 3: | 代表酒企销售费用率同比（单位：pct）..... | 6 |
| 表 4: | 代表酒企管理费用率同比（包含研发费用，单位：pct）..... | 6 |
| 表 5: | 代表酒企归母净利润..... | 6 |
| 表 6: | 代表酒企归母净利润率同比..... | 7 |
| 表 7: | 啤酒公司分红梳理..... | 10 |
| 表 8: | 行业可比公司估值表（单位：亿元）..... | 11 |

1. 量稳价增，利润率上行

啤酒行业 2023 年收入保持稳步中个位数增长，2024Q1 收入受基数扰动微负，区域型酒企增长较快。2023 全年啤酒代表上市公司合计营收 1158.85 亿元(yoy+7.4%)，2021-2023 两年收入 CAGR 为 6.8%。

2024Q1 单季合计营收 192.79 亿元(yoy-0.7%)，主要系受上年同期基数扰动，其中 24Q1 收入青啤同比-5.2%，重啤/珠江分别同比增长 7.2%、7.0%好于行业，2022Q1-2024Q1 代表性酒企合计收入两年 CAGR 为 6.1%，行业伴随产品升级量稳价增，收入持续走高。

表1：代表啤酒企业营收表现

| 收入 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2023 同比 | 2021- 2023 年 CAGR | 2022 Q1 | 2023 Q1 | 2024 Q1 | 2024Q1 同比 | 2022-2024 年 CAGR |
|-------------|---------|---------|---------|------------|-------------------------|------------|------------|------------|--------------|---------------------|
| 青岛啤酒 | 30,167 | 32,172 | 33,937 | 5.5% | 6.1% | 9,208 | 10,706 | 10,150 | -5.2% | 5.0% |
| 重庆啤酒 | 13,119 | 14,039 | 14,815 | 5.5% | 6.3% | 3,833 | 4,006 | 4,293 | 7.2% | 5.8% |
| 燕京啤酒 | 11,961 | 13,202 | 14,213 | 7.7% | 9.0% | 3,100 | 3,526 | 3,587 | 1.7% | 7.6% |
| 珠江啤酒 | 4,538 | 4,928 | 5,378 | 9.1% | 8.9% | 872 | 1,035 | 1,108 | 7.0% | 12.7% |
| 惠泉啤酒 | 582 | 613 | 614 | 0.0% | 2.7% | 128 | 137 | 141 | 2.9% | 4.9% |
| 华润啤酒 | 34,393 | 36,428 | 40,064 | 10.0% | 7.9% | / | / | / | / | / |
| 百威亚太 | 6,824 | 6,494 | 6,865 | 5.7% | 0.3% | / | / | / | / | / |
| 合计 | 101,584 | 107,876 | 115,885 | 7.4% | 6.8% | 17,141 | 19,410 | 19,279 | -0.7% | 6.1% |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

量价拆分：结构升级持续，龙头酒企价增明显。2023 年消费环境有所承压，代表酒企吨价保持增长，其中龙头青啤、润啤因中高档产品持续放量，吨价同比分别增长 6.3%、4.0%，重啤销量增速领先同业，吨价稳定，燕京、珠江量价均实现低中个位数增长。2024Q1 以来结构升级趋势延续，低档产品加速迭代，青啤、重啤价格同增 2.5%、1.3%。

图1：代表啤酒企业 2023 年啤酒量价拆分

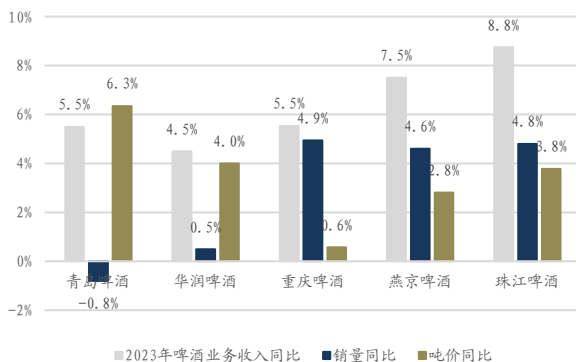
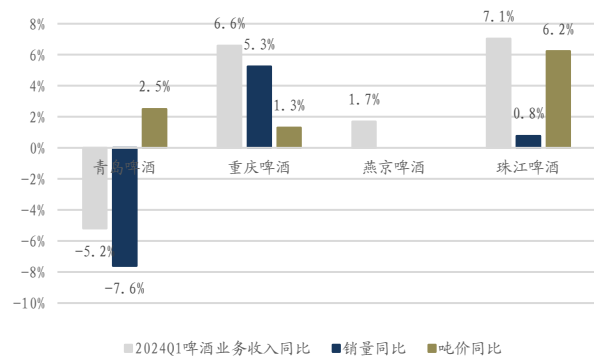


图2：代表啤酒企业 2024Q1 啤酒量价拆分



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

注：燕京啤酒未披露 24Q1 量价数据，珠江啤酒吨价据收入及销量数据倒算，或与实际情况存在差异
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

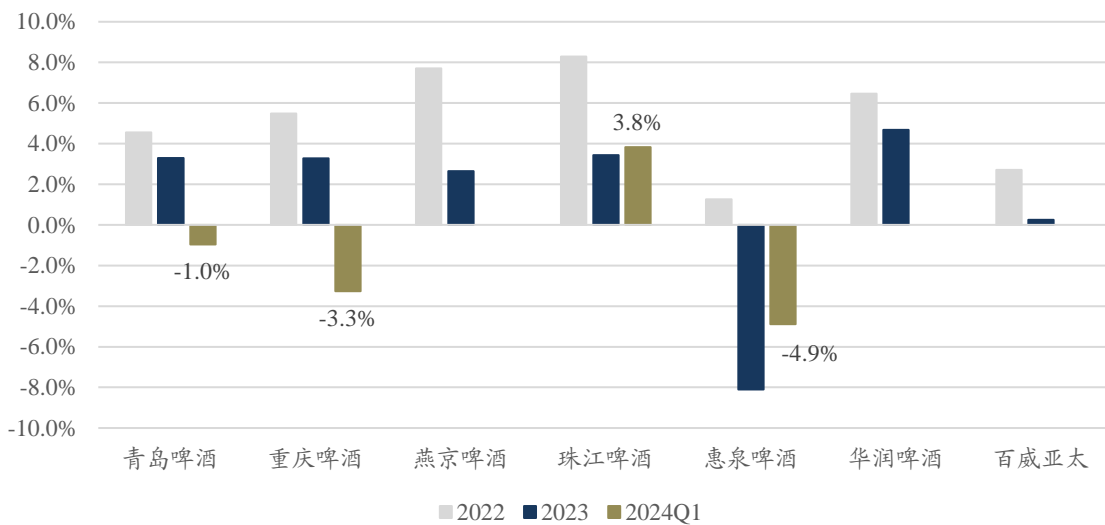
毛利率同比增长，部分酒企成本仍处相对高位。2023 年龙头酒企通过产品升级、提价等方式对冲成本上涨压力，毛利率同比增长，但部分酒企毛利率仍未回到 2021 年水平。2024 年以来受益大麦、包材等原料价格下行，代表酒企毛利率较 2022、2023 均实现不同程度增长，其中青啤、重啤 2024Q1 毛利率分别为 40.4%、47.9%，同比提升 2.1、2.7pct，表现亮眼。

表2: 代表酒企毛利率同比 (单位: pct)

| 毛利率(%) | 2021 | 2022 | 2023 | 2023 同比 | 2023 相较 2021 | 2022 Q1 | 2023 Q1 | 2024 Q1 | 2024Q1 同比 | 2024Q1 相较 2022Q1 |
|--------|------|------|------|---------|--------------|---------|---------|---------|-----------|------------------|
| 青岛啤酒 | 36.7 | 36.8 | 38.7 | 1.8 | 1.9 | 37.8 | 38.3 | 40.4 | 2.1 | 2.6 |
| 重庆啤酒 | 50.9 | 50.5 | 49.1 | (1.3) | (1.8) | 47.7 | 45.2 | 47.9 | 2.7 | 0.2 |
| 燕京啤酒 | 38.4 | 37.4 | 37.6 | 0.2 | (0.8) | 34.5 | 36.8 | 37.2 | 0.4 | 2.6 |
| 珠江啤酒 | 45.0 | 42.4 | 42.8 | 0.4 | (2.1) | 40.4 | 40.8 | 42.1 | 1.3 | 1.7 |
| 惠泉啤酒 | 26.9 | 27.1 | 29.5 | 2.4 | 2.6 | 27.3 | 26.4 | 30.6 | 4.2 | 3.3 |
| 华润啤酒 | 39.2 | 38.5 | 41.4 | 2.9 | 2.2 | / | / | / | / | / |
| 百威亚太 | 53.9 | 50.0 | 50.4 | 0.3 | (3.5) | / | / | / | / | / |

注: 括号表示负数, 全文后同; 数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 代表酒企吨酒成本同比增速在 2024Q1 下降明显



注: 吨成本以营业成本/销量计算; 数据来源: Wind, 东吴证券研究所

销售费用率 2023 同比增长、2024Q1 有所分化, 预计全年稳健。2023 年各家酒企销售费用率同比增加, 其中华润啤酒销售费用率同比增加 1.6pct 至 20.1%, 在行业内处于较高水平。青啤/重啤/珠江/惠泉 2023 年销售费用率同比提升幅度均在 0.8pct 以下, 燕京啤酒销售费用率受益收入快速增长、员工优化等同比-1.3pct。2024 年 Q1 代表上市公司费用投放出现分化, 重啤、珠江销售费用率提升, 其余酒企均有所收窄, 主要系各家新品及营销节奏差异导致, 我们预计 2024 年各家酒企将更加重视基地市场布局, 销售费用率将保持稳健。

表3: 代表酒企销售费用率同比 (单位: pct)

| 销售费用率 (%) | 2021 | 2022 | 2023 | 2023 同比 | 2023 相较 2021 | 2022 Q1 | 2023 Q1 | 2024 Q1 | 2024Q1 同比 | 2024Q1 相较 2022Q1 |
|-----------|------|------|------|---------|--------------|---------|---------|---------|-----------|------------------|
| 青岛啤酒 | 13.6 | 13.1 | 13.9 | 0.8 | 0.3 | 14.2 | 13.8 | 12.8 | (1.0) | (1.4) |
| 重庆啤酒 | 16.9 | 16.6 | 17.1 | 0.5 | 0.2 | 13.7 | 12.9 | 13.1 | 0.2 | (0.6) |
| 燕京啤酒 | 13.0 | 12.4 | 11.1 | (1.3) | (2.0) | 11.9 | 12.5 | 11.9 | (0.6) | 0.0 |
| 珠江啤酒 | 15.5 | 15.0 | 15.2 | 0.2 | (0.3) | 16.1 | 15.4 | 16.6 | 1.3 | 0.6 |
| 惠泉啤酒 | 4.7 | 4.2 | 4.6 | 0.4 | (0.1) | 7.3 | 9.1 | 9.1 | (0.0) | 1.8 |
| 华润啤酒 | 19.6 | 18.5 | 20.1 | 1.6 | 0.5 | / | / | / | / | / |
| 百威亚太 | 28.3 | 25.8 | 25.1 | (0.8) | (3.2) | / | / | / | / | / |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

降本增效继续, 2023 年管理费用率较 2021 年下行。2023 年大部分啤酒上市公司管理费用率同比 2022 年出现下降, 相较 2021 年降幅则更为明显, 其中重啤、润啤 2023 年管理费用率较 2021 年分别下降 1.7、2.1pct, 降本增效成果显著。

表4: 代表酒企管理费用率同比 (包含研发费用, 单位: pct)

| 管理费用率 (%) | 2021 | 2022 | 2023 | 2023 同比 | 2023 相较 2021 | 2022 Q1 | 2023 Q1 | 2024 Q1 | 2024Q1 同比 | 2024Q1 相较 2022Q1 |
|-----------|------|------|------|---------|--------------|---------|---------|---------|-----------|------------------|
| 青岛啤酒 | 5.7 | 4.8 | 4.8 | (0.0) | (0.9) | 3.9 | 3.1 | 3.6 | 0.5 | (0.3) |
| 重庆啤酒 | 5.2 | 4.6 | 3.5 | (1.1) | (1.7) | 4.0 | 3.1 | 3.2 | 0.1 | (0.7) |
| 燕京啤酒 | 13.8 | 12.5 | 13.1 | 0.6 | (0.6) | 15.3 | 13.9 | 13.7 | (0.3) | (1.7) |
| 珠江啤酒 | 11.1 | 10.3 | 10.2 | (0.0) | (0.8) | 11.4 | 11.8 | 11.1 | (0.7) | (0.3) |
| 惠泉啤酒 | 11.3 | 9.6 | 10.3 | 0.7 | (1.0) | 14.8 | 10.8 | 12.2 | 1.4 | (2.6) |
| 华润啤酒 | 10.5 | 9.1 | 8.4 | (0.7) | (2.1) | / | / | / | / | / |
| 百威亚太 | 6.6 | 6.8 | 6.8 | 0.0 | 0.3 | / | / | / | / | / |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

归母净利润持续高增, 24Q1 受益成本下行利润率提升。2023 年啤酒上市公司合计归母净利 129.26 亿元 (yoy+15.2%), 其中燕京啤酒受益 U8 放量&改革红利释放, 2021-2023 年归母净利 CAGR 为 68.2%。2024Q1 受益成本下行&结构继续升级, 酒企归母净利润同比均实现两位数增长, 其中青啤 Q1 单季度归母净利率达到 15.7%, 同比提升 2.2pct, 达历史最高, 重庆啤酒归母净利润同比增速达 17%, 表现亮眼。

表5: 代表酒企归母净利润

| 归母净利润 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2023 同比 | 2021-2023 年 CAGR | 2022 Q1 | 2023 Q1 | 2024 Q1 | 2024Q1 同比 | 2022-2024 年 CAGR |
|-------------|-------|-------|-------|---------|------------------|---------|---------|---------|-----------|------------------|
| 青岛啤酒 | 3,155 | 3,711 | 4,268 | 15.0% | 16.3% | 1,126 | 1,451 | 1,597 | 10.1% | 19.1% |
| 重庆啤酒 | 1,166 | 1,264 | 1,337 | 5.8% | 7.1% | 341 | 387 | 452 | 16.8% | 15.2% |
| 燕京啤酒 | 228 | 352 | 645 | 83.0% | 68.2% | 1 | 65 | 103 | 58.9% | 989.7% |
| 珠江啤酒 | 611 | 598 | 624 | 4.2% | 1.0% | 71 | 87 | 121 | 39.4% | 30.5% |
| 惠泉啤酒 | 31 | 40 | 49 | 21.8% | 25.1% | -2 | 1 | 5 | 468.5% | 199.4% |
| 华润啤酒 | 4,587 | 4,344 | 5,153 | 18.6% | 6.0% | / | / | / | / | / |
| 百威亚太 | 950 | 913 | 852 | -6.7% | -5.3% | / | / | / | / | / |

| | | | | | | | | | | |
|----|--------|--------|--------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 合计 | 10,729 | 11,222 | 12,926 | 15.2% | 9.8% | 1,537 | 1,990 | 2,278 | 14.4% | 21.7% |
|----|--------|--------|--------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表6：代表酒企归母净利润率同比

| 归母净利润率 (%) | 2021 | 2022 | 2023 | 2023 同比 | 2023 相较 2021 | 2022 Q1 | 2023 Q1 | 2024 Q1 | 2024Q1 同比 | 2024Q1 相较 2022Q1 |
|------------|------|------|------|---------|--------------|---------|---------|---------|-----------|------------------|
| 青岛啤酒 | 10.5 | 11.5 | 12.6 | 1.0 | 2.1 | 12.2 | 13.6 | 15.7 | 2.2 | 3.5 |
| 重庆啤酒 | 8.9 | 9.0 | 9.0 | 0.0 | 0.1 | 8.9 | 9.7 | 10.5 | 0.9 | 1.6 |
| 燕京啤酒 | 1.9 | 2.7 | 4.5 | 1.9 | 2.6 | 0.0 | 1.8 | 2.9 | 1.0 | 2.8 |
| 珠江啤酒 | 13.5 | 12.1 | 11.6 | (0.5) | (1.9) | 8.1 | 8.4 | 10.9 | 2.5 | 2.8 |
| 惠泉啤酒 | 5.3 | 6.5 | 7.9 | 1.4 | 2.6 | -1.3 | 0.7 | 3.6 | 3.0 | 5.0 |
| 华润啤酒 | 13.3 | 11.9 | 12.9 | 0.9 | (0.5) | / | / | / | / | / |
| 百威亚太 | 13.9 | 14.1 | 12.4 | (1.6) | (1.5) | / | / | / | / | / |

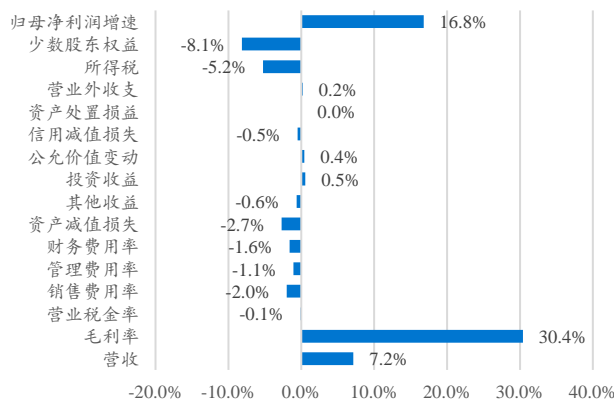
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 2024 展望：成本下行助力盈利，高股息策略之有效配置

2.1. 成本下行红利有望于 2024 年啤酒旺季加速兑现

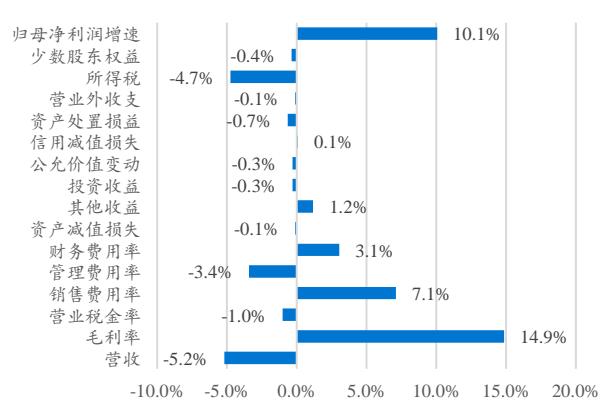
2024Q1 重啤、青啤归母净利润均超越此前市场预期，其增速拆分中毛利率贡献尤为突出，这主要得益于吨酒成本分别为同比分别下降 3.3%、1.0%。我们认为伴随 Q2 旺季来临销量持续增长，叠加主要原材料价格走低，盈利弹性或继续扩大。

图4：重庆啤酒 2024Q1 归母净利润增速拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：青岛啤酒 24Q1 归母净利润增速贡献拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

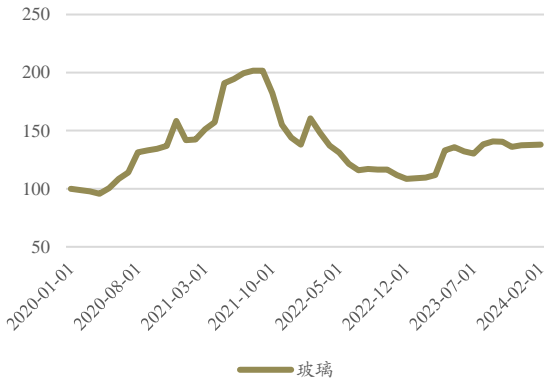
1) 大麦：截至 2024 年 2 月底国内进口大麦价格 280.2 美元/吨，较 2022 年 12 月下降 32%。澳洲大麦价格优势领先，在双反前为啤酒企业主要采购品种（部分酒企澳麦供应比率达 100%），此前澳麦双反税终止，澳麦供给量逐步提升（考虑大麦生长周期，我们预计酒企澳麦供给比例有望在 2025 年恢复到双反前水平），采购成本有望持续下行。

2) 铝&玻璃：铝价在 2023Q4 环比有所回落，玻璃价格在 23 年 10 月上行后环比回落，2024 年以来铝采购价 3 月环比有所提升，玻璃价格持续下行，酒企或能通过提前锁

价部分对冲高位压力，同时，玻璃价格下行或带来一定成本红利。

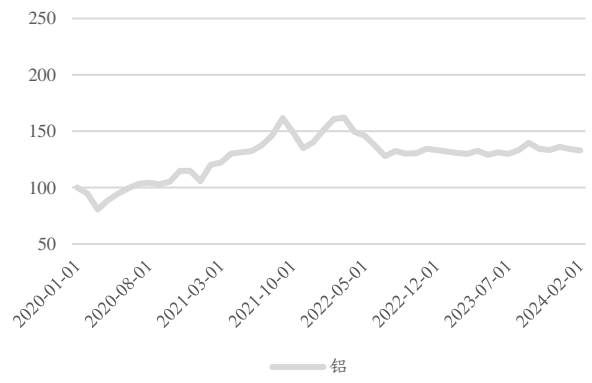
3) 瓦楞纸：自 2023 年 6 月以来价格回落明显，2023Q4 旺季价格环比回落，伴随纸企产能扩张、进口增加等因素，2024 年当前价格相对稳定，全年或有下降空间。

图6: 玻璃相对价格走势(以 2020 年 1 月价为 100)



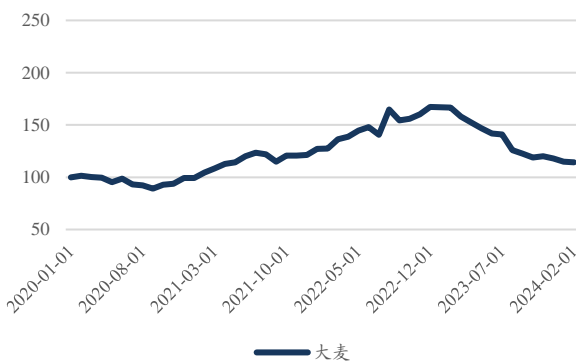
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 铝锭相对价格走势(以 2020 年 1 月价为 100)



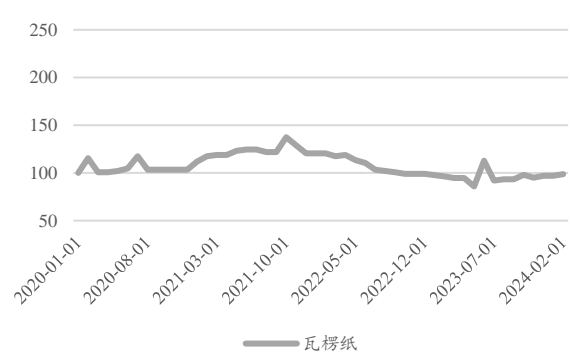
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 进口大麦相对价格走势(以 2020 年 1 月价为 100)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 瓦楞纸相对价格走势(以 2020 年 1 月价为 100)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

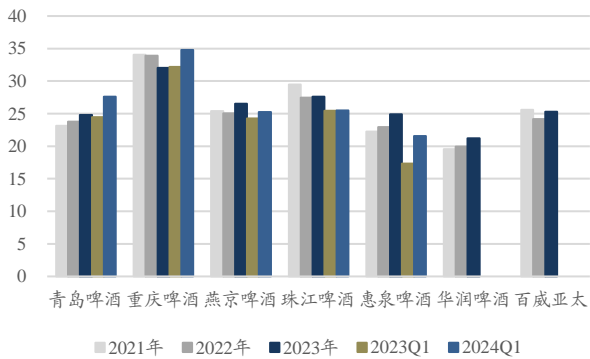
2.2. 产品结构优化渐进，中长期空间仍大

产品中枢仍在上行。近年来，我国啤酒企业产品档次持续升级带动毛销差上行，2023 年整体消费力承压之下啤酒高端化进程有所放缓，但酒企中端产品仍保持良好增长。2024Q1 主流酒企吨价仍实现同比提升，结构升级趋势延续，好于市场预期，亦反映出啤酒需求较为刚性。伴随核心大单品持续放量（如润啤的喜力、燕京的 U8 等），我们对代表酒企全年吨价提升幅度保持乐观

2022 年我国中高档啤酒销量占比为 35%（日本 43%、美国 79%）；啤酒整体单价 2.5 美元/升（分别为日本的 45%、美国的 52%），过去 10 年我国啤酒升级主要聚焦瓶装&现饮，消费者需求日趋健康化&减量提质，产品升级/渠道优化/包装创新/品类多元化将在

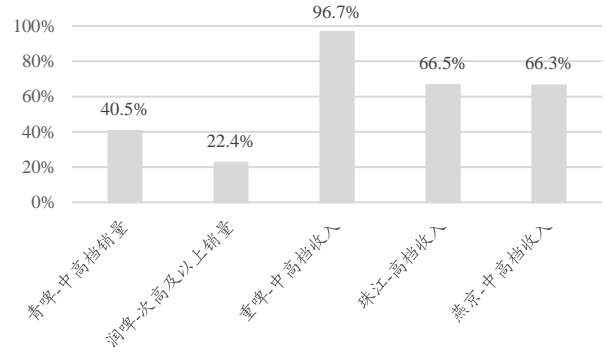
中长期驱动我国啤酒均价持续上行。龙头品牌经营韧性较强，有望持续受益。

图10: 代表啤酒企业毛销差 (%)



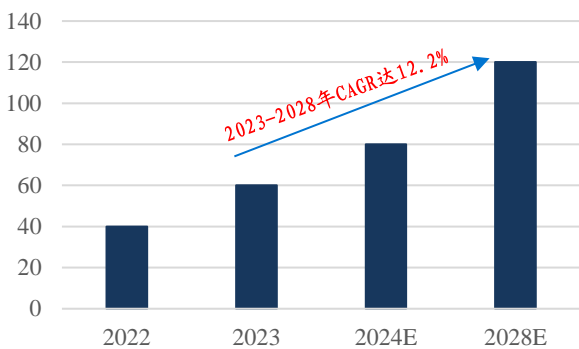
数据来源: 各公司财报, 东吴证券研究所

图11: 2023 年代表啤酒企业产品结构占比



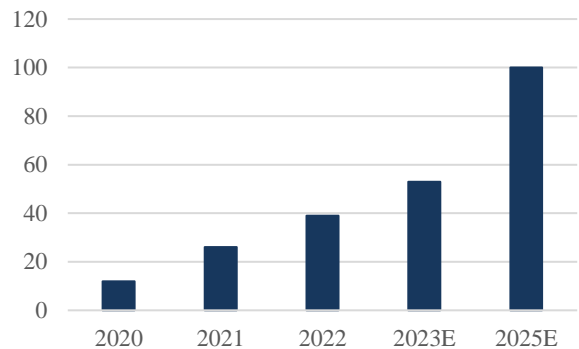
注: 由于各家产品档次口径存在差异, 以财报列示为准, 青啤/润啤以销量计, 其余酒企以收入计;
数据来源: 各公司财报, 东吴证券研究所

图12: 华润喜力第二个五年计划可期 (万千升)



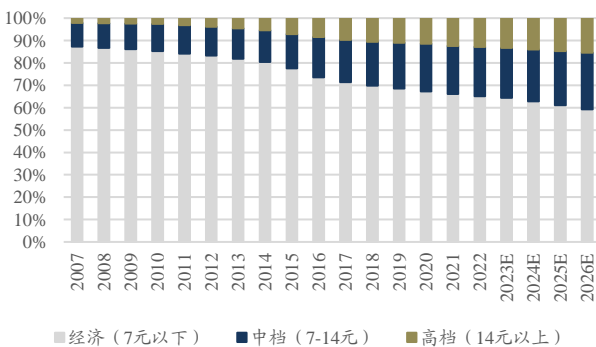
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图13: 燕京 U8 快速放量 (万千升)



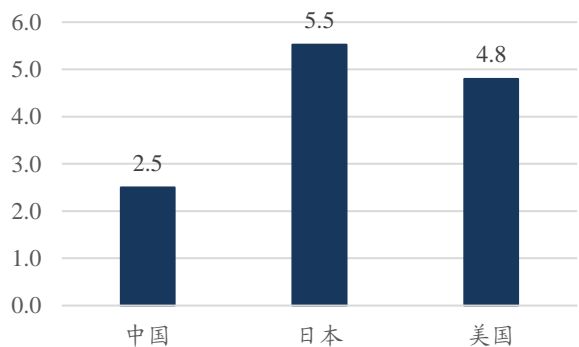
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图14: 中国啤酒产品结构 (以销量计)



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图15: 我国啤酒均价提升空间大 (2022 年, 美元/升)

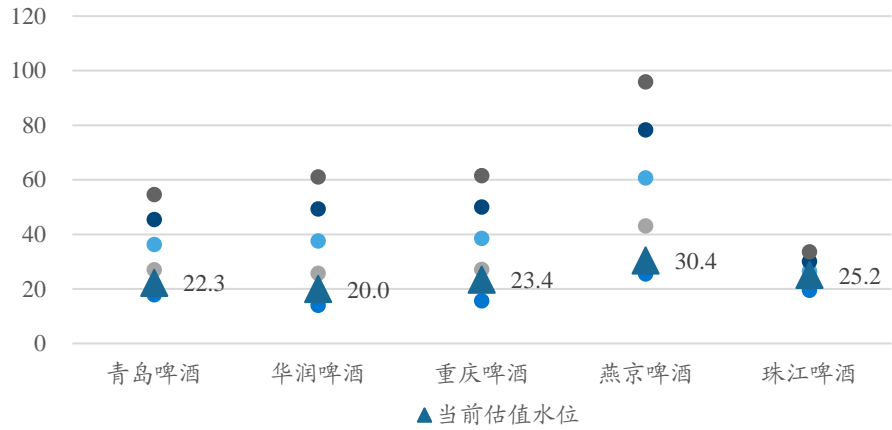


数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

2.3. 估值低位，高分红确认安全边际，提升吸引力

啤酒行业竞争格局稳定，公司现金流充沛，资本开支伴随酒厂关停并转、产能优化而逐步减少，2023 年代表酒企业分红率均有所提升，其中重啤 2023 年分红率达到 101.4%，股息率亦超过 4%，位列食品饮料行业前。展望 2024 酒企更加强调股东回报，分红率有望稳定在较高水平。当前啤酒个股估值处低位，在业绩持续增长，分红率仍有提升空间的基础之上，股息率吸引力提升。

图16: 啤酒个股 3 年 PE-BAND (财务匹配规则-盈利预测)



数据来源：Wind，东吴证券研究所，注：数据截至 2024 年 4 月 30 日

表7: 啤酒公司分红梳理

| 公司 | 分红梳理 | 2024 预计分红 (亿元) | 预期分红率 | 股息率 |
|------|--------------------------------------|----------------|-------|------|
| 青岛啤酒 | 2024 分红金额较 2023 (含特别分红) 实现增长、增加中期分红。 | 35.7 | 70% | 3.2% |
| 华润啤酒 | 公司成立三十周年新增特别分红。中长期分红率有望稳定至 50-60% | 36.9 | 60% | 3.4% |
| 重庆啤酒 | 延续高分红政策，我们预计分红率仍将保持 90%以上。 | 14.2 | 95% | 4.2% |
| 燕京啤酒 | 分红率逐年提升，伴随业绩持续兑现消化估值，股息率吸引力增强 | 3.5 | 55% | 1.4% |

注：股息率以 2024 年 4 月 30 日收盘价计算。数据来源：Wind，东吴证券研究所预计

3. 投资建议：把握旺季，重视低估值稳增长品种

2023年平稳收官，2024Q1板块业绩超预期是积极信号，旺季值得期待。2023年消费需求承压背景下啤酒经营情况稳健，量价表现符合预期。2024年以来动销平稳，库存水平良性，吨价继续上行体现需求刚性，Q1吨成本大幅改善逻辑超预期兑现。

从经营节奏来看，2023年啤酒销量基数前高后低，对应2024年经营节奏前低后高，逐月改善趋势清晰。展望今年各家酒企战略重点以提结构、保利润为主，受益成本红利有望在旺季继续扩大、强势市场部分产品仍然存在提价&减费空间、企业倾向控制在竞争对手强势市场的费用投入以提升费效比等多因素共振，公司盈利能力有望继续改善，利润成长性&兑现度较高。目前板块内具有业绩支撑的优质标的处于历史估值低位，有较大上修空间。我们推荐青岛啤酒（A股/H股）、重庆啤酒、华润啤酒、燕京啤酒。

表8：行业可比公司估值表（单位：亿元）

| 公司 | 总市值 | 归母净利润 | | | | 同比增速 | | | PE | | |
|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 青岛啤酒 | 1118 | 42.7 | 51.0 | 57.4 | 64.1 | 19.4% | 12.6% | 11.7% | 22 | 19 | 17 |
| 华润啤酒 | 1094 | 51.5 | 61.4 | 71.8 | 82.1 | 19.2% | 16.7% | 16.7% | 18 | 15 | 13 |
| 重庆啤酒 | 341 | 13.4 | 15.0 | 16.2 | 17.3 | 12.0% | 8.1% | 7.0% | 23 | 21 | 20 |
| 燕京啤酒 | 261 | 6.4 | 9.0 | 11.7 | 14.2 | 39.6% | 30.2% | 21.5% | 29 | 22 | 18 |

注：相关数据货币单位均为人民币，港元汇率为2024年4月30日0.9081。PE以4月30日市值计算；公司盈利预测均为东吴预测。

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

4. 风险提示

现饮场景复苏不及预期风险。啤酒的动销及高端化创新离不开终端渠道的支持，而现饮场景是产品结构升级的主要阵地，若2024年餐饮等渠道需求不振，消费者支出下降，酒企量价将存在较大增长压力。

啤酒厂商竞争加剧。目前啤酒行业已经入存量竞争时代，伴随产品结构化升级，各大厂商纷纷加码，中高端产品竞争加剧将使得行业整体竞争格局进一步激烈，进而压制企业盈利空间。

政策约束风险。我国十四五规划和2035年远景目标纲提出的加强限酒健康教育，控制酒精过度使用，减少酗酒，政策约束或压制啤酒消费。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>