

看好成本下降和销量同比改善

--啤酒板块 2023A & 24Q1 业绩总结

核心观点:

- **业绩稳健增长，高端化逻辑不改：**时间序列上来看，2020年-2024Q1啤酒行业上市公司整体收入、利润均实现增长，其中利润增速显著高于收入增速，反映了行业高端化进程的持续。2023年吨价提升拉动收入稳健增长，成本高位导致利润端增速放缓。24Q1伴随成本下行利润端弹性增加，而收入端高基数影响预计在旺季到来时将有所减弱。
- **收入端：吨价稳步提升，旺季销量有望修复。**量价拆分来看，1)量：2023年受前期预期偏高而旺季需求疲软影响，销量增速呈现前高后低特点，24Q1受去年同期高基数影响销量增速较低，但市场动销反映需求并未减弱，预计旺季销量增速有望改善。2)价：2023年稳健增长，24Q1略放缓，长期看高端化进程下，吨价提升拉动收入增长的发展逻辑维持不变。
- **利润端：原料成本回落，盈利能力整体稳健。**受益于澳麦价格回落，2024年上市公司成本端有所改善，利润弹性增加。24Q1吨成本改善对毛利率的拉动作用已经显现，其中青岛啤酒、重庆啤酒吨成本分别同比-1.0/-3.3pet，拉动毛利率同比分别+2.8/+2.1pet。全年看五家上市公司成本改善幅度及节奏略有分化，预计华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒受益相对显著，燕京啤酒、珠江啤酒受澳麦价格回落影响相对较小。
- **股息率呈上升趋势。**2023年华润/青岛/重庆/燕京/珠江分红比例分别为59%/64%/101%/44%/44%。股息率分别为2.0%/2.4%/4.0%/1.0%/1.9%，较2022年均有提升。
- **投资建议：**展望2024年，市场需求未见减弱前提下，伴随高基数影响逐渐减弱，预计旺季啤酒销量有望增长。一方面，2024年上市公司成本端边际改善确定性高，预期带来较大的利润弹性，建议关注澳麦价格下降背景下，成本端受益较显著的公司。另一方面，各公司高端化进程及新品开发节奏亦是行业竞争中取胜的关键。推荐燕京啤酒、青岛啤酒、华润啤酒，建议关注重庆啤酒。
- **风险提示：**行业竞争加剧的风险；消费需求不及预期的风险。

食品饮料

推荐 (维持)

分析师

刘来珍

☎: 021-2025 2647

✉: liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

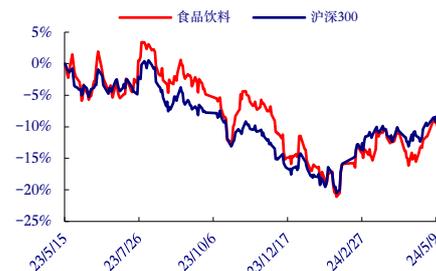
分析师登记编码: S0130523040001

研究助理: 韩勉

☎: 010-8092 7653

✉: hanmian_yj@chinastock.com.cn

相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河食饮】行业动态-白酒板块: 现阶段板块机会大于风险

目 录

一、业绩增长稳健，高端化逻辑不改.....	3
二、收入端：吨价稳步提升，旺季销量有望修复.....	3
三、利润端：原料成本回落，盈利能力整体稳健.....	5
四、股息率呈上升趋势.....	6
五、投资建议.....	7
六、风险提示.....	7

一、业绩增长稳健，高端化逻辑不改

从时间序列来看，2020-2024 年 Q1 啤酒行业上市公司整体收入、利润均呈上升趋势其中，16-23 年复合增长率分别为 7.3%、30.5%。利润增速显著高于收入增速，反映了行业高端化进程持续推进下，上市公司盈利能力持续提升。

具体看 2023-2024Q1：1) **收入端 2023 年增长稳健，24Q1 整体放缓。**2023 及 2024Q1 上市公司收入分别同比+6%/0.7%。2023 年尽管受旺季消费不及预期影响，但受益于上市公司高端化升级趋势的作用，吨价提升带动全年收入实现稳健增长。2024 年 Q1 收入增速略放缓，主要受去年同期高基数影响。2) **利润端 2023 年增速略放缓，24Q1 弹性增加。**2023 及 2024Q1 上市公司扣非归母净利润分别同比+13%/17%。2023 年大麦价格高位导致酒企成本承压，行业竞争加剧导致公司市场、品牌等费用投入亦有所增加。2024 年 Q1 伴随大麦价格回落，公司毛利率显著提升（1Q24 青岛/重庆/燕京/珠江啤酒毛利率分别+2.1/+2.7/+0.4/+1.3pct），利润端改善较显著。

图1：啤酒上市公司收入变动情况



注：收入总额年度数据为华润（啤酒业务）、青岛、重庆、燕京、珠江啤酒加总。Q1 数据为青岛、重庆、燕京、珠江啤酒加总。
资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

图2：啤酒上市公司净利变动情况



注：利润年度数据为华润（啤酒业务）、青岛、重庆、燕京、珠江啤酒加总。其中华润啤酒业务净利以 EBIT 占比测算。Q1 数据为青岛、重庆、燕京、珠江啤酒加总。
资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

二、收入端：吨价稳步提升，旺季销量有望修复

拆分量价来看，近年来上市公司啤酒销量整体呈小幅增长趋势，与行业整体趋势相似，收入增长主要靠价增拉动。

表1：啤酒上市公司历史量价拆分

	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
收入 yoy	1.4%	4.3%	4.1%	6.5%	9.1%	-1.2%
销量 yoy	0.3%	2.3%	2.3%	1.7%	1.4%	-3.9%
吨价 yoy	1.1%	2.0%	1.7%	4.8%	7.6%	2.7%

注：2024Q1 为青啤、重啤、珠啤加总数据
资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

1) **量：2023 年销量增速呈现前高后低特点。**上半年受益于疫情政策放开带来的消费反弹以及淄博烧烤热、旅游恢复性增长的催化因素，产量实现较快增长（2023 年规上啤酒企业共实现产量 3555.5 万千升，同比-0.4%）。其中 2023 年前三月、四月、五月产量分别同比+20.5%/18.2%/5.0%。但在 6-8 月旺季市场消费需求不及预期，叠加 2022 年高基数等因素，经销商前期囤货无法及时消化造成渠道库存累计，产量开始下滑，单 Q4 产量同比-9.6%。

2024 年 Q1，上市公司销量增速普遍放缓，主要受 2023Q1 同期高基数影响。唯重庆啤酒 2023 年由于大单品调整，基数相对较低，2024Q1 伴随疆外乌苏渠道逐步调整到位，实现动销增长，推动整体销量平稳增长，发展节奏与行业略有差异。但从市场动销角度来看，24Q1 春节旺季消费需求并未减弱，动销表现良好，且现饮渠道逐步修复。展望即将到来的夏季消费旺季，在较低基数下，我们预计 24Q2 开始啤酒销量同比增速将会改善。

图3：上市公司 23/24Q1 销量变动情况

	23Q1销量 (万千升)	yoy	24Q1销量 (万千升)	yoy
华润啤酒		较快增长		24年1-2月收入连续增长，销量微增
青岛啤酒	236.3	11%	218.4	-8%
重庆啤酒	82.36	4%	86.68	5%
燕京啤酒	96.31	13%		估测微增
珠江啤酒	26.18	11%	26.38	1%

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

图4：2023 年啤酒产量呈现前高后低特点



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

2) 价：23 年稳健增长，24Q1 增速略放缓。受益于高端化进程持续和成本上涨下部分核心单品种调价，2023/2024Q1 上市公司吨价整体同比+7.6%、2.7%，其中 2023 年华润/青岛/重庆/燕京/珠江吨价分别同比+9.4%/6.3%/0.6%/3.0%/4.1%，2024 年 Q1 青岛/重庆/珠江吨价分别同比+2.6%/1.8%/6.2%，整体维持了稳健增长。伴随上市公司积极布局纯生、精酿等高端新品，并持续推动产品矩阵内部结构化升级，预计高端化带动的吨价增长依旧是稳定趋势。

表2：啤酒上市公司 2023-2024Q1 量价拆分

	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒
2023 年					
收入 yoy	10.0%	5.5%	5.5%	7.7%	9.1%
销量 yoy	0.5%	-0.7%	4.9%	4.6%	4.8%
吨价 yoy	9.4%	6.3%	0.6%	3.0%	4.1%
2024Q1					
收入 yoy		-5.2%	7.2%	1.7%	7.0%
销量 yoy		-7.6%	5.2%		0.8%
吨价 yoy		2.6%	1.8%		6.2%

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

三、利润端：原料成本回落，盈利能力整体稳健

表3：啤酒上市公司 2023-2024Q1 财务指标变动情况

		华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒
毛利率同比 (pet)	2023	2.90	1.81	(1.33)	0.19	0.38
	2024Q1		2.12	2.74	0.40	1.35
销售费用率同比 (pet)	2023	1.60	0.82	0.53	(1.29)	0.23
	2024Q1		(1.02)	0.18	(0.57)	1.27
管理费用率同比 (pet)	2023	(0.72)	(0.10)	(0.47)	0.70	0.53
	2024Q1		0.41	0.02	(0.21)	(0.39)
净利率同比 (pet)	2023	1.18	1.04	0.02	1.87	(0.55)
	2024Q1		2.18	0.87	1.03	2.53

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

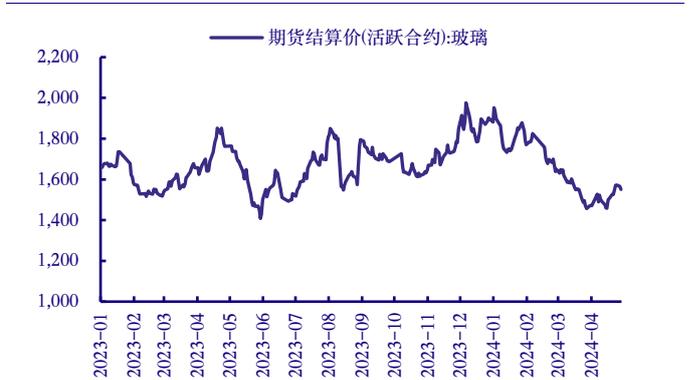
1、成本端：吨成本下降。2023年下半年-2024年大麦价格明显回落，包材价格整体稳中有降。具体看，2023年大麦价格下降较为显著，易拉罐与纸箱价格下降，玻瓶价格持平。2024年鉴于上市公司提前对大麦等原材料的锁价动作，决定了2024年成本端压力将显著小于2023年。预计全年包材价格整体稳中略降。

图5：大麦价格（美元/吨）



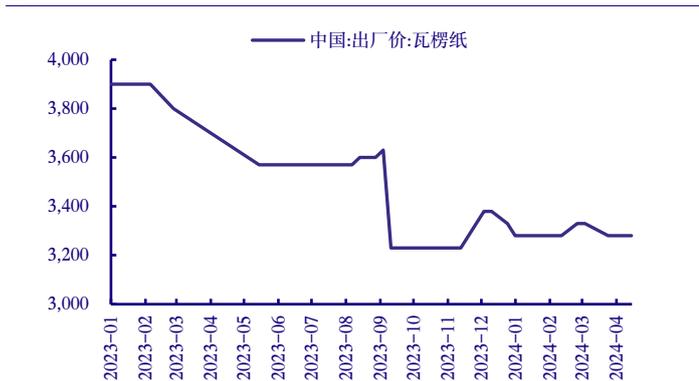
资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图6：玻璃价格（元/吨）



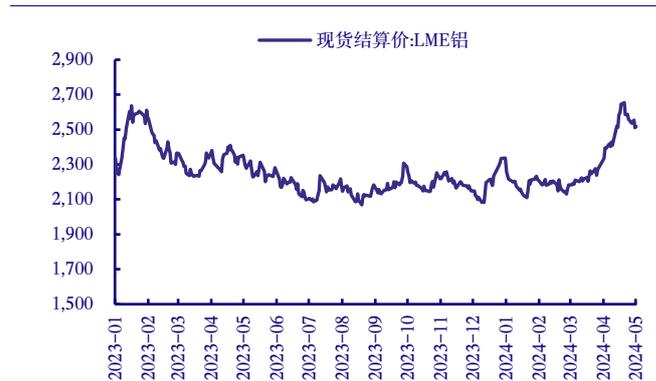
资料来源：郑州商品交易所，中国银河证券研究院

图7：瓦楞纸价格（元/吨）



资料来源：中纸在线，中国银河证券研究院

图8：铝价（美元/吨）



资料来源：LME，中国银河证券研究院

整体看，上市公司成本端压力普遍较2023年有所下降，而具体改善幅度及节奏略有分化，具体来看，青岛啤酒和重庆啤酒受益程度更显著，预计吨成本下降将贡献更高的利润弹性：

1) **华润啤酒**：历史大麦采购占比 1/3 左右，2023 年受大麦价格上涨影响，大麦成本双位数增长。公司现已完成全年大麦采购锁价工作，预计 2024H2 成本端改善有望进一步兑现。

2) 青岛啤酒: 公司 2023 年初完成了对全年大麦的采购锁价工作, 故受前期大麦价格上涨影响较大, 全年大麦成本上涨超 20%。公司现已完成对 2024 年大麦锁价工作, 预计全年大麦成本将高单位数下降, 其中 Q2 成本端将较 Q1 进一步改善。

大麦价格下降对公司成本端的积极作用较明显, 24Q1 吨成本同比-1pct, 拉动毛利率同比+2.1pct。

3) 重庆啤酒: 公司采购进口大麦中澳麦比重较高, 在 70%左右, 2023 年受进口大麦价格上涨影响, 原料成本增速达 10%。2024 年预计全年大麦成本同比-7%, 拉动公司吨成本改善。

从 24Q1 来看, 公司吨成本已显著下行 (同比-3.3pct), 拉动毛利率同比+2.8pct。

4) 燕京啤酒 近三年未采购澳麦, 珠江啤酒采购方式为直接采购麦芽, 预计成本端受澳麦价格下降的影响较小。

表4: 啤酒上市公司 2023-2024 年大麦成本变动情况

	澳麦采购比例	2023 年成本情况	2024 年成本预期	24Q1 吨成本变动情况
华润啤酒	1/3 左右	大麦成本双位数增长	已完成全年锁价, 成本改善预计 24H2 兑现。	预计-1~2pct
青岛啤酒	历史采购比例 70%左右, 现阶段占比 50%以上	年初锁价, 全年大麦成本上涨超 20%	已完成全年锁价, 预计大麦成本全年高单位数下降, 预计 Q2 成本端将较 Q1 进一步改善。	-1pct
重庆啤酒	双反政策前采购比例 70%左右。	原料成本增速达 10%	全年大麦成本预计-7%, 吨成本预期改善。	-3.3pct
燕京啤酒	近三年未采购澳麦, 预计 24 年澳麦比重较低		预计受澳麦价格影响较小。	下降
珠江啤酒	直接采购麦芽, 成本占比约 15%			+3.8pct

资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

2、费用端: 销售费用率方面, 2023 年上市公司销售费用率整体较 2022 年有所上升, 主要系疫后营销费用、广告宣传等恢复性投入, 同时伴随高端化进程加速, 对消费者的培育投入增加。2024Q1 青岛/重庆/燕京/珠江啤酒销售费用分别同比-1.0/+0.2/-0.6/+1.3pct。管理费用方面, 上市公司费用率水平整体维持稳定, 公司皆致力于降本增效, 提高运营效率。

3、利润端: 24Q1 盈利能力整体稳健。 2023 年公司普遍面对较大成本压力, 且旺季销量承压, 但受益于产品结构上移、产品提价带来的吨价提升等, 上市公司盈利能力整体表现较为稳健, 华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒净利率显著上升, 重庆啤酒受单品调整影响净利率基本与去年持平。2024Q1 伴随原料成本回落, 上市公司净利率水平均有所提升, 24Q1 青岛/重庆/燕京/珠江归母净利率分别同比+2.2/0.9/1.0/2.5pct。

四、股息率呈上升趋势

2023 年: 股息率上升。 2023 年华润/青岛/重庆/燕京/珠江股息率分别为 2.0%/2.4%/4.0%/1.0%/1.9%, 较 2022 年均有所上升, 其中华润啤酒 2023 年派发特别股息 0.3 元/股, 派息率自 40%上升至 59%。长期来看未来各公司股息率均将继续呈上升趋势, 整体上各公司盈利能力稳健, 能较好地维护股东权益。

表5: 啤酒上市公司 2023 年分红情况

	分红金额 (亿元)		分红比例			股息率		
	2023	2022	2023	2022	同比 (pct)	2023	2022	同比 (pct)
华润啤酒	23.5	17.4	59%	40%	18.90	1.9%	1.4%	0.47
青岛啤酒	27.3	24.6	64%	66%	(2.25)	2.3%	2.1%	0.23
重庆啤酒	13.6	12.6	101%	100%	1.81	3.8%	3.5%	0.27
燕京啤酒	2.8	2.3	44%	65%	(21.58)	1.0%	0.8%	0.20
珠江啤酒	2.8	2.7	44%	45%	(0.81)	2.0%	1.9%	0.08

注: 股息率以 2024/5/10 收盘价计算。

资料来源: 各公司公告, 中国银河证券研究院

五、投资建议

一方面，2024年上市公司成本端边际改善较为确定性，带来较大的利润弹性，建议关注澳麦价格下降背景下，成本端受益较显著的公司，如青岛啤酒、重庆啤酒。另一方面，预计未来行业增长模式依旧为高端化进程下，依靠吨价提升拉动的收入增长。伴随高端赛道竞争加剧，各酒企结构化升级情况和核心产品的成长能力是行业竞争中取胜的关键。

1) 华润啤酒：聚焦次高端，高端化持续提速。2023年次高档以上产品销量同比+18.9%，销量占比达22.4%。其中喜力延续高增长，2023年销量同比约+60%，纯生销量同比超+10%。2024年公司对喜力、纯生皆制定了较高的增速目标，计划在次高端领域继续发力，推动吨价进一步上升。成本端改善预计在24H2兑现。

2) 青岛啤酒：成本边际改善，利润弹性显著增加。2023年由于公司年初完成了全年大麦采购工作，故成本端受大麦价格上涨影响较大。2024Q1受益于原料价格下降带来的吨成本改善，盈利能力显著改善。伴随公司产品结构持续提升，预计全年将有更好的利润弹性。

3) 重庆啤酒：产品调整接近尾声，产品组合成长性高。伴随核心单品乌苏疆外渠道调整接近尾声，2024Q1乌苏销售已实现正增，疆外动销良好，公司持续性加强疆外渠道建设，并推出乌苏白啤等构建更丰富的产品组合。在成本改善下、高档酒增速亦环比提高推动下，公司一季度利润取得较快增长。全年看公司产品组合成长性较高，高端化、全国化进程稳步推进。

4) 燕京啤酒：大单品增长稳健，盈利能力提升。2023年核心大单品燕京U8销量同比增长超36%至53万吨，24Q1亦维持高速增长势能。预计2024年U8品牌势能向上，将延续高增，带动公司业绩稳定增长。

六、风险提示

行业竞争加剧的风险；

消费需求不及预期的风险。

图表目录

图 1: 啤酒上市公司收入变动情况	3
图 2: 啤酒上市公司净利变动情况	3
图 3: 上市公司 23/24Q1 销量变动情况	4
图 4: 2023 年啤酒产量呈现前高后低特点	4
图 5: 大麦价格 (美元/吨)	5
图 6: 玻璃价格 (元/吨)	5
图 7: 瓦楞纸价格 (元/吨)	5
图 8: 铝价 (美元/吨)	5

表格目录

表 1: 啤酒上市公司历史量价拆分	3
表 2: 啤酒上市公司 2023-2024Q1 量价拆分	4
表 3: 啤酒上市公司 2023-2024Q1 财务指标变动情况	5
表 4: 啤酒上市公司 2023-2024 年大麦成本变动情况	6
表 5: 啤酒上市公司 2023 年分红情况	6

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘来珍，上海交通大学金融学硕士，7年左右食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn