

## 信义山证 汇通天下

证券研究报告

啤酒

青岛啤酒 (600600.SH)

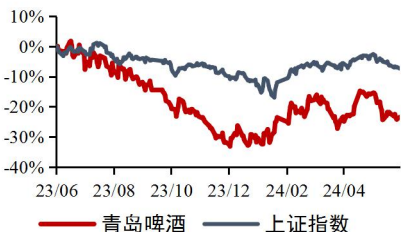
买入-A(维持)

百年品牌国潮焕新, 优异品质静待突围

2024年6月18日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据: 2024年6月17日

收盘价(元):	78.21
总股本(亿股):	13.64
流通股本(亿股):	7.05
流通市值(亿元):	551.22

基础数据: 2024年3月31日

每股净资产(元):	21.88
每股资本公积(元):	3.10
每股未分配利润(元):	16.08

资料来源: 最闻

分析师:

周蓉

执业登记编码: S0760522080001

邮箱: zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenzhenzhi@sxzq.com

投资要点:

➤ **量价转换, 高端化成行业发展主线。**(1) 中国啤酒行业在 2014 年迈入存量时代, 低价竞争不再具备经济效益, 啤酒企业渴望修复利润, 高端化成为行业发展新动力; (2) 近几年虽然受到疫情扰动, 宏观经济总体依然保持了较为稳健地增长, 体现了我国经济发展的韧性, 同时居民物质生活水平不断提高, 高端产品中长期看仍有充足的发展空间, 同时啤酒企业也在加大高端产品研发投入, 国产高端产品矩阵逐步趋于完善; (3) 国内啤酒行业集中度已达到较高水平, CR5 突破 90%, 五大龙头分省而立, 市场份额竞争激烈程度趋缓, 啤酒企业向利润导向转变, 主要通过提价升级和降费增效改善盈利。

➤ **品牌、产品、渠道三维优势助力青啤高端化发展。**(1) 品牌端: 青啤历史悠久, 品牌底蕴深厚, 公司通过多元化、创新化、精准化的营销不断焕发品牌活力, 其国民高端品牌形象深入人心; (2) 产品端: 公司高端产品矩阵完善, 同时有丰富的产品储备, 且研发实力出众, 拥有业内唯一国家级实验室, 强大的研发力可以保障青啤紧跟市场需求; (3) 渠道端: 青啤率先发力线上渠道, 新零售布局已初见成效; 沿黄战略带优势明显, 销量、产品结构保持快速提升; 沿海沿江战略带逐渐修复, 高端化潜力空间充足。

➤ **提价升级+降费增效+成本红利, 青啤利润稳健增长。**2023 年公司青岛主品牌收入同比增长 8.62%, 占比提升至 72.67%, 吨价达到 5408 元/吨, 相比国际品牌仍有提升空间, 同时其他品牌提价升级带来的利润增长值得期待; 公司也在通过关闭整合落后产能、提高罐化率等举措降低成本费用增厚利润。加之成本端, 预计 24 年大麦、铝罐等原材料成本趋势下行, 公司有望进一步释放利润弹性。我们认为青岛啤酒盈利能力改善确定性较强, 看好公司净利润持续增长。

**盈利预测、估值分析和投资建议:** 我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 352.26/368.00/383.44 亿元, 同比增长 3.8%/4.5%/4.2%。归母净利润 49.91/57.46/65.30 亿元, 同比增长 16.9%/15.1%/13.7%。对应 EPS 分别为 3.66/4.21/4.79 元, 当前收盘价对应 PE 分别为 21/19/16 倍, 给予“买入-A”投资评级。

**风险提示:** 宏观经济增长不及预期; 行业竞争加剧; 极端天气影响; 原材料



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



价格超预期上涨；食品安全问题等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	32,172	33,937	35,226	36,800	38,344
YoY(%)	6.6	5.5	3.8	4.5	4.2
净利润(百万元)	3,711	4,268	4,991	5,746	6,530
YoY(%)	17.6	15.0	16.9	15.1	13.7
毛利率(%)	36.8	38.7	40.4	42.3	44.0
EPS(摊薄/元)	2.72	3.13	3.66	4.21	4.79
ROE(%)	14.5	15.4	15.4	15.4	15.3
P/E(倍)	28.8	25.0	21.4	18.6	16.3
P/B(倍)	4.2	3.9	3.3	2.9	2.5
净利率(%)	11.5	12.6	14.2	15.6	17.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

# 目录

<b>1. 百年青啤底蕴深厚，与时俱进逐鹿高端</b>	<b>8</b>
1.1 行业龙头，国啤高端化先驱	8
1.2 混改+股权激励提振信心	9
<b>2. 存量时代，高端化成为发展主线</b>	<b>11</b>
2.1 中国啤酒行业已进入转型期	11
2.1.2 人口红利削弱，量增逻辑难以为继	11
2.1.3 新生代消费者需求转变，存量空间仍需维护	13
2.2 升级空间充足，高端之路稳步前进	14
2.2.1 经济稳健发展支撑消费升级	14
2.2.2 高端啤酒消费场景多元化	15
2.2.3 产品种类丰富完善，品质不断提升	16
2.2.4 结构均价仍处于发展阶段，高端化空间充足	18
2.3 行业格局企稳，多重举措助力利润提升	21
2.3.1 龙头割据全国市场，市场份额竞争趋缓	21
2.3.2 关厂+罐化率提升，盈利能力持续改善	23
<b>3. 品牌、产品、渠道三重优势，助力青啤决胜高端化</b>	<b>26</b>
3.1 品牌：百年品牌享誉四海，国潮焕新活力四射	26
3.1.1 国产啤酒标杆，品牌底蕴深厚	26
3.1.2 底蕴为基，创新营销释放活力	27
3.2 产品：产品矩阵完整丰富，研发实力保障未来	29
3.2.1 主副品牌定位明确，率先布局高端化	29
3.2.2 高端产品稳定增长，吨价持续提升	30
3.2.3 需求导向型市场，产品研发力至关重要	31
3.3 渠道：区域战略稳步推进，积极开拓新市场	33
3.3.1 多创并举，构建数字化渠道运营	33
3.3.2 基地市场稳步增长，区域战略持续推进	36

4. 盈利能力分析.....	38
4.1 结构升级助力营收增长，成本下行&罐化率持续提升改善盈利.....	38
4.1.1 产品结构全面升级，营收&利润稳步提升.....	38
4.1.2 成本下行&罐化率提升，助力盈利稳步改善.....	40
4.2 关厂提效增厚利润.....	41
5. 盈利预测及投资建议.....	42
5.1 盈利预测.....	42
5.2 投资建议.....	43
6. 风险提示.....	44

## 图表目录

图 1： 青岛啤酒发展历史.....	8
图 2： 2010-2023 年青岛啤酒盈利水平.....	9
图 3： 截止 2024 年一季报青岛啤酒股权穿透图.....	10
图 4： 中国啤酒年产量（万吨）及 yoy（%）.....	11
图 5： 中国 15-64 岁人口数量（万人）及占比（%）.....	12
图 6： 近年日本 15-64 岁人口占比（%）.....	12
图 7： 近年日本啤酒产量（十万升）.....	12
图 8： 中国人均啤酒产量（升/人）.....	13
图 9： 2021 年部分国家人均啤酒消费量（升/人）.....	13
图 10： 中国酒类消费者选择驱动因素（%）.....	14
图 11： 人均国内生产总值（元）及 yoy（%）.....	14
图 12： 居民人均可支配收入（元）及 yoy（%）.....	14



图 13: 现饮与非现饮场景啤酒均价 (元/升) .....	15
图 14: 中国酒馆各线城市数量 (千间) .....	15
图 15: 中国便利店数量 (万家) 及销售额 (亿元) .....	16
图 16: 高净值人士不同酒类自饮消费比例 (%) .....	16
图 17: 精酿啤酒消费量 (万千升) 及增速 (%) .....	18
图 18: 进口啤酒数量 (万千升) 及 yoy (%) .....	18
图 19: 中国啤酒销量结构 (%) .....	19
图 20: 美国精酿啤酒销量占比 (%) .....	19
图 21: 中国啤酒龙头企业吨价 (元/吨) .....	19
图 22: 2020 年东亚部分国家人均 GDP (美元) 和啤酒零售均价 (美元/吨) .....	20
图 23: 中国 2018 年以来啤酒市场地域格局.....	21
图 24: 中国啤酒市场 CR5 变化 (%) .....	22
图 25: 2022 年中国啤酒市场销量份额结构 (%) .....	23
图 26: 2018 年中国啤酒高端市场份额 (%) .....	23
图 27: 啤酒龙头企业销售毛利率 (%) .....	23
图 28: 啤酒龙头企业销售净利率 (%) .....	23
图 29: 2023 年各啤酒企业产能利用率 (%) .....	24
图 30: 啤酒龙头企业管理费用率 (%) .....	24
图 31: 各啤酒企业总资产周转率 (次) .....	24
图 32: 中国啤酒渠道销量结构 (%) .....	25
图 33: 各国啤酒罐化率 (%) .....	26
图 34: 青岛啤酒 1903 国潮罐.....	27
图 35: 青岛啤酒纽约时装周宣传.....	27

图 36: 青岛啤酒高端产品销量占比 (%) .....	31
图 37: 青岛品牌销量 (万千升) 及增速 (%) .....	31
图 38: 青岛啤酒及旗下品牌毛利率 (%) .....	31
图 39: 青岛啤酒平均吨价 (元/吨) .....	31
图 40: 青岛啤酒研发费用 (万元) 和研发费用率 (%) .....	32
图 41: 青岛啤酒渠道模式.....	33
图 42: 青啤荣获 2022 天猫全城狂欢节销售季第一.....	34
图 43: 青岛啤酒与京东合作推出国潮盲盒.....	34
图 44: 中国酒类新零售市场规模 (亿元) .....	35
图 45: 中国酒类新零售市场渠道结构.....	35
图 46: 青岛啤酒渠道运作模式划分标准.....	36
图 47: 青岛啤酒经销商数量 (个) .....	36
图 48: 青岛啤酒 1903 酒吧.....	36
图 49: 青岛啤酒酒吧分布地图.....	36
图 50: 2022 中国啤酒产量前十省市 (万千升) .....	37
图 51: 山东、华北地区营收 (百万) 及毛利率 (%) .....	37
图 52: 华南、华东、东南收入 (百万) 及增速 (%) .....	37
图 53: 华南、华东、东南地区净利润 (百万) .....	37
图 54: 华南、华东、东南地区吨价 (元/吨) .....	38
图 55: 公司各地区销售费用率 (%) .....	38
图 56: 青岛品牌销量 (万吨) 和占比 (%) .....	39
图 57: 青岛啤酒主品牌和其他品牌吨价 (元/吨) .....	39
图 58: 青啤产能利用率 (%) .....	41

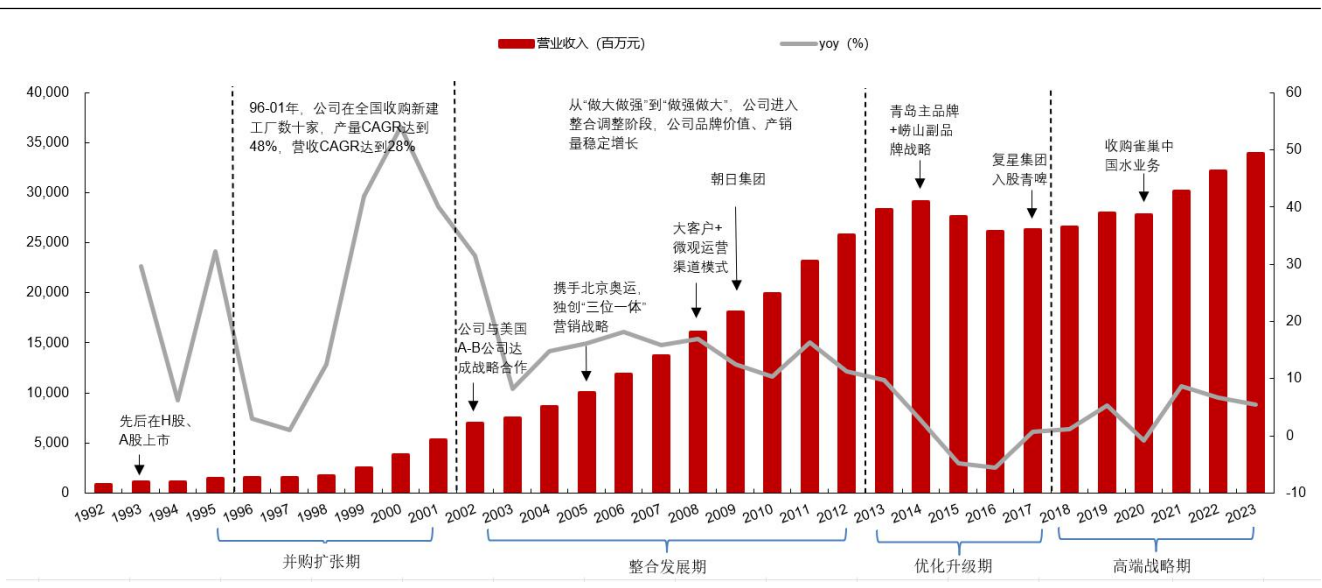
图 59: 青啤员工人数(个)和人均产出(万元/人) .....	41
图 60: 青岛啤酒销售费用率(%) .....	42
图 61: 青岛啤酒管理费用率(%) .....	42
表 1: 青岛啤酒股权激励方案.....	10
表 2: 啤酒公司中高端产品品种及价格.....	17
表 3: 青岛啤酒部分获奖奖项.....	27
表 4: 青岛啤酒部分营销案例.....	28
表 5: 青岛啤酒双品牌产品矩阵.....	29
表 6: 啤酒公司部分中高端产品推出时间.....	30
表 7: 其他品牌销量和吨价对公司 2022 年净利率的影响.....	39
表 8: 青岛品牌销量和吨价对公司 2022 年净利率的影响.....	40
表 9: 青岛啤酒收入及毛利率预测.....	43
表 10: 可比公司估值(更新日期 2024-6-18) .....	44

## 1. 百年青啤底蕴深厚，与时俱进逐鹿高端

### 1.1 行业龙头，国啤高端化先驱

公司历史底蕴深厚，市场地位稳固。青岛啤酒历史最早可以追溯到 1903 年英德商人创建的日耳曼啤酒青岛股份有限公司，百余年的发展历程中，青啤积累了深厚的品牌底蕴和产品实力。1996 年，彭作义出任公司总经理并提出了低成本扩张战略，公司陆续在全国各地并购、兴建了数十家工厂，基本实现产能全国化布局；1996 年-2001 年，公司产量从 35 万吨提升到 251 万吨，CAGR 达到 48%，营业收入 CAGR 也达到 28%。2001 年，金志国接任公司总裁，公司战略由“做大做强”向“做强做大”转变；在其任内青岛啤酒注重品牌形象提升和营销战略管理，品牌战略精简为“1+3”战略，并创新型地提出了“大客户+微观运营”渠道模式和“三位一体”营销战略等新理念，公司品牌价值、销量、市占率始终位居行业前列。

图 1：青岛啤酒发展历史

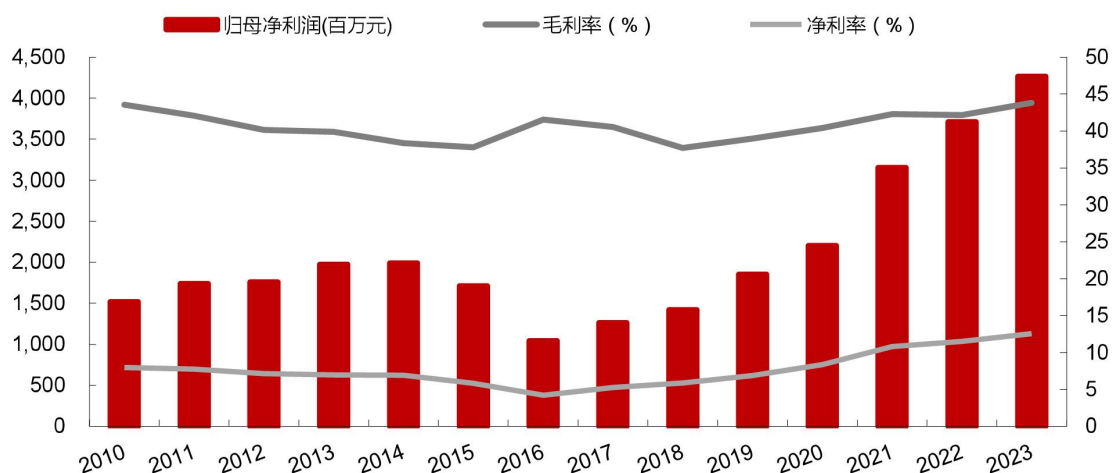


资料来源：Wind，胶东在线，山东财经，新华网，中国日报网，大众网、中国经济网、界面新闻，山西证券研究所

高端化发展助力盈利能力提升。2013 年，我国啤酒产量触顶下滑，行业进入存量时代，青岛啤酒发展思路也从市场份额争夺转变为产品结构升级和生产效率提升。2013 年-2016 年，青啤陆续推出鸿运当头、1903、皮尔森等中高端产品，在 2015 年-2016 年整体销量下滑，营收大幅缩减的情况下，青啤高端系列产品依然保持了良好的增长，坚定了公司集中资源打造高端

产品的战略信念。2017年-2023年，青啤营收增速止跌回升，营收CAGR为3.7%；盈利能力方面，受到产品结构升级、降低销售费用和去除低效产能的推动，公司归母净利润显著增长，由2017年的12.6亿元突破至2023年的42.7亿元，CAGR达到19.0%，公司高端化战略顺利推进，盈利能力显著提升。我们认为随着疫后消费力的逐步恢复，啤酒市场需求将进一步提升，公司的净利润预计将维持高速增长。

图2：2010-2023年青岛啤酒盈利水平



资料来源：Wind，山西证券研究所（注：2021年公司财报会计准则变化，运输费用计入营业成本，本图21-23年毛利率为还原后数据）

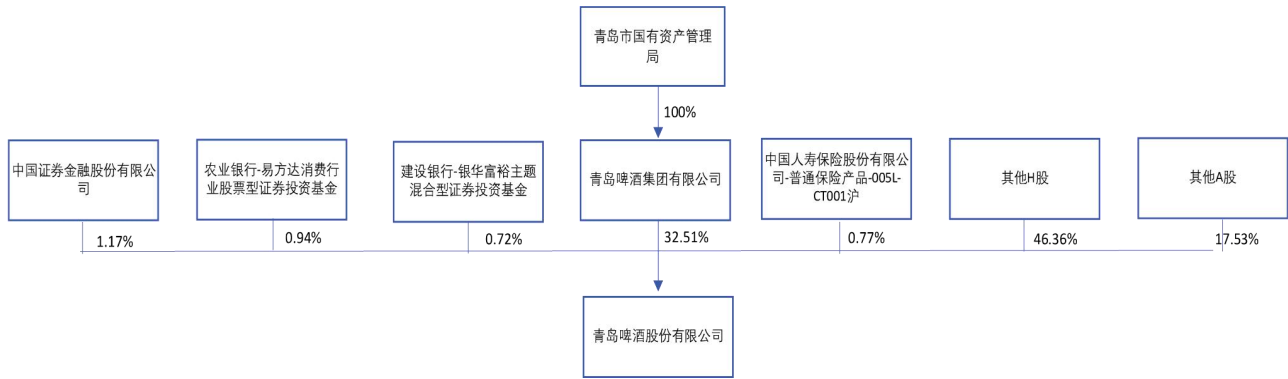
## 1.2 混改+股权激励提振信心

公司曾多次引进战略投资人，先后与美国A-B啤酒公司、日本朝日啤酒和复星国际集团达成战略合作，公司在品牌、战略、管理和渠道等方面都收获良多。2019年7月，青岛市国资委发布《青岛市国有企业混合所有制改革项目简介》，青岛啤酒集团也在混改企业名单之中，公司未来仍将持续引进资本、优化企业股权结构与经营治理机制，提升企业竞争力和发展动力。

2020年3月，公司发布限制性股票激励计划，拟向公司董事、高级管理人员、核心管理人员、中层管理人员和核心骨干人员授予1350万股（后三者获授权益占比超过90%）；2020年6月，公司向627人完成首次1320万股授予，受激励对象人数占公司员工总数的1.76%，授予价格为21.18元/股，折价率高达70%左右。业绩考核目标方面，公司从ROE/净利润增长率/主营业务收入占比三方面提出了要求，前两项要求充分展现了公司对于自身发展潜力的自

信，设置难度也处于合理区间，能有效激励公司管理层和核心骨干，实际上 20-22 年公司净利润增速远超最低要求，激励效果显著。

图 3：截止 2024 年一季报青岛啤酒股权穿透图



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 1：青岛啤酒股权激励方案

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	(1) 2020 年公司净资产收益率不低于 8.1%，且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值。 (2) 以 2016-2018 年净利润均值为基数，公司 2020 年净利润增长率不低于 50%，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。 (3) 2020 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。
第二个解除限售期	(1) 2021 年公司净资产收益率不低于 8.3%，且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值。 (2) 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%，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。 (3) 2021 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。
第三个解除限售期	(1) 2022 年公司净资产收益率不低于 8.5%，且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值。 (2) 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%，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。 (3) 2022 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。

资料来源：公司公告《A 股限制性股票激励计划实施考核管理办法》，山西证券研究所



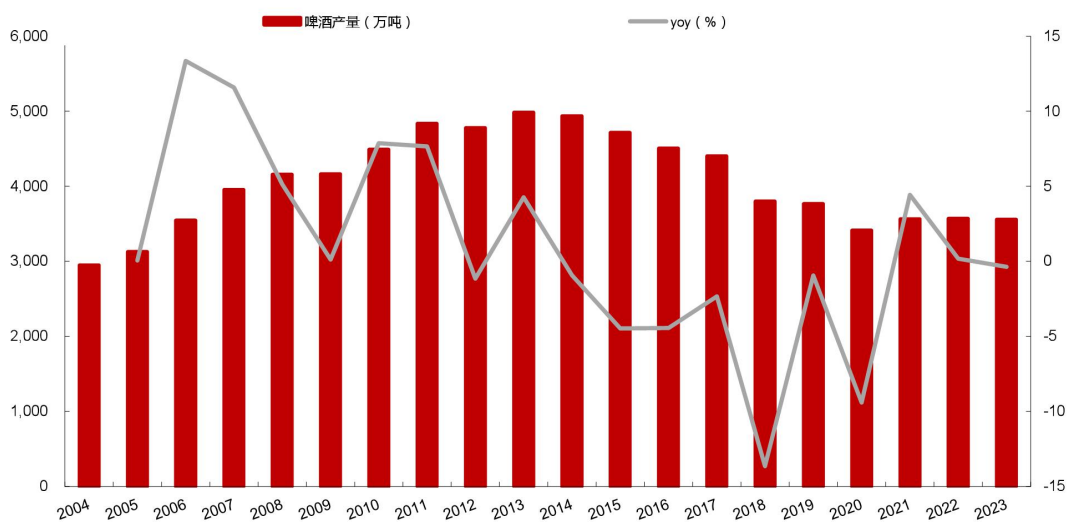
## 2. 存量时代，高端化成为发展主线

### 2.1 中国啤酒行业已进入转型期

#### 2.1.2 人口红利削弱，量增逻辑难以为继

啤酒产量触顶下行，行业步入成熟期。作为一种 20 世纪初才进入中国的舶来品，啤酒在上世纪 80-90 年代乘着改革开放的东风快速发展，2002 年中国啤酒成为全球第一大啤酒市场；2013 年中国啤酒产量达到历史最高规模 4983 万吨，此后啤酒产量连年下滑；2014 年-2018 年，中国啤酒产量 CAGR 为-6.32%，各大啤酒企业销量出现不同程度下滑，行业已进入转型升级期。从 2019 年开始，啤酒产量逐渐呈现止跌回稳的态势，2019 年啤酒产量 3765 万吨，同比仅下降 0.94%；2020 年餐饮业、夜场等现饮渠道因新冠疫情遭受沉重打击，啤酒产量再次大幅下滑，但是此次下滑主要受黑天鹅事件影响，并不影响啤酒消费长期行情；2021 年在疫情仍有反复的情况下，啤酒产量 7 年来首次上涨，年产量恢复到 3562 万吨；疫后国内经济逐步复苏，啤酒产量保持稳定，2023 年中国规模以上企业啤酒产量 3556 万吨，同比下降 0.36%；我们认为中国啤酒消费量长期将趋稳中有降的态势。

图 4：中国啤酒年产量（万吨）及 yoy（%）



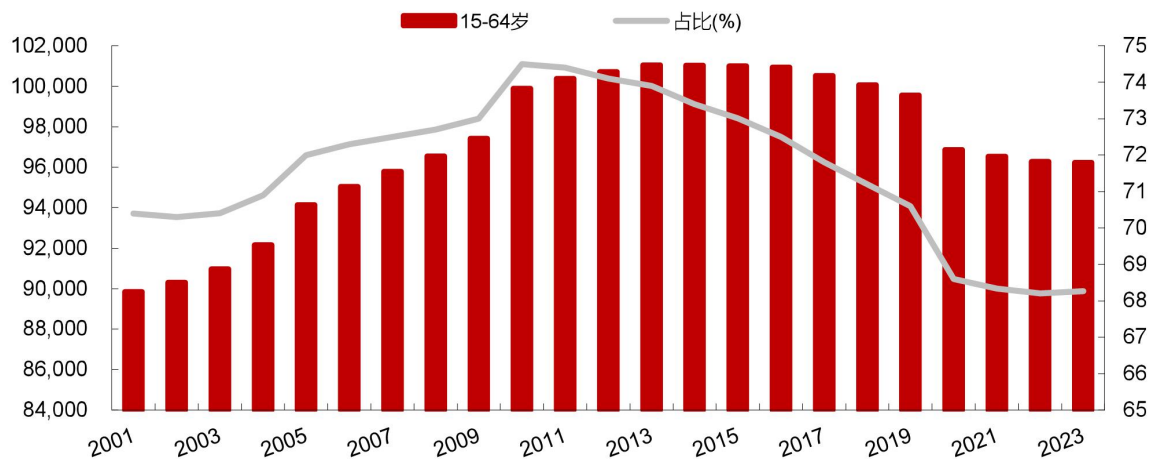
资料来源：Wind，山西证券研究所

人口老龄化，主力消费人群减少。啤酒作为一种清爽解渴的低酒精饮料，其受众主要以中



青年为主。2013年，中国劳动年龄人口数量达到峰值，中国啤酒产量随之抵达历史高点，此后两者开始同步下滑；截至2020年，中国15-64岁人口数量已下降到96871万人，占比仅为68.6%，根据国家统计局最新数据，2023年中国老年人口（65岁以上）占比已超过15.3%，中国正式进入老龄社会。主力消费群体的减少对啤酒市场规模具有难以逆转的伤害，以同属东亚文化圈的日本为例，2003年-2022年，日本15-64岁人口数量的占比从66.9%下降到59.4%，减少了7.5pct，而日本啤酒产量下降幅度更是达29.4%；以日为鉴，啤酒销量与劳动年龄人口数量高度相关，随着人口红利逐渐消失，中国啤酒企业传统的薄利多销发展模式已不再具有可持续性。

图5：中国15-64岁人口数量（万人）及占比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图6：近年日本15-64岁人口占比（%）

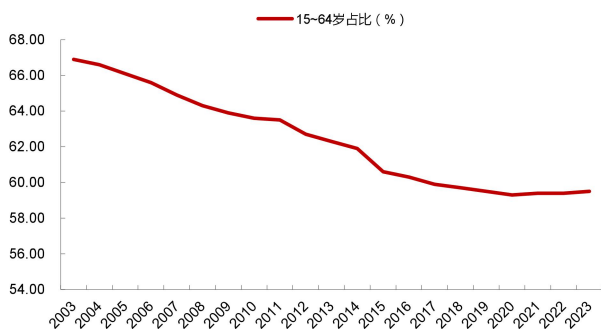
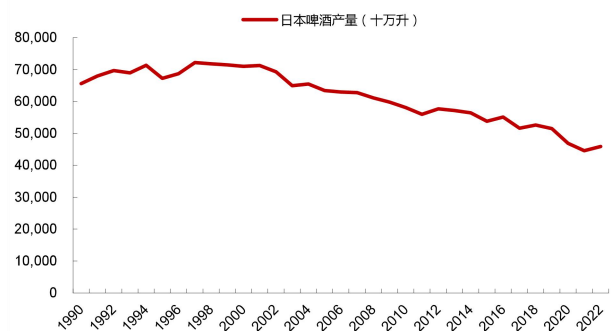


图7：近年日本啤酒产量（十万升）



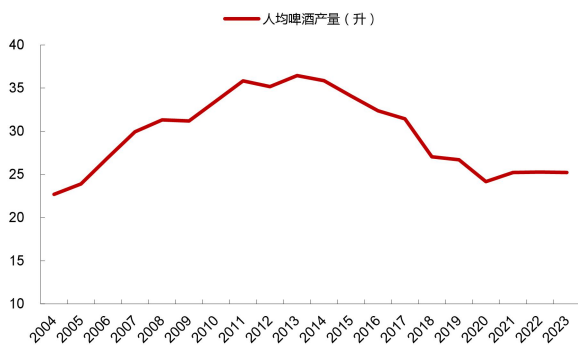
资料来源：bloomberg，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

### 2.1.3 新生代消费者需求转变，存量空间仍需维护

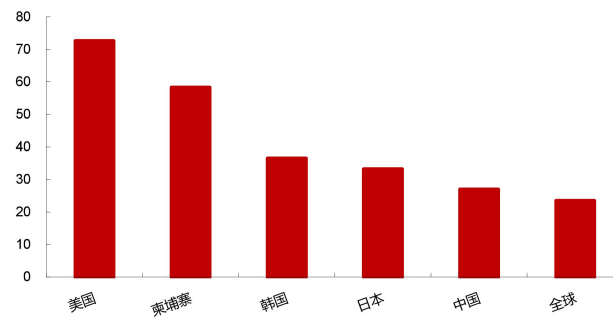
人均消费量提升空间有限。2013年，我国人均啤酒产量达到峰值36.4升/人，随后在人口老龄化、消费者偏好改变等因素的影响下，人均消费量呈现逐年下滑的趋势。从2021年的数据看，我国人均啤酒消费量约为27升/人，超过全球平均水平；尽管相比同属东亚文化圈的日本（33.2升）、韩国（36.5升）还有一段距离，但是考虑到饮食差异和人口老龄化等因素，我们认为中国人均啤酒消费量难以提升到日韩平均水平，预计未来将逐渐保持平稳。

图8：中国人均啤酒产量（升/人）



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

图9：2021年部分国家人均啤酒消费量（升/人）

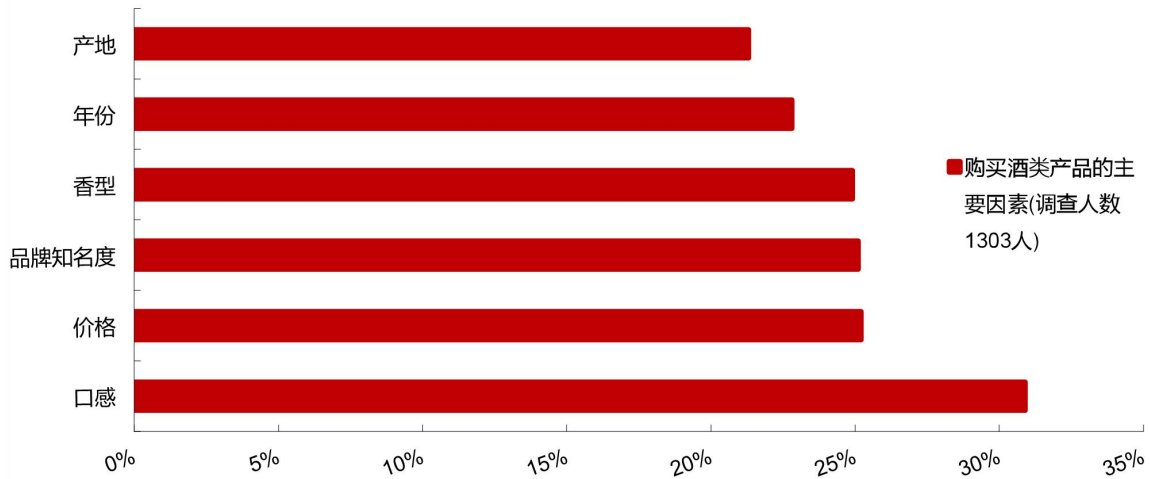


资料来源：Wind，BeverageDail，山西证券研究所

**消费意识转变，新时代消费者呼唤健康化和多元化。**除了人口结构的影响外，消费者偏好的变动对啤酒消费量也有较大影响。随着物质生活的丰富和健康意识的提高，新一代消费者在酒精消费上更青睐口感好或者健康的产品。在这种消费风潮下，果酒、利口酒、硬苏打水、预调鸡尾酒等一批口感更加柔顺、风味更加多样的酒精饮品正在快速崛起。

例如在日本酒精市场，利口酒正在逐渐蚕食传统啤酒的市场份额，截至2019年，日本利口酒消费量已经超越传统啤酒；另一方面，在健康需求下，无醇啤酒、无糖啤酒等细分品类也在强劲增长，日本啤酒龙头朝日和麒麟都在大力发展健康化啤酒及鸡尾酒。在行业存量时代，啤酒企业需要更加重视消费者需求，针对性的开发新品，完善产品矩阵，保持甚至提高产品总销量。

图 10：中国酒类消费者选择驱动因素（%）



资料来源：每日经济新闻，山西证券研究所

## 2.2 升级空间充足，高端之路稳步前进

### 2.2.1 经济稳健发展支撑消费升级

中长期经济发展稳定，居民消费能力持续提升。自 2021 年我国人均 GDP 突破 8 万元，增速达到 12.7%；同年我国居民人均可支配收入 3.5 万元，同比增长 8.1%，近几年虽然受到疫情扰动，宏观经济总体依然保持了较为稳健地增长，体现了我国经济发展的韧性，为中长期消费复苏和消费升级提供了有力的支撑。

图 11：人均国内生产总值（元）及 yoy（%）

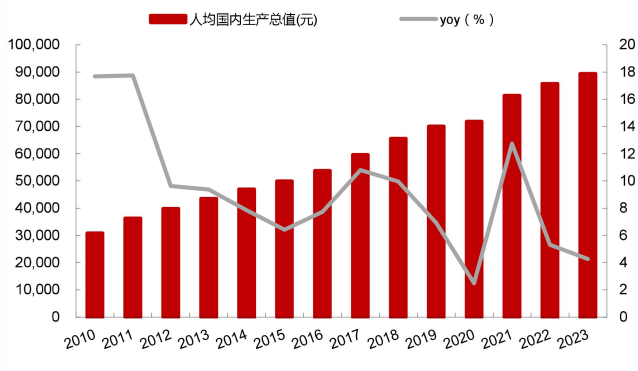
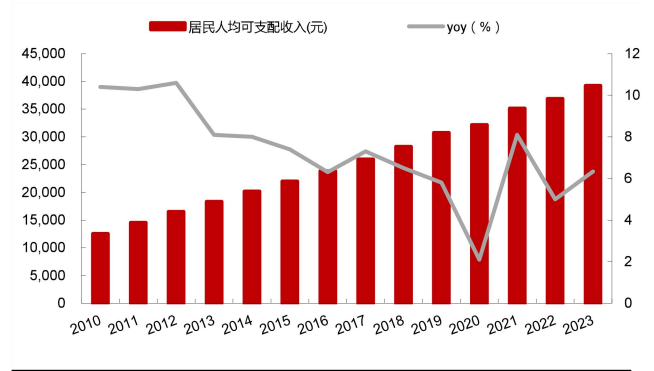


图 12：居民人均可支配收入（元）及 yoy（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

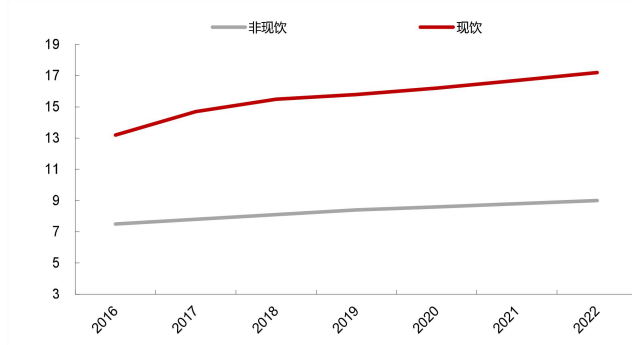
2013年-2023年，居民人均可支配收入CAGR达到7.9%，居民的购买力保持良好增长，消费者对物质生活的追求也在不断提高，日益增长的高端产品消费需求为啤酒产业高端化提供了充足的动力。

### 2.2.2 高端啤酒消费场景多元化

现饮场景中消费者对价格的敏感度相对更低，加价率相对非现饮场景更高，从价格增速来看，2010年-2019年现饮场景啤酒均价CAGR约为9.0%，非现饮场景均价CAGR约为6.7%，因此现饮场景的发展更有利于啤酒产业实现高端化。

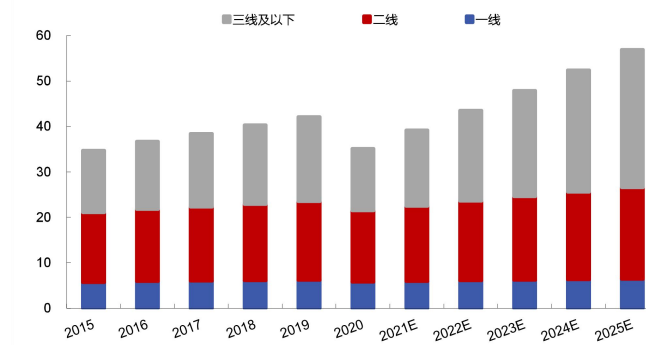
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 13：现饮与非现饮场景啤酒均价（元/升）



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

图 14：中国酒馆各线城市数量（千间）



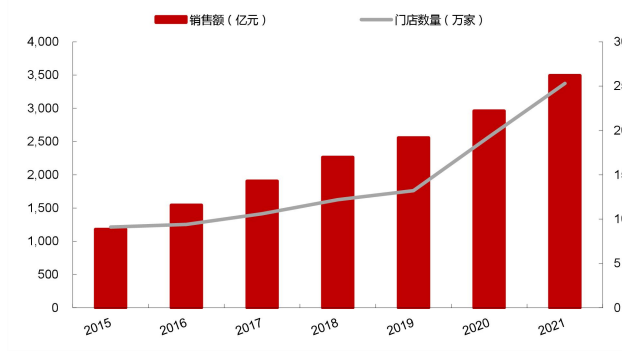
资料来源：智研咨询，观研天下，《中国啤酒行业现状深度研究与发展前景分析报告（2023-2030年）》，山西证券研究所

过去我国传统现饮渠道以夜场和餐饮为主，而夜场渠道主要销售高端及以上产品，餐饮渠道更多以主流产品为主，中高端啤酒产品消费场景有所缺失，但是随着欧美酒吧文化的传入，中国酒馆数量快速增长，尤其是在夜场相对较少的二三线城市实现了迅猛发展，截至2022年，中国酒馆数量已超过5.37万家，弗若斯特沙利文认为，2020年至2025年中国酒馆数量CAGR可以达到10.1%，行业收入CAGR将达到18.8%；酒馆的快速发展将为中高端啤酒提供更多元化的消费场景，带动啤酒中高端产品的升级放量。青岛啤酒也在积极布局酒馆渠道，目前已在60多个城市开设200多家青岛啤酒1903酒馆，不断提升消费者与品牌之间的互动，满足

消费者多样化、高端化的消费需求。

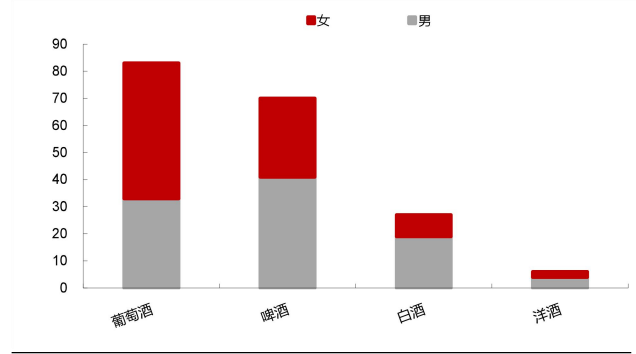
另一方面，三年疫情之后随着便利店、线上配送等新兴渠道的普及，非现饮渠道也在快速发展，新一代消费者正在将啤酒作为自饮消费的重要选择。根据胡润百富的调查，有 41% 的高净值男性将啤酒作为自饮选择，并且有 29% 的女性自饮时也会选择啤酒，啤酒是所有酒类中最受男性青睐的品种，在女性中的受欢迎程度也位列第二；在购买频率上，啤酒也是高净值人士购买频率最高的酒类，过半人士有每月购买的习惯，平均单次消费价格在 21 元以上。我们认为随着新一代消费者消费习惯的变迁，自饮场景将逐渐增多，消费者对自饮啤酒品质的要求也在不断提高，将带动中高端啤酒产品在非现饮渠道的销量提升。

图 15：中国便利店数量（万家）及销售额（亿元）



资料来源：CCFA，华经产业研究院，《2021 年全球及中国便利店市场现状及竞争格局分析，行业进入整合发展期》，山西证券研究所

图 16：高净值人士不同酒类自饮消费比例（%）



资料来源：中国食品安全网，胡润百富《2019 中国酒类消费行为白皮书》，山西证券研究所

### 2.2.3 产品种类丰富完善，品质不断提升

我国早期啤酒工艺受德国和日本酿造技术影响较深，产品种类主要以工业拉格为主，各家企业产品同质性程度较高，口味差异较小，价格之间也难以拉开差距。因此在中国啤酒产业开展高端化的进程中，各大厂商都在积极扩充产品品类，发展差异化、个性化的产品，其中，青岛啤酒通过自主研发，推出了以“百年之旅、琥珀拉格、奥古特、鸿运当头、经典 1903、青岛纯生”为主线的高端产品矩阵；百威作为国际品牌，旗下拥有“科罗娜”、“福佳”等多个知名高端产品，并且收购有“拳击猫”、“鹅岛”等精酿品牌。



表 2：啤酒公司中高端产品品种及价格

公司	品牌	酒精度	麦芽浓度	品种	价格 (元/500ml)
青岛	百年之旅	≥6.0%vol	15.0°P	拉格啤酒	238.0
	琥珀拉格	≥5.5%vol	13.8°P	拉格啤酒	41.7
	IPA	≥5.2%vol	14.0°P	印度淡色艾尔	29.8
	逸品纯生	≥3.6%vol	9.0°P	德式拉格生啤	28.5
	鸿运当头	≥4.3%vol	11.0°P	拉格啤酒	17.5
	BGM果啤	(0.6~2.5)%vol	11.0°P	果味拉格	12.5
	皮尔森	≥4.0%vol	10.5°P	德式拉格	12.8
	奥古特	≥4.7%vol	12.0°P	拉格啤酒	10.0
	黑啤	≥4.5%vol	12.0°P	黑啤	9.9
	白啤	≥4.1%vol	11.0°P	白啤	8.8
	纯生	≥3.1%vol	8.0°P	德式拉格生啤	8.6
	1903	≥4.0%vol	10.0°P	德式拉格	6.6
	苏尔（喜力）	≥4.5%vol	11.9°P	墨西哥淡式拉格	19.7
	脸谱	≥4.1%vol	11.5°P	德式拉格	13.8
华润	匠心营造	≥3.3%vol	10.0°P	德式拉格	11.5
	喜力星银	≥4.0%vol	9.5°P	拉格啤酒	10.8
	黑狮白啤	≥4.1%vol	11.8°P	白啤	10.0
	马尔斯绿	≥2.5%vol	8.0°P	拉格啤酒	8.8
	老雪	≥4.1%vol	12.0°P	德式拉格	7.8
	SuperX	≥3.3%vol	9.0°P	拉格啤酒	7.5
	拳击猫	≥5.5%vol	13.4°P	果味精酿啤酒	22.7
	福佳	≥4.5%vol	11.3°P	比利时白啤	16.7
百威英博	鹅岛	≥5.6%vol	16.0°P	印度淡色艾尔	16.6
	科罗娜	≥4.5%vol	11.3°P	墨西哥小麦啤酒	15.3
	百威红罐	≥3.6%vol	9.7°P	淡式拉格	9.8
	范佳乐	≥5.0%vol	11.8°P	德式黑啤	8.3
	格林堡	≥5.6%vol	13.4°P	比利时风味艾尔啤酒	27.5
	布鲁克林	≥5.2%vol	12.4°P	美式琥珀拉格	22.7
嘉士伯	1664	≥3.3%vol	9.6°P	法式白啤	15.8
	京A	≥4.2%vol	12.0°P	比利时小麦啤酒	14.9
	风花雪月	≥4.0%vol	10.3°P	茉莉花风味精酿	6.6
	红乌苏	≥4.0%vol	11.0°P	拉格啤酒	6.3
燕京	原浆白啤	≥4.1%vol	12.0°P	德式白啤	9.9
	V10白啤	≥3.3%vol	10.0°P	白啤	9.7
	漓泉1998大度	≥3.6%vol	10.0°P	拉格啤酒	7.8
	燕京U8	≥2.5%vol	8.0°P	拉格啤酒	7.1

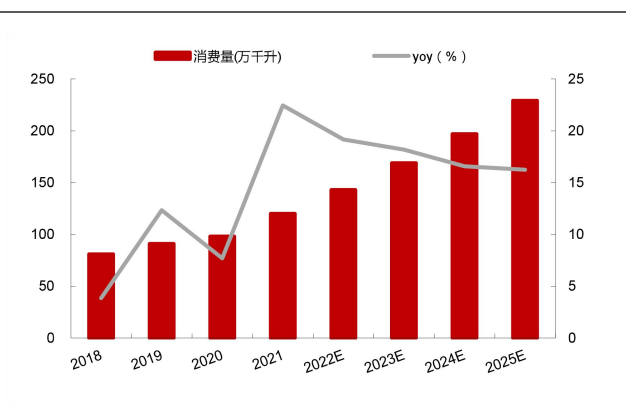
资料来源：淘宝，京东，山西证券研究所（注：产品价格为 2024 年一季度各公司线上旗舰店平均价格，部分产品价格为不同规格换算后价格）

华润在收购了喜力中国以后，也推出了“4+4”计划（由勇闯天涯 superX、马尔斯绿、匠心营造、脸谱组成四大中国品牌，喜力星银、苏尔等组成四大国际品牌）；目前龙头企业的高端产品矩阵已经基本完善，产品种类已覆盖啤酒主要类型，在为消费者提供了更高端化、多样化的产品选择的同时，也打开了国产啤酒的价格天花板。

同时，精酿啤酒因为成本高、产量低、口味鲜明的特性一直被国内外视为高端化啤酒的代表产品，近几年中国市场也在不断加强对精酿啤酒的重视。截至 2022 年，精酿啤酒在我国的消费量已突破 140 万千升，同比增速达到 19.2%，我国啤酒消费者对高端产品的需求在不断提高。

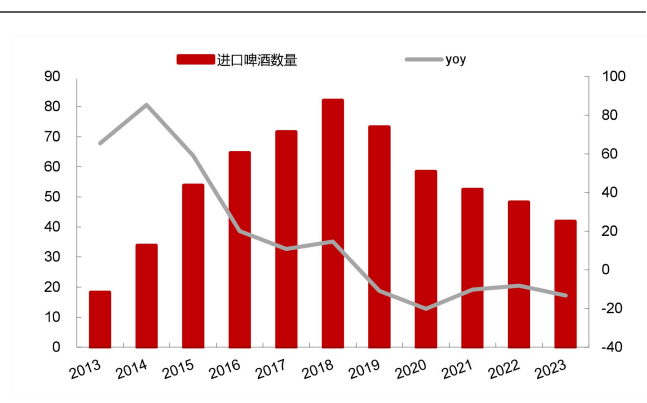
另一方面，随着国产啤酒品种的丰富和品质的提升，国产啤酒在消费者心中的形象也有所改善，部分进口啤酒消费者已经转化为国产品牌客户，从 2019 年开始，我国进口啤酒数量大幅下滑，2023 年进口啤酒数量仅 42 万千升，2018 年-2023 年进口啤酒数量 CAGR 为-10.63%，国产高端品牌正在逐渐收复过去被进口啤酒占领的市场份额。

图 17：精酿啤酒消费量（万千升）及增速（%）



资料来源：观研天下《中国精酿啤酒行业发展趋势分析与未来投资研究报告（2023-2030 年）》，山西证券研究所

图 18：进口啤酒数量（万千升）及 yoy（%）



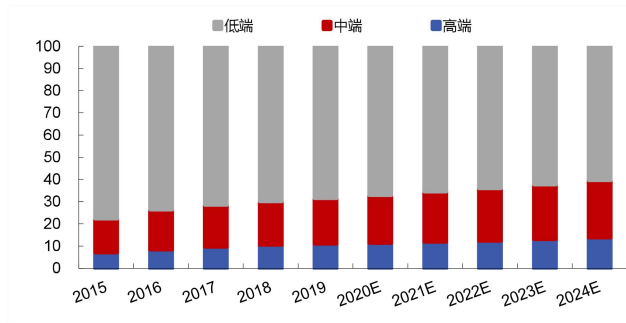
资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2.2.4 结构均价仍处于发展阶段，高端化空间充足

从产品结构来看，我国啤酒市场仍处于发展阶段，主流产品仍然是零售价 7 元以下的低端产品，尽管截至 2022 年，高端产品销量占比已经超过了 12%，销量增速也保持双位数水平，但是对比成熟度较高的欧美市场，我国高端啤酒仍有大量增长空间：对标美国市场，2020 年美国高端啤酒销量占比约为 46%，中端产品销量占比也接近 37%，我们认为尽管近三年疫情以及宏观经济疲软对高端啤酒销量有一定的负面影响，但是中长期看，啤酒高端化趋势依旧，未来五年高端啤酒销量的 CAGR 预计仍能达到 5%以上。

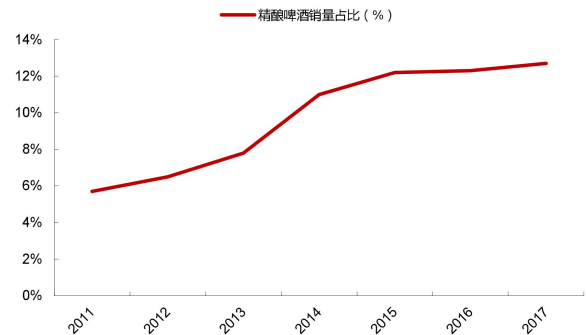


图 19：中国啤酒销量结构（%）



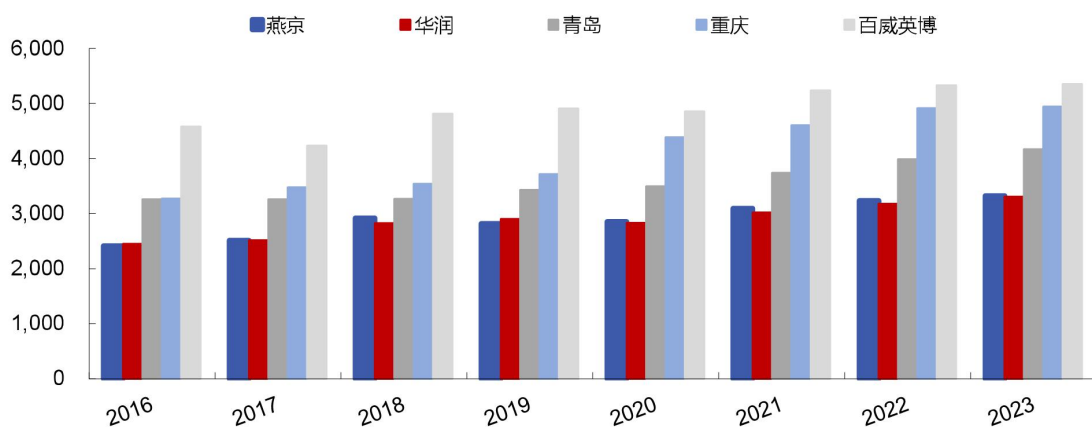
资料来源：华经产业研究院《2021-2026 年中国啤酒行业发展监测及投资战略规划研究报告》，山西证券研究所（注：高端为 14 元/升以上，中端为 7-14 元/升，低端为 7 元/升以下），山西证券研究所

图 20：美国精酿啤酒销量占比（%）



资料来源：观研天下，《2018 年中国精酿啤酒行业分析报告-市场深度分析与发展前景研究》，山西证券研究所

图 21：中国啤酒龙头企业吨价（元/吨）



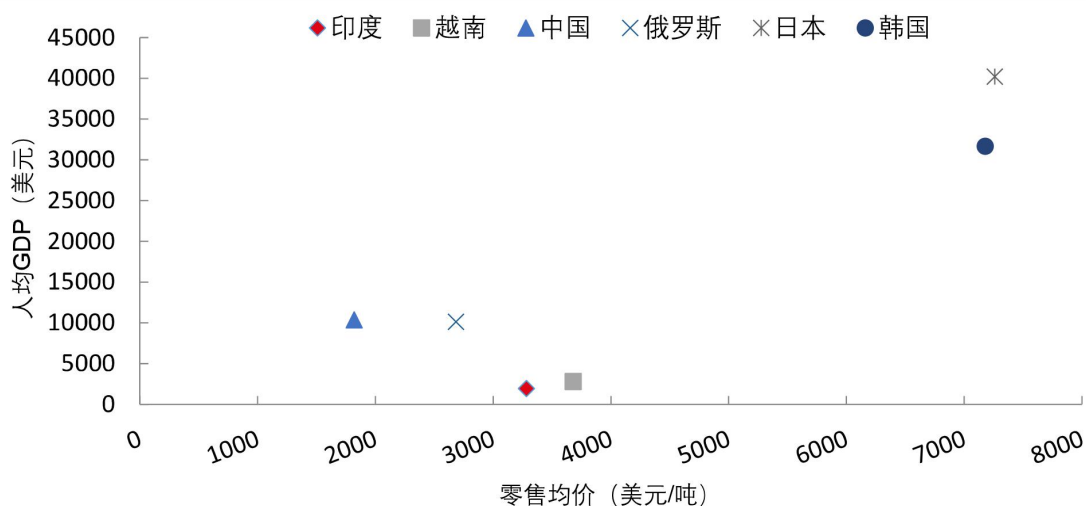
资料来源：Wind，公司 16-23 年年报，山西证券研究所

从吨价方面来看，我国啤酒出厂吨价受累于早年间的产品同质化和价格竞争等因素，平均吨价一直处于较低的水平；截至 2023 年，国产品牌中只有青岛啤酒平均吨价达到了 4000 元/吨以上；华润啤酒在收购喜力中国后吨价明显提升，2021 年其平均吨价突破了 3000 元/吨，但

是两者距离高端产品占比较高的国际品牌百威和嘉士伯（注入重庆啤酒）平均吨价仍有较大差距（百威亚太吨价约 5300 元/吨，重啤吨价约为 4900 元/吨），国产品牌产品结构和价格仍有较大改善空间，吨价提升值得期待。

从人均 GDP 与啤酒吨价比值的角度看，中国啤酒吨价亦有较大提升空间。以俄罗斯为例，俄罗斯啤酒市场格局与中国啤酒相似，仍是多寡头垄断市场，并且人均 GDP 与中国较为接近，但是俄罗斯啤酒零售均价相比中国高出了约 800 美元/吨；在亚洲发展中国家中，越南和印度人均 GDP 低于中国，但是啤酒零售均价显著高于中国；东亚国家中，日韩人均 GDP 与啤酒零售均价比值分别为 5.5/4.4，亦低于中国。我们认为以目前中国人均 GDP 水平和消费水平，啤酒均价仍有提升余地。

图 22：2020 年东亚部分国家人均 GDP（美元）和啤酒零售均价（美元/吨）



资料来源：Wind, bloomberg, 山西证券研究所

结合美国日本等成熟啤酒市场和中国啤酒市场自身发展趋势来看，我们认为未来十年中高端产品将加快扩容速度，在行业产品结构升级的大趋势下，中端产品（6-10 元）将逐渐接替低端产品（6 元以下）成为新的主流产品，在未来 10 年形成纺锤型的市场结构；在这个过程中，低端产品向中端产品的升级以及中高端产品的放量将较大程度地影响企业的收入能力，处于 6-10 元价格带的中端产品将成为啤酒企业新的争夺区域。

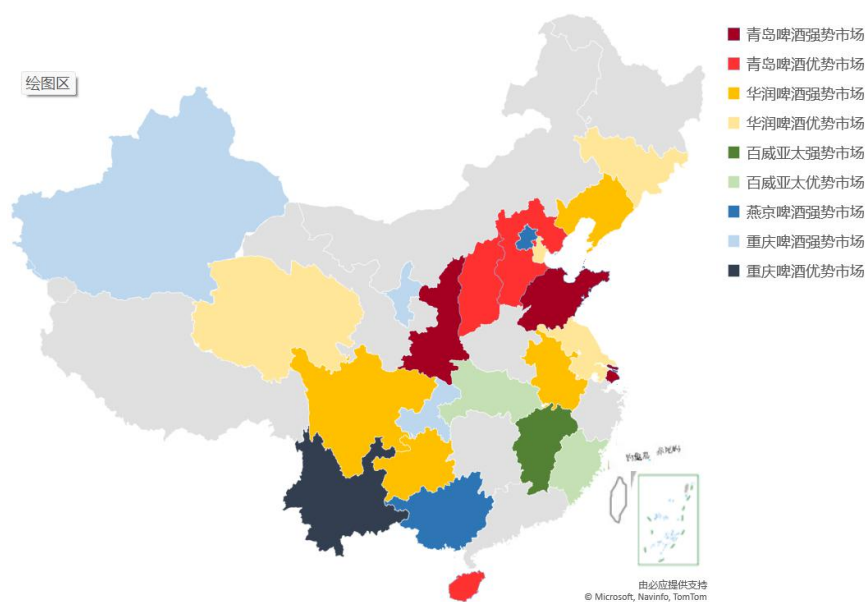
## 2.3 行业格局企稳，多重举措助力利润提升

### 2.3.1 龙头割据全国市场，市场份额竞争趋缓

区域整合接近尾声，竞争格局趋于稳定。啤酒因为保质期较短以及玻璃瓶长途运输易碎、物流运输成本较高的原因，市场范围往往受到其生产基地的限制。上世纪 90 年代，五大啤酒厂商开始通过大肆收购兼并地方强势品牌打入当地市场，在抢占市场份额的同时也完成了产能的全国化布局，达到了减少运输成本、增强市场辐射范围的效果，并且可以通过优势区域的协同形成规模效应和垄断收益。以青岛啤酒为例，青岛啤酒通过大量收购山东和陕西当地的品种，完成了对这两个省份的强势垄断（市占率超过 70%），并且通过区域辐射，在周边的山西、河北和甘肃等省份也取得了较强的市场优势，随着沿黄河战略带的不断建设，青啤在此区域的销量占比接近公司总量的 70%，毛利率水平也位居各区域前列。

其他公司方面，华润啤酒作为央企子公司资本雄厚，收购地方厂商数量较多，优势区域分布较广，其在四川、贵州、辽宁和安徽等省份都具有较强的优势；百威依托基地市场江西省向外辐射，在邻近的福建、湖北及华南沿海都有较强的竞争力；燕京啤酒在北京和广西市场都具有强势的领导地位；重庆啤酒（嘉士伯中国）收购了大量西部省份本地品牌，在中国西部具有较高的市场份额。

图 23：中国 2018 年以来啤酒市场地域格局

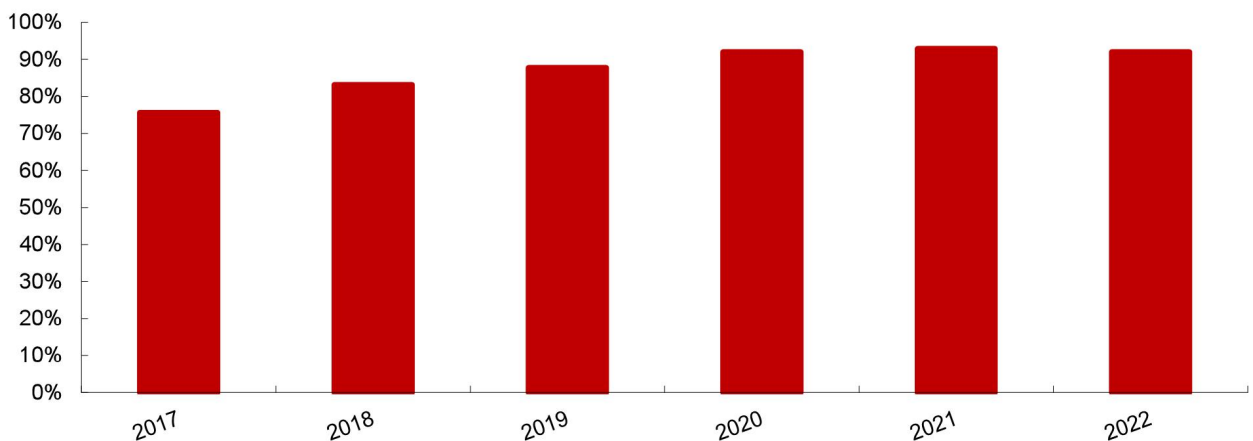


资料来源：Wind，澄泓研究，新经销，山西证券研究所（注：强势市场为公司份额占比在 60%以上的省市，

优势市场为公司份额占比在 40%以上的省市，灰色区域无优势企业或竞争仍较为激烈)

**CR5 突破 90%，高端市场仍以外资品牌为主。**根据华经产业研究院数据，截至 2022 年底，中国啤酒行业 CR5 已达到 92%左右，行业集中度已处于较高水平，并且在存量时代，通过价格战和收购的方式来争夺市场性价比也不高，业内竞争逐渐趋于平稳。但是对比美国和日本成熟啤酒市场，中国啤酒行业的 CR2 与美（60%以上）日（70%以上）相比仍有差距；目前国内啤酒销量视角下，华润啤酒和青岛啤酒为行业前两名，分别占据 31%和 22%的市场份额，我们认为尽管目前国内啤酒行业竞争格局较为平稳，但是参考朝日啤酒 SuperDry 的发展史，未来仍有可能存在超级大单品在高端化的浪潮中抢先占领中高端市场空间，带动公司份额大幅提升。

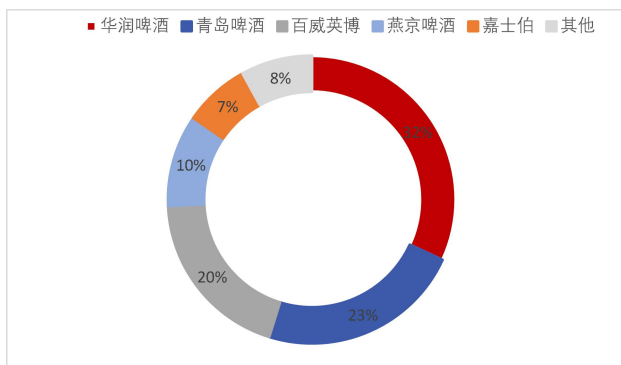
图 24：中国啤酒市场 CR5 变化（%）



资料来源：华经产业研究院《2020 年我国啤酒行业发展现状、波特五力及进出口分析》、《2023 年中国啤酒行业市场深度分析报告》，云酒传媒，山西证券研究所

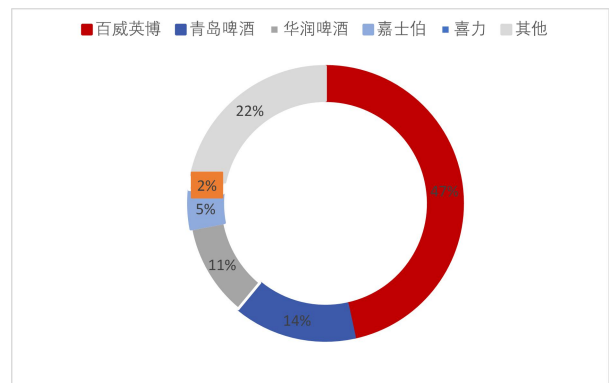
**百威仍占据高端市场主要空间。**根据 Global Data 数据，2018 年百威亚太仍占据我国高端啤酒市场 47%的市场份额，青岛啤酒以 14%的市场份额位列第二，占比距离百威亚太仍有较大差距。但是近几年青岛啤酒持续在中高端产品上发力，不断丰富完善产品线，同时借助各类体育赛事和国潮等宣传提高改善品牌形象，我们认为青岛啤酒凭借完整的中高端产品矩阵以及优异的产品品质可以在高端啤酒市场取得更多市场份额。

图 25：2022 年中国啤酒市场销量份额结构（%）



资料来源：中商情报网《2022 年中国啤酒龙头企业市场竞争格局分析》，山西证券研究所

图 26：2018 年中国啤酒高端市场份额（%）

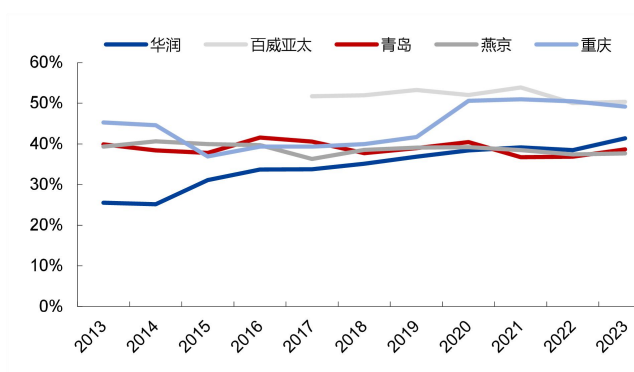


资料来源：前瞻经济学人《2018 年中国啤酒行业竞争格局与发展前景分析》，Global Data，山西证券研究所

### 2.3.2 关厂+罐化率提升，盈利能力持续改善

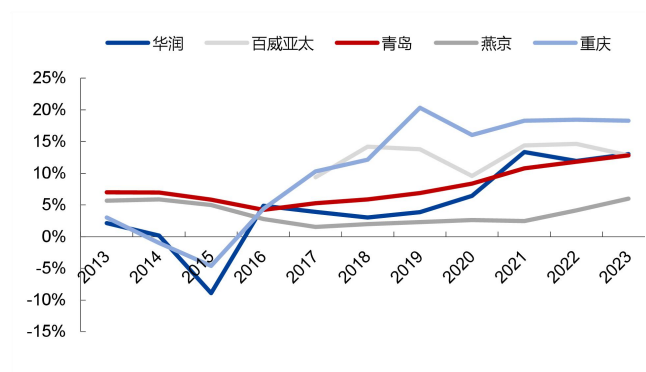
行业发展早期，啤酒龙头们往往通过收购地方厂商来争夺市场份额。但是在存量时代，销量增速减缓，地方工厂效率低下、折旧费用高的问题越发凸显，啤酒厂商利润空间被持续挤压；因此在啤酒行业转型期，关厂提效也成为了啤酒龙头们重要的盈利能力改善点。

图 27：啤酒龙头企业销售毛利率（%）



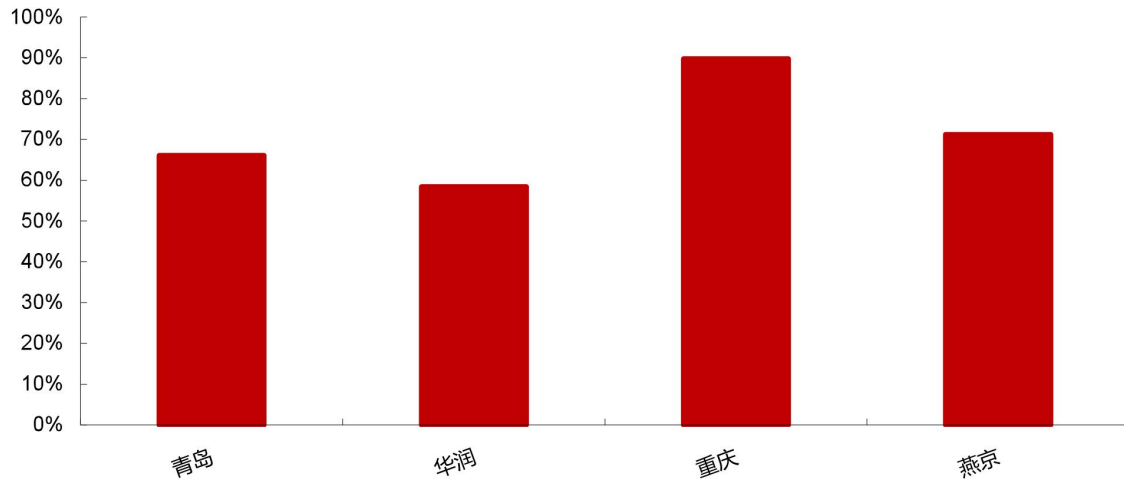
资料来源：Wind，山西证券研究所（注：21 年国内会计准则发生变化，A 股公司毛利率相对有所下调）

图 28：啤酒龙头企业销售净利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

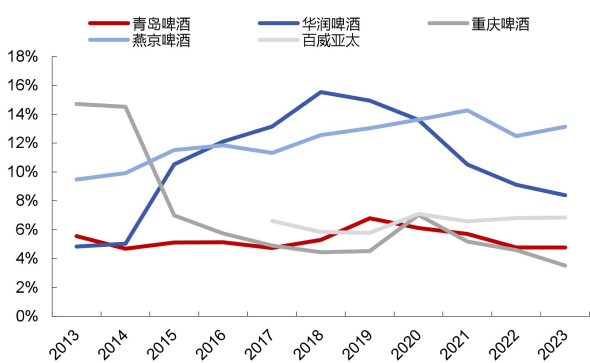
图 29：2023 年各啤酒企业产能利用率（%）



资料来源：各公司 23 年年报，山西证券研究所

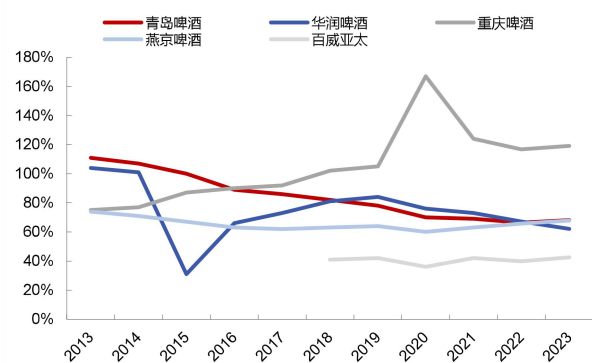
从短期看，关厂会造成大额当期资产减值损失以及职工安置费用，削弱公司当年利润；但是长期看，关厂提效有利于公司盈利能力的稳定提升，落后产能的减少会提高公司产能利用率和人均产出，同时降低公司折旧维修费用和员工薪酬。

图 30：啤酒龙头企业管理费用率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 31：各啤酒企业总资产周转率（次）



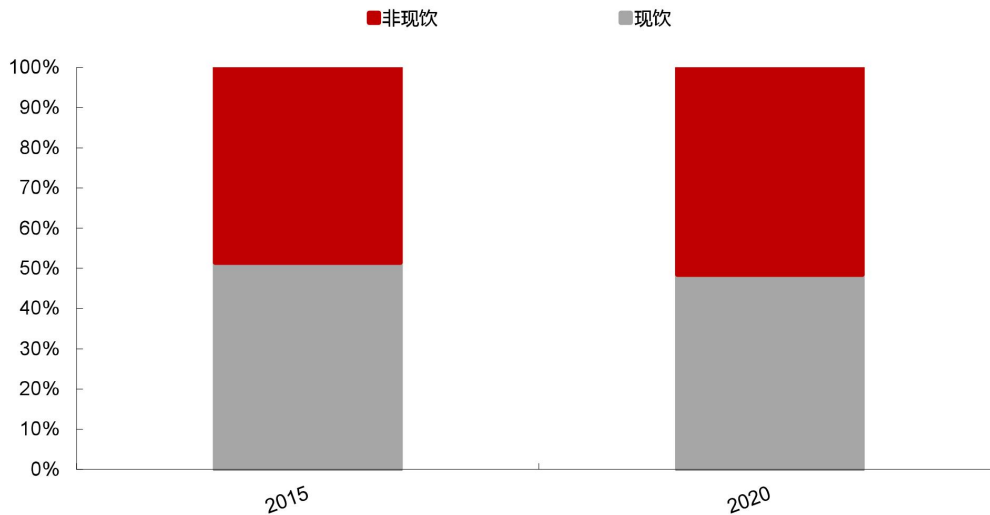
资料来源：Wind，山西证券研究所

五家啤酒龙头中，重庆啤酒和华润啤酒关厂规模较大，改善效果较为明显，2015-2018 年，重庆啤酒关闭 10 家工厂，净利率提升 16.77pct，管理费用率下降 2.56pct，并且公司的总资产周转率跃迁至行业第一。根据年报披露，青岛啤酒在 2018 年开始执行关厂计划，截至 2021 年



底已关闭五家左右工厂，根据公司 2019 年宣布的计划，近 3-5 年内青啤还将陆续关闭 10 家工厂，我们认为长期看青啤产能利用率以及盈利能力将持续提升。

图 32：中国啤酒渠道销量结构（%）



资料来源：贤集网，前瞻产业研究院《中国啤酒行业消费渠道与场景分析-啤酒正四面楚歌》，Euromonitor，山西证券研究所

同时，渠道变化叠加利润优势，啤酒企业加速推动罐化率的提升。近几年外卖与便利店行业在中国快速发展，加上三年疫情的影响，中国啤酒市场的非现饮渠道占比在逐渐提高。

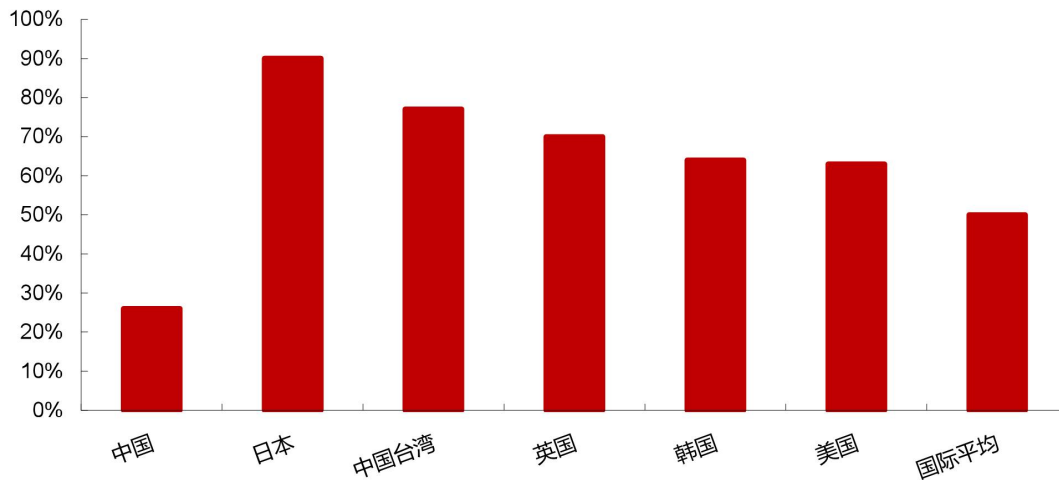
新一代消费者对自饮场景的偏好也在增加，参考人口结构与文化都近似中国的日本，自上世纪 70 年代以来，日本啤酒家庭渠道占比长期在 60%以上，目前中国啤酒市场现饮渠道与非现饮渠道占比接近一比一，但是我们认为随着新零售渠道的崛起以及自饮场景的增加，非现饮渠道占比将逐渐反超现饮渠道，便利性更高的罐装产品有较大发展空间。

对于便利店和商超而言，罐装产品相比瓶装产品更节省存储和摆放空间；对于消费者而言，罐装产品更方便开启，也便于携带或者丢弃；对于厂商而言，产能布局的收缩意味着运输距离的上升，而同规格的罐装产品相比瓶装产品更易于运输，其抗碰撞能力更强，物流途中损耗更小；在考虑到玻璃瓶回收再加工成本和使用年限限制的情况下，罐装产品的平均制造成本也要低于瓶装产品；此外罐装产品包装可塑性也高于瓶装产品，附加值更高，出厂价和终端零售价高于瓶装产品。目前中国啤酒罐化率仍不足 30%，尚未达到世界平均水平（约为 50%），距离美（63%）日（90%）成熟啤酒市场仍有大量提升空间，在需求端和供给端的双重推动下，啤



酒企业也在加快罐装生产线布局。

图 33：各国啤酒罐化率（%）



资料来源：立鼎产业研究院，中国酒业协会，山西证券研究所

### 3. 品牌、产品、渠道三重优势，助力青啤决胜高端化

#### 3.1 品牌：百年品牌享誉四海，国潮焕新活力四射

##### 3.1.1 国产啤酒标杆，品牌底蕴深厚

**品牌历史悠久，文化底蕴深厚。**青岛啤酒是中国啤酒行业中历史最为悠久的啤酒公司之一，其前身最早可以追溯到 1903 年由德英两国商人合资创立的日耳曼啤酒青岛股份公司，1906 年建厂仅三年的青岛啤酒就在慕尼黑啤酒博览会上荣获金奖；新中国成立以后，青岛啤酒更名为“青岛啤酒厂”，凭借先进的技术设备和充足的人才储备，青岛啤酒的品质一直是国产啤酒中的翘楚。从上世纪 60 年代开始，公司频繁斩获国内外评选金奖，产品远销美国、英国、德国、日本等世界 100 多个国家，其优异品质得到世界广泛认可。青岛啤酒目前已成为我国啤酒产业的出色代表，其品牌价值连续 20 年蝉联中国啤酒行业品牌价值首位，青啤高端形象在国内消费者心智中认可度较高。

表 3：青岛啤酒部分获奖奖项

时间	奖项	类型
1963	全国酒评会金牌奖	产品质量
1984	轻工部质量金奖	产品质量
1987	美国国际酒会质量金奖	产品质量
1988	中国食品博览会金质奖	产品质量
1991	比利时国际评酒会金奖	产品质量
1993	新加坡国际饮品博览会金奖	产品质量
1997	国际金星奖- 杰出公司形象和质量"	公司形象/产品质量
1999	亚洲五十大大牌	公司形象
2006	国家科技进步二等奖	产品研发
2018	欧洲啤酒之星大奖	产品质量
2018	世界啤酒锦标赛金奖	产品质量
2019	世界啤酒锦标赛金奖	产品质量
2020	中国酒业青云奖-年度大众畅销产品	公司形象
2021	全国企业管理现代化创新成果一等奖	公司管理
2022	中国国际啤酒挑战赛天禄奖	产品质量

资料来源：山东财经报道，中国国际啤酒网，新京报，海外网，青岛新闻网、凤凰网、中国企业报等新闻稿整理，山西证券研究所

### 3.1.2 底蕴为基，创新营销释放活力

创新营销紧跟潮流，百年品牌形象重塑。2018 年黄克兴先生出任公司董事长，提出要建立“四位一体”的品牌推广模式，即通过品牌传播、产品销售、消费者互动、粉丝互动的有机结合，增强青啤沉浸式品牌体验持续提升品牌影响力。

图 34：青岛啤酒 1903 国潮罐



图 35：青岛啤酒纽约时装周宣传



资料来源：公司官网，山西证券研究所

资料来源：中国新闻网，山西证券研究所

以青岛啤酒 1903 为例，2019 年公司推出 1903 复古国潮罐，包装采用青岛啤酒早期的棕色瓶身，同时搭配时下流行的国潮元素吸引年轻消费者，更是在同年进军纽约时装周，通过系列潮服，创新性地向世界展现青岛啤酒年轻化、时尚化的品牌新形象，重新赋予青啤新时代活力；在线上，通过与天猫、京东等品牌合作，开展“夜猫子”、“百年国潮日”等活动，加大与青年消费者的品牌互动，深化青啤在年轻人心中潮流国牌的形象，使青啤重新焕发强大生命力。

**三重维度齐发力，多元化触碰消费者。**公司以体育营销、音乐营销和体验营销为主线，构建以消费者为中心的营销管理体系，通过多维度的营销活动为消费者提供沉浸式的体验，增强客户忠诚度。公司通过赞助支持体育赛事、音乐节、啤酒节和 IP 联名，既实现了向目标人群和场景的精准投放，又借助营销活动打造了公司国际高端、年轻潮流的品牌形象，不断提升公司品牌影响力，巩固和提升公司在中高端竞争中的优势。

表 4：青岛啤酒部分营销案例

领域	时间	内容
体育	2005	北京2008年奥运会官方赞助商
	2008	NBA联赛官方合作伙伴
	2012	CBA联赛官方合作伙伴
	2013	亚冠联赛首家中国赞助商
	2018	央视世界杯转播赞助商
	2018	北京2022年冬奥会和冬残奥会官方赞助商
	2019	
音乐	2020	青岛马拉松赞助商
	2024	
	2013	因“乐”而生夜场音乐派对全国巡演
	2017	
	2018	冠名“尖叫之夜”演唱会
	2019	
	2019	独家冠名福建摩尔音乐节
IP	2020	独家冠名天空音乐节
	2019	
	2020	草莓音乐节赞助商
	2021	
	2022	
	2016	联名魔兽世界推出“魔兽罐”
	2017	联名现象级电影《战狼2》，推出“战狼罐”
IP	2017	联名电影《深夜食堂》，推出“深夜罐”
	2019	庆祝天猫创立10周年，青啤推出“夜猫子罐”
	2019	1903复古国潮包装，打造青啤国潮专属IP

资料来源：公司官网，半岛都市报，青岛国资委官网，新浪体育，金融界，中新网，凤凰网，爱奇艺，中国网，搜狐网，中国新闻网，齐鲁网等新闻稿整理，山西证券研究所

## 3.2 产品：产品矩阵完整丰富，研发实力保障未来

### 3.2.1 主副品牌定位明确，率先布局高端化

主副品牌分工明确，价格带覆盖完整。目前青岛啤酒持续推动强化“1+1”双品牌策略，其中主品牌青岛啤酒市场定位为中高端产品，而副品牌崂山啤酒主要面向大众消费市场，双品牌基本覆盖市场全部价格带：（1）超高端产品：一世传奇、百年之旅和琥珀拉格等，占位超高端空间，展现青岛啤酒品牌实力；（2）高端产品：皮尔森、黑啤、白啤、奥古特等特色细分产品基本覆盖中国啤酒市场主要精酿啤酒种类，满足消费者多元化的消费需求，增强青啤品牌厚度；（3）主流产品：青岛经典和青岛纯生两大核心单品共同构成了青岛啤酒强大的主流价格带产品组合，其品质和人气在同价格带均处于行业领先地位，青岛啤酒持续推动经典和纯生两大主力产品发展，带动超高端及特色产品打开市场空间，同时这两大单品还能完美承接崂山品牌的经济产品，完成公司对低端啤酒的升级和替换。

表 5：青岛啤酒双品牌产品矩阵

品牌	价格带	产品	酒精度(vol)	麦芽浓度(°P)	规格 (ml)	价格(元)
青岛啤酒	超高端	一世传奇	≥10.5%	23.9	1500	1499
		百年之旅	≥6.0%	15	815	388.0
		琥珀拉格	≥5.5%	13.8	380	33.3
		鸿运当头	≥4.3%	11	473	23.5
		IPA	≥5.2%	14	330	16.5
		逸品纯生	≥3.6%	9	218	12.4
	高端	皮尔森	≥4.0%	10.5	500	10.7
		黑啤	≥4.5%	12	500	9.9
		奥古特	≥4.7%	12	500	10.5
		白啤	≥4.1%	11	500	8.0
	主流	1903	≥4.0%	10	500	8.0
		BGM果啤	(0.6~2.5)%	11	330	7.8
		纯生	≥3.1%	8	500	7.5
	崂山啤酒	经济	青岛经典	≥4.0%	10	500
崂山8度			≥3.1%	8	330	2.0

资料来源：天猫旗舰店，山西证券研究所



表 6：啤酒公司部分中高端产品推出时间

	2009	2010	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
青岛	奥古特	逸品纯生	鸿运当头	1903	全麦白啤 枣味黑啤 炫奇果啤	皮尔森 青岛原浆		IPA		百年之旅 湖泊拉格		一世传奇	
华润			脸谱					匠心营造 SuperX	黑狮 马尔斯绿		醴		醴醴
燕京			原浆白啤				漓泉1998		U8		V10		
珠江		白啤							97纯生		烈金刚 IPA		识叹 原浆 雪堡精酿IPA 南越虎尊

资料来源：公司官网、新京报，中国日报网，新华网，山东热搜、鲁中网、中国新闻网、河南燕京啤酒、界面新闻、南方 Plus、创氩网等新闻稿整理，山西证券研究所

国产啤酒高端化引领者，率先发力精酿啤酒。早在 2009 年，青岛啤酒就推出了以初代酿酒师命名的高端啤酒奥古特，并又陆续推出了逸品纯生、鸿运当头等超高端产品和全麦白啤、枣味黑啤等精酿产品，2016 年公司高端产品矩阵就已经初具规模，覆盖多个细分精酿品类；2020 年，公司推出百年之旅超高端系列，占位百元啤酒，提高公司品牌形象；2022 年 1 月份再次推出千元价位新品一世传奇，受到市场高度认可，产品供不应求，青岛啤酒产品高端化形象持续提升。

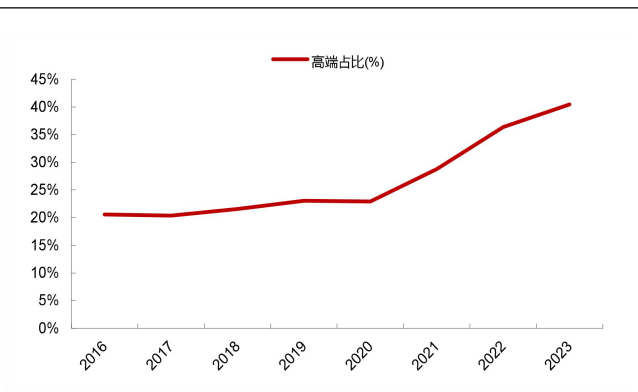
### 3.2.2 高端产品稳定增长，吨价持续提升

高端产品销量稳中有升，产品结构不断改善。公司高端产品销量在行业整体不景气的情况下依然保持增长趋势，2019 年公司高端产品销量突破 185 万千升，2023 年在前期疫情及宏观经济偏弱扰动下公司中高端产品销量仍然达到了 324 万千升，占青岛主品牌销量的 71.05%，总销量占比也从 2014 年的 18.13%提升到了目前的 40.46%。截至 2023 年，青岛主品牌销量已提升至 456 万千升，销量占比已经达到 56.95%，营收占比达到 72.67%，公司高端化进程总体顺利推进，产品结构显著提升。

提价升级带动吨价增长，盈利能力稳定提升。2023 年青岛主品牌吨价 5408 元/吨，已接近国际品牌平均水平，带动公司平均吨价从 2017 年的 3260 元/吨快速提升到 2023 年 4238 元/吨，CAGR 达到 3.8%，保持国产啤酒平均吨价首位。随着吨价提升，2023 年公司主品牌毛利率已达到 44.53%，比公司平均水平高出 5.87pct，尽管 2018 年以来啤酒行业成本压力不断加大，同

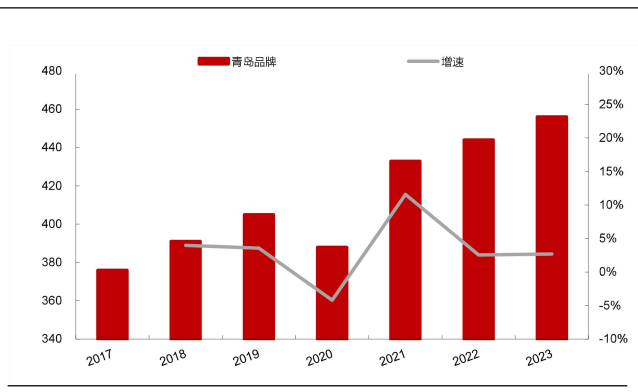
时整体消费环境稍显疲软，但在提价升级等举措帮助下公司毛利率依然保持稳中向上。我们认为随着成本端压力的逐步缓解以及主品牌占比的逐渐提升，公司高端化红利将充分释放，盈利能力将不断增强。

图 36：青岛啤酒高端产品销量占比（%）



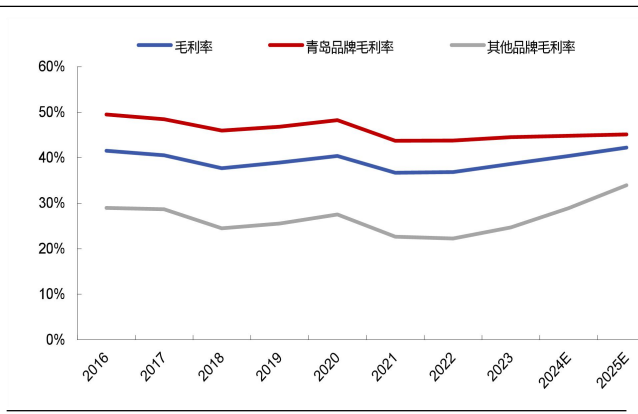
资料来源：Wind，公司 16-23 年年报，山西证券研究所（注：公司 2021 年高端产品口径略有调整）

图 37：青岛品牌销量（万千升）及增速（%）



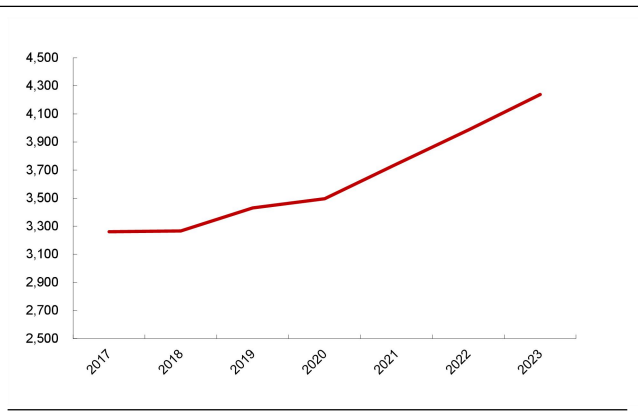
资料来源：Wind，公司公告 17-23 年年报，山西证券研究所

图 38：青岛啤酒及旗下品牌毛利率（%）



资料来源：Wind，公司 16-23 年年报，山西证券研究所

图 39：青岛啤酒平均吨价（元/吨）



资料来源：Wind，公司 17-23 年年报，山西证券研究所

### 3.2.3 需求导向型市场，产品研发力至关重要

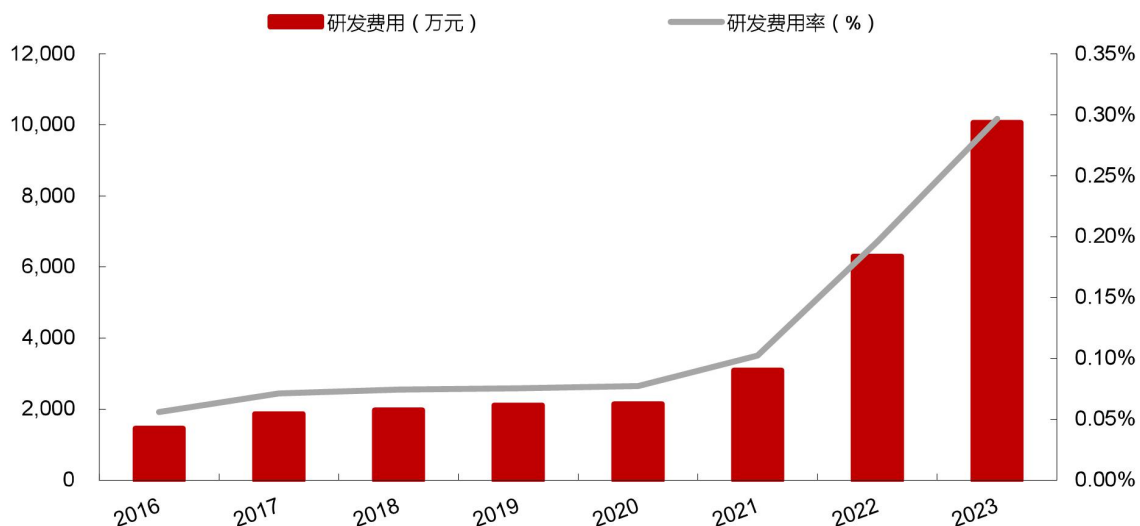
以日为鉴，啤酒市场转型期逐渐由渠道导向型市场向需求导向型市场转变。上世纪 50 年

代，麒麟啤酒敏锐地发现了日本啤酒消费重心逐渐从餐饮渠道向家庭渠道转移，率先开展地区专卖店服务，优先满足家庭批发零售啤酒市场的供应，成功搭上了家庭啤酒消费增长的快车，在 20 世纪中后期数十年间都稳居日本啤酒市场首位；而朝日啤酒经营节奏略显落后，市场份额持续下滑，1981 年朝日的市场份额跌破 10%，但是在后期市场转型期朝日啤酒却迎来了机会。

**紧跟市场需求变化，朝日麒麟展开拉锯战。**1985 年，朝日啤酒通过大规模的市场调查发现新一代日本啤酒的消费者的口味偏好已经从“醇厚浓郁”转向“清爽可口”，而市面上还没有满足新时代顾客需求的产品。

朝日啤酒果断投入到了新口味啤酒的研发中，并在两年后推出了采用全新发酵技术的“SuperDry”干生啤酒，凭借对消费者偏好的精准把握，SuperDry 一经问世就大获成功，1987 年全年销售量就达到了 1300 万箱，即使麒麟啤酒快速推出类似的产品也无法阻挡朝日的强势增长。但是麒麟啤酒迅速把握到了消费者对健康需求的呼唤，率先布局健康属性新型啤酒产品，陆续推出低糖、低热量、低酒精的产品，占领了健康啤酒市场的大量份额，在此后的数十年与朝日啤酒形成了角力格局。

图 40：青岛啤酒研发费用（万元）和研发费用率（%）



资料来源：Wind，公司 16-23 年年报，山西证券研究所

回顾朝日与麒麟啤酒的竞争史，市场嗅觉与产品研发能力是保证两家啤酒巨头竞争力的关键因素，强大的产品研发能力既可以帮助企业抢先推出迎合消费者新需求的产品，也可以帮助



企业快速模仿竞争产品，实现跟随反超。中国与日本相比幅员辽阔，各地居民饮食习惯差异较大，需求更加多样化，而青岛啤酒强大丰富的产品矩阵可以充分满足消费者多元化的需求，除了传统的拉格啤酒以外，青岛啤酒已覆盖中国啤酒市场所有常见的精酿啤酒种类，并且根据国家知识产权局数据显示，青岛啤酒还申请了藜麦啤酒、兰比克酸啤酒、竹叶保健啤酒、无醇黑啤等多个新品类的制备专利，青岛啤酒的产品储备足以让其从容应对各种市场需求。

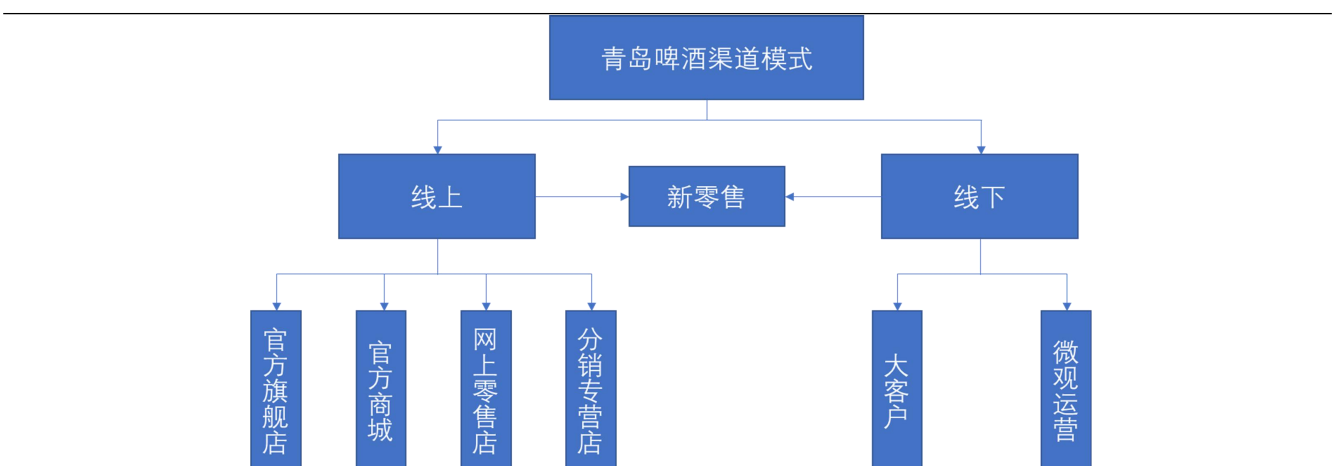
青岛啤酒强大的研发能力是其产品矩阵可以实现更早布局 and 更广覆盖的基石，青岛啤酒2023年研发费用突破1亿元，研发人员数量历史性地达到788人，并且拥有啤酒行业唯一的国家级重点实验室，我们认为青啤出色的研发能力可以帮助公司紧跟市场需求变化，抢先开发出高品质、高辨识度的产品占领消费者认知，助力公司决胜啤酒高端化进程。

### 3.3 渠道：区域战略稳步推进，积极开拓新市场

#### 3.3.1 多创并举，构建数字化渠道运营

青岛啤酒在国内市场分区域深度分销的基础上，不断创新实践线上线下立体化多维度业务拓展，通过渠道赋能、专业支持和数字化技术，不断提高区域市场的分销能力，并积极与第三方平台合作，同时在前期疫情的特殊时期快速创新营销模式，积极推进社区团购、B2B、O2O等新零售业务，多渠道满足新时代消费者的购买需求和消费体验。

图 41：青岛啤酒渠道模式



资料来源：长期跟踪整理，山西证券研究所

#### (1) 线上：积极开拓新渠道，多平台服务消费者

青岛啤酒是业内较早布局线上渠道的厂商之一，早在 2014 年青啤就在淘宝、京东等第三方平台开设官方旗舰店，目前消费者可以在微信、淘宝、京东、美团、抖音等多个主流社交/购物平台上直接购买青岛啤酒。

青岛啤酒通过搭建电商渠道专业部门，不断放大“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，并展开线上专门策划活动，强化渠道优势，青岛啤酒与天猫平台合作推出过“夜猫子”罐和天猫音乐定制礼盒，在京东平台上打造过“百年国潮日”创新营销活动，2021-2023 年公司在天猫、京东双平台上均取得啤酒类销量全年第一的优秀成绩，公司线上渠道建设成果显著。

新零售业务方面，青岛啤酒与京东到家、美团和饿了么等行业头部平台达成合作，全面进入 O2O 业务，借助第三方平台成熟的配送网络，拓展更丰富的消费场景，缩短配送时间，增强消费者体验，提高客户忠诚度；更重要的是相比传统渠道，在 O2O 平台上青岛啤酒可以直接与消费者互动，增强青啤对渠道的掌控，实现投入效益多元化产出。

图 42：青啤荣获 2022 天猫全城狂欢节销售季第一



资料来源：青岛啤酒公众号，新经销，山西证券研究所

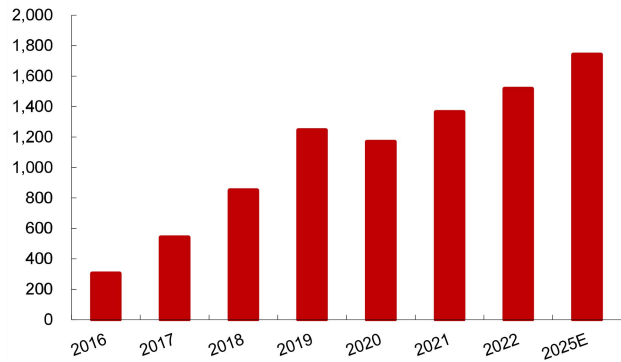
图 43：青岛啤酒与京东合作推出国潮盲盒



资料来源：网易，酒业家，山西证券研究所

2019 年我国酒类新零售市场规模已突破千亿元，2025 年有望突破 1700 亿元，而电商平台是新零售主要的线上购买渠道，青岛啤酒已在电商平台抢先布局，有望占据先机，业绩迎来增长新动力。

图 44：中国酒类新零售市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院《2021 年中国酒类新零售行业市场规模及用户消费分析》，艾媒咨询《2023-2024 年中国酒类新零售市场研究报告》，山西证券研究所

图 45：中国酒类新零售市场渠道结构



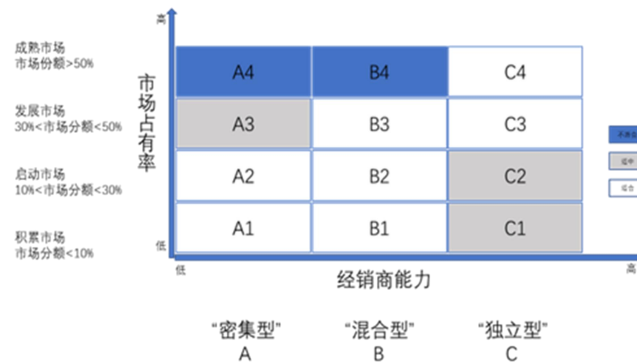
资料来源：艾媒咨询《2023-2024 年中国酒类新零售市场研究报告》，艾媒数据中心，山西证券研究所

## （2）线下：深度分销加强渠道掌控，建设高端啤酒消费新场景

青岛啤酒根据市场占有率以及经销商能力的差异，将渠道运作模式划分成密集型、混合型、独家型三种类型，再通过大客户+微观运营的策略，培养有潜力的客户，进行培训赋能，帮助其整合区域市场资源，再借助大客户的资金、人力等优势反馈公司渠道开拓，减少公司销售费用支出；而微观运营则是要求业务人员对销售终端进行固定的打卡维护，增强公司对区域市场的组织管控能力。自 2016 年开始，得益于公司渠道管理效率和掌控力的提升，公司经销商数量逐步减少，渠道管理体系日渐成熟。

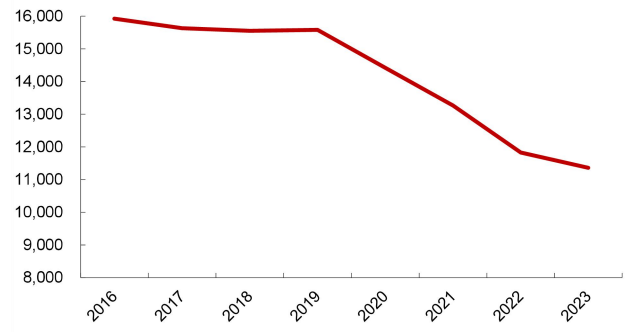
另一方面，公司极推进线上线下联动，自建酒吧转化流量。青岛啤酒积极推进“一瓶一码”数字化改革建设，消费者可以通过线下扫码参与公司线上营销活动，从早期的扫码抽奖到联名罐特制广告和扫码为冬奥加油，青岛啤酒通过不断创新的营销活动增强客户消费体验，也增强了公司对销售数据的把控，提高营销管理效率，实现了品牌商、终端门店和消费者的有效沟通。青岛啤酒还通过开设线下快闪店、潮玩店、1903 酒吧增强消费者沉浸式体验，提升品牌形象的同时带动高端产品销量增长，青岛啤酒目前已在全国 60 多个城市开设 200 多家 1903 酒吧，打造新型高端啤酒消费场景，并且正在尝试通过酒吧进行终端配送，打通 O2O 平台。

图 46：青岛啤酒渠道运作模式划分标准



资料来源：长期跟踪整理，山西证券研究所

图 47：青岛啤酒经销商数量（个）



资料来源：公司 16-23 年年报，山西证券研究所

图 48：青岛啤酒 1903 酒吧



资料来源：公司官网，山西证券研究所

图 49：青岛啤酒酒吧分布地图



资料来源：公司官网，山西证券研究所

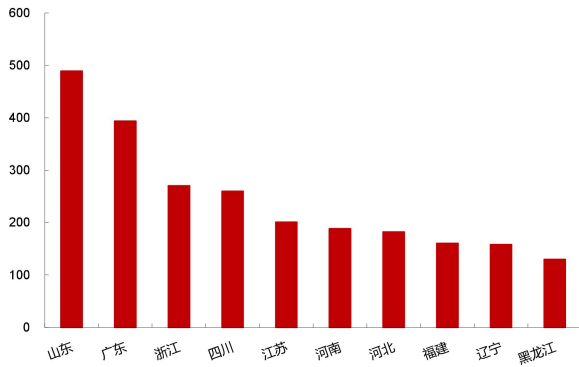
### 3.3.2 基地市场稳步增长，区域战略持续推进

依托基地市场，打通沿黄战略带。公司依靠山东和陕西基地市场优势，辐射周边省份，在山西、河北青啤市场份额也达到了 40% 以上，公司以山东、陕西为端点，串联黄河流域优势省份，形成沿黄战略带，形成生产、运输规模效应，有效节省成本；同时公司在此区域根基深厚，市场经过多年培育巩固，消费者品牌忠诚度高，公司产品在此区域销量增长快，产品结构升级顺畅，助力公司推进高端化发展。其中山东和河北地区 2022 年产量分别位列全国第一和第七，



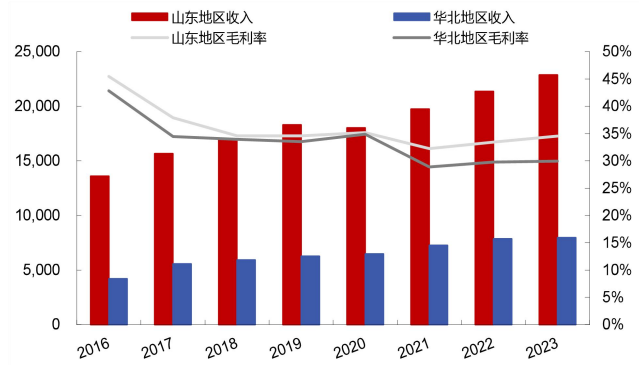
产量之和占全国总产量的 18.24%，市场容量巨大，结构升级释放利润值得期待。

图 50：2022 中国啤酒产量前十省市（万千升）



资料来源：国家统计局，啤酒工业信息网，Foodtalks，山西证券研究所

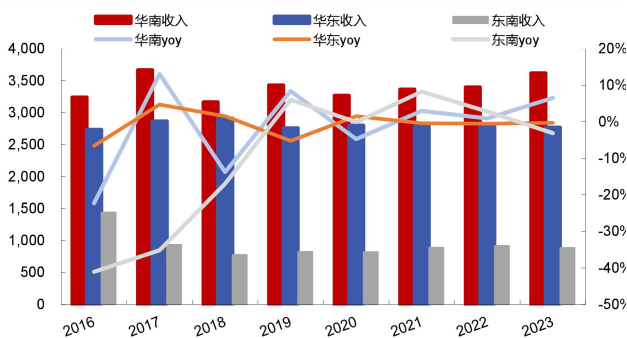
图 51：山东、华北地区营收（百万）及毛利率（%）



资料来源：公司 16-23 年年报，山西证券研究所

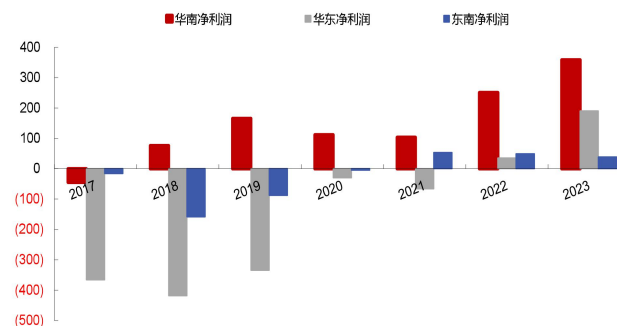
沿海战略带盈利修复，沿江战略带逐步好转。公司沿海战略带包括海南、广东、福建、浙江等地，沿江战略带主要以华东地区为主，两条战略带覆盖城市均为我国较发达地区。

图 52：华南、华东、东南收入（百万）及增速（%）



资料来源：公司 16-23 年年报，山西证券研究所

图 53：华南、华东、东南地区净利润（百万）

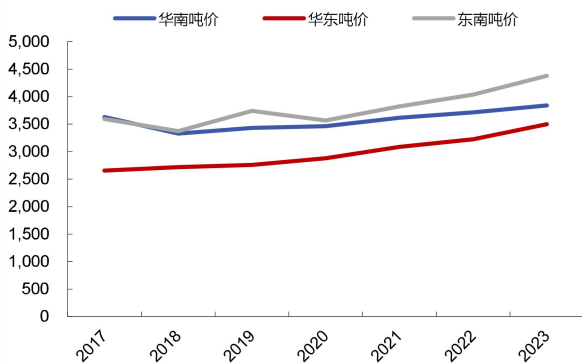


资料来源：公司 16-23 年年报，山西证券研究所

公司 2023 年在东南/华南地区吨价分别为 4379/3839 元/吨，在公司六个销售区域中分别位列第一和第四，高端化潜力巨大。公司早期在沿海地区具有一定竞争优势，但是随着市场竞争的不断加剧，公司在沿海战略带销售费用率居高不下，整体发展受到一定程度遏制，随着公司降费增效举措的推进，2021 及 2022 年东南地区及华东地区相继实现扭亏为盈利，2023 年华南

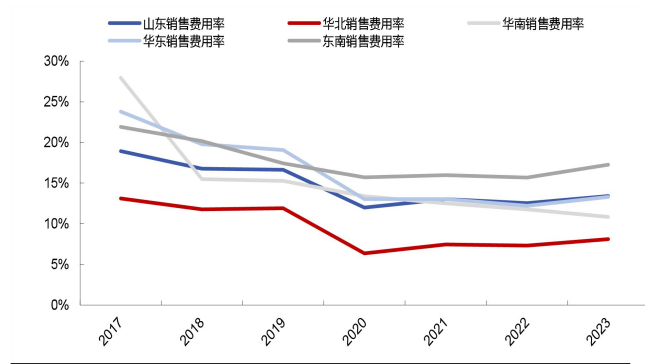
地区实现净利润 3.58 亿元，同比实现 40%以上增长。公司在华东沿江战略带亏损不断缩窄并实现扭亏。目前沿江沿海战略带销售费用率水平已逐渐下降至合理区间，预计公司在沿江沿海战略带利润将逐渐持续恢复。

图 54：华南、华东、东南地区吨价（元/吨）



资料来源：公司 16-23 年年报，山西证券研究所

图 55：公司各地区销售费用率（%）



资料来源：公司 16-23 年年报，山西证券研究所

## 4. 盈利能力分析

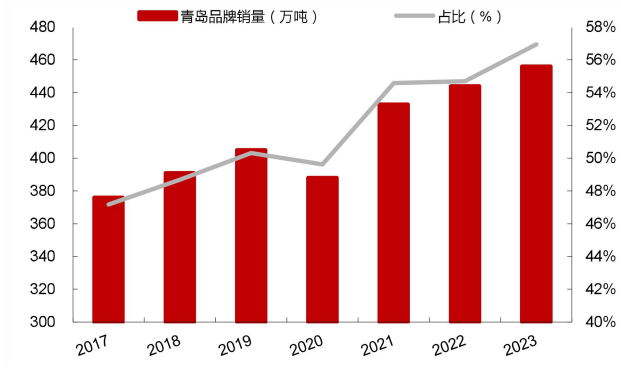
### 4.1 结构升级助力营收增长，成本下行&罐化率持续提升改善盈利

#### 4.1.1 产品结构全面升级，营收&利润稳步提升

目前中国啤酒行业竞争格局偏稳，各大龙头市场份额竞争激烈程度有所下降，在啤酒存量时代，企业经营目标逐渐转向以利润为导向。三年新冠疫情及宏观经济影响之下，近三年整体消费环境稍显疲软，市场普遍对啤酒行业高端化节奏有所担忧。我们认为：首先啤酒行业高端升级之路仍将继续，在经过前两年压力测试之后，整体来看啤酒行业的高端化仍在继续，主要啤酒企业的吨价水平仍在稳步提升；其次所谓产品结构升级，除了高端产品的占比不断提升之外，还包含中低端产品的自然升级。

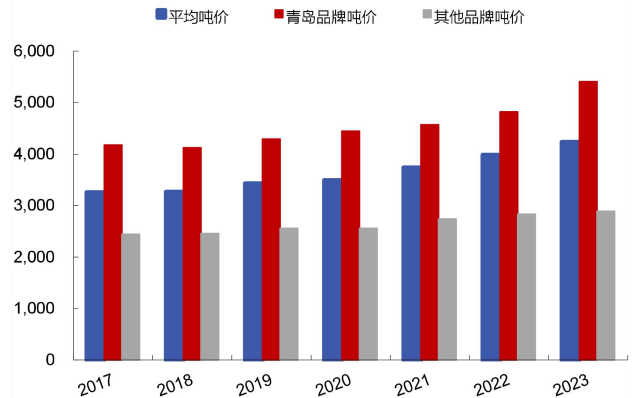


图 56：青岛品牌销量（万吨）和占比（%）



资料来源：公司 17-23 年年报，山西证券研究所

图 57：青岛啤酒主品牌和其他品牌吨价（元/吨）



资料来源：公司 17-23 年年报，山西证券研究所

公司低端产品仍有较大升级潜力，蕴藏巨大利润空间。公司产品矩阵丰富，覆盖多个价格带，各个价位产品之间的递进关系也十分清晰，公司可以逐渐引导客户选择更高端的产品，将副品牌客户转化为主品牌客户，乃至高端产品客户，产品升级相比直接提价更加温和，消费者抵触情绪更低，能有效保护消费者品牌忠诚度。同时低端产品仍然是目前的主流产品，尽管公司低端产品销量处于逐渐下滑的状态，但是销量占比还在 45% 以上，低端产品消费群体规模依然较为庞大，并且这部分消费者价格敏感度相对更高，针对这种情况，公司目前主要采取引导消费升级和罐装替换瓶装两种方法增强效益。根据我们的测算，在其他条件保持不变的情况下，其他品牌吨价每提升 1%，公司净利率就会增加 0.28pct，2022/23 年公司其他品牌平均吨价提升 3.17/2.20%，低端产品利润增长空间潜力十足。

表 7：其他品牌销量和吨价对公司 2022 年净利率的影响

净利率变动值	吨价							
	(+0%)	(+1%)	(+2%)	(+3%)	(+4%)	(+5%)	(+6%)	(+7%)
销量 (-3%)	-0.10%	0.17%	0.45%	0.72%	0.99%	1.26%	1.53%	1.80%
销量 (-2%)	-0.07%	0.21%	0.49%	0.76%	1.03%	1.30%	1.57%	1.84%
销量 (-1%)	-0.03%	0.25%	0.52%	0.80%	1.07%	1.34%	1.61%	1.88%
销量 (-0%)	0.00%	0.28%	0.56%	0.84%	1.11%	1.39%	1.66%	1.93%
销量 (+1%)	0.03%	0.32%	0.60%	0.88%	1.15%	1.43%	1.70%	1.97%
销量 (+2%)	0.07%	0.35%	0.63%	0.91%	1.19%	1.47%	1.75%	2.00%
销量 (+3%)	0.10%	0.39%	0.67%	0.95%	1.23%	1.51%	1.79%	2.07%

资料来源：公司 22 年年报，山西证券研究所

**高端占比持续提升，吨价稳定提高。**目前公司以纯生、经典两款大单品为核心，带动奥古特、白啤、IPA 等特色高端产品销量增长，青岛品牌销量占比从 2016 年的 48.11% 提升到 2023 年的 56.95%，吨价突破 5400 元/吨，带动公司平均吨价达到 4238 元/吨，位居国产啤酒首位，但是与国际品牌吨价相比仍有一定距离。我们认为随着公司销量结构的改善，将逐渐带动公司毛利率水平的稳定提高，在啤酒行业高端化进程中，公司仍有足够的利润空间可以发掘；在其他因素不变的情况下，青岛品牌销量每提升 1%，公司净利率就会增加 0.21pct，仅产品结构升级就足以使公司利润稳定提升。

表 8：青岛品牌销量和吨价对公司 2022 年净利率的影响

净利率变动值	吨价								
	(+0%)	(+1%)	(+2%)	(+3%)	(+4%)	(+5%)	(+6%)	(+7%)	
销量	(+0%)	0.00%	0.58%	1.16%	1.73%	2.29%	2.84%	3.39%	3.93%
	(+1%)	0.21%	0.79%	1.37%	1.94%	2.50%	3.05%	3.60%	4.14%
	(+2%)	0.42%	1.00%	1.58%	2.15%	2.71%	3.26%	3.81%	4.35%
	(+3%)	0.63%	1.21%	1.79%	2.36%	2.92%	3.47%	4.02%	4.56%
	(+4%)	0.83%	1.41%	1.99%	2.56%	3.12%	3.68%	4.23%	4.77%
	(+5%)	1.03%	1.61%	2.19%	2.76%	3.32%	3.88%	4.43%	4.97%
	(+6%)	1.23%	1.81%	2.39%	2.96%	3.52%	4.08%	4.63%	5.17%

资料来源：公司 22 年年报，山西证券研究所

#### 4.1.2 成本下行&罐化率提升，助力盈利稳步改善

原材料成本下行背景下，公司利润端释放弹性可期。2020 年二季度前后，啤酒行业主要原材料和包装材料价格纷纷进入上行区间，啤酒企业成本及利润端逐步承压。23 年下半年起，受益于中国对澳麦双反关税的取消，我们预计 2024 年麦芽价格将显著回落贡献吨成本先下降，2024 年 2 月底进口大麦价格同比-18.6%，预计上市公司层面麦芽价格下降幅度低于此降幅，但预计价格仍将回落 10-15%。包材方面，铝材价格基本稳定，我们预计玻璃瓶价格在需求疲软影响下小幅回落，带动啤酒行业整体吨成本实现同比负增长，从而助力公司利润端进一步释放弹性。

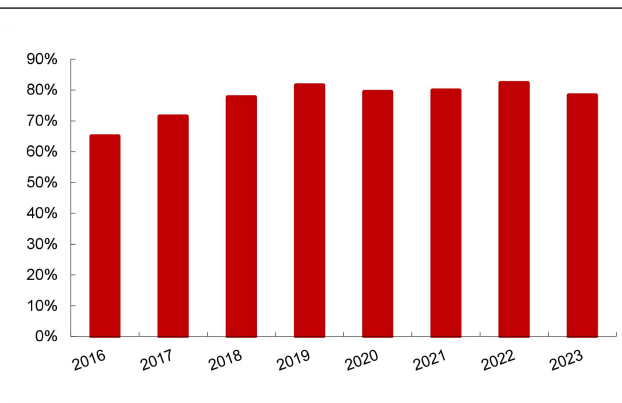
公司积极提高罐化率，已完成全国布局。罐装产品相比瓶装产品在制造费用、运输成本和

出厂价格上都有一定程度的优势。目前玻璃瓶和铝罐在青岛啤酒成本中的占比约为 30%/13%，青岛啤酒目前的罐化率约为 27%。公司已在全国多地布局罐装生产线，公司罐化率将持续攀升，预计五年内达到世界平均水平。

## 4.2 关厂提效增厚利润

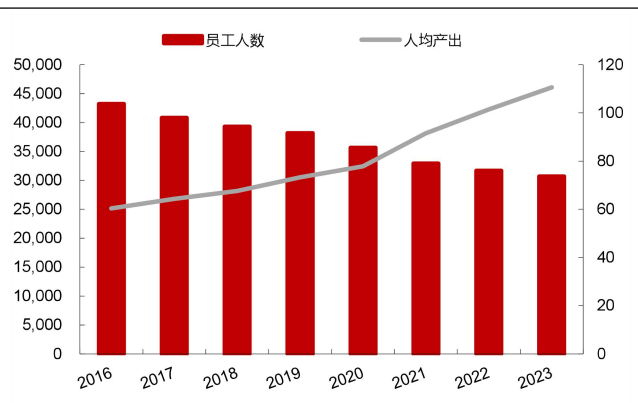
公司在 2018 年关闭了位于安徽芜湖以及上海杨浦的两家工厂，清理了华东地区的部分落后产能，近两年华东地区亏损明显缩窄。2021 年公司再次对两家规模偏小、竞争力偏弱的工厂进行了内部整合，2018/2021 年公司资产减值损失分别为 1.47/1.89 亿元，因解除劳动关系所支付的其他辞退福利为 0.55/0.50 亿元，两项费用占公司净利润的比例分别为 13%/7%，随着公司盈利能力的持续改善，关厂造成的波动在逐渐减弱；同时公司产能利用率从 2016 年的 65.06% 提高到了 23 年的 80% 左右；2016 年-2023 年，员工人数减少了 1.25 万名，人均产出提升到 110.59 万元/人，CAGR 达到 7.86%；未来公司仍将推进产能优化升级，提高生产运营效率。

图 58：青啤产能利用率（%）



资料来源：公司 16-23 年年报，山西证券研究所（备注：啤酒为快消品，实际产能与产量基本一致）

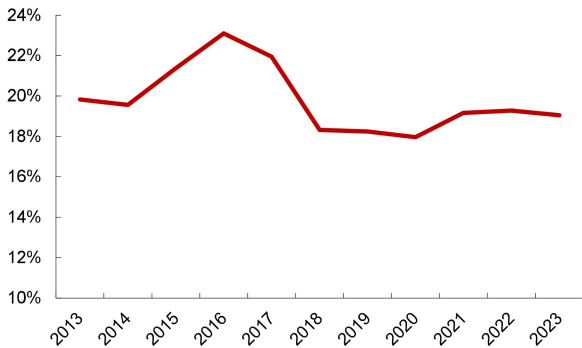
图 59：青啤员工人数（个）和人均产出（万元/人）



资料来源：公司 16-23 年年报，山西证券研究所

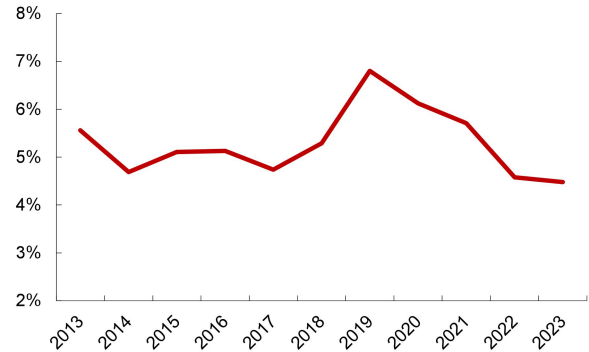
同时，近年公司销售费用率显著下降，管理费用率保持稳中有降。2016 年-2023 年，青岛啤酒销售费用率呈现下降趋势，尽管 2023 年公司销售费用率为 19.05%（还原后），但是相比 2016 年下降了 4.05pct，公司营销和渠道改革成效显著，公司通过数字化改革创新有效提高了管理质量，持续释放潜在利润。公司管理费用率一直较为稳定，自 2018 年开始执行关厂战略后，管理费用率略微有所上升，但是基本仍保持在 6% 左右，2023 年在降费增效背景下也逐步降低。随着公司产能优化整合的结束，管理费用率预计将再次回到较低水平。

图 60：青岛啤酒销售费用率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所（注：21 年会计准则变更，为口径可比，21-23 年数据还原）

图 61：青岛啤酒管理费用率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1 盈利预测

关键假设：

**（1）青岛主品牌：**公司核心单品纯生和经典保持较快增长，带动白啤、奥古特等特色高端产品打开市场，主品牌和高端产品销量占比持续提升；同时考虑到整体消费环境偏弱，我们预计 2024-2026 年公司主品牌销量增速为 2.9%/3.5%/2.9%，公司产品结构提升虽节奏上有所放缓但趋势依旧，预计吨价增速保持年均 3%左右，毛利率分别为 44.8%/45.1%/45.4%。

**（2）其他品牌：**国内啤酒消费已进入存量时代，公司其他品牌销量预计延续下滑趋势，但公司通过提价升级等方法维持其他品牌收入稳定；预计其他品牌 2024-2026 年销量为 331/321/312 万千升，吨价小幅提升，分别为 3013/3074/3135 元/吨。

**（3）成本：**我们预计大麦价格 24 年将延续下行趋势，同时公司持续通过降费增效等，共同助力公司释放利润弹性。

表 9：青岛啤酒收入及毛利率预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	301.7	321.7	339.4	352.3	368.0	383.4
yoy	8.7%	6.6%	5.5%	3.8%	4.5%	4.2%
销量 (万千升)	793	807	801	801	807	812
yoy	1.4%	1.8%	-0.8%	0.0%	0.8%	0.6%
吨价 (元/千升)	3741.8	3926.8	4172.1	4327.4	4481.1	4637.9
yoy	7.0%	4.9%	6.2%	3.7%	3.6%	3.5%
毛利率 (%)	36.7%	36.8%	38.7%	40.4%	42.3%	44.0%
<b>青岛品牌</b>						
营业收入 (亿元)	198.0	214.2	232.6	246.6	262.8	278.7
yoy	14.8%	8.2%	8.6%	6.0%	6.6%	6.0%
销量 (万千升)	433	444	456	469	486	500
yoy	11.6%	2.6%	2.7%	2.9%	3.5%	2.9%
吨价 (元/千升)	4572.9	4823.6	5101.5	5254.6	5412.2	5574.6
yoy	2.9%	5.5%	5.8%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率 (%)	43.8%	43.8%	44.5%	44.8%	45.1%	45.4%
<b>其他品牌</b>						
营业收入 (亿元)	98.8	102.8	101.4	99.8	98.7	97.7
yoy	-2.1%	4.1%	-1.3%	-1.6%	-1.1%	-1.1%
销量 (万千升)	360	363	345	331	321	312
yoy	-8.6%	0.9%	-5.0%	-4.0%	-3.0%	-3.0%
吨价 (元/千升)	2742.8	2830.5	2939.9	3013.4	3073.7	3135.2
yoy	7.1%	3.2%	3.9%	2.5%	2.0%	2.0%
毛利率 (%)	22.7%	22.2%	24.7%	28.9%	34.0%	39.0%
<b>其他业务</b>						
营业收入 (亿元)	4.9	4.7	5.3	5.8	6.4	7.1
yoy	17.2%	-4.0%	11.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	36.0%	41.1%	47.9%	50.3%	52.6%	54.7%

资料来源：Wind，山西证券研究所

## 5.2 投资建议

青岛啤酒有着过硬的产品质量以及丰富的产品矩阵，是国产品牌中高端化的佼佼者，其出色的研发能力也能保障青啤紧跟消费者需求，同时青啤也在加快降本增效的动作，净利率提升值得期待。未来公司将继续凭借优质渠道，不断扩大中高端市场份额，助力其收入稳定增长。我们预计 24 年整体呈现前低后高经营节奏，期待其在旺季的销售表现。我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 352.26/368.00/383.44 亿元，同比增长 3.8%/4.5%/4.2%。归母净利润 49.91/57.46/65.30 亿元，同比增长 16.9%/15.1%/13.7%。对应 EPS 分别为 3.66/4.21/4.79 元，当前收盘价对应 PE 分别为 21/19/16 倍，给予“买入-A”投资评级。



表 10：可比公司估值（更新日期 2024-6-18）

证券代码	公司名称	EPS (元)			PE (倍)		
		24E	25E	26E	24E	25E	26E
600132.SH	重庆啤酒	3.01	3.29	3.53	23	21	19
000729.SZ	燕京啤酒	0.33	0.43	0.52	29	22	18
002461.SZ	珠江啤酒	0.33	0.38	0.43	24	21	18
	平均值	-	-	-	25	21	18
600600.SH	青岛啤酒	3.66	4.21	4.79	21	19	16

资料来源：Wind，山西证券研究所

## 6. 风险提示

**1、宏观经济增长不及预期。**疫后宏观经济恢复不及预期，餐饮业和夜场消费将受到影响，公司高端产品销量或不及预期；

**2、行业竞争加剧。**啤酒行业竞品一直渴望打入山东市场，公司在沿海、沿江战略带的竞争焦灼，有加大销售费用保护市场份额的可能，如果市场竞争激烈程度加剧，公司利润将受到一定程度影响；

**3、极端天气影响。**啤酒传统销售旺季为 Q2、Q3，此时天气较为炎热，消费者对啤酒需求量较高；但是如果阴雨天持续时间较长，啤酒销量将会受到影响，公司销量或不及预期；

**4、原材料价格上涨。**24 年包装材料尤其是玻璃价格走势存在不确定性，如果成本压力持续扩大，公司利润将被削薄。



## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	32002	29612	34035	41008	45920
现金	17855	19282	22375	30508	34100
应收票据及应收账款	124	100	133	111	143
预付账款	282	211	301	234	323
存货	4152	3540	4216	3636	4304
其他流动资产	9589	6479	7010	6519	7049
<b>非流动资产</b>	18309	19644	19052	18516	17914
长期投资	368	365	380	395	410
固定资产	11009	11146	10834	10556	10201
无形资产	2558	2493	2305	2120	1943
其他非流动资产	4374	5641	5533	5445	5359
<b>资产总计</b>	50312	49256	53087	59524	63833
<b>流动负债</b>	19672	16918	15593	17202	15897
短期借款	225	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3662	3146	3719	3232	3796
其他流动负债	15785	13772	11875	13970	12101
<b>非流动负债</b>	4368	4083	4083	4083	4083
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4368	4083	4083	4083	4083
<b>负债合计</b>	24039	21001	19676	21285	19980
少数股东权益	777	805	970	1127	1298
股本	1364	1364	1364	1364	1364
资本公积	4154	4207	4207	4207	4207
留存收益	19929	21735	26891	32794	39495
归属母公司股东权益	25495	27449	32440	37112	42556
<b>负债和股东权益</b>	50312	49256	53087	59524	63833

## 现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	4879	2778	2735	8741	4052
净利润	3805	4348	5156	5903	6701
折旧摊销	1077	1128	1070	1121	1171
财务费用	-421	-457	-536	-671	-827
投资损失	-170	-172	-175	-175	-174
营运资金变动	923	-1807	-2605	-2769	-2625
其他经营现金流	-335	-262	-176	-168	-194
<b>投资活动现金流</b>	-2199	-3463	-127	-204	-200
<b>筹资活动现金流</b>	-1676	-2868	-485	-404	-260
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.72	3.13	3.66	4.21	4.79
每股经营现金流(最新摊薄)	3.58	2.04	2.01	6.41	2.97
每股净资产(最新摊薄)	18.69	20.12	23.78	27.20	31.19

## 利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	32172	33937	35226	36800	38344
营业成本	20318	20817	20990	21251	21489
营业税金及附加	2391	2387	2477	2588	2697
营业费用	4200	4708	4579	4821	5061
管理费用	1473	1519	1444	1509	1534
研发费用	63	101	104	109	114
财务费用	-421	-457	-536	-671	-827
资产减值损失	-15	-97	-101	-105	-110
公允价值变动收益	164	230	176	206	194
投资净收益	170	172	175	175	174
<b>营业利润</b>	5001	5737	6807	7859	8926
营业外收入	20	23	23	25	23
营业外支出	15	13	15	13	14
<b>利润总额</b>	5006	5746	6814	7870	8935
所得税	1201	1398	1658	1968	2234
<b>税后利润</b>	3805	4348	5156	5903	6701
少数股东损益	94	80	165	157	171
<b>归属母公司净利润</b>	3711	4268	4991	5746	6530
EBITDA	5562	6296	7260	8198	9136

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	6.6	5.5	3.8	4.5	4.2
营业利润(%)	12.3	14.7	18.7	15.5	13.6
归属于母公司净利润(%)	17.6	15.0	16.9	15.1	13.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	36.8	38.7	40.4	42.3	44.0
净利率(%)	11.5	12.6	14.2	15.6	17.0
ROE(%)	14.5	15.4	15.4	15.4	15.3
ROIC(%)	11.4	12.5	12.9	13.0	12.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	47.8	42.6	37.1	35.8	31.3
流动比率	1.6	1.8	2.2	2.4	2.9
速动比率	1.1	1.3	1.6	1.9	2.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
应收账款周转率	258.4	302.3	302.3	302.3	302.3
应付账款周转率	5.8	6.1	6.1	6.1	6.1
<b>估值比率</b>					
P/E	28.8	25.0	21.4	18.6	16.3
P/B	4.2	3.9	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	16.4	14.3	12.0	9.7	8.3

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

