



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

百年企业生生不息，高质发展基业长青

——青岛啤酒首次覆盖报告

买入（首次）

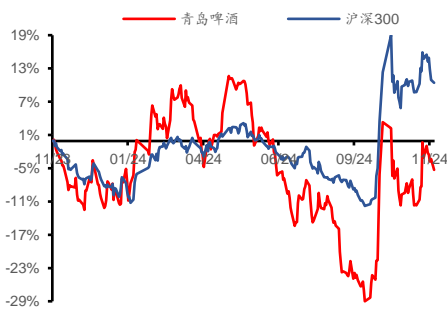
行业：食品饮料
日期：2024年11月22日

分析师：王慧林
Tel: 15951919467
E-mail: wanghuilin@shzq.com
SAC 编号: S0870524040001
分析师：赖思琪
Tel: 021-53686180
E-mail: laisiqi@shzq.com
SAC 编号: S0870524090001

基本数据

最新收盘价（元）	71.86
12mth A 股价格区间（元）	53.96-87.12
总股本（百万股）	1,364.20
无限售 A 股/总股本	51.97%
流通市值（亿元）	980.24

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

我国啤酒行业进入存量竞争时代，产品结构升级带动盈利中枢上移。2017年以来，我国啤酒行业CR5占比超过85%，整体竞争格局稳定。据国家统计局数据，行业2013年产量见顶后，进入价格主导及利润改善的阶段：行业龙头主要通过布局高端产品提升产品结构以及关厂提效提升产能利用率等变革方式，带动吨价显著提升，同时净利率从低个位数提升至双位数。据中国酒业协会提出“十四五”规划，2025年啤酒行业高端及超高端消费量占比将达到30%，我们认为对标海外啤酒企业，国内酒企提效及结构升级空间充足，利润中枢有望进一步上移。

青啤市占率稳居行业前列，高端化竞争具备优势。公司凭借品牌、品质、渠道三维度的领先优势，自2012年以来销量持续保持在780万千升以上，市占率由2012年的16.12%提升至2023年的22.52%，稳居啤酒行业第二。1) **品牌价值领先**：公司围绕“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”搭建产品主梯队，布局多价格带，产品矩阵全面，旗下细分经典、纯生、白啤、崂山清爽等知名品牌，品牌价值连续21年蝉联中国啤酒行业首位；2) **坚守匠心品质**：公司实施生产全过程严格把关，产品品质优异；3) **渠道根基牢固**：公司在山东基地市场形成绝对优势，深耕“一纵两横”（沿海+沿黄沿江）市场战略带，聚焦主力产品快速突破，线上、线下、出海三线并进实现增量。

近年，公司快速研发出新推动产品迭代升级，2012年以来推出奥古特、经典1903、鸿运当头、皮尔森啤酒、IPA、百年之旅、琥珀拉格、一世传奇等一众高端新品，中高端产品销量占比自2017年的20.39%显著提升至2023年的40.46%，我们认为，公司作为行业龙头，在中高端浪潮中有能力保持竞争优势，实现收入利润规模稳定攀升。

产品结构提升叠加工厂提质增效，盈利能力稳步提升。随着中高端产品占比提升，公司2021-2023年毛利率提升1.95%至38.66%。同时，公司通过优异的费用管控能力及内部效能提升，净利率实现年均1%的快速提升，截至2023年已提升至12.81%。我们预计公司未来控费提效叠加产品高端化稳步推进，盈利能力有望稳健向上。

■ 投资建议

公司历经百年沉淀，具备啤酒行业第一的品牌价值、全价格带覆盖的产品矩阵以及立体灵活的渠道运作体系，未来通过产品结构升级、内部管理效率优化，短期受益于进口大麦、包材等主要成本价格下行贡献利润弹性，长期凭借吨价及生产效能提升，有望实现持续稳健的增长。我们预计公司2024-2026年营收分别为328.75亿元、338.25亿元、348.40亿元，增速分别为-3.13%、2.89%、3.00%，归母净利润分别为44.88亿元、48.53亿元、52.49亿元，增速分别为5.16%、8.13%、8.16%，对应PE估值分别为22x、20x、19x，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济增长不及预期，中高端市场竞争加剧，成本上涨风险，极端天气风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33937	32875	33825	34840
年增长率	5.5%	-3.1%	2.9%	3.0%
归母净利润	4268	4488	4853	5249
年增长率	15.0%	5.2%	8.1%	8.2%
每股收益（元）	3.13	3.29	3.56	3.85
市盈率（X）	22.97	21.84	20.20	18.67
市净率（X）	3.57	3.35	3.14	2.94

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年11月18日收盘价）

目 录

1 行业：高端化稳步推进，盈利水平改善	5
1.1 现状：产量趋于平稳，竞争格局稳固	5
1.2 发展趋势：高端化时代，行业盈利有所改善	6
2 青啤：勇立潮头扬远帆，奔赴下一个百年	9
2.1 公司概况：品牌底蕴深厚，市场份额领先.....	9
2.2 品牌：实施双品牌战略，场景化营销剑指高端	12
2.3 产品：以品质为基助推高端化，结构优化带动利润提升	13
2.4 市场渠道：巩固提升基地市场优势，深耕“一纵两横”战略带谋求增量.....	16
2.5 财务横向对比：盈利能力稳健，费用管控优异	18
3 盈利预测	20
4 风险提示	21

图

图 1：1990-2023 年中国啤酒产量变化情况（单位：万千升）	5
图 2：2017-2022 年啤酒市场集中度变化情况（单位：%）	6
图 3：我国各省龙头啤酒市场占有率	6
图 4：青岛、华润、百威、嘉士伯啤酒高档产品在国内上市时间	7
图 5：2018-2024H1 中国啤酒企业吨价变化情况（单位：元/吨）	7
图 6：2015-2023 年啤酒企业折旧摊销占营业利润比例变化情况（单位：%）	8
图 7：2015-2023 年啤酒企业销售净利率变化情况（单位：%）	8
图 8：公司发展历程复盘	9
图 9：公司股权结构	10
图 10：1996-2001 年营收变化情况（单位：亿元、%）	10
图 11：1996-2001 年归母净利润变化情况（单位：亿元、%）	10
图 12：2001-2012 年营收变化情况（单位：亿元、%）	11
图 13：2001-2012 年归母净利润变化情况（单位：亿元、%）	11
图 14：2012-2023 年营收变化情况（单位：亿元、%）	11
图 15：2012-2023 年归母净利润变化情况（单位：亿元、%）	11
图 16：公司品牌战略演变历程	12
图 17：青啤赞助 2008 年奥运会、2022 年冬奥会	12
图 18：青啤赞助音乐节	12
图 19：青啤博物馆持续打造沉浸式文旅体验	13
图 20：青啤 TSINGTAO 1903 全国布局 200+门店	13

图 21: 青啤工厂生产图	13
图 22: 青啤工厂图	13
图 23: 2018-2024H1 公司研发费用投入情况 (单位: 亿元)	14
图 24: 2013-2023 年公司主品牌销量占比及吨价变化情况 (单位: %, 元/升)	16
图 25: 公司销售模式	16
图 26: 2018-2023 年渠道占比情况 (单位: %)	16
图 27: 公司“一纵两横”战略带规划	17
图 28: 2019-2023 年山东、华北营收变化情况 (单位: 亿 元)	17
图 29: 2019-2023 年山东、华北销售量变化情况 (单位: 万 千升)	17
图 30: 2019-2023 年华东、东南区域毛利率变化情况 (单 位: %)	18
图 31: 2023 年青啤分区域销量及毛利率对比 (单位: 万千 升, %)	18
图 32: 2017-2024H1 啤酒企业毛利率对比 (单位: %)	18
图 33: 2017-2024H1 啤酒企业净利率对比 (单位: %) ...	18
图 34: 2004-2024 前三季度青岛啤酒资本开支及在建工程变 化情况 (单位: 百万元)	19
图 35: 2004-2024 前三季度青岛啤酒关厂提效节约开支 (单 位: 百万元)	19
图 36: 2017-2024H1 啤酒企业销售费用率对比 (单位: %)	19
图 37: 2017-2024H1 啤酒企业管理费用率对比 (单位: %)	19

表

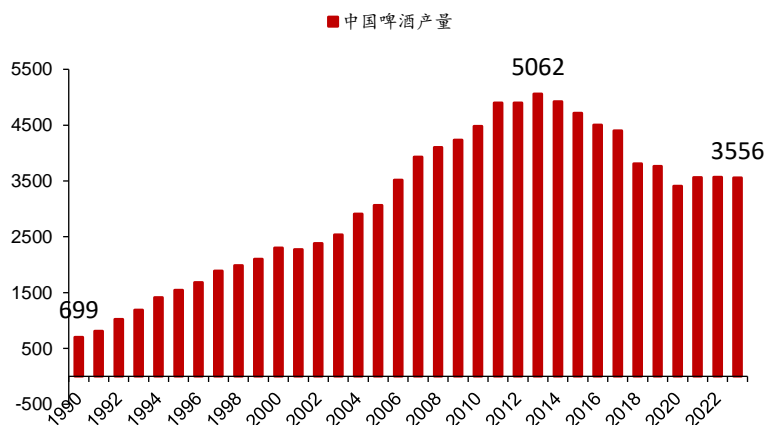
表 1: 公司产品展示及零售价格	14
表 2: 公司量价增速及毛利预测	20
表 3: 同行业上市公司估值比较	21

1 行业：高端化稳步推进，盈利水平改善

1.1 现状：产量趋于平稳，竞争格局稳固

啤酒作为舶来品，自上世纪初进入国内，前期发展缓慢，直至改革开放后，国家于 1985 年实施“啤酒专项工程”正式开启国产时代，短短几年间，地方啤酒品牌数量多达 813 家。90 年代后，由青啤领头，华润紧随其后相继开启收购兼并快速扩张浪潮，全国啤酒产量从 1990 年的 699.10 万千升增长至 2013 年的 5061.54 万千升，CAGR 高达 8.99%。2013 年啤酒产量见顶后，啤酒市场增速放缓，全国啤酒产量十年间缩水近 1/4 的份额，行业从量增转变为价增驱动。我们预计啤酒行业产量长期将趋于稳中微降态势。

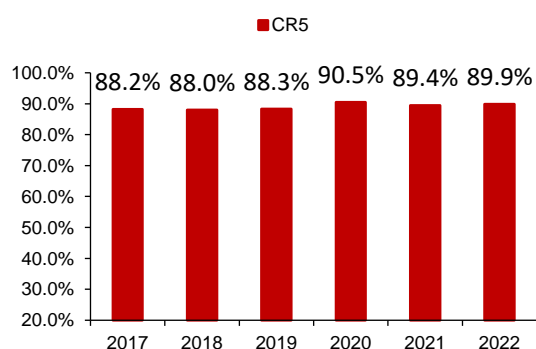
图 1：1990-2023 年中国啤酒产量变化情况（单位：万千升）



资料来源：Wind，上海证券研究所

中国啤酒市场经过百余年的发展，当前已处于高度成熟期，按照营收排名，前五大啤酒公司为百威亚太、华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒，CR5 超过 90%，整体竞争格局稳定。分区域来看，五大啤酒公司在各自的基地市场巩固业务，同时加大在产品研发、品质提升、品牌建设和市场拓展方面的投入，推动长期发展。

图 2：2017-2022 年啤酒市场集中度变化情况（单位：%）



资料来源：上证路演中心，上海证券研究所

图 3：我国各省龙头啤酒市场占有率



资料来源：酒水板，上海证券研究所

1.2 发展趋势：高端化时代，行业盈利有所改善

高端化趋势下，中高端成主流。由于行业增长逻辑由量转价，高端化成为啤酒产业升级增速换挡的主要方向，各酒企纷纷加速布局高端产品，尤以 8 元细分价位扩容较快。嘉士伯 2008 年推出凯旋 1664 抢占国内的超高端市场，2020 年对重啤进行资产重组，将旗下 16 家企业资产注入重庆啤酒，包含旗下高端品牌新疆大乌苏和 1664，资源整合高端战略升级。青啤 2012 年推出首款高端产品奥古特后，陆续上市了诸多中高端新品，黑啤新品、经典 1903、鸿运当头、全麦白啤新品、皮尔森啤酒、IPA、百年之旅、琥珀拉格、一世传奇等。华润 2013 年推出雪花脸谱试水高端，并陆续推出马尔斯绿、匠心营造等产品，并于 2018 年与喜力啤酒达成战略合作，获得喜力在中国的独家商标使用权，推动华润啤酒在高档细分市场的发展达到新的高度。百威 2014 年重夺高端品牌科罗娜的中国经营权并推出大师臻藏系列，2017 年拿下黑啤品牌健力士的大陆独家运营权并收购上海精酿啤酒商拳击猫，2018 年底获得蓝妹啤酒在中国的品牌权益和进口分销权益，使其实现规模性高端化和核心品类的差异化。

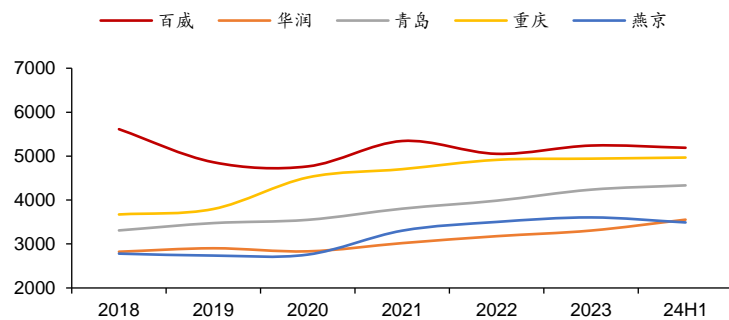
图 4：青岛、华润、百威、嘉士伯啤酒高档产品在国内上市时间



资料来源：各品牌淘宝官方旗舰店，上海证券研究所

结构升级，吨价提升。随着酒企积极布局高端，2022 年我国中高端啤酒产销量约为 1500-1800 万千升，占行业总销量的 35%-40%，其中高端及超高端产品约占 15%-20%，较上年提升 10%以上，同时中国酒业协会提出“十四五”规划，2025 年啤酒行业高端及超高端消费量占比将达到 30%。吨价角度来看，T5 啤酒企业中，除百威亚太一直以高端产品为主，均价较为稳定且占据明显优势之外，其他四家酒企的吨价近 5 年都实现了显著增长。青岛啤酒、重庆啤酒吨价上涨超千元，华润啤酒、燕京啤酒吨价也有 600-800 元幅度的提升。我们认为，国内酒企持续推进高端化，对标百威吨价仍具备提升空间，结构升级还将继续贡献业绩增长。

图 5：2018-2024H1 中国啤酒企业吨价变化情况（单位：元/吨）

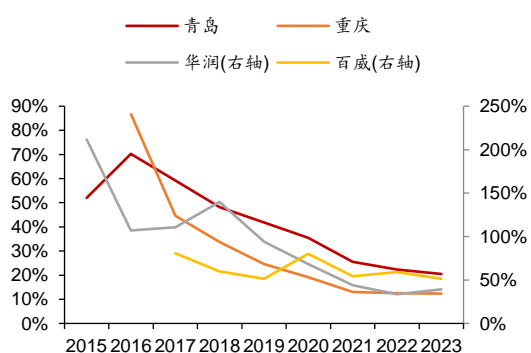


资料来源：酒业家，上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

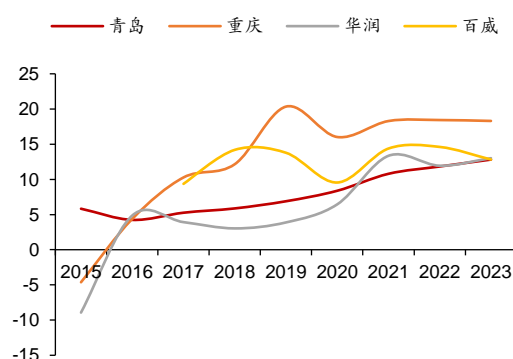
优化生产效率，盈利能力持续提升。除优化产品结构外，酒企普遍采取关厂提效的方式优化生产效率。2015年重庆啤酒率先宣布关厂进行产能优化后，15-18年共关闭8家工厂；百威亚太在16-17年关停8家工厂；青啤2018年开始进行产能调整，18-19年关停5间工厂。华润自2015年以来，公司旗下工厂已从最初的98家减少至2021年的65家。酒企通过淘汰低下产能，布局高端产能的方式，有效实现扩容提效。利润率角度来看，受益于产品结构提升及产能优胜劣汰，各酒企净利率近年均呈上升趋势。

图 6：2015-2023 年啤酒企业折旧摊销占营业利润比例变化情况（单位：%）



资料来源：公司年报，Wind，上海证券研究所

图 7：2015-2023 年啤酒企业销售净利率变化情况（单位：%）



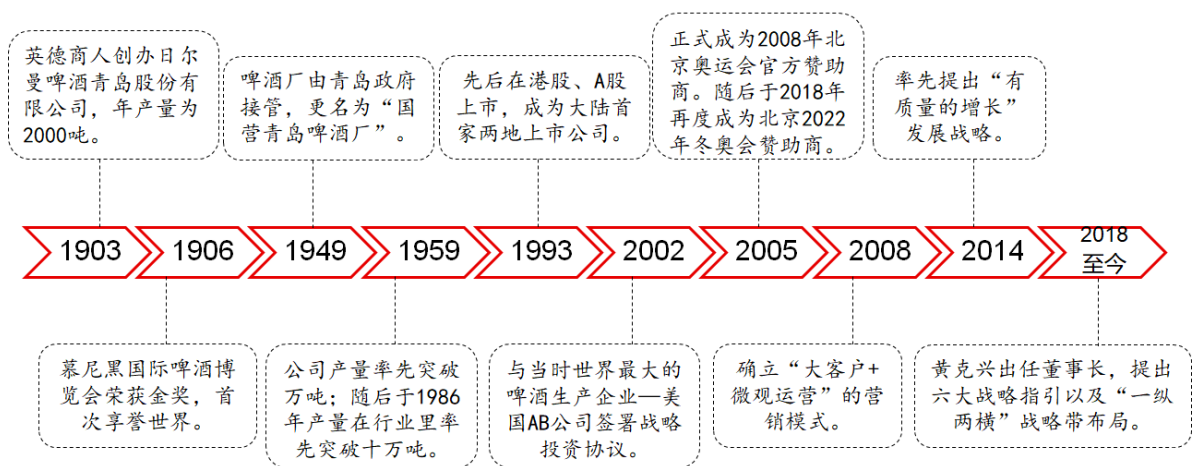
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 青啤：勇立潮头扬远帆，奔赴下一个百年

2.1 公司概况：品牌底蕴深厚，市场份额领先

青岛啤酒始建于1903年，是国内历史最为悠久的啤酒生产厂，其前身是日耳曼啤酒青岛股份有限公司，建厂初期年生产能力仅2000吨。公司于1993年6月16日注册成立，同年分别在A股、H股上市。公司主营业务为啤酒制造及销售，目前在全国拥有60家啤酒生产企业。据2023年年报，公司实现销量800.7万千升，设计产能已达1432万千升，产品行销世界120个国家和地区，规模 and 市场份额居国内啤酒行业领先地位。以下我们梳理了公司的发展历程。

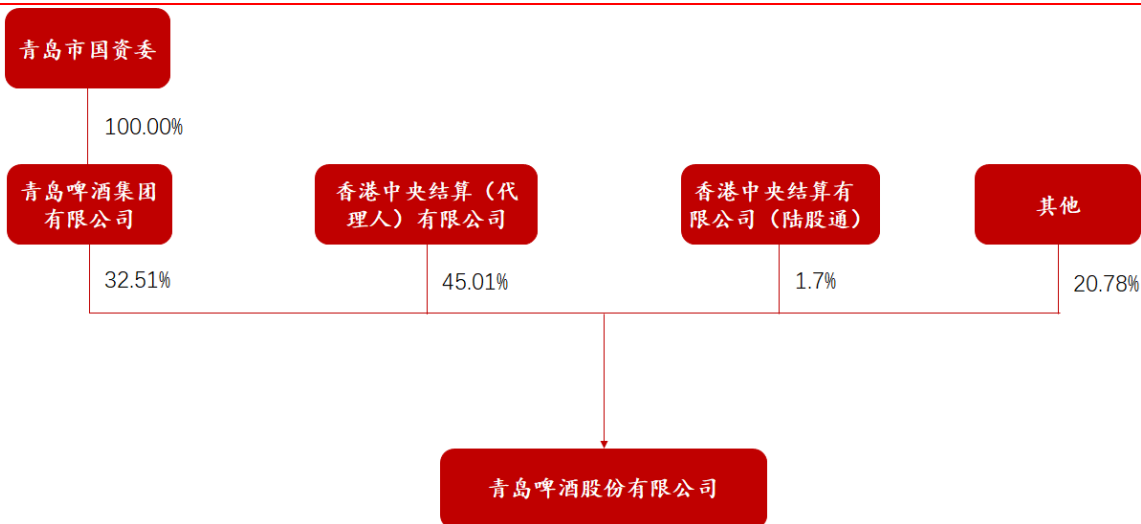
图 8：公司发展历程复盘



资料来源：招股说明书，公司年报，财经杂志，中国企业家杂志，中关村国睿金融与产业发展研究会，半岛都市报，砺石商业评论，中国经营报，上海证券研究所

公司股权结构集中，实际控制人青岛市国资委间接持有公司32.51%的股份，前三大股东合计持有公司近八成股权。

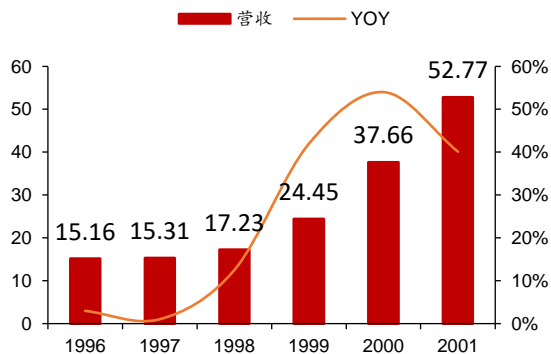
图 9：公司股权结构



资料来源：Wind，上海证券研究所（截至 2024 年三季报）

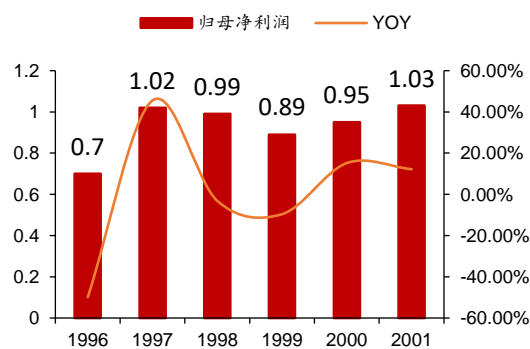
上市以来，公司历经三届领导人掌舵，1996 年彭作义总经理上任后，他发现啤酒市场低成本收购机会，在其任职的五年内，青啤共收购 41 家企业，率先完成全国性战略布局。1996-2001 年营收快速增长，CAGR5 高达 28.33%。

图 10：1996-2001 年营收变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

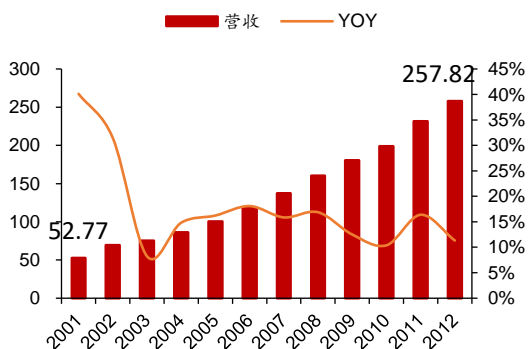
图 11：1996-2001 年归母净利润变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

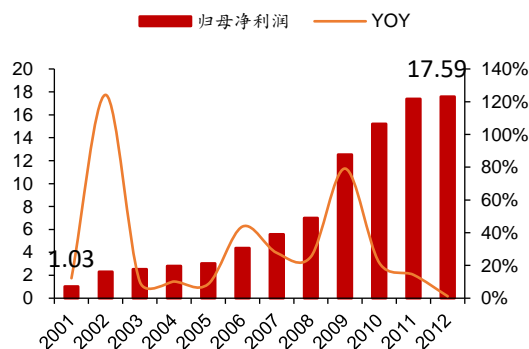
2001 年彭作义总经理因病离世，金志国接替其成为新任总经理，金总上任后，青啤开始放慢扩张步伐，向精益化管理转变，企业的经营逻辑从“做大做强”转变为“做强做大”。在其任职的 11 年内，公司营收、利润均实现极大突破，CAGR11 高达 15.51%、29.43%。

图 12: 2001-2012 年营收变化情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

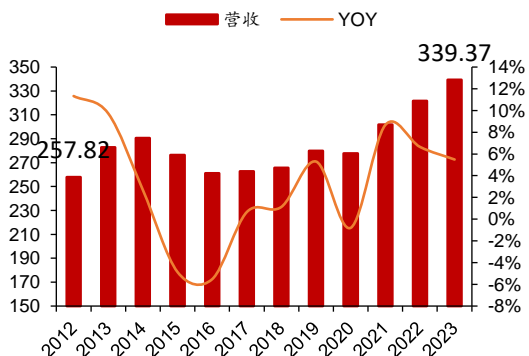
图 13: 2001-2012 年归母净利润变化情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

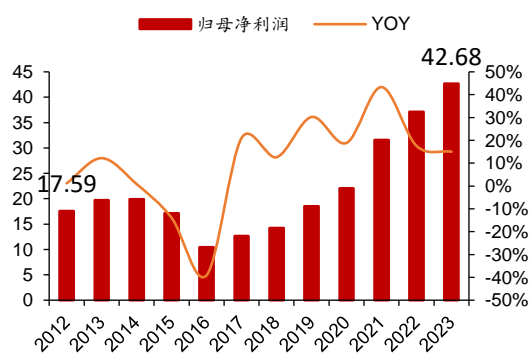
2012 年青啤的管理团队再次发生变更, 原董事长金志国于 6 月辞职后, 由孙明波董事长、王帆副董事长、黄克兴总裁三人接棒带领公司前进。公司坚定实施“双轮驱动”发展战略, 一方面通过内涵式增长提升产能利用率, 另一方面通过新建工厂和收购兼并完善市场布局。2014 年起, 面对行业产量首次出现负增长、外部环境不利等因素叠加的影响, 公司调整发展战略, 提出“稳增长, 调结构”的转型策略, 加快调整升级产品结构。2018 年, 黄克兴接任董事长, 公司升级战略指引, 提出“品牌引领、创新驱动、质量第一、效益优先、结构优化、协调发展”, 并在此后六年内均实现利润增长高于收入增长、收入增长高于销量增长的高质量发展。这一阶段, 公司营收、利润均保持稳健增长, 2012-2023 年 CAGR11 分别为 2.53%、8.39%。

图 14: 2012-2023 年营收变化情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 15: 2012-2023 年归母净利润变化情况 (单位: 亿元、%)

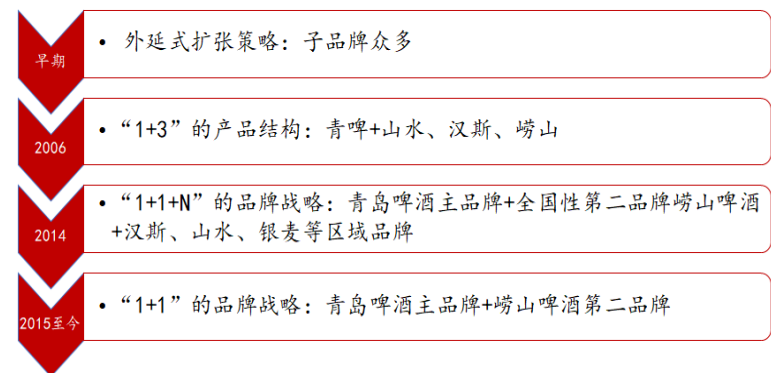


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.2 品牌：实施双品牌战略，场景化营销剑指高端

聚焦型品牌策略，品牌影响力强。公司历经百年经营，早期采取外延式扩张策略，收购众多区域品牌快速实现规模扩张，旗下一度拥有 150 多个子品牌和 1000 个啤酒品种，2006 年调整为“1+3”的产品结构，随后通过长达 7 年多的系统整合，开始品牌瘦身。2014 年，公司明确将品牌战略调整为“1+1+N”，进一步实现品牌聚焦。经过多年的探索后，公司于 2015 年至今坚定实施“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的“1+1”品牌战略，聚焦资源强化品牌，使得公司在国内外市场均具有强大的品牌影响力和较高的知名度。据世界品牌实验室的数据，2024 年，“青岛啤酒”以人民币 2646.75 亿元的品牌价值连续第 21 年蝉联中国啤酒行业品牌价值首位。

图 16：公司品牌战略演变历程



资料来源：公司年报，FBIF 食品饮料创新，中国经营报，上海证券研究所

公司以品牌带动品类发展，打造品牌传播、产品销售、消费者体验、粉丝互动“四位一体”的品牌传播模式。公司以“体育营销+音乐营销+体验营销”为主线开展营销活动，给消费者带去沉浸式体验，深化品牌联接。

图 17：青啤赞助 2008 年奥运会、2022 年冬奥会



资料来源：中国酒业协会，上海证券研究所

图 18：青啤赞助音乐节



资料来源：新青年音乐节公众号，上海证券研究所

图 19: 青啤博物馆持续打造沉浸式文旅体验



资料来源: 青岛啤酒博物馆公众号, 上海证券研究所

图 20: 青啤 TSINGTAO 1903 全国布局 200+门店



资料来源: TSINGTAO 1903 公众号, 上海证券研究所

2.3 产品: 以品质为基助推高端化, 结构优化带动利润提升

匠心生产技术领先, 全过程管理坚守品质。青岛啤酒对产品实施全过程严格把关, 从原料、生产、物流、终端等各环节均建立标准化的质量监控体系, 每一瓶啤酒在出厂前都要经过 1800 余道质量检测点。凭借严格的质量控制和关键技术的持续优化, 青啤产品质量稳定性、口味一致性不断提升, 产品品质不断精进。

图 21: 青啤工厂生产图



资料来源: 华夏酒报, 上海证券研究所

图 22: 青啤工厂图

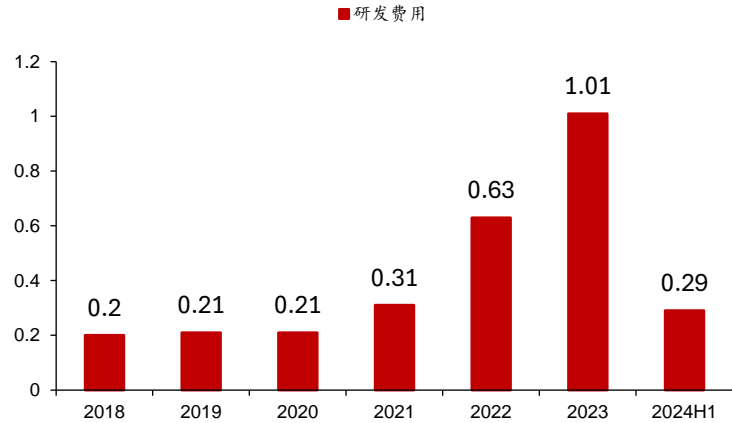


资料来源: 中国经营报, 上海证券研究所

研发能力一骑绝尘, 占据中高端市场领先地位。公司拥有国内啤酒行业唯一的国家重点实验室, 拥有国内一流的研发平台、高水平的研发团队, 并形成了多项自主知识产权的核心技术。公

司连续多年保持持续的研发投入，推出一系列具有鲜明特色的新品，引领啤酒高端产品消费潮流。

图 23：2018-2024H1 公司研发费用投入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

产品矩阵完备，不断出新带动结构升级。截至 2023 年，公司已拥有包括一世传奇、百年之旅、经典、纯生、白啤、精品原浆、水晶纯生、琥珀拉格、奥古特、鸿运当头、皮尔森、IPA 等在内的 9 大系列 70 多个产品，产品全价格带覆盖。近年，公司推出多款新品满足多元化消费需求，持续优化产品结构，主品牌销量占比自 2017 年的 47.24% 提升至 2023 年的 56.95%，中高端产品销量占比自 2017 年的 20.39% 显著提升至 2023 年的 40.46%，带动吨价稳步上行，我们预计公司产品吨价有望进一步提升比肩国际啤酒企业。

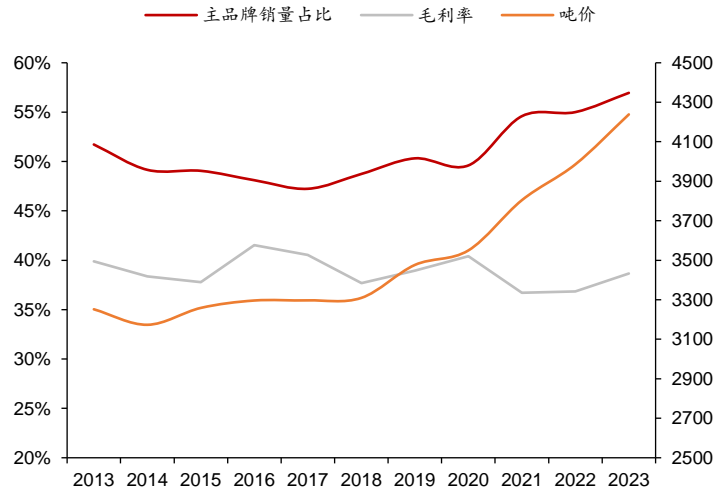
表 1：公司产品展示及零售价格

产品名称	容量 (ml)	单价 (元/瓶)	价格 (元/L)	产品图片
一世传奇	1500	1299	866.0	
高端 百年之旅	815	369	452.8	
鸿运当头	473	14.5	30.7	

	奥古特	480	15	31.3	
	逸品纯生	218	12.5	57.3	
	IPA	330	10.7	32.4	
	1903	288	10.5	36.5	
	白啤	500	6.6	13.2	
中端	经典	500	4.5	9.0	
	纯生	330	5.4	16.4	
大众	崂山优品	500	3.1	6.1	
	崂山清爽	330	2.5	7.6	

资料来源：江苏青啤公众号，京东青啤官方旗舰店，京东青啤自营旗舰店，京东崂山啤酒旗舰店，上海证券研究所（注：数据截至 2024/11/12，价格非官方建议零售价，为上海证券研究所自行计算得出）

图 24：2013-2023 年公司主品牌销量占比及吨价变化情况（单位：%、元/升）

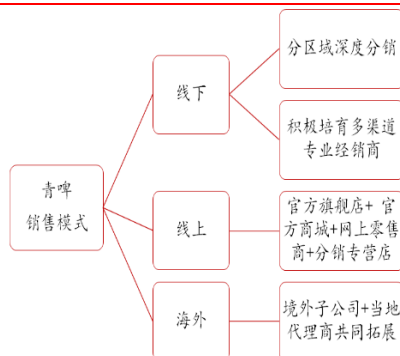


资料来源：公司年报，Wind，上海证券研究所

2.4 市场渠道：巩固提升基地市场优势，深耕“一纵两横”战略带谋求增量

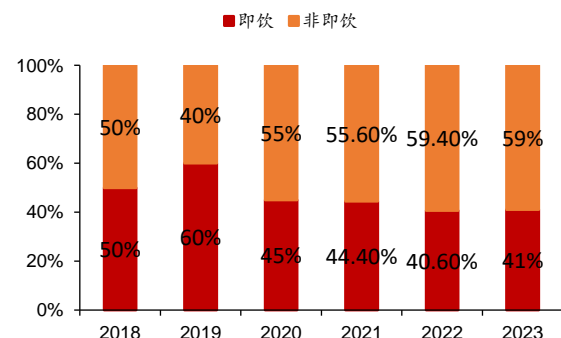
多链路进行业务拓展，全渠道布局。公司销售端，线上、线下、出海三线并进，线上构建“互联网+”渠道体系，并积极拓展O2O、B2B、社区团购等业务，线下分区域深度分销，积极培育多渠道专业经销商，坚持推进“厂商联合协作分销模式”，不断提高区域市场的分销能力、终端客户维护和服务能力以及品牌影响力。海外市场则通过境外子公司和当地代理商进行销售，借力经销商本土资源，打造青啤在国际市场的高端品牌形象。渠道端，2023 年公司在餐厅、夜场等即饮市场销量占比 41%，KA、流通等非即饮市场销量占比 59%，疫后即饮市场销售承压，预计后续即饮占比会逐步恢复至疫情前水平。

图 25：公司销售模式



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 26：2018-2023 年渠道占比情况（单位：%）



资料来源：公司年报，上海证券研究所

基地市场优化结构，沿江沿海寻求增量。市场方面，公司加速推进“一纵两横”战略带市场建设布局，沿黄市场（包含山东、陕西等传统基地市场）巩固提升优势地位，产品结构优化显著，沿江市场调整优化，积蓄势能，沿海市场聚焦主力产品，加速突破高端超高端产品，保持量利双增。

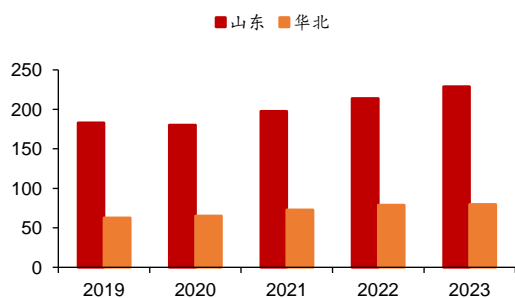
图 27：公司“一纵两横”战略带规划



资料来源：上证路演中心，上海证券研究所

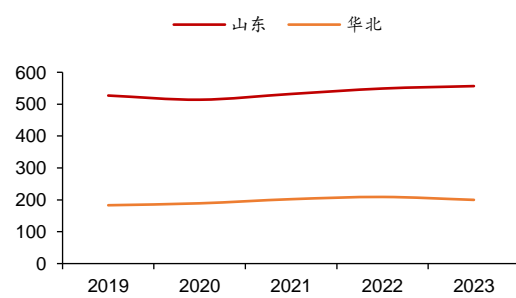
强势市场稳健增长，弱势市场利润改善。分市场来看，公司核心区域（山东、华北大区）营收近五年呈现快速增长趋势，山东区域营收自 2019 年的 182.99 亿提升至 2023 年的 228.69 亿，销售量从 527 万千升提升至 556.63 万千升，华北区域营收从 62.69 亿提升至 79.81 亿，销售量从 183 万千升提升至 199.86 万千升。弱势区域（华东、东南）利润率近年提升明显，华东区域毛利率从 2019 年的 25.39% 提升至 2023 年的 28.30%，东南地区的毛利率从 24.17% 提升至 28.16%。我们预计，公司通过一纵两横战略、强化区域网络建设、降本增效等多措并举，基地市场优势地位有望保持，新兴市场有望持续开拓贡献增量。

图 28：2019-2023 年山东、华北营收变化情况（单位：亿元）



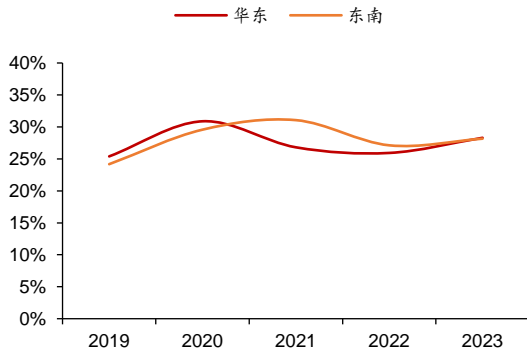
资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 29：2019-2023 年山东、华北销售量变化情况（单位：万千升）



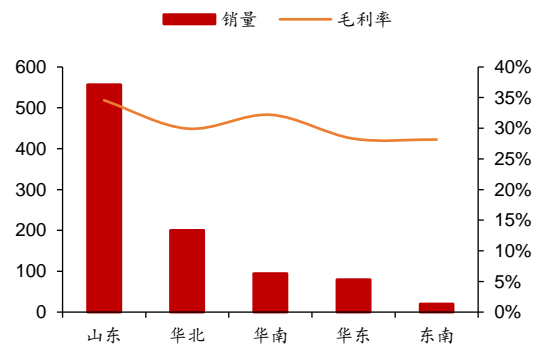
资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 30：2019-2023 年华东、东南区域毛利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 31：2023 年青啤分区域销量及毛利率对比（单位：万千升，%）

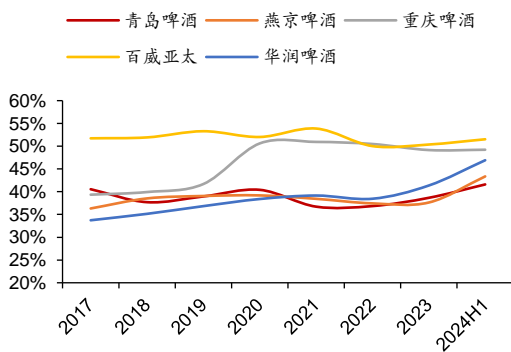


资料来源：公司年报，上海证券研究所

2.5 财务横向对比：盈利能力稳健，费用管控优异

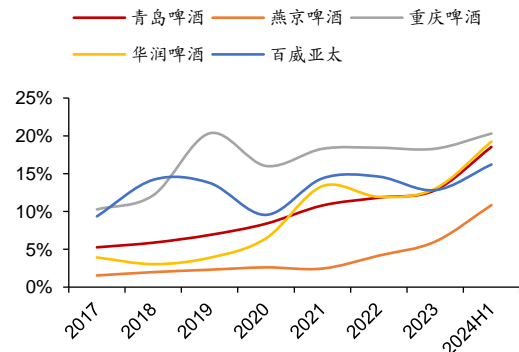
公司所属行业为啤酒板块，我们选取行业内营收排名前五的另四家龙头企业作为可比公司，分别为百威亚太、华润啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒。盈利角度来看，公司毛利率相对稳定，处于行业中游，净利率近年得益于产品结构提升、关厂提效及生产效能优化，提升明显，截至 2024H1 公司净利率与同体量企业持平。

图 32：2017-2024H1 啤酒企业毛利率对比（单位：%）



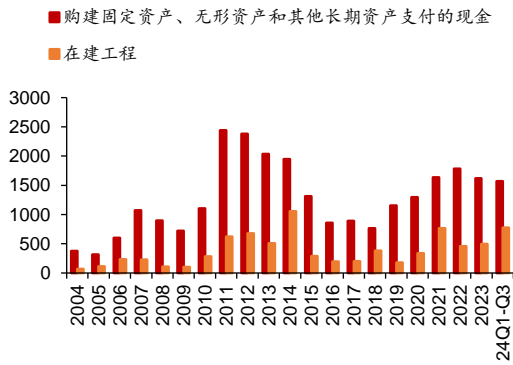
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 33：2017-2024H1 啤酒企业净利率对比（单位：%）



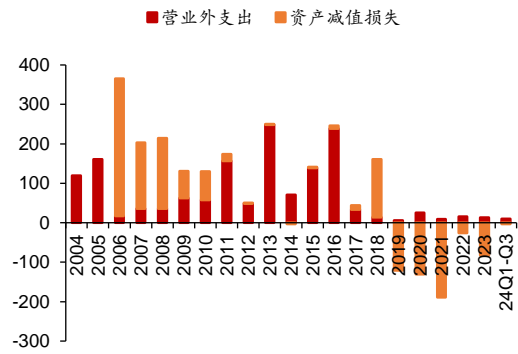
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 34：2004-2024 前三季度青岛啤酒资本开支及在建工程变化情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

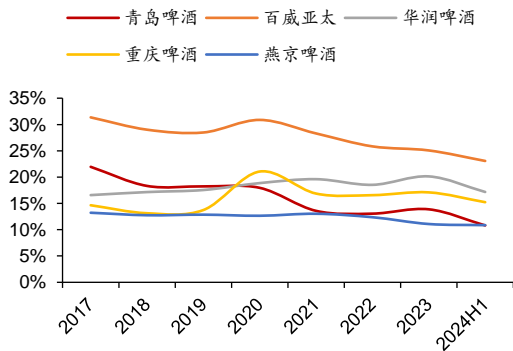
图 35：2004-2024 前三季度青岛啤酒关厂提效节约开支（单位：百万元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

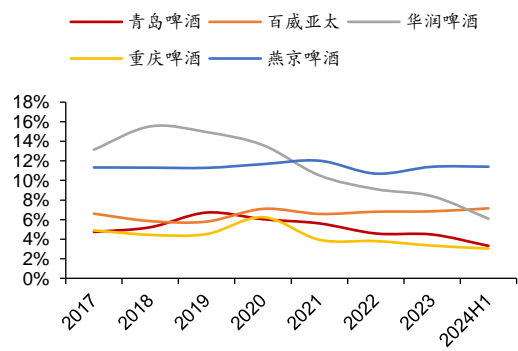
从费用管控角度来看，公司近年销售费用率优化效果显著，管理费用率基本持平，整体费用管控能力处于行业第一梯队。

图 36：2017-2024H1 啤酒企业销售费用率对比（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 37：2017-2024H1 啤酒企业管理费用率对比（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3 盈利预测

(1) 营业收入假设

本文从量价角度拆分做盈利预测。销量角度来看，24H1 行业外部环境承压，公司销量亦呈现下滑趋势，我们预计下半年基数有所下降，叠加极端天气消退，销量有望恢复微增态势。中长期看，公司销量将由主品牌带动，维持稳定或微增。吨价角度来看，受益于产品结构提升，近年吨价持续上升，我们预计未来三年吨价增速分别为 2.20%/3.13%/3.22%。

(2) 毛利率和费用率假设

毛利率层面，随着公司中高端产品占比及生产效率提升，我们预计公司毛利率将稳中有升，2024-2026 年毛利率分别为 40.15%/40.68%/41.28%。

费用率层面，公司持续优化管理运营效率，积极开源节流、降本增效、提升人均产出，我们预计销售及管理费用率未来三年将小幅下降，2024-2026 年销售费用率分别为 13.50%/13.40%/13.20%，管理费用率分别为 4.40%/4.20%/4.00%。

表 2：公司量价增速及毛利预测

销量 (万千升)	2023A	2024E	2025E	2026E
主品牌	456.00	433.20	444.46	453.80
其他品牌	344.70	325.74	312.71	301.77
合计	800.70	758.94	757.18	755.56
吨价 (元/千升)	2023A	2024E	2025E	2026E
合计	4238.42	4331.66	4467.24	4611.09
YOY	6.34%	2.20%	3.13%	3.22%
销量增速	2023A	2024E	2025E	2026E
主品牌	2.70%	-5.00%	2.60%	2.10%
其他品牌	-5.09%	-5.50%	-4.00%	-3.50%
合计	-0.81%	-5.22%	-0.23%	-0.21%
收入、成本及毛利 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	33,936.52	32,874.78	33,824.85	34,839.71
营业成本	20,816.89	19,675.55	20,064.90	20,457.88
毛利	13,119.63	13,199.22	13,759.95	14,381.83
毛利率	38.66%	40.15%	40.68%	41.28%

资料来源：Wind，上海证券研究所

相对估值：公司所属行业为啤酒板块，我们选取行业内营收排名前五的另四家龙头企业作为可比公司，分别为百威亚太、华

润啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒。截至2024年11月18日，2024E啤酒品牌平均PE为20.68x，青啤PE为21.84x，公司具备潜在增长空间。

表 3：同行业上市公司估值比较

简称	代码	股价 (元)	EPS(元/股)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
百威	1876.HK	7.55	0.46	0.45	0.50	0.55	29.08	15.50	13.90	12.63
华润	0291.HK	26.85	-	1.67	1.85	2.03	19.51	14.83	13.42	12.22
重庆	600132.SH	64.45	2.76	2.78	2.95	3.12	24.06	23.15	21.85	20.67
燕京	000729.SZ	10.11	0.23	0.35	0.44	0.54	37.73	29.22	22.74	18.85
平均值							27.60	20.68	17.98	16.09
青島	600600.SH	71.86	3.13	3.29	3.56	3.85	22.97	21.84	20.20	18.67

资料来源：Wind，上海证券研究所，注：其他公司采用wind一致预期，截至2024/11/18

投资建议：公司历经百年沉淀，具备啤酒行业第一的品牌价值、全价格带覆盖的产品矩阵以及立体灵活的渠道运作体系，未来通过产品结构升级、内部管理效率优化，短期受益于进口大麦、包材等主要成本价格下行贡献利润弹性，长期凭借吨价及生产效能提升，有望实现持续稳健的增长。我们预计公司2024-2026年营收分别为328.75亿元、338.25亿元、348.40亿元，增速分别为-3.13%、2.89%、3.00%，归母净利润分别为44.88亿元、48.53亿元、52.49亿元，增速分别为5.16%、8.13%、8.16%，对应PE估值分别为22x，20x，19x，首次覆盖，给予“买入”评级。

4 风险提示

宏观经济增长不及预期：若经济增速承压，则餐饮、夜场等场景消费需求降低，啤酒动销将受到负面影响。

中高端市场竞争加剧：啤酒企业均布局中高端市场，竞争态势升级或将影响销量。

成本上涨风险：大麦及包材两大原材料价格受政策、进出口等多重因素影响，若原料大幅上涨将压制公司利润。

极端天气风险：Q2、Q3往往为啤酒销售旺季，若遇暴雨、洪涝等极端天气，销售将受影响。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	19282	21364	22949	24731
应收票据及应收账款	100	102	98	98
存货	3540	3443	3407	3458
其他流动资产	6690	5183	5702	6232
流动资产合计	29612	30092	32156	34519
长期股权投资	365	361	358	355
投资性房地产	44	47	55	66
固定资产	11146	11335	11442	11515
在建工程	499	409	335	275
无形资产	2493	2486	2487	2463
其他非流动资产	5098	6225	6209	6189
非流动资产合计	19644	20861	20887	20863
资产总计	49256	50953	53043	55383
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3146	3246	3170	3145
合同负债	7691	7719	7834	7902
其他流动负债	6081	5793	5815	5867
流动负债合计	16918	16759	16819	16914
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	4083	4077	4057	4087
非流动负债合计	4083	4077	4057	4087
负债合计	21001	20836	20876	21001
股本	1364	1364	1364	1364
资本公积	4207	4221	4221	4221
留存收益	22037	23802	25763	27884
归属母公司股东权益	27449	29225	31186	33307
少数股东权益	805	892	981	1075
股东权益合计	28255	30117	32167	34381
负债和股东权益合计	49256	50953	53043	55383

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	2778	5746	4840	5170
净利润	4348	4575	4942	5343
折旧摊销	1182	501	493	498
营运资金变动	-2203	921	-262	-342
其他	-550	-250	-333	-329
投资活动现金流量	-3463	-914	-323	-267
资本支出	-895	-378	-284	-252
投资变动	-3295	494	-213	-214
其他	728	-1029	174	199
筹资活动现金流量	-2868	-2750	-2933	-3121
债权融资	-219	-69	-20	30
股权融资	0	14	0	0
其他	-2649	-2695	-2913	-3151
现金净流量	-3548	2082	1585	1782

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33937	32875	33825	34840
营业成本	20817	19676	20065	20458
营业税金及附加	2387	2301	2334	2369
销售费用	4708	4438	4533	4599
管理费用	1519	1446	1421	1394
研发费用	101	92	85	77
财务费用	-457	-305	-340	-365
资产减值损失	-83	-18	0	-11
投资收益	172	164	186	209
公允价值变动损益	230	0	0	0
营业利润	5737	6028	6520	7058
营业外收支净额	10	0	0	0
利润总额	5746	6028	6520	7058
所得税	1398	1453	1578	1715
净利润	4348	4575	4942	5343
少数股东损益	80	87	89	94
归属母公司股东净利润	4268	4488	4853	5249

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	38.7%	40.2%	40.7%	41.3%
净利率	12.6%	13.7%	14.3%	15.1%
净资产收益率	15.5%	15.4%	15.6%	15.8%
资产回报率	8.7%	8.8%	9.1%	9.5%
投资回报率	12.7%	14.4%	14.5%	14.7%
成长能力指标				
营业收入增长率	5.5%	-3.1%	2.9%	3.0%
EBIT 增长率	11.6%	19.8%	8.0%	8.3%
归母净利润增长率	15.0%	5.2%	8.1%	8.2%
每股指标 (元)				
每股收益	3.13	3.29	3.56	3.85
每股净资产	20.12	21.42	22.86	24.41
每股经营现金流	2.04	4.21	3.55	3.79
每股股利	2.00	2.01	2.13	2.31
营运能力指标				
总资产周转率	0.68	0.66	0.65	0.64
应收账款周转率	308.53	324.14	338.07	357.01
存货周转率	5.41	5.64	5.86	5.96
偿债能力指标				
资产负债率	42.6%	40.9%	39.4%	37.9%
流动比率	1.75	1.80	1.91	2.04
速动比率	1.27	1.38	1.48	1.59
估值指标				
P/E	22.97	21.84	20.20	18.67
P/B	3.57	3.35	3.14	2.94
EV/EBITDA	13.89	12.33	11.26	10.21

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。