

青岛啤酒（600600.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月8日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	68.3
总市值	931.75亿
PE-TTM	20.22
PB-MRQ	3.11

估值结果

价值	1135亿
DDM估值	上行空间 22%
状态	合理估值
价值	1192亿
动态估值	上行空间 28%
状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★★

核心评级结论

青岛啤酒具有百年发展历史，核心业务为啤酒，核心市场包括山东、河北、山西、陕西、上海等省市。

公司的成长空间中等偏弱，啤酒是成熟的存量竞争行业，社会总消费量预计缓慢下降，龙头份额提升空间有限。公司的盈利趋势较强，青啤经过长期积淀具备品牌溢价能力，预计未来高端化将继续推进，强化其超额收益能力。公司的产业格局优秀，其核心市场龙头地位稳固，品牌及渠道根基深厚，产业链话语权强，格局长期向好。公司的护城河很强，青啤的高市占率、强品牌心智占领及高渠道渗透率构建起核心护城河，强者恒强。

我们认为青岛啤酒在其高品牌和渠道护城河支撑下，具备穿越周期的长期价值。当前青岛啤酒估值位于合理偏低估区间，具有价值回归空间，可关注配置布局机会。

我们区别于市场的观点

市场通常过度关注啤酒短期销售景气度。然而，当前啤酒消费的疲软更多源于宏观经济周期的下行压力，这种周期性波动终将随着经济复苏而修复，短期承压并未撼动青岛啤酒的核心竞争力：其百年品牌积淀、完善的线下渠道网络、消费者饮用粘性、强劲的自由现金流能力等等，这使得青岛啤酒在行业调整期中依然能够稳如泰山、净利率创下新高，凸显其长期价值。此外，青岛啤酒股东回报能力持续提升，2024年股息率达3.2%。在景气度低谷期，此类消费白马股的长期价值往往被市场低估。

风险提示

啤酒中长期人均饮用量超预期下降，可能导致青啤销量大幅下滑；啤酒主要销售渠道剧烈变化，例如线下餐饮渠道占比大幅降低，可能导致市场竞争格局显著变化、青啤份额大幅流失；青啤品牌形象显著恶化，可能造成其市场份额大量流失等。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

青岛啤酒成立于1903年，1943年归为国有，由青岛市国资委控股，1993年在A+H股上市。青岛啤酒在全世界具有较强品牌知名度，几乎囊括了国内啤酒评比的所有金奖，并多次荣获世界金奖。2017年青岛啤酒确立“青岛主品牌+崂山第二品牌”的“1+1”发展战略，坚定推进高端化。我国啤酒呈区域化分布特征，青啤核心市场包括山东、河北、山西、陕西、上海、海南等省市，全国综合市占率约20%+，仅次于华润啤酒。

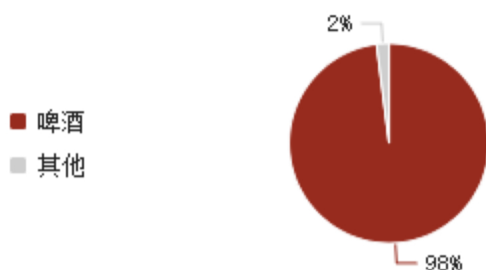
2. 业务介绍

对于青岛啤酒公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

啤酒：

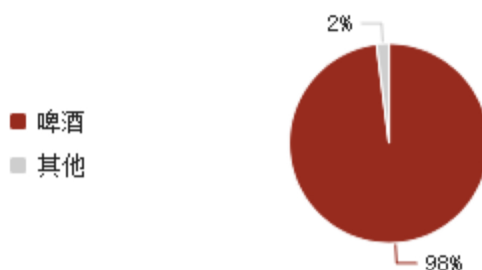
啤酒是以麦芽、水、啤酒花为主要原料，经酵母发酵酿制而成的低酒精度的起泡酒体。青岛啤酒旗下具有经典、纯生、白啤、原浆、奥古特、崂山经典等知名产品，产品覆盖4-15元主流价格带。由于啤酒具有运输半径，我国啤酒呈现较显著的区域化分布特征，头部企业在各自核心区域市场内均具有非常深厚的品牌和渠道壁垒，以及消费者粘性。因此我们对于青岛啤酒竞争市场的界定将以其核心区域市场为主、其他地区为辅，以还原其真实竞争力。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

啤酒属于资产较重的行业，固定资产主要包括全国的土地及产线。啤酒行业上下游分布分散，对下游经销商通常采取先款后货的模式，而对上游原材料供应商的议价能力较高，因此厂商的应收账款少，存货周转率高，现金流能力强劲，业务控制力优秀。青岛啤酒的营销强度在消费品中并不算高，主要由于其品牌及渠道护城河深厚，消费者粘性强，无需投入过多费用维持。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

啤酒的产线、厂房建设及维护升级所需资金投入较高，且因为啤酒具有明显运输半径，头部企业的产能通常遍布全国各地，资产强度较高。2024年青岛啤酒的固定资产占销售收入百分比为37%。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

青岛啤酒2024年销售费用率为14.3%，在消费行业中属于中等水平。其品牌经过百年发展，影响力已非常深远；线下渠道也已建设地广泛且完善，核心区域消费者粘性很强，无需投入过多的销售费用进行维持。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

青岛啤酒下游主要面对全国大大小小的渠道经销商，集中度很低，厂商的话语权较大、议价能力较强，对下游采取先款后货的发货模式。因此青岛啤酒的经营性现金流表现强劲，盈利质量高。

3.4 供应商集中度

低

较低

中等

较高

高

啤酒行业上游供应商较分散，主要是农产品、包装材料等原材料供应商，因此青岛啤酒对上游的议价能力、占款能力较强，业务控制力高。

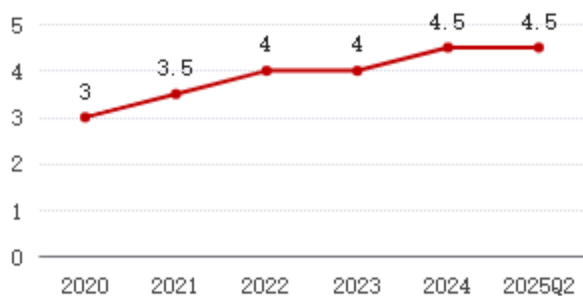
4. 历史经营绩效

公司近5年经营绩效优秀，其中盈利能力、业务控制力和股东回报能力突出。盈利能力增强主要得益于青岛啤酒对于产品结构高端化升级的践行，推动毛利率、净利率显著提升；业务控制力强主要由啤酒的商业模式决定，由于上下游分散，厂商具有较强话语权，因此经营性现金流能力强劲，产业链占款能力强；股东回报能力主要体现在其ROE近年提升至15%以上，同时分红率和股息率逐年提升。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



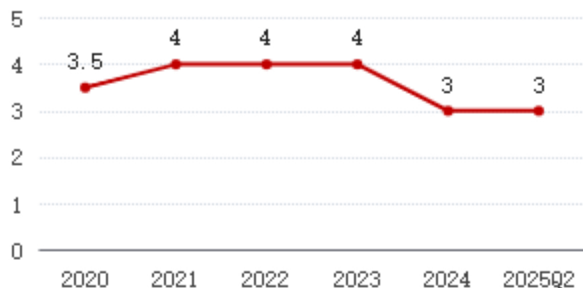
数据来源：公司财报，壹评级

公司近5年盈利能力持续增强，2024年净利率提升至14%。主要得益于青岛啤酒对于产品结构高端化升级的践行，2024年青岛啤酒中高端产品销量占总销量比例已提升至41.8%，2025年进一步提升至50%以上。此外大麦、包材等原材料价格近年下降，进一步增厚了利润。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



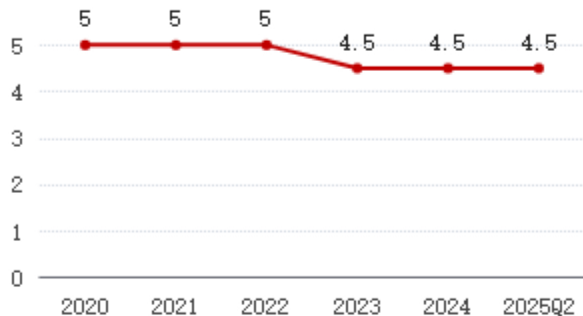
数据来源：公司财报，壹评级

公司近5年成长能力由较强下降至中等。主要由于经济周期承压下行，线下餐饮、夜店、酒吧等业态的消费需求严重受损，导致啤酒的销量较疲软，同时高端化的阻力暂时增大，成长性放缓。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



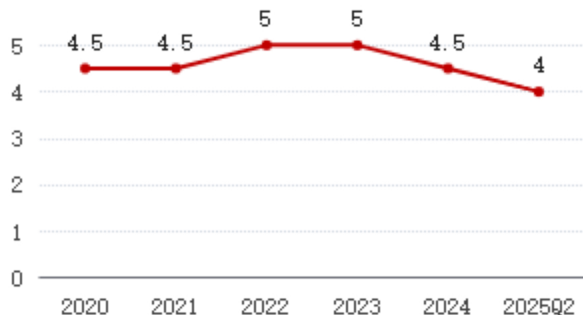
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力很强，其商业模式决定了这点，啤酒的上下游分散，对下游经销商通常采取先款后货的模式，而对上游原材料供应商的议价能力较高，因此应收账款少，存货周转率高，现金流能力强，产业链占款能力强。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力强劲，2024年实际ROE在15%以上；同时分红率和股息率逐年提升，2024年分别为69%和3.2%。

5. 四维评级

青岛啤酒的四维评级中，盈利趋势、产业格局和护城河预计仍将维持高星。凭借其区域性超级龙头地位、强大的品牌和渠道壁垒，预计其高端化战略将持续强化超额收益能力，呈现强者恒强态势。啤酒行业区域格局稳固，高投入门槛、低技术变革、上下游集中度分散的特性构成良好的产业格局。成长性相对较弱，主要因为啤酒是成熟的存量竞争行业，龙头份额持续提升空间有限。

5.1 成长空间

★★★★☆

青岛啤酒成长空间有限，长期收入CAGR预计0-5%。人口老龄化和健康饮食趋势下，长期啤酒消费总量或缓慢下滑，仅依靠产品升级推动增长。此外区域格局较固化，预计份额提升空间较小。

啤酒(2星):

青岛啤酒成长空间偏低，长期收入增长cagr预计在0-5%。主要由于在人口老龄化和饮食健康化的发展趋势下，啤酒的长期消需求量预计将缓慢下滑，仅能靠产品结构升级逐渐推动行业增长。市场集中度方面，全国CR5已超过90%，且呈现“群雄割据”的区域分布模式，头部企业在各自核心市场中已经占据超高的市场份额，在对手核心市场通常较难实现显著突破，因此未来青岛啤酒销量份额提升的空间预计不会特别大。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

青岛啤酒盈利趋势向好，显性期超额ROIC预计从36.5%提升至40%以上，得益于其核心市场龙头地位稳固，品牌力强、渠道完善、消费者粘性高，预计高端化将继续顺利推进，强化其超额收益能力。

啤酒(4星):

青岛啤酒盈利趋势较好，显性期内经壹评级测算的超额ROIC预计从36.5%提升至40%以上，净利率预计保持稳定或小幅提升。主要得益于青岛啤酒在核心市场市占率高、龙头地位稳固，其品牌影响力深厚、渠道覆盖完善、消费者粘性强，使其在推广普及高端化产品时具有较强推力。同时其对上下游话语权较强，使其具有很强的保留超额收益的能力。此外青岛啤酒致力于降本增效，也将进一步增厚其盈利能力。

5.3 产业格局

★★★★☆

产业格局好。啤酒行业头部企业凭借区域高市占率（超50%）、深厚的品牌渠道壁垒和消费者粘性形成稳固格局。同时较高资产投入门槛、低技术变革及分散的产业链特性，使得新竞争者难以突围，易出现强者恒强局面，预计格局长期向好。

啤酒(4.5星):

一方面，啤酒头部企业群雄割据，在各自区域基地市场的市占率均在50%以上，品牌和渠道根基非常深厚，当地消费者经过几十年的渗透已培养出高饮用粘性，格局难以轻易撼动。另一方面，进入啤酒行业所需的资产投入较高、初始营销费用也较高，在啤酒这种技术变革低的存量市场内，不易再出现产能规模很大、区域竞争力很强的新竞争者。此外，啤酒作为toC消费品，产业链上下游分散的特点也不会轻易改变，预期啤酒企业能够保持其产业链议价能力和强劲现金流能力，以上因素综合支撑起长期优秀的产业格局。

5.4 护城河

★★★★★

青岛啤酒护城河很宽，经壹评级测算调整后的超额ROIC达33%。其高市占率、强品牌心智占领及高渠道渗透率构建核心壁垒。预计护城河持续性很强，半显性期超额ROIC将提升至40%以上，百年品牌积淀与深厚渠道根基将支撑青岛啤酒强者恒强。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
啤酒	(5星)护城河宽度很宽，经壹评级测算，青岛啤酒目前超额ROIC为33%。一方面来自于其高市占率，在山东、陕西、河北等多个重点核心区域市场的市占率在50-60%以上，已高度占领消费者心智，渠道渗透率远超竞争者，饮用粘性高；在国内其他地区市占率也均排名前列。另一方面其业务控制力高达4.5星，应收账款少、存货周转率高、现金流能力强、上下游占款能力强，商业模式优秀且稳健。	(4.5星)护城河持续性强，经壹评级测算，半显性期内超额ROIC预计继续增强至40%以上。1) 品牌护城河带来的超额ROIC预计进一步提高，特别对于青岛啤酒这种已历经百年沉淀、经久不衰、世界闻名的品牌来说，不仅已高度占领消费者心智，更是我国的饮食文化名片之一，强者恒强；(2) 线下渠道护城河带来的超额ROIC预计基本不变，青岛啤酒在核心区域市场的渠道广度和深度经过数十年的建设和渗透，根基已经远超竞争者，构成坚实壁垒，同时渠道在高端化发展时的渠道推力很强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级DDM和动态估值结果，目前青岛啤酒估值位于合理偏低估区间，具有价值回归空间。主要预期差可能在于市场过度关注啤酒短期销售景气度，而忽略了其高品牌和渠道壁垒下的长期价值。

6.1 核心假设及逻辑

公司的核心业务为啤酒，盈利预测及估值的核心假设及逻辑如下：

收入假设：

- 1) 总销量：18-50岁是啤酒消费的核心人群，据广发证券测算2025-2035年我国适龄饮酒人群CAGR为-0.6%。但参考历史数据，行业销量波动不影响马太效应持续扩大，因此假设青岛啤酒的总销量稳健或缓慢提升（ $cagr \approx 1\%$ ）。
- 2) 中高端占比：公司战略上坚定推进高端化发展，重点发展青岛经典、纯生、白啤等次高端大单品。因此假设其整体产品结构将由金字塔型逐渐向梯形、橄榄型发展，中高端以上产品销量占比将逐渐提升（假设显性期内占比达到约46.5%，半显性期占到50%以上）。
- 3) 吨价：随着中高端产品占比持续提升，平均吨价将自然被推高，对应显性期内吨价CAGR大约在2%左右。半显性期，参考海外多个国家的啤酒吨价发展历程，吨价与国家人均GDP的增长呈显著正相关。由于国际上普遍的年度通胀目标通常设定在2%左右，因此我们假设半显性期的吨价CAGR $\approx 2\%$ 。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：啤酒吨毛利=吨价-吨成本。吨价相关的假设上文已阐述，而吨成本与大麦、铝罐、玻璃瓶等原材料价格的波动息息相关，通常难以预测长期的价格，中性假设青岛啤酒吨成本每年增0.5-1%。参考海外啤酒企业以及其他竞争对手，半显性期内假设毛利率稳定至45%左右。
- 2) 期间费用率：青岛啤酒的期间费用率经过几十年的发展已趋于相对稳定，一般不会剧烈波动。假设中长期维度，为应对潜在的竞争，青岛啤酒略微提高销售和研发费用率投入，整体期间费用率从2024年的17%，提升至半显性期末年的20%左右。

资产负债假设：

假设半显性期末年经营性负债率提升至60%，无息负债率保持现有水平不变。

表2：公司整体业绩预测

青岛啤酒	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	321.7	339.4	321.4	322.8	328.9	336.9	345.8	354.4
归母净利润(亿)	37.1	42.7	43.5	48.4	50.8	52.3	55.2	58.0
归母净利润增速(%)	17.6	15.0	1.8	11.3	4.9	3.0	5.5	5.1
经营性净利润(亿)	32.1	36.7	37.9	42.5	44.9	46.6	49.3	52.1
经营性净利润增速(%)	19.0	14.3	3.2	12.3	5.8	3.6	5.9	5.6
经营性归母净利润(亿)	31.3	36.0	36.6	41.2	43.6	45.2	47.8	50.5
经营性归母净利润增速(%)	19.7	15.0	1.7	12.6	5.8	3.6	5.9	5.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

啤酒	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	321.7	339.4	321.4	322.8	328.9	336.9	345.8	354.4
收入增速(%)	6.6	5.5	-5.3	0.4	1.9	2.4	2.6	2.5
经营性净利润(亿)	32.1	36.7	37.9	42.5	44.9	46.6	49.3	52.1
经营性净利率(%)	10.0	10.8	11.8	13.2	13.7	13.8	14.3	14.7
经营性净利润增速(%)	19.0	14.3	3.2	12.3	5.8	3.6	5.9	5.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
啤酒	1.9%	中低	非常好	强	6.8%	21.02	51.2
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
啤酒(亿)	198.8	828.2	1027.0	183.9	34.2	15.0	1191.7
公司整体测算(亿)	198.8	828.2	1027.0	183.9	34.2	15.0	1191.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
啤酒(亿)	486.9	484.4	971.3	183.9	34.7	15.0	1135.5
公司整体测算(亿)	486.9	484.4	971.3	183.9	34.7	15.0	1135.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★★

估值确定性高。一方面啤酒行业生命周期已处于成熟期，历史上青岛啤酒的收入及盈利的可预测性较高，行业需求和盈利能力波动幅度及频次相对低；另一方面，啤酒的月度高频数据可跟踪度较高，行业内企业的趋势共性较强，未来出现超预期重大事件的概率较低。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。