

# 百年青啤稳中求进 结构升级产品完善

## ——青岛啤酒（600600）深度报告

分析师：刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2019年6月29日

食品饮料——饮料制造

证券分析师

刘瑀

022-23861670

liuyu@bhzq.com

助理分析师

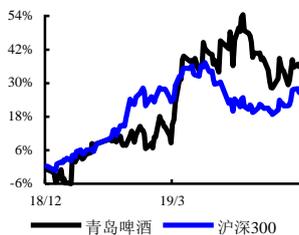
评级：增持

上次评级：

目标价格：

最新收盘价：49.93

最近半年股价相对走势



相关研究报告

### 投资要点：

#### ● 历史悠久的啤酒制造商

青岛啤酒股份有限公司是中国历史悠久的啤酒制造厂商。经过多年纵向深耕以及横向并购，目前公司在国内拥有 62 家全资和控股啤酒生产企业，已行销世界一百余个国家和地区，为世界第五大啤酒生产厂商。面对啤酒市场消费升级的趋势，公司持续推进“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，在售产品系列能够满足不同消费者的不同需求。公司经营随啤酒行业的周期变化波动。公司业绩至 2014 年达到阶段高点，随后两年由于行业周期因素出现明显下滑，此后随着行业回暖、公司经营结构调整等等因素触底回升。

#### ● 进阶中的中国啤酒市场

由于啤酒在我国属于舶来品，长期以来形成了低价消费品的属性和基因，因此拉格啤酒（也即工业啤酒）是我国啤酒市场主要的销售类型。在依照亚太地区各国家经济发展程度、对酒类的限制及人均酒精消费量等因素制定的啤酒市场成熟度模型中，中国位于中档偏低水平，距离啤酒消费发展成熟的市场和国家仍然有明显的差距。基于目前我国啤酒市场仍以经济型拉格啤酒为主要产品的特征，叠加我国消费结构多层次化的特性，啤酒消费的结构性升级必然存在发展空间。据 GlobalData 数据显示，中国啤酒市场高端及超高端类别的消费量占比已由 2013 年的 10.9% 升至 2018 年的 16.4%，且预期该趋势将会持续。

#### ● 存量市场依然面对激烈竞争

在啤酒产业结束高速发展期之后，中国啤酒市场已从高度分散化过渡到相对整合，市场格局开始日益清晰。GlobalData 数据显示，2018 年中国前五大酿酒商市占率达 70.4%。产业集中度的提高，则主要是通过收购规模较小的当地啤酒厂实现，同时地区品牌被更大的全国性品牌所替代。尽管头部份额相对集中，但由于行业特殊性，龙头企业对于各省市间市场份额竞争依然十分激烈，仅有部分企业对于部分地区占据绝对优势，其余各省仍然悬而未决。在如此胶着的市场环境之下，我们认为客观来讲即使是头部公司短期也难以有能力获得主动定价权。

#### ● 公司产品结构完善，过剩产能持续优化

公司依托国内一流的研发平台，以消费者需求为导向研发差异化产品，近年来已先后研发上市了“经典 1903、全麦白啤、原浆、皮尔森、青岛啤酒 IPA”等啤酒产品，有力推动了公司产品结构的优化和战略性新特产品的布局。2018 年公司高端产品实现销量 173.3 万千升，同比增长 5.98%，占公司总销量比重达到 21.58%，占主品牌比重达到 44.28%。公司高端产品占比持续提升，结构优化成果显著。

尽管青岛啤酒仅在 2018 年对两家工厂实施关闭清算,但相较于其他公司青岛啤酒的产能利用率更优,并且持续优化趋势显著。公司 2018 年产能利用率(销量/设计产能)提高至 57.03%, 相较 2016 年提高近 7 个百分点, 高于重庆啤酒、华润啤酒近 4 个百分点。公司持续性的产能优化, 必然有助于长期的业绩改善。

### ● 投资建议

对于公司来讲, 一方面提价的滞后效应及产品结构升级, 将带来吨酒价格的进一步提升, 另一方面成本端的压力有所缓和叠加增值税率下调, 都成为短期值得关注的重点。但我们中长期更为乐于看到的是, 基于公司稳健的发展、强有力的品牌优势及完善的产品线布局, 在相对稳定的市场格局下受益于消费升级所带来的巨大发展空间。综上, 我们预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.19/1.38/1.61 元, 给予公司“增持”的投资评级。

### ● 风险提示

食品安全风险、生产成本大幅上涨、市场竞争加剧

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	26277.05	26575.26	27771.14	28881.99	30326.09
(+/-)%	0.65%	1.13%	4.50%	4.00%	5.00%
经营利润 (EBIT)	1316.69	1417.97	1789.62	2132.19	2548.30
(+/-)%	6.21%	7.69%	26.21%	19.14%	19.52%
净利润	1263.02	1422.20	1601.62	1863.73	2176.42
(+/-)%	21.04%	12.60%	12.62%	16.37%	16.78%
每股收益 (元)	0.93	1.05	1.19	1.38	1.61

**表：三张表及主要财务指标**

资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	9805	12536	14771	18030	21684	营业收入	26277	26575	27771	28882	30326
应收账款及票据	184	165	176	185	194	营业成本	15622	16556	17218	17618	18196
预付账款	116	174	143	156	163	营业税金及附加	2325	2327	2347	2441	2563
其他应收款	348	298	342	355	372	销售费用	5769	4869	4999	5199	5459
存货	2393	2651	2626	2690	2776	管理费用	1226	1386	1398	1471	1539
其他流动资产	1096	735	735	735	735	研发费用	19	20	20	21	22
流动资产合计	14073	17760	19995	23354	27127	财务费用	-370	-497	-323	-392	-478
长期股权投资	376	370	370	370	370	资产减值损失	11	147	18	20	20
固定资产合计	10994	10327	9608	8721	7856	其他收益	427	523	550	580	600
无形资产	2776	2600	2474	2309	2145	投资收益	58	21	21	21	21
商誉	1307	1307	1307	1307	1307	公允价值变动收益	0	54	0	0	0
长期待摊费用	36	33	33	33	33	资产处置收益	-46	10	10	10	10
其他非流动资产	49	62	62	62	62	营业利润	2115	2378	2675	3115	3637
资产总计	30975	34075	35543	37947	40797	营业外收支	-10	2	2	2	2
短期借款	283	296	296	296	296	利润总额	2105	2380	2677	3117	3639
应付票据及账款	2373	2572	2629	2667	2756	所得税费用	723	819	921	1072	1252
预收账款	1178	0	649	553	527	净利润	1382	1561	1756	2044	2387
应付职工薪酬	1033	1175	1176	1213	1256	归属于母公司的净利润	1263	1422	1602	1864	2176
应交税费	401	691	573	622	666	少数股东损益	119	139	155	181	211
其他流动负债	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.93	1.05	1.19	1.38	1.61
长期借款	1	1	1	1	1	<b>财务指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
预计负债	0	0	0	0	0	营收增长率	0.65%	1.13%	4.50%	4.00%	5.00%
负债合计	13200	15385	15052	15412	15874	EBIT 增长率	6.21%	7.69%	26.21%	19.14%	19.52%
股东权益	17775	18690	20491	22535	24922	净利润增长率	21.04%	12.60%	12.62%	16.37%	16.78%
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售毛利率	40.55%	37.70%	38.00%	39.00%	40.00%
净利润	1263	1422	1602	1864	2176	销售净利率	5.26%	5.87%	6.32%	7.08%	7.87%
折旧与摊销	1179	1153	1159	1167	1174	ROE	7.37%	7.91%	8.16%	8.68%	9.20%
经营活动现金流净额	2312	3992	2807	3474	3906	ROIC	10.65%	17.72%	24.39%	38.86%	71.67%
投资活动现金流净额	-592	-817	-379	-200	-238	BVPS	12.69	13.30	14.52	15.90	17.51
筹资活动现金流净额	-533	-641	-193	-15	-15	资产负债率	42.62%	45.15%	42.35%	40.61%	38.91%
现金净变动	1187	2535	2235	3259	3654	PE	53.41	47.43	42.12	36.19	30.99
期初现金余额	7929	9102	12536	14771	18030	PB	3.93	3.75	3.44	3.14	2.85
期末现金余额	9102	11653	14771	18030	21684	EV/EBITDA	23.22	21.47	17.97	15.07	12.38

## 目 录

1.历史悠久的啤酒制造商 .....	7
1.1 百年历史，行销世界.....	7
1.2 适应消费升级，产品结构丰富.....	8
1.3 积极应对变化，寻求稳健发展.....	9
2.进阶中的中国啤酒市场 .....	10
2.1 啤酒消费中档偏低，消费升级空间巨大.....	10
2.2 成本上涨压力较小.....	12
2.3 整体市场格局已定，龙头竞争依然激烈.....	14
3.产品结构完善，产能持续优化 .....	16
3.1 中高端产品线完善，带动吨酒价格提升.....	16
3.2 产能持续优化，利用率进一步提升.....	18
3.3 以优势地区为核心，辐射带动周边市场.....	19
4.投资建议 .....	21

## 图 目 录

图 1: 青岛啤酒产品系列 .....	7
图 2: 公司股权结构 .....	8
图 3: 公司 2007-2018 年主营收入情况 (单位: 亿元) .....	10
图 4: 公司 2007-2018 年归母净利润情况 (单位: 亿元) .....	10
图 5: 拉格啤酒 vs. 艾尔啤酒制作工艺区别 .....	11
图 6: 我国经济型拉格啤酒销售比重高于其他国家 .....	11
图 7: 亚太区啤酒消费市场成熟度模型 .....	11
图 8: 2018 年我国主要啤酒品牌吨酒价格与国际品牌对比 .....	11
图 9: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 亿升) .....	12
图 10: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 十亿美元) .....	12
图 11: 青岛啤酒成本构成 .....	12
图 12: 瓦楞纸 (高强) 全国市场价 (单位: 元/吨) .....	13
图 13: 中国玻璃价格指数 .....	13
图 14: 铝锭 (A00) 全国市场价 (单位: 元/吨) .....	13
图 15: 打包易拉罐 (上海) 均价 (单位: 元/吨) .....	13
图 16: 我国大麦进口情况 (单位: 万吨) .....	13
图 17: 进口大麦价格 (单位: 美元/吨) .....	13
图 18: 中国酒精饮品市场结构 .....	14
图 19: 中国啤酒市场消费量 (单位: 亿升) .....	14
图 20: 1999-2018 年我国啤酒产量情况 (单温: 万千升) .....	14
图 21: 2013 年我国啤酒市场市占率 .....	15
图 22: 2018 年我国啤酒市场市占率 .....	15
图 23: 五大品牌各省市市占率 .....	15
图 24: 五大品牌各省市市占率 .....	16
图 25: 我国高端啤酒市场份额划分 .....	17
图 26: 公司吨酒价格持续提升 .....	17
图 27: 公司吨酒价格 VS 百威英博吨酒价格 (元/吨) .....	18
图 28: 公司毛利率 VS 百威英博毛利率 .....	18
图 29: 2016-2018 年公司产能利用率持续提升 (销量/设计产能) .....	19
图 30: 2016-2018 年公司产能利用率持续提升 (产量/实际产能) .....	19
图 31: 公司产能利用率 VS 重庆啤酒产能利用率 (以产量计) .....	19
图 32: 公司产能利用率 VS 华润啤酒产能利用率 (以产量计) .....	19
图 33: 各省市间啤酒行业竞争情况一览 .....	19
图 34: 2014-2018 年公司各地区营收占比 .....	20
图 35: 2014-2018 年公司山东地区以及华北地区营收变动 (亿元) .....	20
图 36: 2014-2018 年公司华南地区以及华北地区营收变动 (亿元) .....	20

## 表 目 录

表 1: 公司天猫旗舰店在售商品一览 .....	8
表 2: 啤酒产品全分类 .....	10
表 3: 2016-2018 年龙头企业产能以及工厂数量变动情况 (单位: 万千升) .....	18

## 1.历史悠久的啤酒制造商

### 1.1 百年历史，行销世界

青岛啤酒股份有限公司的前身是 1903 年 8 月由德国商人和英国商人合资在青岛创建的日耳曼啤酒公司青岛股份公司，是中国历史悠久的啤酒制造厂商。目前品牌价值超千亿元，连续 15 年居中国啤酒行业首位，位列世界品牌 500 强。1993 年 7 月 15 日，青岛啤酒股票（0168）在香港交易所上市，是中国内地第一家在海外上市的企业。同年 8 月 27 日，青岛啤酒(600600)在上海证券交易所上市，成为中国首家在两地同时上市的公司。

图 1：青岛啤酒产品系列

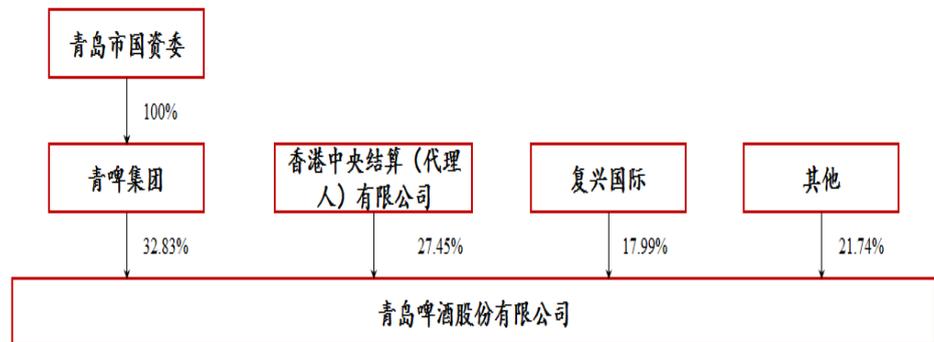


资料来源：公开资料，渤海证券

经过多年纵向深耕以及横向并购，目前公司在国内拥有 62 家全资和控股啤酒生产企业，及 2 家联营及合营啤酒生产企业，分布于全国 20 个省、直辖市及自治区，规模和市场份额居国内啤酒行业领先地位。其生产的青岛啤酒为国际市场上最具知名度的中国品牌，已行销世界一百余个国家和地区，为世界第五大啤酒生产厂商。

2017 年底，公司公告原第二大股东朝日集团拟将其所持 2.43 亿股 H 股（约占公司总股本 17.99%）作价 66.17 亿港元转让复星集团，剩余股份（约占公司总股本 1.99%）作价 7.35 亿港元转让青啤集团子公司鑫海盛，目前交易已经全部完成。

图 2: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 渤海证券

## 1.2 适应消费升级, 产品结构丰富

面对啤酒市场消费升级的趋势, 公司持续推进“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略, 在售产品系列能够满足不同消费者的不同需求。公司近年来推出的“青岛啤酒奥古特、青岛啤酒鸿运当头、青岛啤酒经典 1903、全麦白啤、桶装原浆啤酒、皮尔森、青岛啤酒 IPA”等一系列具有鲜明特色、符合市场需求的新产品, 引领了消费潮流, 进一步提升了公司品牌形象。

表 1: 公司天猫旗舰店在售商品一览

品牌	系列	产品	规格(ml)	售价(元)
主品牌“青岛品牌”	奥古特	奥古特 500ml	500	8.8
		奥古特 330ml	330	5.0
		奥古特 480ml (瓶装)	480	5.8
		奥古特 330ml (瓶装)	330	7.8
	白啤	小麦啤酒白啤	500	6.3
	黑啤	黑啤	500	8.8
		黑啤 18 度 (瓶装)	330	8.8
		焦香浓郁枣味黑啤 (瓶装)	296	7.4
	炫奇	炫奇啤酒水蜜桃果啤	310	4.1
	欢动	欢动淡爽运动啤酒	500	4.1
	皮尔森	皮尔森系列礼盒装 (瓶装)	330	7.8
		皮尔森啤酒	330	5.8
	IPA	IPA 精酿啤酒 14 度	330	16.5
鸿运当头	鸿运当头 355ml	355	12.4	
	鸿运当头 473ml	473	23.5	
禧罐	福罐	500	4.9	
	禧罐	500	4.9	

第二品牌“崂山啤酒”	青岛纯生	纯生 500ml	500	5.8
		纯生 330ml	330	4.5
	青岛经典	经典 10 度	500	4.5
		经典 10 度	330	4
		定制啤酒足球罐装	500	4.9
	1903	1903 精酿啤酒普通罐装	500	6.3
		1903 精酿啤酒高端精致铝瓶	473	10.8
		1903 精酿啤酒复古罐装	500	6.3
		1903 深夜食堂定制啤酒	500	5.5
	崂友记	经典 10 度	500	4.6
		经典 10 度	330	2.9
		足球罐啤 10 度	500	5.8
普崂系列		中超球星罐 8 度	500	4
劲爽系列		劲爽 8 度	330	2.3
玩啤系列	玩啤全麦白啤	500	6.1	

资料来源：公开资料，渤海证券

### 1.3 积极应对变化，寻求稳健发展

啤酒行业至 2014 年需求达到饱和，随后总消费量呈现小幅下降趋势。面对啤酒行业产能过剩导致的竞争压力和成本持续大幅上涨的严峻挑战，公司坚守战略和运营定力，充分发挥青岛啤酒品牌和品质的优势，进一步完善立体化、结构化、层次化的全国市场战略布局，充分发挥产销协同效应，以优势市场为中心，依托现有生产基地，以点带面进一步打造战略带市场和城市基地市场，根据市场布局聚焦资源投入，借助品牌和产品的组合优势不断提升产品的市场竞争力，实现区域市场的突破，辐射带动周边市场的增长。同时，公司在保持市场份额的前提下，紧盯市场调结构、调价格，提升了企业盈利能力。

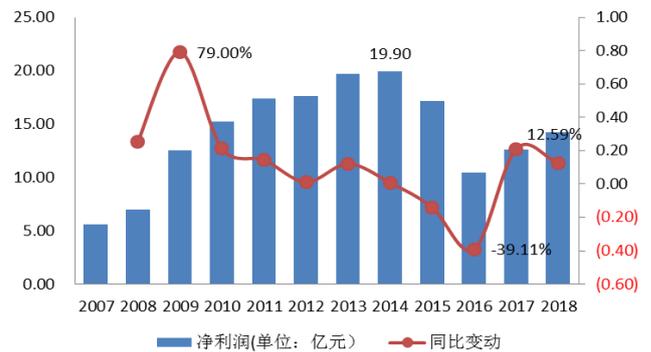
公司经营随啤酒行业的周期变化波动。公司业绩至 2014 年达到阶段高点，随后两年由于行业周期因素出现明显下滑，此后随着行业回暖、公司经营结构调整等等因素触底回升。公司 2018 年共实现啤酒销量 803 万千升，同比增长 0.8%；实现营业收入约人民币 265.75 亿元，同比增长 1.13%（可比口径营业收入同比增长 5.15%）；实现归属于上市公司股东的净利润约人民币 14.22 亿元，同比增长 12.60%；呈现出利润增长高于收入增长、收入增长高于销量增长的健康发展态势。

图 3: 公司 2007-2018 年主营收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 4: 公司 2007-2018 年归母净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

## 2.进阶中的中国啤酒市场

### 2.1 啤酒消费中档偏低, 消费升级空间巨大

啤酒是以麦芽、啤酒花和水为主要原料, 经酵母发酵作用酿制而成的富含二氧化碳的低酒精饮料。啤酒根据麦汁浓度、生产方式、色泽等可分为多个种类, 根据所采用的酵母不同, 又可分为拉格啤酒 (也即工业啤酒) 以及艾尔啤酒 (也即精酿啤酒), 而精酿啤酒又因为酿造方法的差异而分为多个种类 (包括波特、世涛、酸艾尔、拉比克等等)。

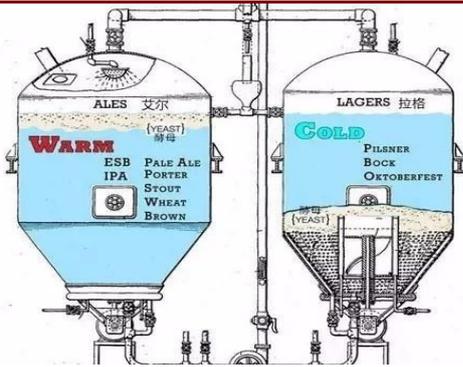
表 2: 啤酒产品全分类

分类依据	具体分类	释义
按照是否杀菌分类	鲜啤酒	不经巴氏灭菌或瞬时高温灭菌的新鲜啤酒, 存放时间较短
	熟啤酒	经过巴氏灭菌或瞬时高温灭菌的啤酒, 口味稍差, 保质期长
	纯生啤酒	采用物理方法进行无菌过滤, 产品稳定性好, 保质期可长达半年以上
按照酵母不同分类	艾尔啤酒 (精酿啤酒)	采用“上面酵母”发酵而成, 酵母会在麦汁顶端进行发酵, 发酵时间较长
	拉格啤酒 (工业啤酒)	采用“下面酵母”发酵而成, 酵母会在麦汁低端进行发酵, 发酵时间较短
按照麦汁浓度分类	低浓度	原麦芽汁浓度为 6-8°P, 酒精含量为 2%左右
	中浓度	原麦芽汁浓度为 10-12°P, 酒精含量为 3.5%左右
	高浓度	原麦芽汁浓度为 14-20°P, 酒精含量为 4.9%-5.6%左右
按照颜色分类	淡色啤酒	淡黄、金黄或棕黄色, 淡黄清透明亮、金黄香气突出、棕黄略带焦香
	浓色啤酒	红棕或红褐色, 麦芽香味突出, 口味醇厚
	黑色啤酒	深红褐色或黑褐色, 口味浓醇, 泡沫细腻
根据包装容器分类	瓶装啤酒	材料多为玻璃, 多数为熟啤酒
	罐装啤酒	材料多为铝合金或者马口铁, 多数为熟啤酒, 罐装啤酒体轻、携带方便
	桶装啤酒	木桶、铝桶、塑料桶等多种类型, 有时也称“扎啤”, 多为不杀菌或瞬时杀菌的生啤酒

资料来源: 公开资料, 渤海证券

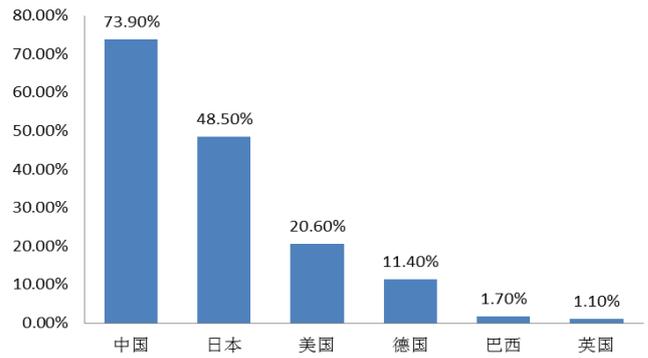
由于啤酒在我国属于舶来品，长期以来形成了低价消费品的属性和基因，因此拉格啤酒（也即工业啤酒）是我国啤酒市场主要的销售类型。而拉格啤酒又分为淡色拉格（经济型）、深色拉格（中档）及博客（高档）。我国经济型拉格啤酒的销售占比远高于其他国家和地区，这也是为何我国吨酒价格会大幅落后于其他国家的原因。

图 5：拉格啤酒 vs. 艾尔啤酒制作工艺区别



资料来源：公开资料，渤海证券

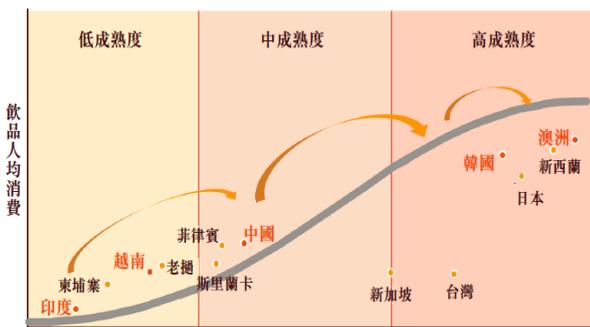
图 6：我国经济型拉格啤酒销售比重高于其他国家



资料来源：Euromonitor，渤海证券

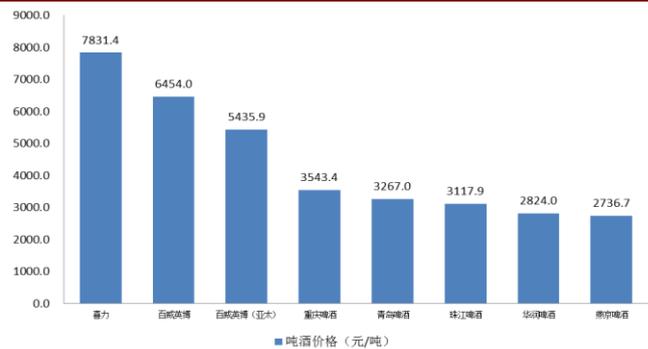
据百威英博（亚太）最新招股说明书显示，在依照亚太地区各国家经济发展程度、对酒类的限制及人均酒精消费量等因素制定的啤酒市场成熟度模型中，中国位于中档偏低水平，距离啤酒消费发展成熟的市场和国家仍然有明显的差距。从吨酒价格看，我国主要啤酒品牌相较国际品牌也具有明显的差距。

图 7：亚太区啤酒消费市场成熟度模型



资料来源：百威英博（亚太）招股说明书，渤海证券

图 8：2018 年我国主要啤酒品牌吨酒价格与国际品牌对比

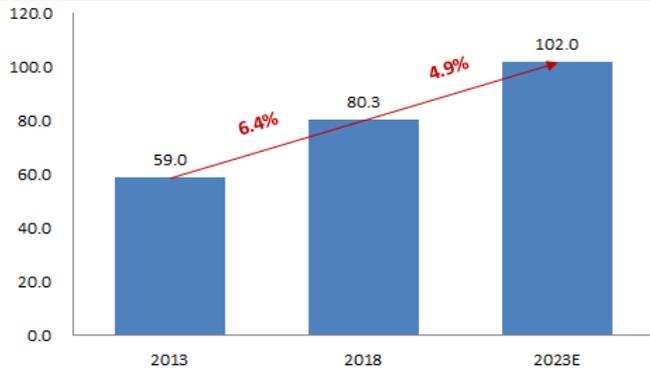


资料来源：公开资料，渤海证券

基于目前我国啤酒市场仍以经济型拉格啤酒为主要产品的特征，叠加我国消费结构多层次化的特性，啤酒消费的结构性升级必然存在发展空间。据 GlobalData 数据显示，中国啤酒市场高端及超高端类别的消费量占比已由 2013 年的 10.9% 升至 2018 年的 16.4%，且预期该趋势将会持续。尽管当前增长强劲，但高端及超高端类别的占比仍然大幅低于成熟啤酒市场（美国该比例为 42.1%），表明伴随经济持续发展高端及超高端类别啤酒消费市场增长空间巨大（注：高端及超

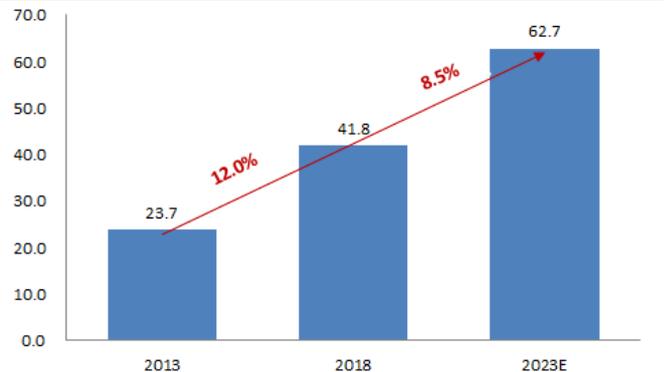
端根据 GlobalData 自建指标体系定义)。

图 9: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 亿升)



资料来源: GlobalData, 渤海证券

图 10: 中国高端及超高端啤酒消费趋势 (单位: 十亿美元)

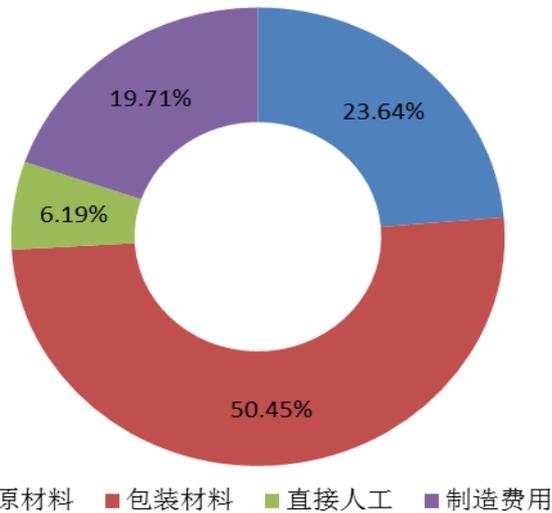


资料来源: GlobalData, 渤海证券

## 2.2 成本上涨压力较小

啤酒生产的主要成本包括酿酒原材料(大麦麦芽、酵母、水)、包装材料(铝罐、玻瓶、纸箱)、直接人工及制造费用。其中,原料(包括酿酒原材料及包装材料)是啤酒生产的最主要成本。以青岛啤酒为例,成本占比最高的为包装材料,约占总成本的 50%,其次为酿酒原材料,约占总成本的 24%。

图 11: 青岛啤酒成本构成

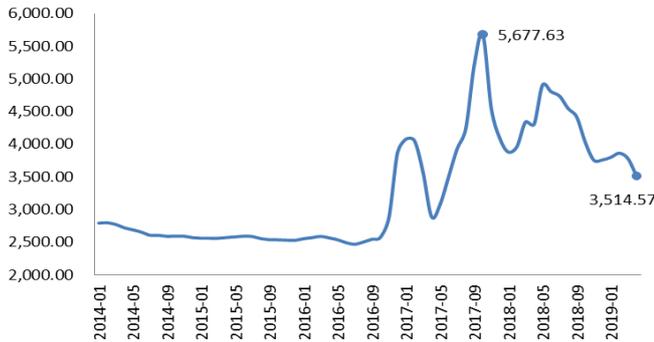


资料来源: 公司公告, 渤海证券

由于原料占啤酒生产成本的比重较高,因此原料价格波动会直接影响企业的经营业绩。通常原料价格会受到产量、监管、市场需求及政治环境等不可控因素影响,倘若原料成本的增加长期影响啤酒生产企业的经营业绩,龙头企业一般会将成本转嫁给消费者。啤酒生产企业大多采取总部和区域集中采购及生产企业自采相结合的综合采购模式,其中大麦的采购来源主要是进口,包装材料国内采购,因此

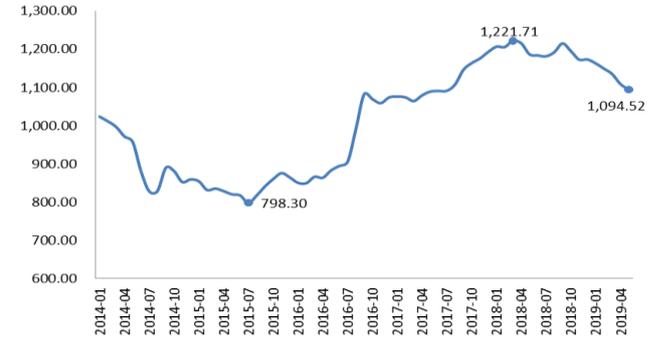
包材成本价格波动主要受国内供需关系的影响所致。

图 12: 瓦楞纸(高强)全国市场价(单位:元/吨)



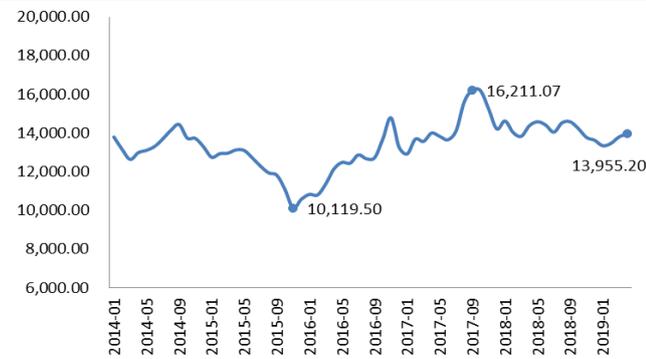
资料来源: Wind, 渤海证券

图 13: 中国玻璃价格指数



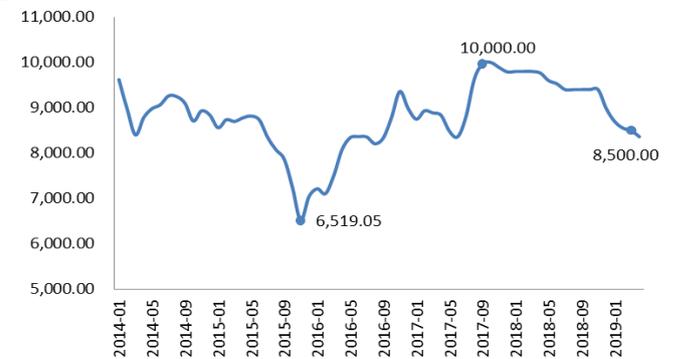
资料来源: Wind, 渤海证券

图 14: 铝锭(A00)全国市场价(单位:元/吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

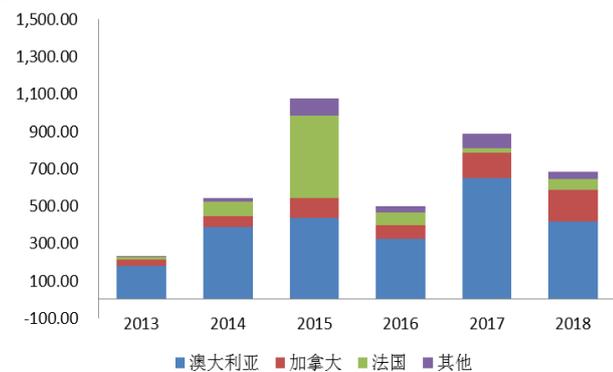
图 15: 打包易拉罐(上海)平均价(单位:元/吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

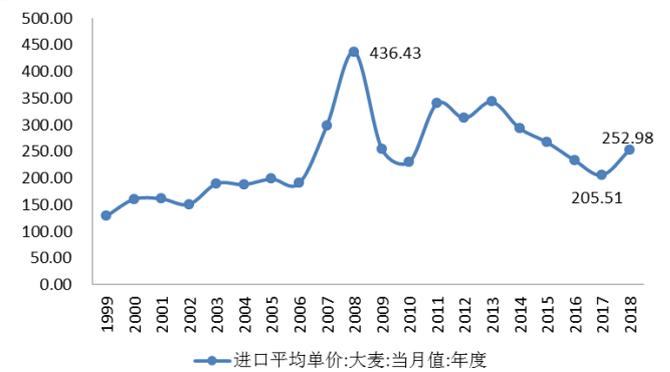
而在酿酒原材料中,由于龙头企业通常选取进口大麦,因此成本价格受国际市场的影响较大。我国进口大麦最主要来源为澳大利亚,其次为加拿大。澳大利亚作为大麦最主要出口国,近年由于不可控因素的影响导致大麦减产,造成了大麦价格的中期上涨,但上涨幅度仍在可控范围内。

图 16: 我国大麦进口情况(单位:万吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 17: 进口大麦价格(单位:美元/吨)

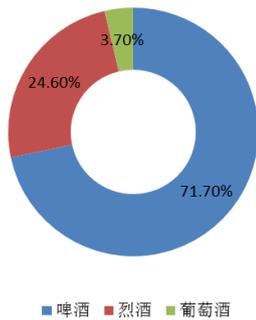


资料来源: Wind, 渤海证券

### 2.3 整体市场格局已定，龙头竞争依然激烈

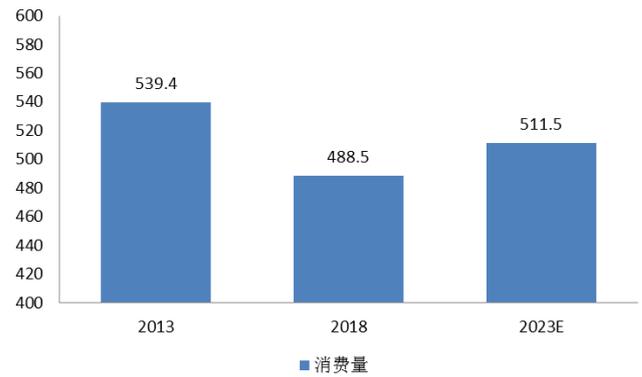
据 GlobalData 数据显示，2018 年我国啤酒市场总消费量为 488 亿升（包括大量小型区域性啤酒酿造商），占全球啤酒总消费量的四分之一，是全球第一大啤酒消费市场。而根据国家统计局数据显示，2018 年我国啤酒市场总消费量为 381 亿升（规模以上啤酒酿造企业产量），差额显示啤酒龙头企业仍存在待开发市场。

图 18: 中国酒精饮品市场结构



资料来源: GlobalData, 渤海证券

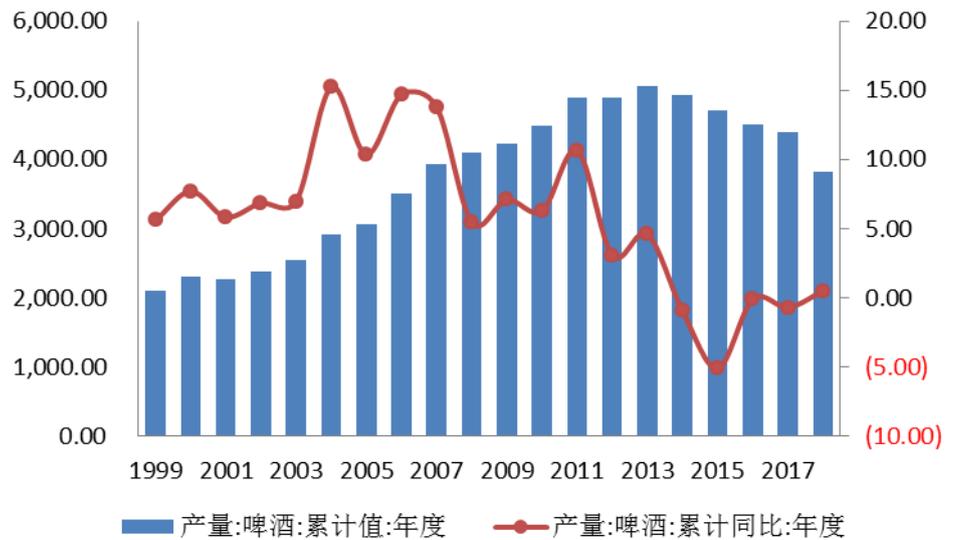
图 19: 中国啤酒市场消费量 (单位: 亿升)



资料来源: GlobalData, 渤海证券

啤酒产量方面，我国啤酒生产在连续多年增长后至 2014 年产量首次出现负增长，一方面与当年经济环境、气候环境有关，另一方面也与行业发展规律密切联系。自 2014 年啤酒产量连续下滑，今年以来出现边际改善迹象。

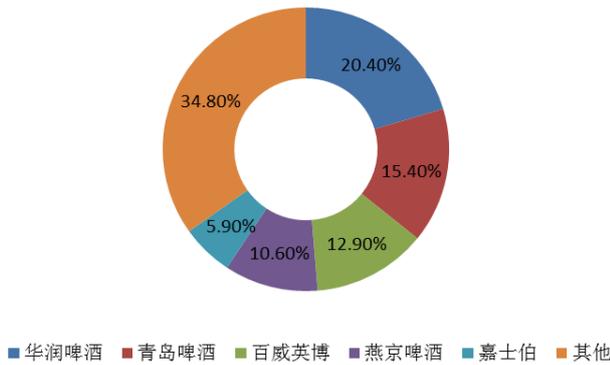
图 20: 1999-2018 年我国啤酒产量情况 (单温: 万千升)



资料来源: Wind, 渤海证券

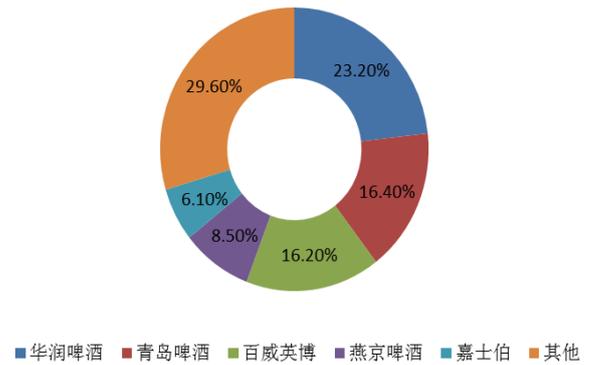
在啤酒产业结束高速发展期之后，中国啤酒市场已从高度分散化过渡到相对整合，市场格局开始日益清晰。GolbalData 数据显示，2018 年中国前五大酿酒商市占率达 70.4%。产业集中度的提高，则主要是通过收购规模较小的当地啤酒厂实现，同时地区品牌被更大的全国性品牌所替代。

图 21：2013 年我国啤酒市场市占率



资料来源：GlobalData，渤海证券

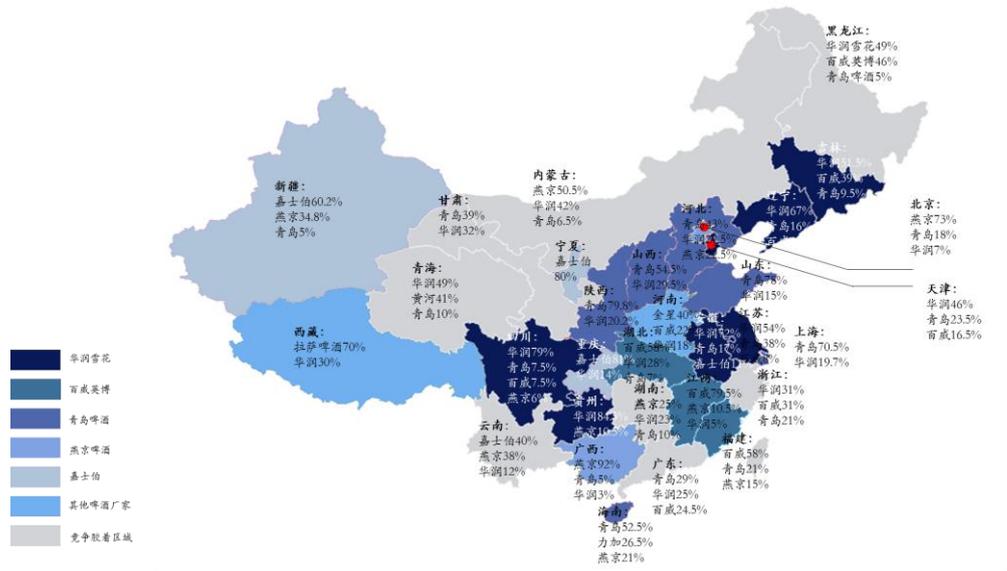
图 22：2018 年我国啤酒市场市占率



资料来源：GlobalData，渤海证券

由于我国啤酒多以玻璃瓶为主，运输半径受到一定限制，因此产生了明显的地域特征，五大品牌各省市间市场占有率有明显差距，部分龙头企业已经拥有绝对优势地区，短期难以撼动。

图 23：五大品牌各省市市占率



资料来源：公开资料，渤海证券

### 3.产品结构完善，产能持续优化

#### 3.1 中高端产品线完善，带动吨酒价格提升

我国啤酒行业经过几十年的快速发展，市场销量基本达到饱和，龙头企业市场地位难以撼动，此前以扩大规模谋求发展的方式在相对成熟的啤酒市场已不适用。消费升级以及消费者需求多元化正使整个啤酒行业结构发生转变，市场竞争由产能、规模的扩张转向以质量型、差异化为主的竞争，消费结构升级趋势明显，以听装啤酒、进口啤酒及精酿啤酒为代表的高端产品市场快速增长，行业增速出现分化。同时，国内啤酒市场也呈现出由餐饮等即饮市场向家庭消费转移的趋势，家庭消费为主的以听装酒、小瓶酒为代表的部分中高端产品保持了良好发展态势，而成熟的电子商务应用也为家庭啤酒消费带来了方便、快捷的选择方式。

公司依托国内一流的研发平台，以消费者需求为导向研发差异化产品，近年来已先后研发上市了“经典 1903、全麦白啤、原浆、皮尔森、青岛啤酒 IPA”等啤酒产品，有力推动了公司产品结构的优化和战略性新特产品的布局。公司加快了向听装酒和精酿产品为代表的高附加值产品的转型升级，在推动供给侧改革、引领消费趋势的同时，也实现了盈利能力的提升。2018年公司高端产品实现销量173.3万千升，同比增长5.98%，占公司总销量比重达到21.58%，占主品牌比重达到44.28%。公司高端产品占比持续提升，结构优化成果显著。

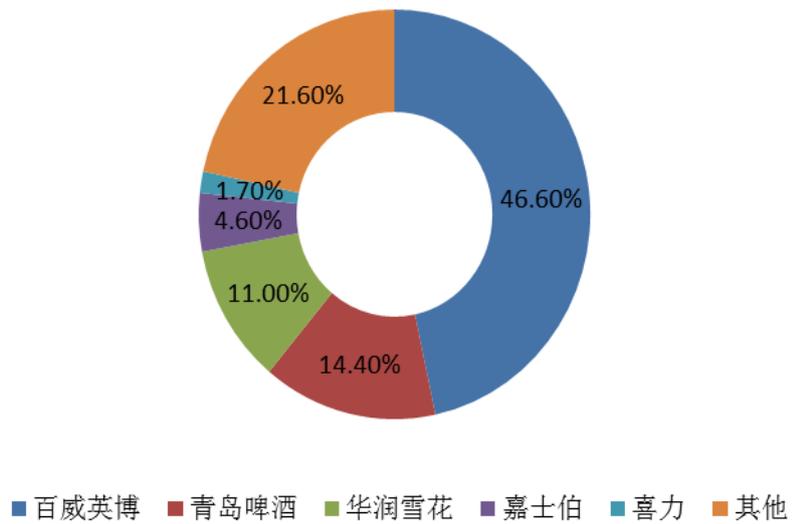
图 24：五大品牌各省市市占率



资料来源：公司公告，渤海证券

而在国内整个高端啤酒市场，青岛啤酒亦有不俗表现。在进口啤酒大举进入我国啤酒市场的大环境下，青岛啤酒仍能取得 14.4% 的份额，在本地啤酒品牌中位列第一。

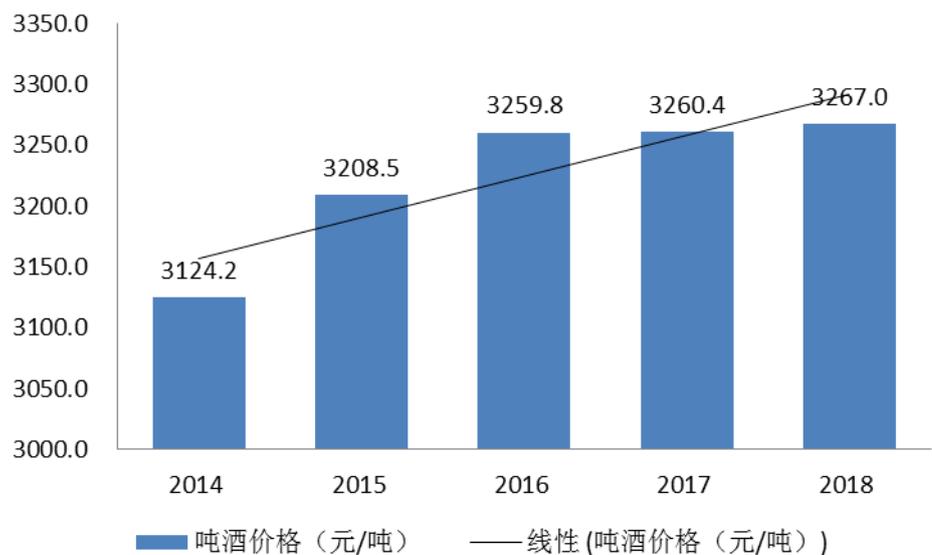
图 25: 我国高端啤酒市场份额划分



资料来源: 公司公告, 渤海证券

产品结构的优化以及部分产品的提价使得公司吨酒价格持续小幅上行，而我们认为在我国啤酒行业尚没有企业拥有定价权的现阶段，产品结构的持续优化是公司乃至全行业未来发展的重中之重。

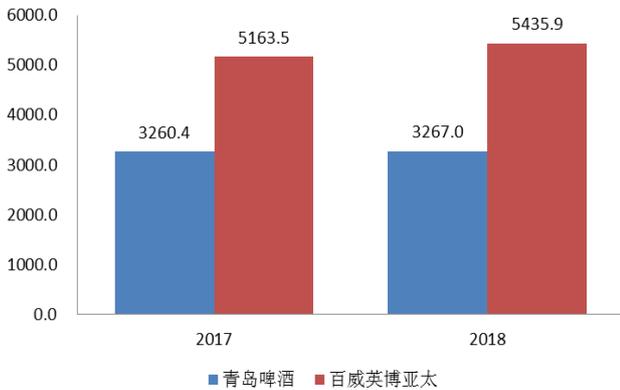
图 26: 公司吨酒价格持续提升



资料来源: 公司公告, 渤海证券

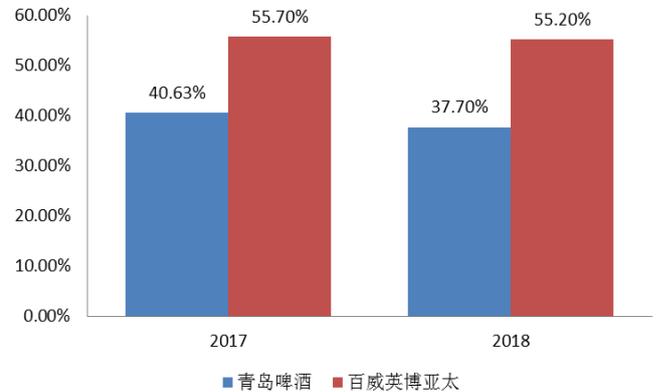
尽管公司吨酒价格持续小幅上行，但与进口品牌相比仍有一定差距，这或与不同品牌的品牌基因有关，又或与啤酒本身所具有的舶来品属性有关。吨酒价格水平直接决定了毛利率水平，因此产品结构调整也是唯一能打开企业利润空间的方式。

图 27: 公司吨酒价格 VS 百威英博吨酒价格 (元/吨)



资料来源: GlobalData, 渤海证券

图 28: 公司毛利率 VS 百威英博毛利率



资料来源: GlobalData, 渤海证券

### 3.2 产能持续优化, 利用率进一步提升

由于我国经济发展结构调整、人口增长速度驱缓, 啤酒总消费量触及天花板已是不争的事实, 化解过剩产能成为啤酒行业近年来的主旋律。尽管青岛啤酒仅在 2018 年对两家工厂实施关闭清算, 但相较于其他公司青岛啤酒的产能利用率更优, 并且持续优化趋势显著。

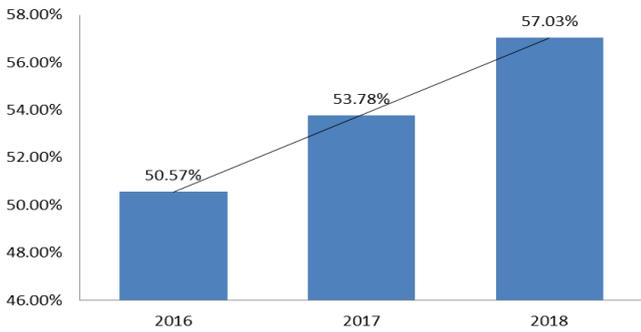
表 3: 2016-2018 年龙头企业产能以及工厂数量变动情况 (单位: 万千升)

时间	青岛啤酒		华润啤酒		重庆啤酒	
	设计产能	工厂数量	设计产能	工厂数量	设计产能	工厂数量
2016	1566	62	2200	98	171	9
2017	1482	62	2200	91	179	9
2018	1408	62	2100	78	179	9

资料来源: 公司公告, 渤海证券

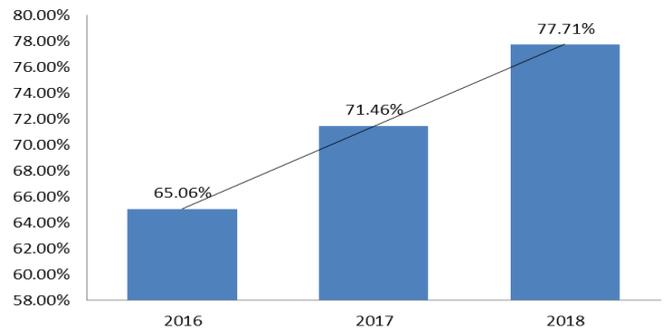
公司 2018 年产能利用率 (销量/设计产能) 提高至 57.03%, 相较 2016 年提高近 7 个百分点, 高于重庆啤酒、华润啤酒近 4 个百分点。公司持续性的产能优化, 必然有助于长期的业绩改善。

图 29: 2016-2018 年公司产能利用率持续提成 (销量/设计产能)



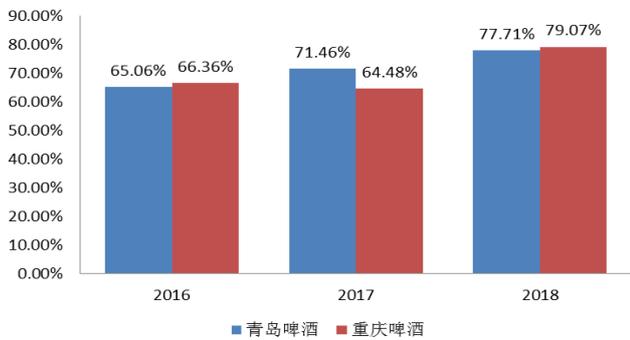
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 30: 2016-2018 年公司产能利用率持续提升 (产量/实际产能)



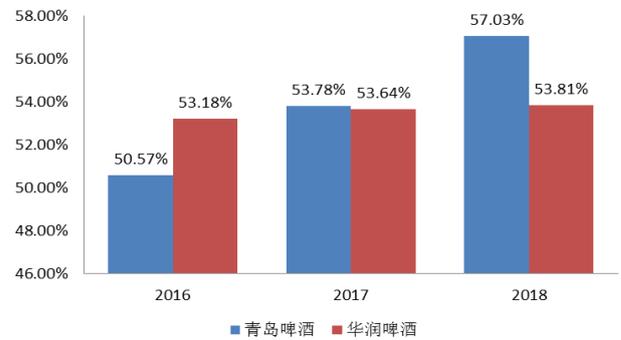
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 31: 公司产能利用率 VS 重庆啤酒产能利用率 (以产量计)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 32: 公司产能利用率 VS 华润啤酒产能利用率 (以产量计)

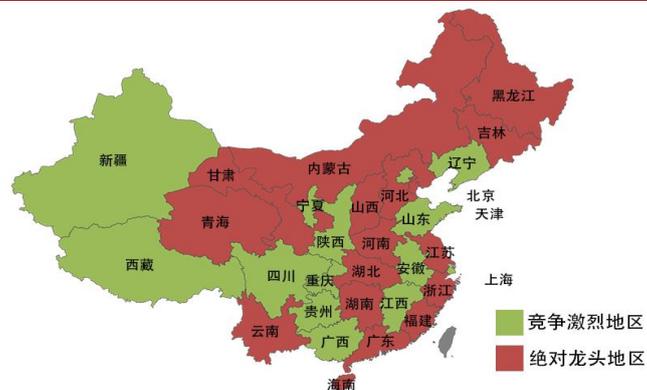


资料来源: 公司公告, 渤海证券

### 3.3 以优势地区为核心，辐射带动周边市场

尽管目前我国啤酒行业前五大企业市占率已经超过七成，但由于行业特殊性，龙头企业对于各省市间市场份额竞争依然十分激烈，仅有部分企业对于部分地区占据绝对优势，其余各省仍然悬而未决。在如此胶着的市场环境之下，我们认为即使是头部公司短期也难言有能力获得主动定价权。

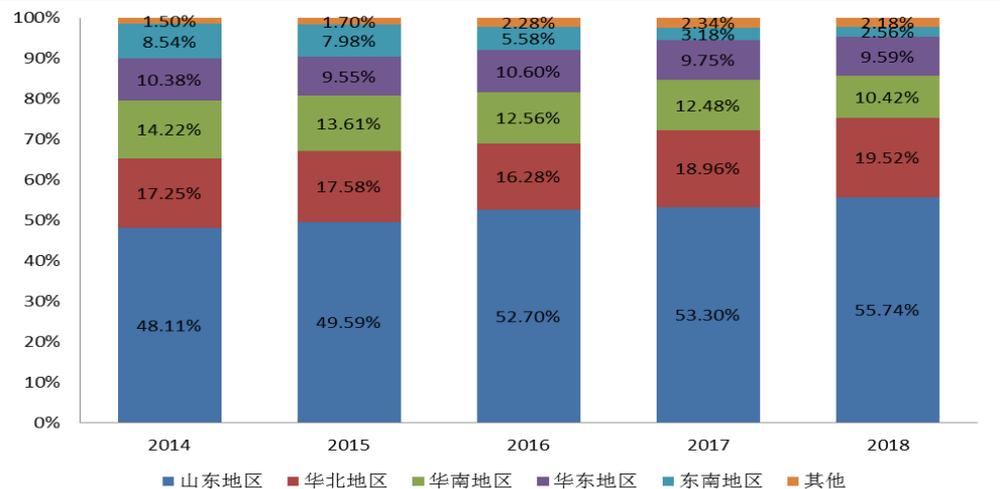
图 33: 各省市间啤酒行业竞争情况一览



资料来源: 公开资料, 渤海证券

目前，青岛啤酒的绝对优势地区是山东，华北、华南及华东地区也是公司主要的营收来源。近五年来，公司山东地区营业收入占比持续提升，华北、华东地区较为平稳，华南地区受到华润和百威的夹击，丢失了一部分市场份额。

图 34: 2014-2018 年公司各地区营收占比



资料来源: 公司公告, 渤海证券

2018 年，公司在山东地区的营业收入已达到近五年高点，营收比重也从 2014 年的 48.11% 一跃升至 55.74%，公司品牌及渠道的优势在山东地区体现的淋漓尽致，而该地也将是公司结构化调整阻力最小的地区。除山东地区外，公司在华北地区的优势相较华南、华东更为明显，营业收入也已达近五年来高点，华东地区次之，华南地区相对弱势。

图 35: 2014-2018 年公司山东地区以及华北地区营收变动(亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 36: 2014-2018 年公司华南地区以及华东地区营收变动(亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

未来，公司将充分发挥产销协同的效应，以优势市场为中心，依托现有生产基地，以点带面进一步打造战略带市场和城市基地市场圈，根据市场布局聚焦资源投入，借助品牌和产品的组合优势不断提升产品的市场竞争力，实现区域市场的突破，辐射带动周边市场的增长。

## 4.投资建议

对于公司来讲，一方面提价的滞后效应及产品结构升级，将带来吨酒价格的进一步提升，另一方面成本端的压力有所缓和叠加增值税率下调，都成为短期值得关注的重点。但我们中长期更为乐于看到的是，基于公司稳健的发展、强有力的品牌优势及完善的产品线布局，在相对稳定的市场格局下受益于消费升级所带来的巨大发展空间。综上，我们预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.19/1.38/1.61 元，给予公司“增持”的投资评级。

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健  
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)  
+86 22 2845 1975  
张源  
+86 22 2383 9067  
王磊  
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
陈兰芳  
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857  
刘秀峰  
+86 10 6810 4658  
滕飞  
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602  
甘英健  
+86 22 2383 9063  
陈晨  
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾  
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670  
杨旭  
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程  
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华  
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明  
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊  
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健  
+86 22 2845 1618  
夏捷  
+86 22 2386 1355  
朱林宁  
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋昶  
+86 22 2845 1131  
张世良  
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
郝惊  
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
严佩佩  
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
孟凡迪  
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置  
+86 22 2383 9072  
张一帆 公用事业、信用评级  
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉  
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995  
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功  
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华  
+86 10 6810 4651

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)