

锁定中高端卡位，复星助力有望重塑辉煌

首次覆盖报告

陈文倩(分析师)

孙颖(联系人)

010-83561313

证书编号: S0280118090017

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

● 锁定中高端卡位，复星入股助改革：

公司实控人为青岛市人民政府国有资产监督管理委员会，主要收入来自啤酒，实行“1+1+N”品牌战略。2017年复星国际有限公司入股支持品牌战略发展，市占率稳步提升。

● 行业集中度临界，提价+高端化助力新周期开启

人均啤酒消费量居亚洲前三，量增已无空间。CR5近80%集中度提升临界。恶性竞争过后，业内集体提价求利润。过去10年产能过剩，出厂价基本未涨。2013年底因原材料价格上涨调终端价，终因企业间抢夺份额，利润留存到渠道商。2017年底原材料价格再次上涨，企业提价后终端动销良好。

● 降本控费成效渐现，区域拓展全国布局推进

2018年销售期间费用率18.32%/-3.63pct。设计产能减少74万千升/-5pct。后期随行业恶性竞争驱缓，产线改造推进，控本降费空间足。公司1.56万家经销商，全国化布局。啤酒保质期6-12个月，销售受制运输半径影响较大。2018年山东地区收入贡献增长3pct、华北1pct、华南-2pct(竞品压力较大)。未来积极布局线上，形成全渠道营销模式。

● 事业部双轮驱动，利润逐渐复苏

2006年提出产品战略高端化以来，高端产品动销良好。2008-2012年为高速增长期，4年CAGR22%。2018年下半年，公司推动产品组合升级，带动华南及华东地区销售转势，集中“青岛”及“崂山”品牌的库存合理化，高端产品收入占比逐年提升。2018年公司啤酒销售量803万千升/+0.76%。

● 盈利预测与投资评级：

行业集中度提升点，将主要依托行业内结构提升，提高高端产品占比。青岛啤酒锁定中高端卡位，全国渠道布局已有进展，降本控费效应逐渐显现。我们预计公司2019、2020年营业收入280.4/296.1亿元。净利润18.2/20.2亿元，EPS分别为1.3/1.5元，对应PE36/32倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：原材料价格波动、提价失败，高端新品增长不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26277	26,575	28,037	29,607	31,235
增长率(%)	0.7	1.1	5.5	5.6	5.5
净利润(百万元)	1263.0	1,422	1,815	2,022	2,394
增长率(%)	21.0	12.6	27.6	11.4	18.4
毛利率(%)	40.5	37.7	40.0	40.0	40.0
净利率(%)	4.8	5.4	6.5	6.8	7.7
ROE(%)	7.8	8.4	9.5	10.1	10.9
EPS(摊薄/元)	0.93	1.05	1.34	1.50	1.77
P/E(倍)	51.11	45.4	35.6	31.9	27.0
P/B(倍)	3.76	3.6	3.4	3.1	2.9

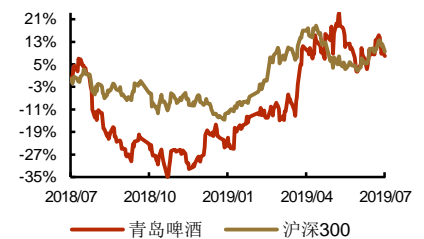
推荐(首次评级)

市场数据

时间 2019.07.08

收盘价(元):	47.58
一年最低/最高(元):	28.4/54.94
总股本(亿股):	6.96
总市值(亿元):	331.12
流通股本(亿股):	6.96
流通市值(亿元):	331.12
近3月换手率:	71.98%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.98	3.56	-4.44
绝对	5.25	-0.6	12.04

相关报告

目 录

1、 锁定中高端卡位，复星入股期待新发展.....	4
1.1、 啤酒业务稳健，全国化布局	4
1.2、 携手复星，管理层更换注入新活力	5
2、 行业集中度临界，提价+高端化助力新周期开启.....	6
2.1、 产能整合后，集中度临界天花板	8
2.2、 上游成本小幅承压，恶性竞争过后，业内就提价成共识.....	9
3、 产能优化，降本控费效果待现.....	11
4、 区域优势明显，全渠道布局.....	13
5、 事业部双轮驱动，利润逐渐复苏.....	15
5.1、 传统红军：产品聚焦“1+X”到“1+1+N”.....	15
5.2、 新品蓝军：全麦白啤增长亮眼	16
6、 盈利预测与投资评级.....	17
7、 风险提示	17
附： 财务预测摘要.....	18

图表目录

图 1: 2004-2018 年公司啤酒销量.....	4
图 2: 2004-2017 年公司市占率.....	4
图 3: 2009-2018 年营业收入及其增速.....	5
图 4: 2009-2018 年归母净利润及其增速.....	5
图 5: 2009-2018 年毛利率、净利率.....	5
图 6: 2009-2018 年销售费用率、管理费用率.....	5
图 7: 2008-2017 年销售商品提供劳务收到现金/营收.....	5
图 8: 2018 年世界啤酒产量分布	7
图 9: 2017 年世界各国人均啤酒消费（升/年）	7
图 10: 2016 年啤酒行业市占率	7
图 11: 2011-2016 年：CR3 增长 7pct、CR5 增长 18pct.....	7
图 12: 行业集中度提升接近临界点.....	7
图 13: 2017 年头部企业毛利率、净利率对比.....	8
图 14: 2017 年头部企业 ROA、ROE 对比.....	8
图 15: 2001-2017 年全国新增啤酒产能情况.....	8
图 16: 啤酒生产成本构成.....	9
图 17: 2013-2019 年 4 月大麦价格走势.....	9
图 18: 2013-2018 年 6 月箱板纸价格走势.....	10
图 19: 2013-2017 年打包易拉罐价格走势.....	10
图 20: 2010-2019 年 5 月啤酒产量及同比.....	10
图 21: 2013-2019 年 5 月啤酒价格走势（元/瓶）	10
图 22: 进口大麦、箱板纸价格走势.....	10
图 23: 2012-2018 年公司销售、管理、财务费用率.....	11
图 24: 2016-2017 年公司设计、实际产能.....	11
图 25: 2009-2018 年公司在建工程账面余额.....	12
图 26: 餐饮收入及其同比增速.....	13
图 27: 青岛啤酒优势地区域.....	13

图 28: 2018 年分区域收入贡献率.....	13
图 29: 2009-2018 年分区域营收贡献率.....	13
图 30: 2009-2018 年分区域毛利率.....	14
图 31: 2018 年青岛啤酒、重庆啤酒经销商数量对比.....	14
图 32: 各啤酒公司销量（万千升）.....	15
图 33: 中国啤酒市场份额构成.....	15
图 34: 2009-2017 年高、中、低端产品销量（万千升）.....	15
图 35: 2009-2017 年高、中、低端产品收入贡献率.....	15
图 36: 2010-2017 年青岛啤酒销量（万千升）.....	16
图 37: 2010-2017 年青岛啤酒销量占比.....	16
图 38: 2008-2017 年公司高端产品销量.....	16
图 39: 公司高端产品序列.....	16
表 1: 青岛啤酒旗下主要 5 大品牌（红色标注为“1+1+N”战略重心品牌）.....	4
表 2: 2002-2018 年 8 月青岛啤酒股权结构（前 3 大股东）.....	6
表 3: 2017 年青岛啤酒主要贡献营收的子公司.....	6
表 4: 1998-2018 年 6 月公司董事长、总经理任职情况.....	6
表 5: 2006-2014 年行业整合情况.....	9
表 6: 上市公司提高出厂价事件（部分）.....	11
表 7: 1994-2018 年青岛啤酒外延并购情况.....	12
表 8: 青岛啤酒线上渠道.....	14
表 9: 战略对比：“1+X” VS “1+1+N”.....	15
表 10: 2003-2018 年 6 月青岛啤酒重要品牌战略改革.....	15
表 11: 精酿的定义：广义 VS 狭义.....	16

1、锁定中高端卡位，复星入股期待新发展

1.1、啤酒业务稳健，全国化布局

公司成立于1993年，99%收入来自啤酒制造、销售。实际控制人是青岛市国资委。根据啤酒行业权威报告Barth Report，公司为世界第五大啤酒厂商（按产量排名）。目前公司在国内拥有62家全资和控股的啤酒生产企业，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、自治区。

品牌战略“1+1+N”（“青岛啤酒+崂山啤酒+N”）模式。“青岛啤酒”品牌是我国首批十大驰名商标之一。根据世界品牌实验室发布的数据，2018年，青岛啤酒以1455.75亿元的品牌价值连续15年蝉联中国啤酒行业首位，旗下崂山啤酒、汉斯啤酒以及青岛啤酒博物馆分别以272.58亿元、170.36亿元和105.89亿元同时上榜，品牌的“生态效应”闪耀。

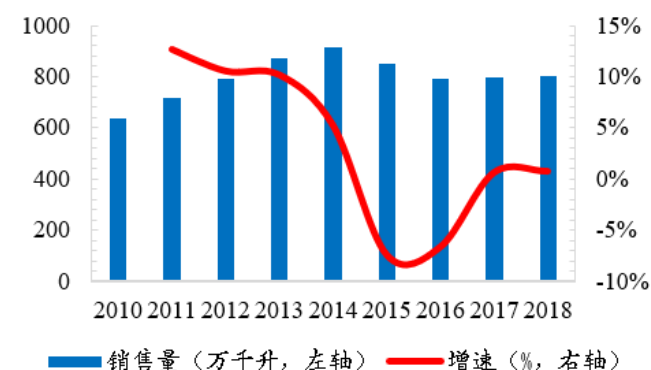
表1: 青岛啤酒旗下主要5大品牌（红色标注为“1+1+N”战略重心品牌）



资料来源：天猫商城，新时代证券研究所

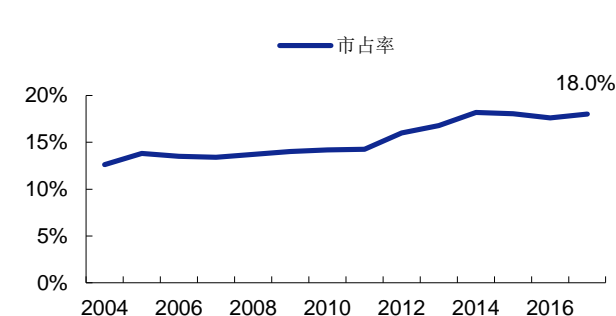
2018年公司啤酒销售量803万千升/+0.76%，市占率21.1%。2004-2014年公司啤酒销量呈现稳步上升态势，10年CAGR 9.4%。2015、2016年销售量下滑，增速分别为-7.6%、-6.6%；2017年止跌回升，市占率稳步提升。

图1: 2004-2018年公司啤酒销量



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

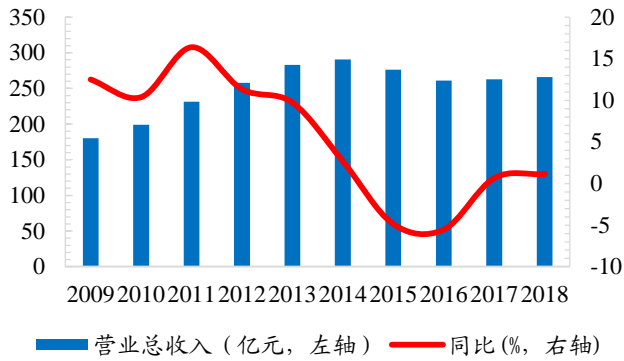
图2: 2004-2017年公司市占率



资料来源：公司年报，国家统计局，新时代证券研究所

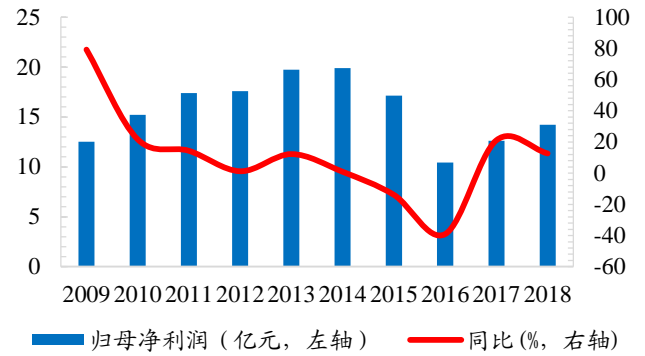
2018年公司营业收入265.75亿元/+1.13%；归母净利润14.22亿元/+12.60%。2018年公司毛利率37.7%/-2.85pct，净利率5.87%/+0.61pct。销售费用率18.32%/-3.63pct、管理费用率5.22%/+0.48pct，其中广告及业务宣传费约8.6亿元，增长19%。行业高端化继续推进，销售费用整体规模将保持基本稳定。

图3: 2009-2018 年营业收入及其增速



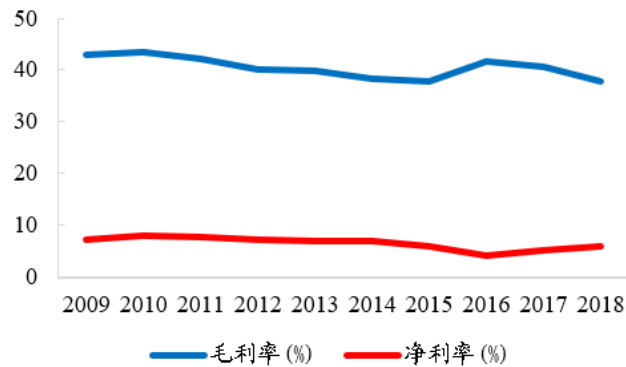
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图4: 2009-2018 年归母净利润及其增速



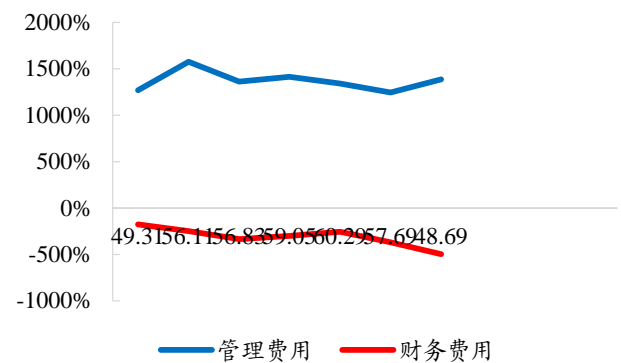
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图5: 2009-2018 年毛利率、净利率



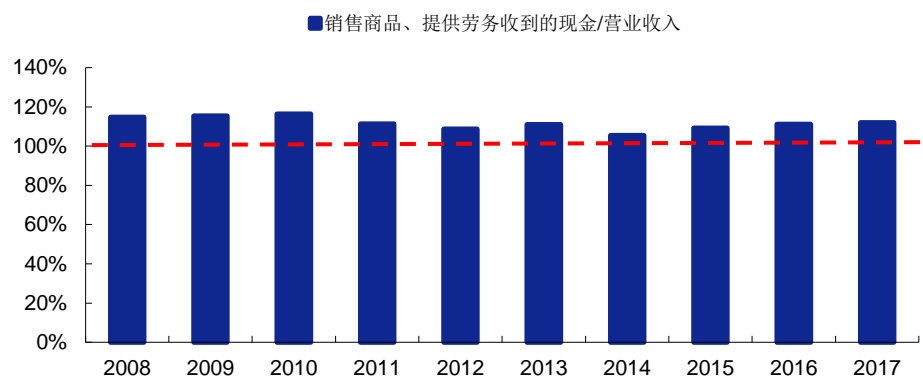
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图6: 2009-2018 年销售费用率、管理费用率



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图7: 2008-2017 年销售商品提供劳务收到现金/营收



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

1.2、携手复星，管理层更换注入新活力

历3次重要股权变革，复星入股助力品质战略发展。2002年，百威英博入股（持股4.9%，此后增持至20%）。2009年，朝日啤酒接手百威英博（持股19.7%），在青岛啤酒高端转型时刻，与之形成高低搭配组合。2017年12月，复星接手朝日集团（持股19.9%）。预计复星将秉持积极作风参与管理经营决策，推动管理层激

励。公司利用其文娱渠道拓宽营销、宣传渠道，助力品牌力。

表2: 2002-2018年8月青岛啤酒股权结构(前3大股东)

时间	第一大股东	持股比例%	第二大股东	持股比例%	第三大股东	持股比例%	前三大股东 累计%
2002年	青岛市国资委	40.0	香港中央结算(代理人)有限公司	29.1	安海斯-布希公司(百威英博)	4.5	73.6
2009年	青岛啤酒集团	30.5	香港中央结算(代理人)有限公司	21.2	朝日集团控股株式会社	19.7	71.4
2018年8月	青岛啤酒集团	32.8	香港中央结算(代理人)有限公司	27.4	复星产业控股公司	11.3	71.6

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

表3: 2017年青岛啤酒主要贡献营收的子公司

被参控公司	参控关系	表决权比例	投资额 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	主营业务
青岛啤酒西安汉斯集团有限公司	子公司	100.0	3.9	26.5	3.3	制造, 批发和零售业
青岛啤酒(平度)销售有限公司	子公司		0.1	15.6	1.6	批发和零售业
烟台啤酒青岛朝日有限公司	联营企业	39.0	1.3	6.4	0.3	制造业
河北嘉禾啤酒有限公司	合营企业	50.0	2.3	3.0	0.3	制造业
青岛啤酒招商物流有限公司	联营企业	30.0	0.1	2.7	0.1	物流业
青岛啤酒欧洲贸易有限公司	联营企业		0.0	0.7	0.0	批发和零售业
辽宁沈青青岛啤酒营销有限公司	联营企业	30.0	0.0	0.5	(0.0)	批发和零售业
青岛啤酒财务有限责任公司	子公司		5.0	0.5	2.5	金融业

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

2018年5月17日, 青岛啤酒发布公告, 黄克兴为公司董事长, 樊伟为公司总裁, 新任管理层思路开方、年富力强, 经营管理经验丰富, 擅长于战略规划, 新管理层上任有望推进公司内部经营改善(产能、产品结构优化)。

表4: 1998-2018年6月公司董事长、总经理任职情况

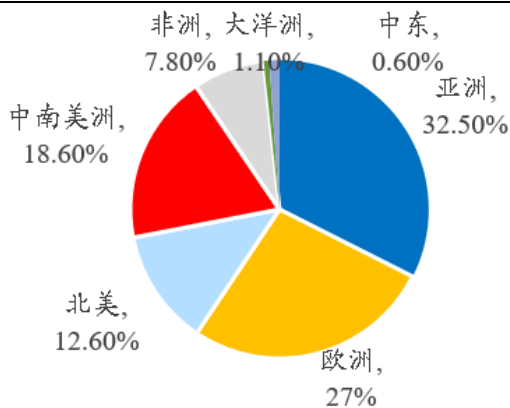
时间	董事长	总经理
2000年以前	李桂荣	彭作义
2001-2007年	李桂荣	金志国
2008-2011年	金志国	孙明波
2012-2017年	孙明波	黄克兴
2018年至今	黄克兴	樊伟

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

2、行业集中度临界, 提价+高端化助力新周期开启

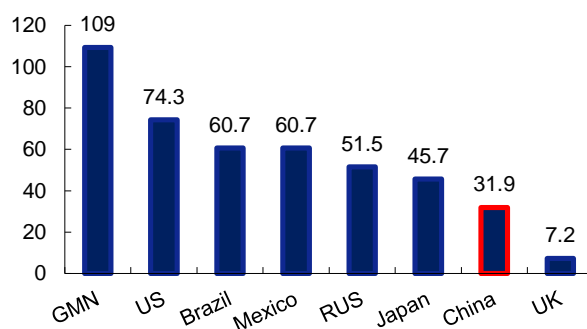
我国人均啤酒消费量已居亚洲前三, 增量已无空间。从人均消费量看, 捷克、德国、美国列世界前三: 分别为146、110、75升/年; 啤酒饮用习惯与人种有关, 亚洲与欧美差距较大。中国人均啤酒消费量33升/年, 与日本46.4升/年、韩国41升/年较接近, 高于世界水平27升/年。

图8: 2018年世界啤酒产量分布



资料来源: 啤酒行业内参, 新时代证券研究所

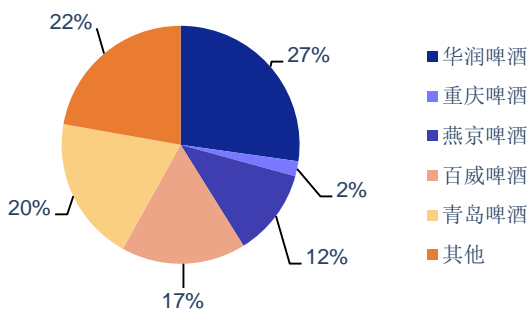
图9: 2017年世界各国人均啤酒消费(升/年)



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

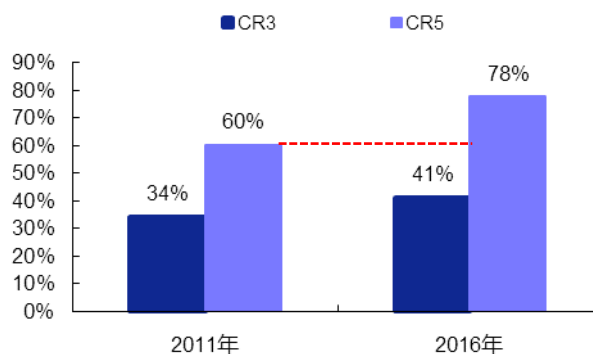
2011-2016年CR5增长18pct, 80%已临近天花板。2011-2016年, CR3、CR5分别由34%、60%增长到41%、78%, 华润啤酒超过青岛啤酒成中资企业龙头。目前世界仅有5个发达国家CR5超80%, 接近天花板。

图10: 2016年啤酒行业市占率



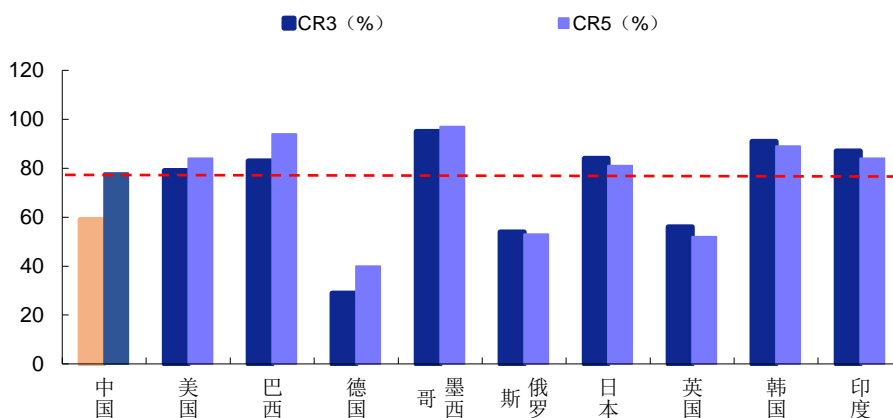
资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所测算

图11: 2011-2016年: CR3增长7pct, CR5增长18pct



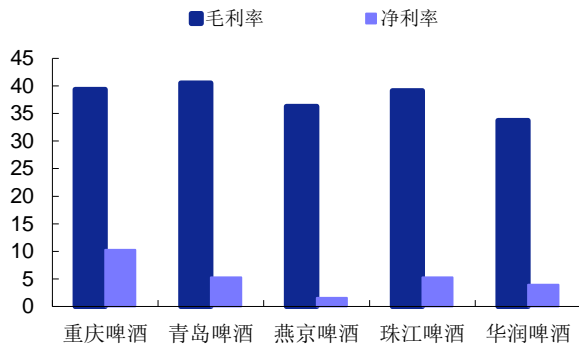
资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图12: 行业集中度提升接近临界点



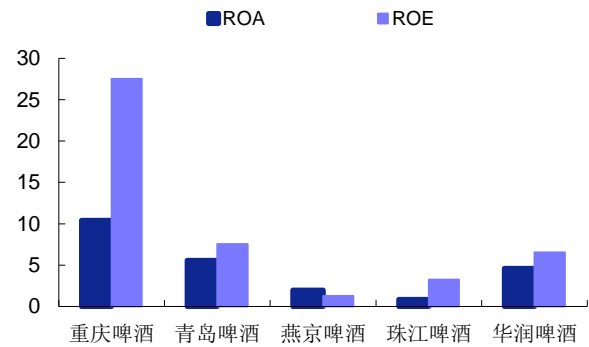
资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图13: 2017年头部企业毛利率、净利率对比



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图14: 2017年头部企业ROA、ROE对比



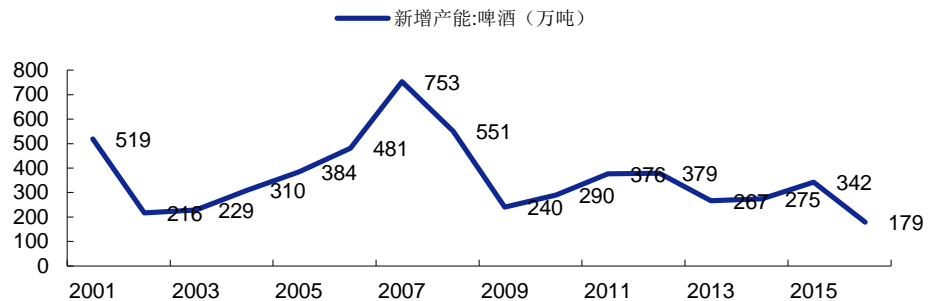
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2.1、产能整合后, 集中度临界天花板

行业整合加剧, 集中度临界天花板。2005年后大量资本涌入, 企业通过并购重组扩产能。2017年啤酒年产量增速接近回正, 行业整合接近尾声。行业集中度逐渐提高, 2011-2016年, CR5由60-78%, 增长18pct。行业集中度已接近天花板, 当前CR5=78%, 目前仅有4个国家CR5 > 80%。

2019年原材料价格上涨, 企业提价诉求强烈。啤酒成本中40%为包装材料, 近年来价格涨幅较大: 箱板、易拉罐都小幅上涨, 另外公司在特定地区提价, 均加快了主要品牌销售, 并带动今年首季初步利润复苏。

图15: 2001-2017年全国新增啤酒产能情况



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

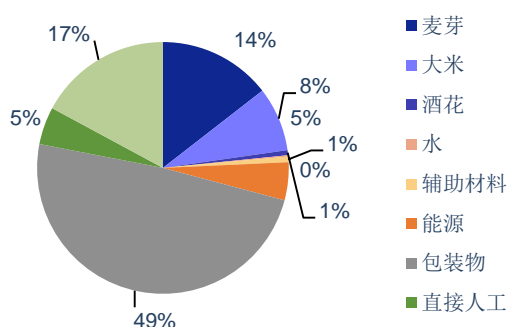
表5: 2006-2014 年行业整合情况

时间	收购方	被收购方	价格(US\$/kl)	产能(mkl)
2006年12月	华润啤酒	山西月山啤酒	119	0.15
2007年4月	重庆啤酒	重庆啤酒西昌公司	337	0.29
2007年6月	华润啤酒	四川蓝剑、贵州蓝剑	479	0.75
2007年7月	华润啤酒	辽宁、安徽、湖南4家啤酒厂商	177	0.49
2008年3月	深圳金亚龙投资	兰州黄河	864	0.03
2008年11月	青岛啤酒	烟台朝日啤酒	258	0.12
2008年12月	华润啤酒	辽宁、安徽、湖南3家啤酒厂商	293	0.43
2009年3月	华润啤酒	山东琥珀啤酒	171	0.09
2009年4月	朝日啤酒	青岛啤酒	435	1.40
2009年4月	英博啤酒	英博将所持青啤股权转让给朝日	435	0.54
2009年9月	华润啤酒	沈阳啤酒	293	0.02
2009年11月	华润啤酒	山东聊城啤酒	366	0.09
2009年12月	华润啤酒	华润啤酒滨州公司	463	0.02
2010年6月	嘉士伯	重庆啤酒	2190	0.16
2010年11月	华润啤酒	杭州西湖啤酒	305	0.22
2010年12月	青岛啤酒	山东新银麦啤酒	524	5.50
2011年1月	华润啤酒	河南奥克啤酒	137	0.29
2011年3月	百威英博	河南维雪啤酒	750	5.00
2011年7月	华润啤酒	商丘蓝牌啤酒	308	0.15
2011年8月	华润啤酒	杭州西湖啤酒	168	0.28
2013年2月	华润啤酒	深圳金威啤酒	584	1.50
2013年12月	嘉士伯	嘉士伯增持重啤股权成为控股股东	1631	1.20
2014年1月	华润啤酒	贵州茅台啤酒	593	0.10
2014年1月	嘉士伯	重庆啤酒集团资产管理公司	531	0.48
2014年4月	百威英博	吉林金士百	1258	0.50

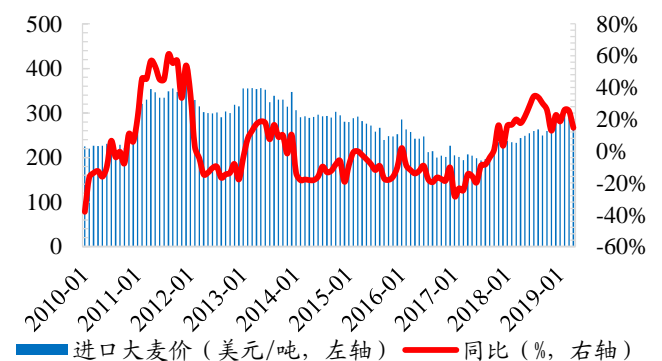
资料来源: 公司公告, Wind, 新时代证券研究所整理

2.2、上游成本小幅承压, 恶性竞争过后, 业内就提价成共识

啤酒生产成本构成较复杂: 包材占 50%: 主要包括箱板纸及打包易拉罐 (瓶装可回收); 大麦 15%、酒花 8%、大米 5%。啤酒生产工艺流程可以分为制麦、糖化、发酵、包装四个工序。

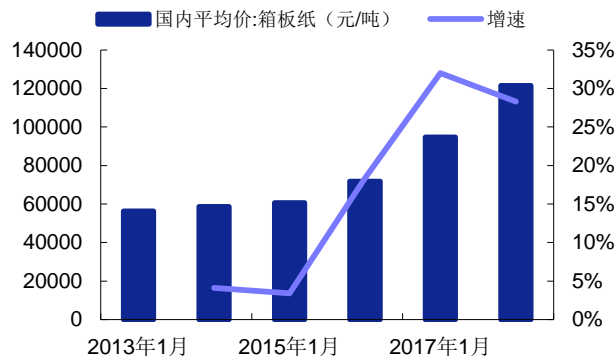
图16: 啤酒生产成本构成

资料来源: 华经情报网, 新时代证券研究所

图17: 2013-2019年4月大麦价格走势

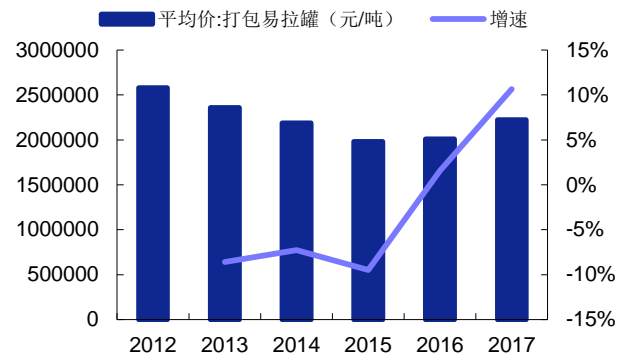
资料来源: 海关总署, 新时代证券研究所

图18: 2013-2018年6月箱板纸价格走势



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

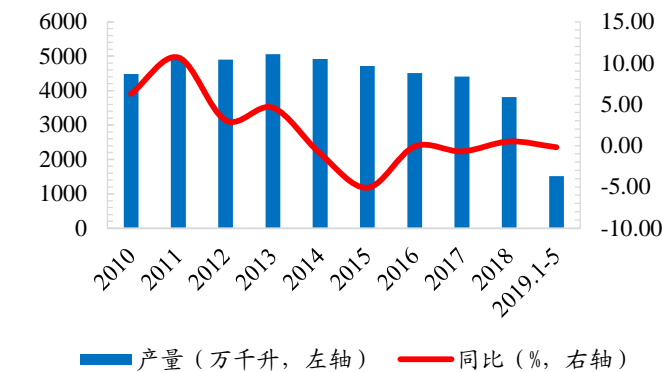
图19: 2013-2017年打包易拉罐价格走势



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

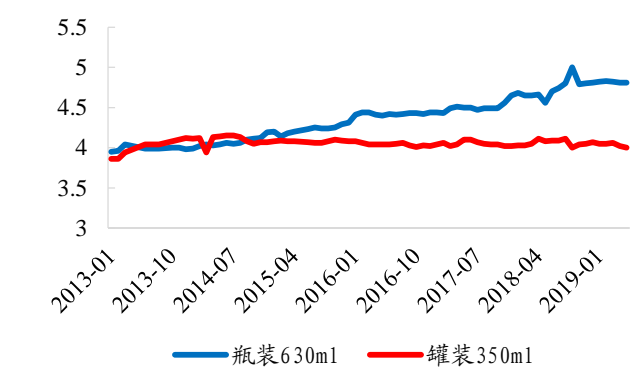
前期行业产能过剩, 议价能力弱。2000年外资涌入当年啤酒产量爆发式增长: 2001-2011年稳步增长: 啤酒产量15571-31413万千升/年, 10年CAGR 8%。2012-2017年间产能过剩, 行业负增长。而啤酒价格10年基本未涨, 仅在2013年底(部分产品, 主要是灌装)、2017年末因原材料价格上涨(易拉罐材料价格上涨18%)价格进行调整, 目前行业进入量稳价升阶段。

图20: 2010-2019年5月啤酒产量及同比



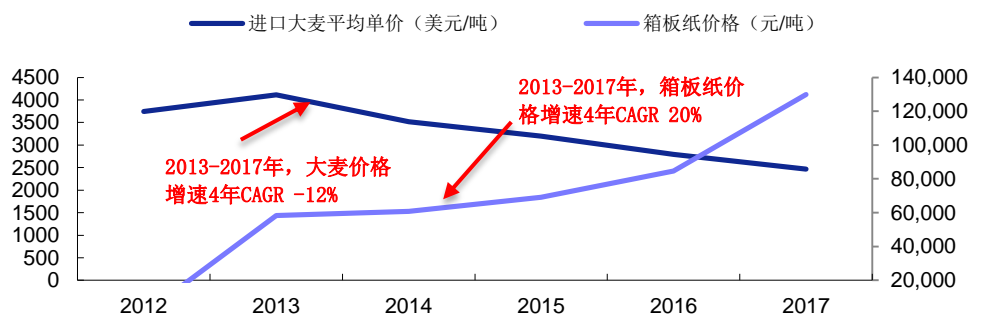
资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所 (2011年起规模以上工业企业起点标由主营业务收入500万元提高到2000万元)

图21: 2013-2019年5月啤酒价格走势（元/瓶）



资料来源: 国家发改委, 新时代证券研究所

图22: 进口大麦、箱板纸价格走势



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

2013 年底行业内部分产品提价，但未反应至报表。根据国家发改委统计数据，2013 年底 350ml 罐装啤酒平均价格提高 5%-8%，原因是通货膨胀+生产成本上升。中低端市场上国产啤酒竞争激烈利润低，高端市场受外国品牌压制。导致利润未反应到报表的原因是：（1）各企业为抢市场份额打折促销、利润留给渠道商；（2）中低端市场中竞争过于激烈。中小企业产能未出清，消费者价格敏感。

2017 年底行业再掀涨价潮，动销良好。2017 年底开始，各大啤酒企业均在不同程度上提高部分产品价格。本轮提价后，高端产品实现快速增长，如青岛啤酒主品牌“青岛啤酒”实现销量 108 万千升，同比增长 2.4%，“奥古特、鸿运当头、经典 1903 和纯生啤酒”等高端产品共计实现销量 53 万千升，同比增长 6.9%。并且一季报显示在产品提价的情况下依然实现了销量正增长，表明渠道对价格上涨接受程度较好，提价对实际销量影响较小。

表6：上市公司提高出厂价事件（部分）

时间	企业	主要内容
2017 年 12 月	燕京啤酒	460ml 7 P 燕京本生啤酒终端进货结算价格顺涨 3 元/箱,单瓶零售价格顺涨 1 元/瓶
2018 年 1 月	青岛啤酒	对部分地区的部分产品进行价格上调，拟涨价部分产品的平均涨价幅度不超过 5%
2018 年 1 月	华润啤酒	雪花纯生、勇闯天涯、晶尊在内的九款产品进店价格进行上调，幅度在 2-10 元每件不等，提价产品的规格均为 500ml
2018 年 2 月	重庆啤酒	核心市场相对高端的瓶装纯生产品和低端的易拉罐装产品提出厂价，提价幅度在 5% 左右
2018 年 2 月	燕京啤酒	浙江仙都量能占比总体不超 5%，提价意义有限；但北京区域“清爽”为基础产品，预计北京区域此次提价产品覆盖面为燕京总体量的 10-15%，终端提价约 30% 会对业绩有较大贡献。
2018 年 5 月	青岛啤酒	青岛啤酒优质单款单箱全国提价 2 元

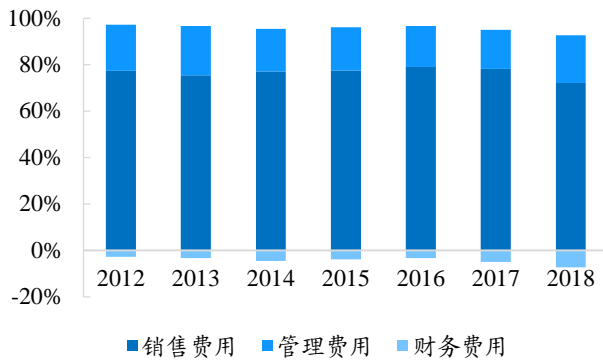
资料来源：云酒团队，酒家业，新时代证券研究所

我们认为，啤酒行业下行空间已不大，行业对中低端产品提价主要目的是进一步扩大利润空间，多年价格战后啤酒企业盈利能力低下，已无力打价格战，从抢份额到求利润已成行业共识。从目前终端动销情况看，渠道对涨价接受度较高，销量影响较小，未来涨价有望延续，主要产品将定位 8-10 元价格带，利润改善可期。

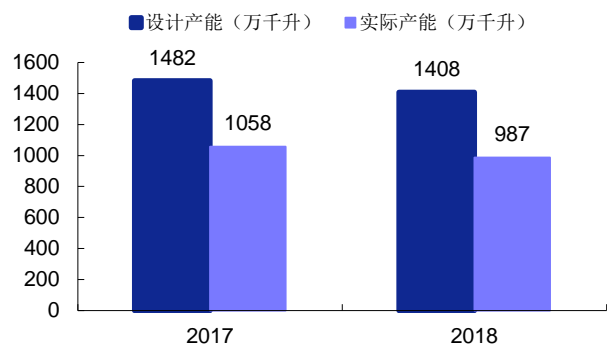
3、产能优化，降本控费效果待现

2018 年销售期间费用率 18.37%/-3.63pct。设计产能减少 74 万千升/-5pct。销售期间费用降低主要由财务费用贡献，后期随行业恶性竞争驱缓，销售费用率降低可期。

图23：2012-2018 年公司销售、管理、财务费用率**图24：2016-2017 年公司设计、实际产能**



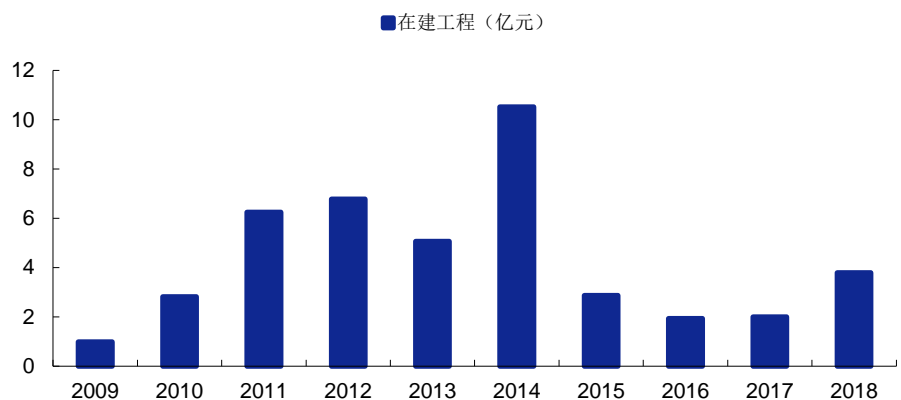
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

厂区外迁+生产线改造, 产能优化进行时。1994-2002 年为公司密集并购时代, 期间共收购 46 家啤酒企业。2003-2009 年未进行收购行为。2014 年, 收购嘉禾啤酒 50% 股权、新钟楼啤酒、宝鸡啤酒相关业务资产。2015 年, 收购绿兰莎啤酒 55% 股权及其营销网络。近几年公司着力产线改造, 预计后期控本降费空间足。

图25: 2009-2018 年公司在建工程账面余额



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

表7: 1994-2018 年青岛啤酒外延并购情况

时间	事件
1994 年	收购扬州啤酒厂
1995 年	12 月与西安汉斯啤酒饮料总厂合资成立青岛啤酒西安有限责任公司, 占有 55% 的股份
	收购蓝妹啤酒
1997 年	11 月收购日照啤酒厂
	11 月收购北海啤酒厂
1998 年	4 月收购山东花王集团啤酒集团
	7 月收购平原啤酒厂
	11 月收购鸡西凯湖有限公司
1999 年	2 月收购荣成东方啤酒厂、马鞍山市功勋啤酒厂、熔盛东方啤酒厂
	3 月收购南极洲集团
	6 月收购安丘市啤酒厂、黄石市啤酒厂、应城市啤酒厂
	9 月收购广东皇妹酿酒有限公司、黄梅酿酒厂
	10 月收购八仙生啤酒厂

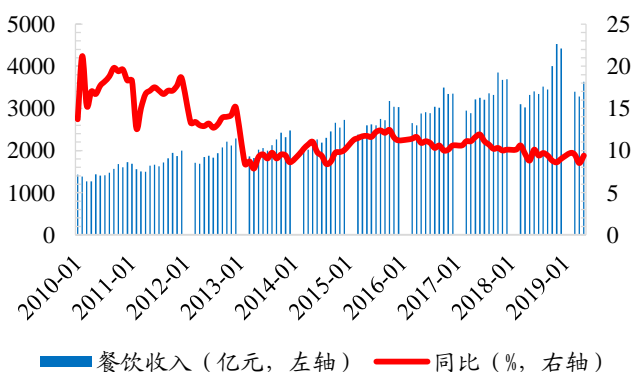
	11月收购滕州市啤酒厂、徐州市金波啤酒厂、广东维佳
	12月收购芜湖大江啤酒厂
	1月收购潍坊啤酒厂、资兴啤酒厂
	3月收购金波啤酒厂
2000年	4月收购徐州汇福啤酒厂
	5月收购廊房啤酒厂、台儿庄麦芽厂
	6月收购秦力啤酒厂、崂山啤酒厂
	8月收购上海嘉士伯啤酒厂
	9月收购龙泉啤酒有限公司、垫江啤酒有限责任公司有关资产、山东卢堡啤酒有限公司
	12月收购浙江海尔波酒业有限公司、黑龙江玉泉啤酒总厂("玉泉公司")、哈尔滨金都啤酒有限公司
2001年	3月收购宿迁市啤酒厂
	6月收购福建啤酒有限公司
	7月收购江苏太仓啤酒厂
	11月收购北京三环啤酒厂、随州啤酒厂、天门啤酒厂、南宁万泰啤酒厂
2002年	3月厦门银城股份有限公司(主营啤酒生产)
	收购五星公司 62.64%外方投资者股权
2010年	12月收购山东新银麦啤酒有限公司
2014年	3月收购嘉禾啤酒 50%股权、新钟楼啤酒销售业务相关资产、宝鸡啤酒啤酒业务相关资产
2015年	3月收购绿兰莎啤酒 55%股权和绿兰莎啤酒营销网络

资料来源：公司年报，新时代证券研究所整理

4、区域优势明显，全渠道布局

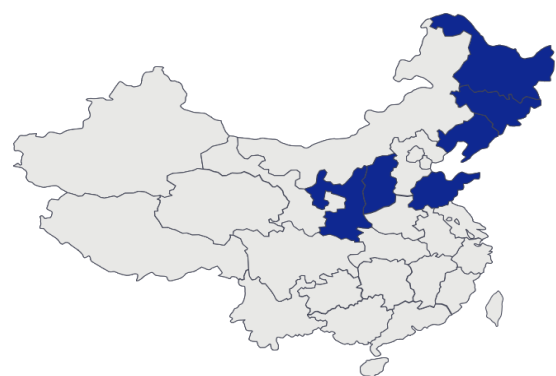
啤酒保质期 6-12 个月，销售受制运输半径影响较大。2018 年山东、华北、华南地区贡献营收 56%、20%、10%。山东地区收入贡献增长 3pct、华北 1pct、华南 -2pct（竞品压力较大）。

图26: 餐饮收入及其同比增速



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

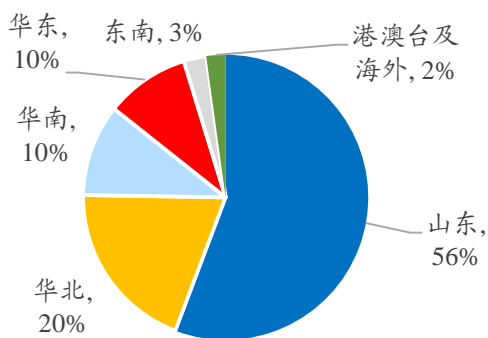
图27: 青岛啤酒优势地区



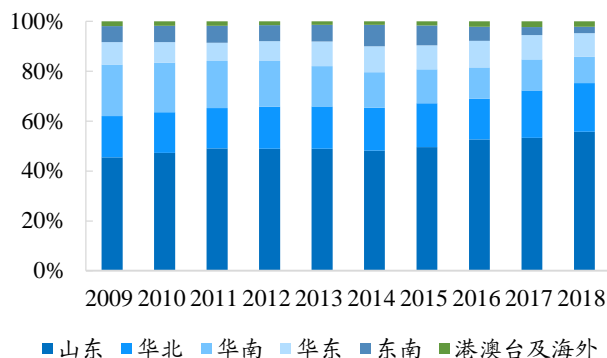
资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图28: 2018年分区域收入贡献率

图29: 2009-2018年分区域营收贡献率

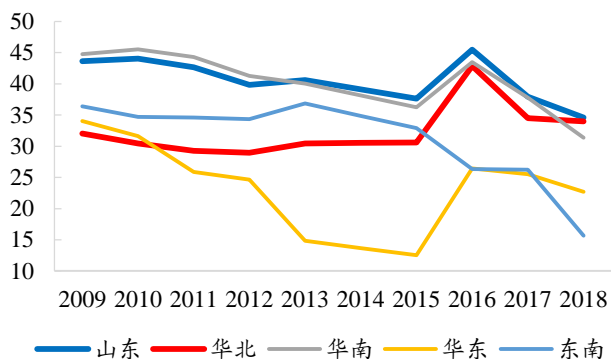


资料来源：公司年报，新时代证券研究所



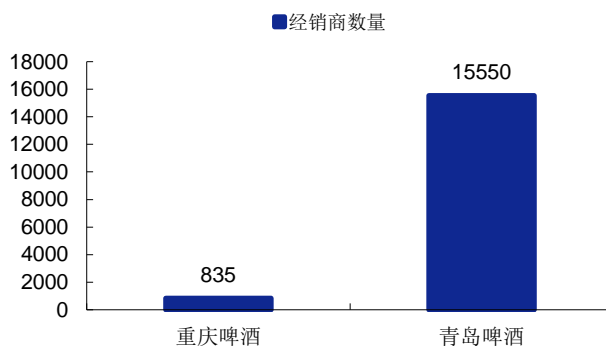
资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图30： 2009-2018 年分区域毛利率



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图31： 2018 年青岛啤酒、重庆啤酒经销商数量对比



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

公司 1.56 万家经销商，全国化布局。未来积极探索实践“互联网+”的营销模式创新。“网络零售商+官方旗舰店+分销专营店+官方商城”多渠道的立体销售平台。

表8： 青岛啤酒线上渠道

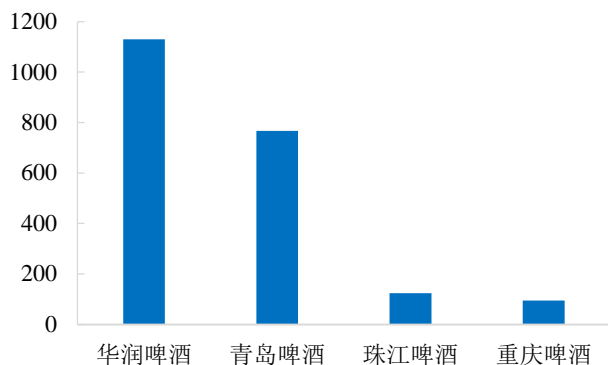
青啤快购 App	青岛啤酒微信商城	青岛啤酒天猫旗舰店	青岛啤酒京东旗舰店

资料来源：青啤快购 App，青岛啤酒微信商城，青岛啤酒天猫旗舰店，青岛啤酒京东旗舰店，新时代证券研究所整理

5、事业部双轮驱动，利润逐渐复苏

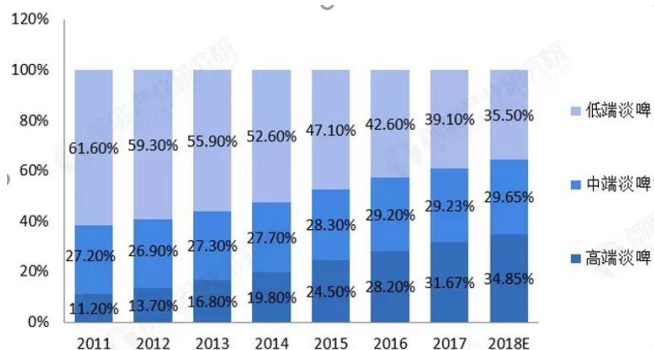
啤酒总销售量增长慢，但高端产品增长亮眼。啤酒总销量增速缓慢，高端占比逐年提升，2017 年比 2011 年提高了 23.65pct，尤其 2018 年下半年以来，公司有明显策略推动产品组合升级，以带动华南及华东地区销售转势，集中“青岛”及“崂山”品牌的库存合理化，高端产品收入占比逐年提升。

图32: 各啤酒公司销量(万千升)



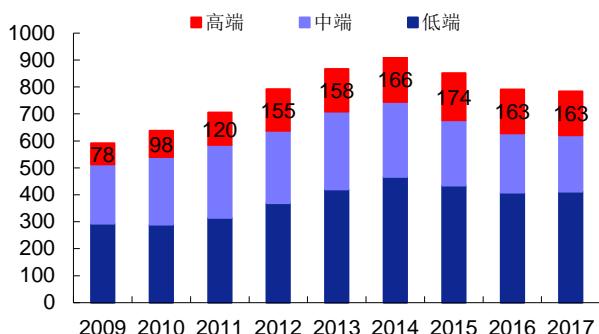
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图33: 中国啤酒市场份额构成



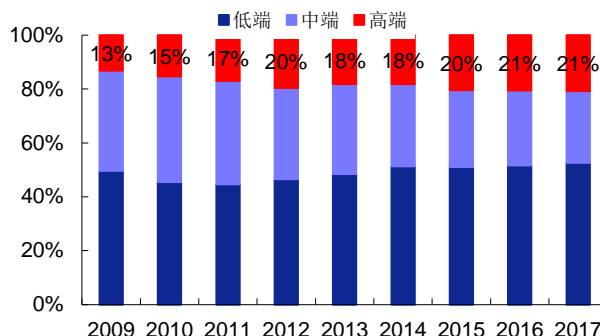
资料来源: 前瞻经济学, 新时代证券研究所

图34: 2009-2017 年高、中、低端产品销量(万千升)



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图35: 2009-2017 年高、中、低端产品收入贡献率



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

5.1、传统红军: 产品聚焦“1+X”到“1+1+N”

产品战略转型成功，“1+X”到“1+1+N”。2014年8月，公司产品战略转型，副品牌思路逐渐清晰。相比之前四区域品牌并行，改革后明晰“崂山”战略地位。资源配置更清晰。

表9: 战略对比: (“1+X” VS “1+1+N”)

1+X (转型前)	1+1+N (转型后)
1—“青岛”	1—“青岛”(营收贡献率 50%)
X-“崂山”、“汉斯”、“山水”等区域性品牌	1—“崂山”(营收贡献率 20%)
	N—“汉斯”(营收贡献率 10%)、“山水”、“银麦等区域性品牌

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所测算

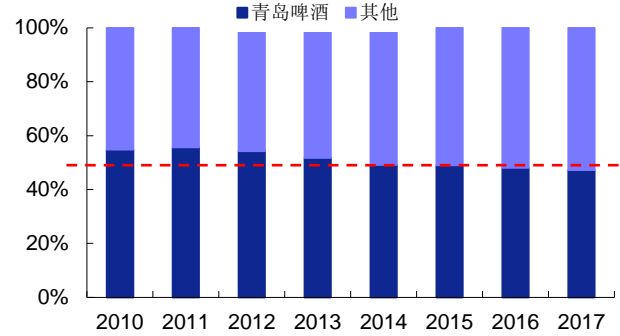
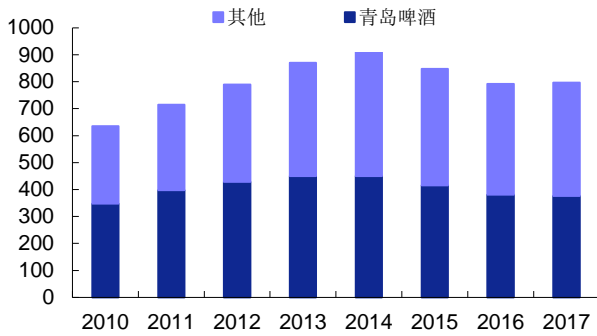
表10: 2003-2018 年 6 月青岛啤酒重要品牌战略改革

时间	战略规划
2003年	集中资源在“青岛啤酒”同时，培育“崂山、汉斯、山水”第二品牌
2008年	提出“1+3”（即以青岛啤酒为主品牌，以山水、汉斯、崂山为第二品牌）
2014年	品牌战略调整为“1+1+N”，即青岛啤酒主品牌+全国性第二品牌崂山啤酒+汉斯、山水、银麦等区域品牌

资料来源：公司年报，新时代证券研究所整理

图36: 2010-2017年青岛啤酒销量(万千升)

图37: 2010-2017年青岛啤酒销量占比



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

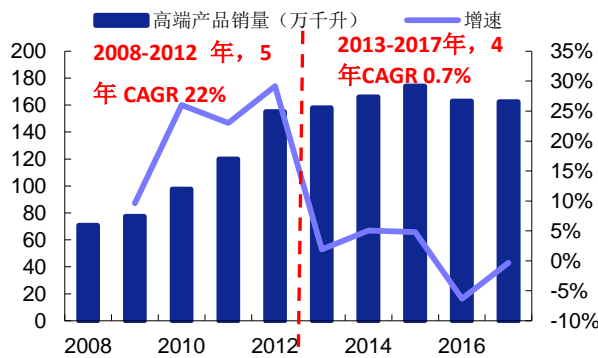
资料来源：公司年报，新时代证券研究所

5.2、新品蓝军：全麦白啤增长亮眼

2006年提出产品战略高端化以来，高端产品动销良好。2008-2012年为高速增长期，4年CAGR22%；2013年以后，行业恶性竞争背景下，增长放缓。

图38: 2008-2017年公司高端产品销量

图39: 公司高端产品序列



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

资料来源：京东旗舰店，天猫旗舰店，新时代证券研究所

近年，公司成功开发皮尔森、全麦白啤、原浆桶啤等特色产品。为消费者提供了丰富、多元的产品体验，形成了更加完善的产品组合，以品类优势打造主流产品和新特产品的差异化竞争优势，引领了产品消费升级，保持了高品质、差异化的产品竞争力。

表11: 精酿的定义: 广义 VS 狭义

广义	狭义
现代精酿的发源于美国，美国啤酒酿造商协会把精酿精神总结为“独立性、真实性、合作精神、社区意识”。	1. 每年产量不超过600万桶； 2. 商业酒商拥有股权<25%； 3. 用传统或创新原料为啤酒增添风味

资料来源：《酒的全事典》，新时代证券研究所整理

6、盈利预测与投资评级

青岛啤酒锁定中高端卡位，核心销售区域优势明显，抓四大战略市场和城市积极市场，做大大山东基地经济圈战略。一季度改善趋势延续，吨酒价提升，2019年内预计大麦、玻璃等成本上涨仍有压力，公司已提前布局，提效降本作用逐渐显现，2019Q1 管理费用率 3.5%/-0.4pct。公司品牌力优秀，中高端有望继续上量，费用管控卓有成效，我们预计公司 2019、2020 年营业收入 280.4/296.1 亿元。净利润 18.2/20.2 亿元，EPS 分别为 1.3/1.5 元，对应 PE 36/32 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

7、风险提示

原材料价格波动、行业恶性竞争继续提价失败，高端新品增长不及预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	14073	17760	23878	25657	32406	营业收入	26277	26575	28037	29607	31235
现金	9805	12536	17715	19807	25691	营业成本	15622	16556	16822	17764	18741
应收票据及应收账款合计	141	0	149	8	158	营业税金及附加	2325	2327	2348	2555	2702
其他应收款	262	0	276	15	292	营业费用	5769	4869	5047	5033	5091
预付账款	116	174	132	191	150	管理费用	1244	1386	1542	1480	1562
存货	2393	2651	2775	2776	2990	研发费用	-370	-497	-447	-604	-714
其他流动资产	1355	2400	2830	2859	3125	财务费用	11	147	0	0	0
非流动资产	16902	16315	15932	15514	15106	资产减值损失	0	54	14	17	21
长期投资	376	370	375	382	391	公允价值变动收益	58	21	173	101	88
固定资产	10994	10327	10200	10077	9929	其他收益	1992	2378	2911	3496	3962
无形资产	2776	2600	2410	2173	1944	投资净收益	146	16	177	118	121
其他非流动资产	2756	3018	2947	2883	2842	营业利润	33	14	106	98	63
资产总计	30975	34075	39810	41172	47512	营业外收入	2105	2380	2982	3516	4020
流动负债	10452	12087	16575	13258	17581	营业外支出	723	819	1087	1346	1442
短期借款	283	296	519	704	733	利润总额	1382	1561	1895	2170	2578
应付票据及应付账款合计	2084	2246	2153	2493	2409	所得税	119	139	80	148	184
其他流动负债	8086	9544	13902	10061	14439	净利润	1263	1422	1815	2022	2394
非流动负债	2748	3298	3298	3298	3298	少数股东损益	3006	3175	3539	4024	4451
长期借款	1	1	0	0	0	归属母公司净利润	0.93	1.05	1.34	1.50	1.77
其他非流动负债	2747	3298	3298	3298	3298	EBITDA					
负债合计	13200	15385	19874	16556	20879	EPS(元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	629	719	799	948	1132	主要财务比率	0.7	1.1	5.5	5.6	5.5
股本	1351	1351	1351	1351	1351	成长能力	21.5	19.3	22.5	20.1	13.3
资本公积	3444	3444	3444	3444	3444	营业收入(%)	21.0	12.6	27.6	11.4	18.4
留存收益	12204	13020	14126	15333	16774	营业利润(%)					
归属母公司股东权益	17145	17970	19137	23668	25501	归属于母公司净利润(%)	40.5	37.7	40.0	40.0	40.0
负债和股东权益	30975	34075	39810	41172	47512	获利能力	4.8	5.4	6.5	6.8	7.7
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	7.8	8.4	9.5	10.1	10.9
	2224	3992	5574	2357	6253	净利率(%)	6.1	6.2	7.1	7.6	8.3
现金流量表(百万元)	1382	1561	1895	2170	2578	ROE(%)					
经营活动现金流	1179	1153	986	1034	1070	ROIC(%)	42.6	45.2	49.9	40.2	43.9
净利润	-370	-497	-447	-604	-714	偿债能力	-53.6	(65.5)	(86.2)	(88.6)	-105.9
折旧摊销	-58	-21	-173	-101	-88	资产负债率(%)	1.3	1.5	1.4	1.9	1.8
财务费用	400	2081	3326	-125	3428	净负债比率(%)	1.1	1.3	1.3	1.7	1.7
投资损失	-310	-286	-14	-17	-21	流动比率					
营运资金变动	-504	-817	-416	-498	-552	速动比率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
其他经营现金流	888	762	-387	-425	-418	营运能力	197.5	375.9	375.9	375.9	375.9
投资活动现金流	-70	-425	-4	-8	-9	总资产周转率	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
资本支出	315	-480	-807	-932	-980	应收账款周转率					
长期投资	-533	-641	-202	50	153	应付账款周转率	0.93	1.05	1.34	1.50	1.77
其他投资现金流	-20	14	0	0	0	每股指标(元)	1.55	2.81	4.13	1.74	4.63
筹资活动现金流	-0	-0	-0	-0	(0)	每股收益(最新摊薄)	12.69	13.30	14.17	15.25	16.61
短期借款	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)					
长期借款	-0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	51.11	45.39	35.56	31.93	26.97
普通股增加	-513	-654	-202	50	153	估值比率	3.76	3.59	3.37	3.13	2.88
资本公积增加	1172	2551	4956	1908	5854	P/E	19.27	17.3	14.1	12.0	9.6
其他筹资现金流						P/B					
现金净增加额						EV/EBITDA					

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>