



Research and
Development Center

高端化势头正盛，利润加速释放

— 青岛啤酒 (600600.SH) 公司深度报告

2022年6月29日

马铮 食品饮料首席分析师

S1500520110001

mazheng@cindasc.com

证券研究报告

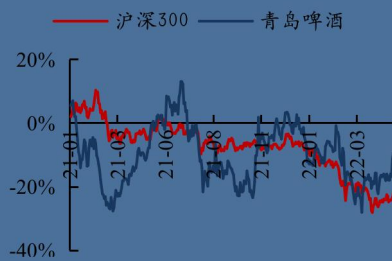
公司研究

深度报告

青岛啤酒(600600.SH)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	100.00
52周内股价	73-118.11
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	17.40
总股本(亿股)	13.64
流通A股比例(%)	51.02%
总市值(亿元)	1145.43

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

高端化势头正盛, 利润加速释放

2022年06月29日

本期内容提要:

◆**投资建议: 高端化势头正盛, 升级加速释放利润弹性。**啤酒行业格局清晰, 且高端化逻辑得到业绩兑现, 但是市场对青啤的利润弹性有一定的分歧, 担忧高端化竞争加剧后高费用投放对利润率的影响。我们认为山东和华北市场产品结构升级加速+费效比降低释放的利润弹性将会超出市场预期, 预计2022-2024年营收CAGR为6.4%, 归母净利润CAGR为20.8%, EPS分别为2.41/2.88/3.52元, 对应2022年6月28日收盘价(100元/股)PE 41/35/28倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

◆**五大巨头割据一方, 头部酒企走出盈利低谷。**啤酒行业具有重资产、产地销生意特性。全国范围内, 啤酒行业格局清晰且较为稳定, 近五年CR5在73%-74%左右, 各省份形成区域性平衡, 五大巨头割据一方。2014年后, 行业从增量时代步入存量时代, 2018年开启高端化浪潮, 8-12元价格带快速扩容, 酒厂积极参与到啤酒高端化进程中, 盈利能力改善明显。

◆**行业高端化红利下, 百年青啤底蕴深厚, 产品渠道优势突出。****品牌:** 公司是国内啤酒酿造历史长达百年的企业, 品牌底蕴深厚, 产品品质优异, 其品牌价值为中国酒业第三、啤酒行业第一。**产品:** 公司研发实力突出, 高端酒品类丰富, 其中单品纯生+经典1903+白啤增长亮眼, 青岛经典卡位6-8元价格带。**渠道:** 大客户制+深度分销因地制宜, 高端酒运作经验丰富, 经销商体系完备。2021年青啤千升酒收入为3742元, 对标重啤和百威亚太的千升酒收入4500-4700元的水平, 公司产品结构还有20%-25%的提升空间。在以前价格战渠道战中, 青啤优势并不突出, 但是在行业高端化红利下, 青啤有望凭借品牌力+产品力+渠道力在业绩端大放异彩。

◆**展望未来的产品结构升级, 我们看好公司聚焦沿黄河流域的市场策略。****1) 基地市场壁垒显著:** 青啤是局部市场规模效益+品牌溢价最佳受益者。背靠全国啤酒产量第一的山东省, 公司在省内市占率78%, 处于绝对优势地位, 局部市场规模效益明显, 消费者品牌情感忠诚度高。公司依托山东现有产能辐射华北, 陕西是第二大基地市场。2021年山东省和华北市场分别贡献64%和27%的净利润, 但是产品结构皆低, 中短期两大市场的高端化将会加速释放利润弹性。**2) 外埠区域拓展可期:** 长期看, 品牌认可度和销售团队能力提升将会助力公司打造内蒙古、黑龙江、吉林、辽宁、河南五个基地市场, 形成沿黄河流域的强势市场, 延续高端化逻辑。

◆**股价催化剂: 复工复产后现饮渠道动销恢复进度、消费旺季主品牌销量增速超出预期、区域市场提价、沿黄市场成长性超出预期**

◆**风险因素: 疫情反复、高端啤酒竞争加剧、原材料价格上涨**

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	27,760	30,167	32,524	34,645	36,836
同比(%)	-0.8%	8.7%	7.8%	6.5%	6.3%
归属母公司净利润	2,201	3,155	3,292	3,931	4,809
同比(%)	18.9%	43.3%	4.3%	19.4%	22.3%
毛利率(%)	35.3%	36.7%	36.6%	38.1%	40.2%
ROE(%)	10.7%	13.7%	12.5%	13.0%	13.7%
EPS(摊薄)(元)	1.61	2.31	2.41	2.88	3.52
P/E	61.98	43.24	41.44	34.71	28.37
P/B	6.62	5.93	5.19	4.51	3.89
EV/EBITDA	29.52	26.14	24.93	20.76	16.53

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2022年6月28日收盘价

目录

1 投资逻辑	6
2 历史回顾：一杯沧海，百年青啤	7
2.1 1996年-2014年 规模快速增长期	7
2.2 2015年-至今 产品结构升级期	12
3 行业分析：格局清晰稳定，盈利能力改善明显	14
3.1 啤酒特性探究：重资产+产地销+季节性	14
3.2 行业现状：量增逻辑不再，开启高端化浪潮	16
3.3 竞争格局：清晰且稳定，五大巨头割据一方	19
3.3.1 整体格局：清晰且稳定，强者恒强	19
3.3.2 区域格局：五大巨头割据一方	20
3.3.3 细分价格带格局：中高端酒格局尚未敲定	21
3.4 未来趋势：高端化改善盈利能力，产能优化降本增效	23
3.4.1 高端化是改善盈利能力的核心驱动力	23
3.4.2 提高单厂运营效率，产能优化升级	25
3.4.3 非现饮渠道发展，罐化率提升	27
4 公司看点：聚焦沿黄，局部规模效益+品牌溢价优势突出	28
4.1 人效：股权激励落地，人效改善释放活力	28
4.2 厂效：关厂减员，数字化转型持续推进	30
4.3 产品：研发实力突出，高端酒品类丰富	28
4.4 品牌：底蕴深厚，百年青啤打造啤酒生态	36
4.5 渠道：深度分销+大客户制巧妙结合，基础扎实	39
4.6 高端化展望：聚焦沿黄，局部规模效益+品牌溢价优势突出	41
5 盈利预测和评级	45
5.1 盈利预测及假设	45
5.2 投资评级	45
6 风险提示	46

表目录

表 1：1997-2001 年青啤啤酒收购兼并事项（不完全统计）	8
表 2：2006-2010 年青啤收购兼并项目	10
表 3：2006-2010 年青啤啤酒新建和扩建项目	10
表 4：2011-2014 年青啤啤酒收购兼并项目	11
表 5：2011-2014 年青啤啤酒新建和扩建项目	12
表 6：国内啤酒行业形成三大梯队（2021 年数据）	19
表 7：国内主要啤酒厂高端化战略统计	25
表 8：国内主要啤酒厂大型工厂统计	27
表 9：国内主要啤酒厂罐装产能统计	28
表 10：限制性股票激励计划解除条件及完成情况	29
表 11：国内啤酒厂主要产品麦芽度和酒精度对比	33
表 12：青啤振兴沿海、提速延黄、解放沿江的市场策略	42
表 13：公司分价格带收入预测	45
表 14：可比公司盈利及估值对比	46

图目录

图 1：2003-2021 年青啤发展历程	7
图 2：1993-2001 年青啤总营业收入情况	8
图 3：1998-2001 年青啤销量 CAGR 显著高于行业平均水平	8
图 4：2002-2006 年青啤啤酒收入 CAGR 为 13.9%	9
图 5：2006 年润啤销量为 531 万千升，超过青啤	9
图 6：2002-2006 年公司啤酒销量 CAGR 显著低于润啤	9
图 7：2005 年，青啤签约成为北京 2008 奥运会赞助商	9
图 8：2007-2010 年青啤啤酒收入略超过润啤	10
图 9：行业内对比 2007-2010 年青啤成长性仅次于润啤	10
图 10：2011-2014 年润啤与青啤啤酒收入差距有缩小的趋势	11
图 11：2011-2014 年青啤千升酒收入 CAGR 为 -0.7%	11
图 12：2013-2014 年青啤高端酒销量增速下滑严重	11
图 13：2011-2014 年青啤盈利能力下滑严重	11
图 14：2015 年润啤啤酒业务收入首次超过青啤	12
图 15：2015-2018 年青啤仍然处于调整阵痛期	12
图 16：2016-2017 年青啤高端酒销量负增长	13

图 17: 2018 年以后公司主品牌收入同比增速超过副品牌	13
图 18: 2019-2021 年青啤啤酒收入同比增速高于润啤	13
图 19: 2019-2021 年青啤千升酒收入 CAGR 高于润啤、重啤	13
图 20: 2018-2020 年青啤高端酒销量增速恢复明显	14
图 21: 2019Q1 青啤进入业绩爆发期	14
图 22: 有别于国内大众对啤酒品类单一的认知, 啤酒家族庞大	14
图 23: 啤酒生产过程	15
图 24: 艾尔啤酒和拉格啤酒酿造过程对比	15
图 25: 和白酒企业相比, 啤酒企业固定资产占总资产比例较大	15
图 26: 和白酒企业相比, 啤酒企业固定资产周转率普遍偏低	15
图 27: 啤酒消费呈季节性波动	16
图 28: 啤酒越新鲜口感越好	16
图 29: 1999 年-至今我国啤酒行业发展历程回顾	17
图 30: 2002 年我国超过美国成为世界最大啤酒生产国	18
图 31: 各国人均啤酒产量对比	18
图 32: 各国人口结构对比	18
图 33: 各国人均 GDP 对比	18
图 34: 2021 年内资啤酒品牌的千升酒收入显著低于百威亚太	18
图 35: 我国啤酒厂千升酒收入在全球范围内较低 (2020 年)	18
图 36: 2005 年国内啤酒行业 CR4 为 38% (销量口径)	19
图 37: 2013 年后国内啤酒行业 CR5 稳定在 73-74% (销量口径)	19
图 38: 前三大啤酒巨头的市场份额所差不多 (收入口径)	20
图 39: 国内啤酒行业 CR3 和 CR5 (销量口径)	20
图 40: 我国啤酒行业竞争格局	21
图 41: 为什么形成区域割据的竞争格局	21
图 42: 我国啤酒细分价格带的竞争格局 (2021 年数据)	22
图 43: 2018-2021 年百威在高端酒市场的市占率下滑明显	22
图 44: 2015-2020 年, 国内高端酒销量规模 CAGR 为 7%	22
图 45: 2015-2020 年我国不同价格带啤酒销量	23
图 46: 2015-2020 年我国不同价格带啤酒销量占比	23
图 47: 国内精酿概念风起	23
图 48: 国内精酿啤酒销量稳步提升	23
图 49: 2010-2018 年我国中产阶级人数在增加	24
图 50: 低线城市富裕消费者显著增加	24
图 51: 2017 年后饮料酒饮赛道出现一系列面向年轻人的高端品牌, 例如奈雪的茶、喜茶等	24
图 52: 更多的消费者愿意为更高质量的啤酒花费更多	24
图 53: 2014 年后啤酒行业高端化进程提速	25
图 54: 2015-2021 年主要啤酒厂千升酒收入	25
图 55: 2018 年后主要啤酒厂毛利率改善明显	25
图 56: 2015-2021 年国内主要啤酒厂关厂数量统计	26
图 57: 2015-2016 年重啤折旧摊销费用率加速下降	26
图 58: 2016 年后主要酒厂的销量/设计产能比均有提升	26
图 59: 2016 年后润啤单厂产能提升明显	26
图 60: 2015-2021 年我国啤酒非现饮渠道拆分	27
图 61: 2015-2021 年我国啤酒销售渠道变化	27
图 62: 我国啤酒罐化率相对较低但是呈现上升趋势	28
图 63: 罐装酒在包装设计上更加多元化、个性化	28
图 64: 2021 年年报青啤股权结构	29
图 65: 2016 年后, 公司精简人员、提升效率	30
图 66: 2016-2021 年公司销售人员人均薪酬 CAGR 为 10.09%	30
图 67: 2016-2021 年青啤人均创收 CAGR 为 8.7%	30
图 68: 2016-2021 年青啤人均创利 CAGR 为 31.8%	30
图 69: 2017-2019 年青啤和润啤设计产能下降、销量/设计产能比提升	30
图 70: 2021 年青啤工厂全国分布情况	30
图 71: 公司关厂后的一次性费用集中在 2018-2019 年	31
图 72: 2015-2021 年青啤和润啤固定资产折旧费用对比	31
图 73: 2017-2019 年青啤销量/实际产能比提升 9.2pct	31
图 74: 青啤固定资产周转率从 2016 年底部的 2.7 提升到 2021 年的 3.0	31
图 75: 2016 年后青啤合理控制投资规模	32
图 76: 2016-2021 年青啤每股股东自由现金流好转	32
图 77: 青岛啤酒厂智能制造示范工厂	32
图 78: 公司个性化产品定制平台	32

图 79: 2018-2021 年青啤研发费用.....	33
图 80: 2020 年青啤专利数目高达 582 个, 远超其他啤酒厂.....	33
图 81: 2019-2021 年青啤分品牌收入结构.....	34
图 82: 2019-2021 年青啤销售结构.....	34
图 83: 2020-2021 年青啤不同价格带产品销量以及增速.....	34
图 84: 2017-2021 年青啤副品牌收入同比幅度小于销量.....	34
图 85: 2019-2021 年重啤和青啤旗下品牌的千升酒收入对比.....	35
图 86: 行业内看, 2021 年重啤毛利率略占优.....	35
图 87: 青啤在内资品牌中产品结构较好.....	35
图 88: 行业内看, 青啤千升酒收入仅次于重啤和百威.....	35
图 89: 2022Q1 青啤主品牌销量同比+5.4%.....	36
图 90: 2022Q1 青啤千升酒收入同比+6.1%.....	36
图 91: 2022Q1 公司归母净利润同比+10.2%.....	36
图 92: 2020-2021 年公司毛销差同比改善.....	36
图 93: 百年青啤底蕴深厚, 自带高端基因.....	37
图 94: 2006 年-至今青啤品牌战略变革过程.....	37
图 95: “四位一体”营销模式下的七大营销手段.....	37
图 96: 青啤音乐营销案例.....	38
图 97: 青啤体验营销案例.....	38
图 98: 2010-2020 年青啤和燕啤的广宣费用率对比.....	39
图 99: 2021 年青啤广告及业务宣传费同比+28.2%.....	39
图 100: 2018-2021 年青啤不同销售渠道销量占比.....	39
图 101: 2020-2021 年我国非即饮渠道销量占比较 2019 年有所提升.....	39
图 102: 2020.5 月-2021.5 月青啤在阿里平台上销量第一.....	40
图 103: 2020.5 月-2021.5 月青啤在阿里平台上销售额第一.....	40
图 104: 2021 年青啤啤酒营销中心组织架构.....	40
图 105: 2021 年青啤销售费用结构.....	41
图 106: 2021 年青啤销售费用率在行业内较低.....	41
图 107: 2021 年青啤管理费用结构.....	41
图 108: 青啤管理费用率长期稳定.....	41
图 109: 2020 年山东省总产量 458 万千升, 远超第二广东省 30%.....	42
图 110: 2017-2021 年青啤业务分部对外交易收入.....	43
图 111: 2017-2021 年青啤业务分部销量.....	43
图 112: 2017-2021 年青啤华北分部销售费用率低于沿海沿江.....	43
图 113: 2017-2021 年青啤华北分部成长性显著.....	43
图 114: 2017-2021 年青啤分部毛利率.....	43
图 115: 2017-2021 年青啤分部千升酒收入.....	43
图 116: 2017-2021 年青啤分部净利润.....	44
图 117: 2017-2021 年青啤分部净利率.....	44
图 118: 青啤区域市场策略展望.....	44

1 投资逻辑

青岛啤酒高端化势头正盛，升级加速释放利润弹性。啤酒行业格局清晰，且高端化逻辑得到业绩兑现，但是市场对青啤的利润弹性有一定的分歧，担忧高端化竞争加剧后费用投放对利润率的影响，但是我们认为山东省内和华北市场的产品结构升级速度+费效比降低释放的利润弹性有望超出市场预期。我们预计青啤 2021-2023 年营收 CAGR 为 6.4%，归母净利润 CAGR 为 21%，归母净利率 10.1%/11.3%/13.0%。

首先，竞争格局清晰，高端化带领行业走出盈利低谷。啤酒行业具有重资产、产地销生意特性。全国范围内，啤酒行业格局清晰且较为稳定，近五年 CR5 在 73%-74% 左右，各省份形成区域性平衡，五大巨头割据一方。2014 年后，行业从增量时代步入存量时代，2018 年开启高端化浪潮，8-12 元价格带快速扩容，头部酒厂积极参与到啤酒高端化进程中。

在以前价格战渠道战中，青啤优势并不突出，但是在行业高端化红利下，青啤有望凭借品牌力+产品力+渠道力在业绩端大放异彩。品牌：公司是国内啤酒酿造历史长达百年的企业，品牌底蕴深厚，其品牌价值为中国酒业第三、啤酒行业第一，消费者对其品牌认可度较高。产品：公司高端酒品类丰富，其中纯生+经典 1903+白啤增长亮眼，青岛经典卡位 6-8 元价格带。渠道：大客户制+深度分销因地制宜，高端酒运作经验丰富，经销商体系完备。2017 年后公司优化费用投放，渠道费用向中高端酒集中，加大高端酒的返利力度。2021 年青啤整体的千升酒收入为 3742 元，对标重啤和百威亚太的千升酒收入 4500-4700 元的水平，公司产品结构至少还有 20%-25% 的提升空间。

展望未来的产品结构升级进程，公司将继续执行“提速沿黄、振兴沿海、解放沿江”的区域市场策略：1) 沿黄战略带目标稳定市占率，优化产品结构，其中黑吉辽、内蒙和河南打造成 5 个新基地市场，快速放量；2) 沿江战略带因地制宜，收缩和聚焦；3) 沿海战略带扭亏为盈。

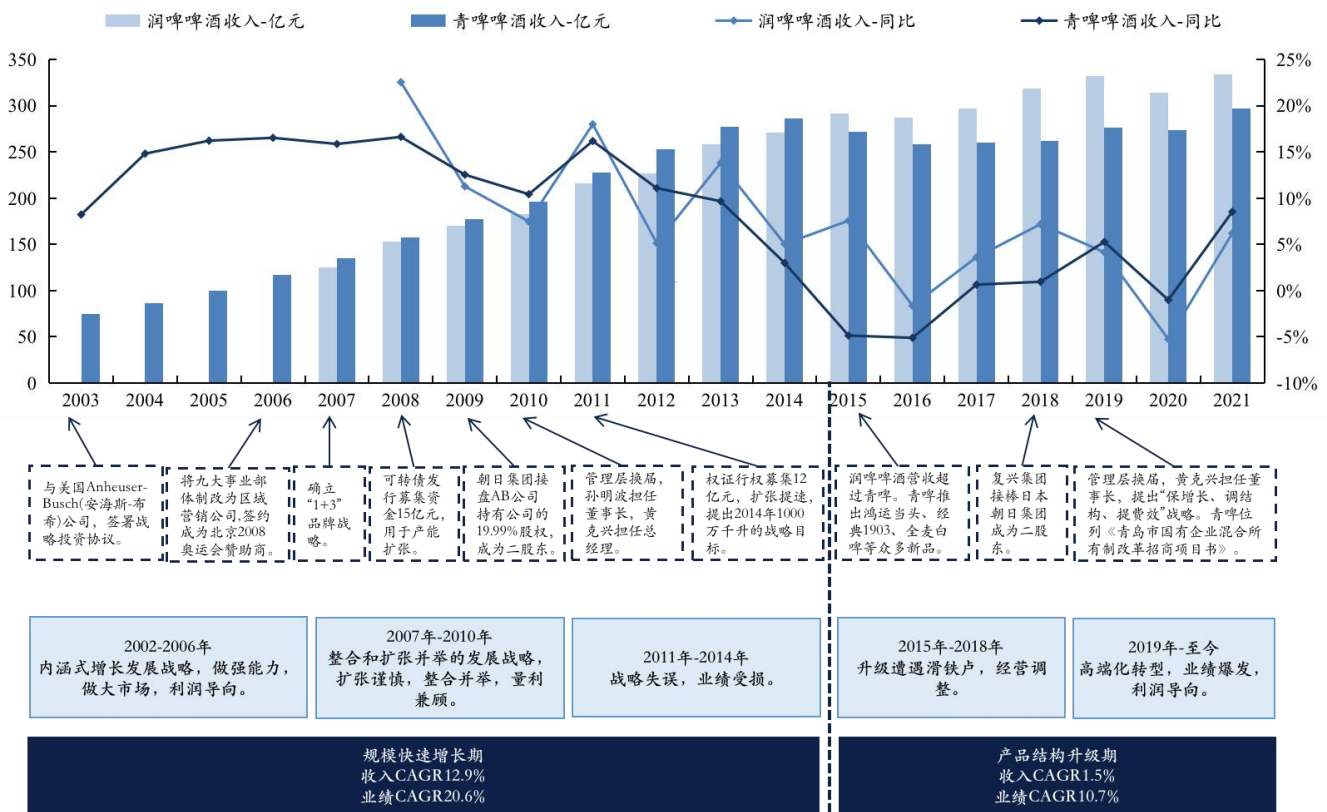
中短期，山东省和华北市场产品结构升级，释放利润弹性。1) 山东省：从竞争格局来看，公司在省内市占率 78%，处于绝对优势地位，而山东是全国第一啤酒大省，相较于重啤的大本营重庆市场，省内产品结构较低（青啤山东省内千升酒收入 3713 元 vs 重啤西北区千升酒收入 4701 元），势必会吸引竞争对手参与高端化进程。而青啤的竞争优势在于省内局部规模效益（17 家工厂 vs 润啤 3 家工厂）以及品牌认可度，做中高端酒的市场推广的难度系数较小。2) 华北市场：和山东省内问题类似，华北产品结构较低，2021 年千升酒收入为 3606 元，对标公司整体水平 3741 元尚低，提升空间较大。2021 年山东省和华北市场分别贡献 64%、27% 的净利润，未来两大市场的产品结构升级将会释放公司利润弹性。

长期，沿黄流域基地市场范围扩大，延续高端化逻辑。公司的强势市场山东和陕西协同作用明显，两大基地市场将继续辐射山西和河北等周边市场。在品牌认可度和销售团队能力提升的帮助下，公司有望打造内蒙古、黑龙江、吉林、辽宁、河南五个基地市场，向内陆蓝海市场扩展，由此形成沿黄河流域的强势市场，延续高端化逻辑。

2 历史回顾：一杯沧海，百年青啤

青岛啤酒股份有限公司位于山东省青岛市，从事啤酒生产以及销售业务。公司前身是由英德商人1903年成立的日耳曼啤酒公司青岛股份公司，1993年完成股份制改革，7月15日在香港交易所、8月27日在上海证券交易所上市，共募集16亿元，成为啤酒业内首家上市的公司，也是国内首家两地上市的公司。作为国内啤酒酿造历史长达百年的企业，公司品牌底蕴深厚，其品牌价值为中国酒业第三、啤酒行业第一。公司以青岛啤酒主品牌和以崂山为主的副品牌两大阵营为主，主品牌包括青岛啤酒经典、经典1903、奥古特、白啤、皮尔森、鸿运当头等中高端产品，副品牌包括崂山、山水、银麦等低端产品。2021年，公司在20个省份拥有58家全资和控股的啤酒生产企业和2家联营及合营啤酒生产企业，实现全国化销售。公司在沿黄河流域的华北地区优势明显，其中山东省和陕西省是两大基地市场。2021年，青啤总产销量793万千升，同比+1.4%，位列世界第五、中国第二，总营业收入301.7亿元，同比+8.7%，归母净利润31.6亿元，同比+43.6%。**2019-2021年青啤收入CAGR为3.7%，归母净利润CAGR为30.7%。**

图1：2003-2021年青啤发展历程



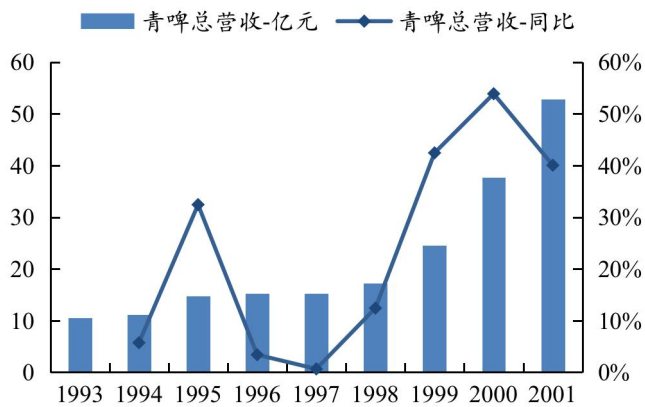
数据来源：Wind，信达证券研发中心

2.1 1996年-2014年 规模快速增长期

1996年-2001年：以“名牌带动”式资产重组为核心的发展战略，做大规模，做强优势，规模导向。1996年，新管理层彭作义和李桂荣上任，对公司开始大刀阔斧改革，彭作义提出以“名牌带动”式资产重组为核心的发展战略。青啤大规模的扩张掀起了国内啤酒行业从上世纪末开始、持续数十年的跨世纪并购潮。华润创业1993年收购沈阳雪花啤酒，1998年后异军突起，通过收购和控股在东三省以及安徽、四川等地组建10余家企业，2001年润啤产能达到300万千升。1996-2001年，青啤通过整体破产收购、承担债务并购、投资控

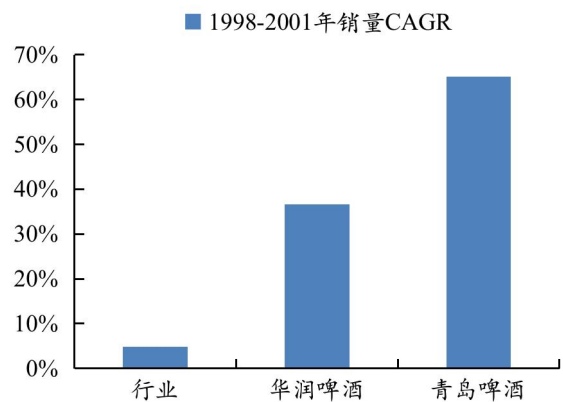
股三种模式将 40 余家酒厂收入麾下，厂房遍布 17 个省市，初步完成全国布局。**1998-2001 年，公司总营收 CAGR 为 45.3%，销量 CAGR 高达 65.2%，显著高于行业水平 4.8%、润啤的 36.6%。**

图 2：1993-2001 年青啤总营业收入情况



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：1998-2001 年青啤销量 CAGR 显著高于行业平均水平



数据来源：Wind，信达证券研发中心

表 1：1997-2001 年青啤啤酒收购兼并事项（不完全统计）

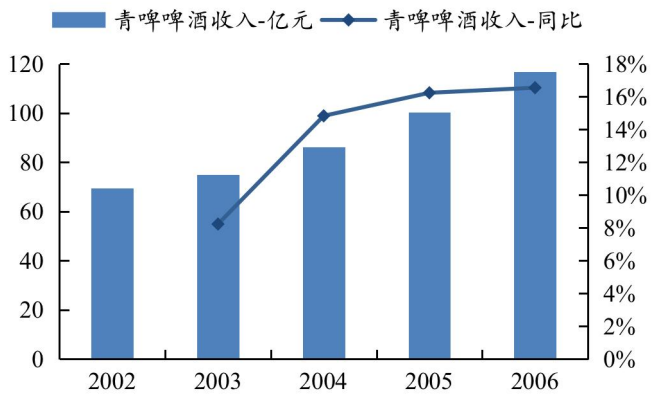
时间	标的	地点	产能 (万千升)	时间	标的	地点	产能 (万千升)
1997 年	日照啤酒厂	山东日照	3	2000 年	上海嘉酿	上海	10
1997 年	北海啤酒厂	山东青岛	6	2000 年	北京五星啤酒	北京	20
1998 年	山东花王集团啤酒厂	山东菏泽	3	2000 年	北京三环亚太啤酒	北京	20
1998 年	平原县啤酒厂	山东德州	3	2000 年	垫江啤酒	重庆	5
1998 年	鸡西兴凯湖	黑龙江鸡西	6	2000 年	卢堡啤酒	山东寿光	13
1999 年	荣成东方啤酒厂	山东荣成	3	2000 年	龙泉啤酒	黑龙江密山	5
1999 年	南极洲集团	山东枣庄	6	2000 年	海尔波酒业	浙江台州	5
1999 年	广东皇妹酿酒	广东珠海	5	2000 年	哈尔滨金都啤酒	哈尔滨	6
1999 年	应城啤酒厂	湖北应城	2	2000 年	黑龙江玉泉啤酒	哈尔滨	6
				2000 年	四川泸州啤酒厂	四川泸州	3
					合计		124

资料来源：Wind，信达证券研发中心

2002 年-2006 年：内涵式增长发展战略，做强能力，做大市场，利润导向。2001 年，李桂荣担任董事长，金志国担任总经理。金志国放缓扩张步伐，由外延式扩张转变为内涵式增长，对收并购来的酒厂优化资源配置，通过品牌整合实现产品结构升级。2001 年，公司增发 8 亿元 A 股应对资金链紧张的问题。2003 年 4 月，青啤与美国 Anheuser-Busch（安海斯-布希）公司签署《战略投资协议》，定向增发 3 亿股 H 股可转债，融资 14 亿港元。2005 年 4 月，AB 公司完成全部换股，持有股权比例从 2003 年的 5% 上升到 27%，大股东青岛市国资委持股 31%。引入战略投资者后，青啤借鉴学习 AB 公司先进理念，对后来口味一致性工程、品牌整合、体育营销等影响重大。2005 年，青啤签约成为北京 2008 年奥运会赞助商，切入体育营销，此后成功与 NBA、CBA 联赛、亚冠联赛等国际赛事展开合作。2006 年，青啤进行商业模式上第二次系统性变革，在业内首创产品销售+品牌传播+消费者体验构成的“三位一体”营销模式。同年，公司品牌战略定为“1+3”品牌战略，即在青啤主品牌面向中高端市场不变的基础上，山水啤酒、崂山啤酒、汉斯啤酒三大区域强势品牌面向大众市场，这一战略沿用至 2010 年。**2002-2006 年，公司啤酒收入 CAGR 为 13.9%，销量 CAGR 为**

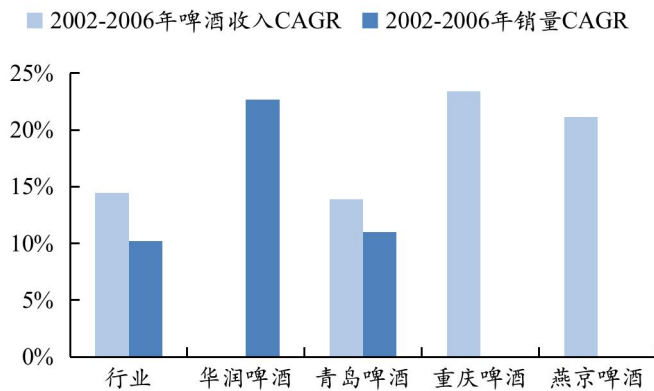
11.0%、显著低于润啤的 22.7%，千升酒收入 CAGR 为 1.4%。

图 4：2002-2006 年青啤啤酒收入 CAGR 为 13.9%



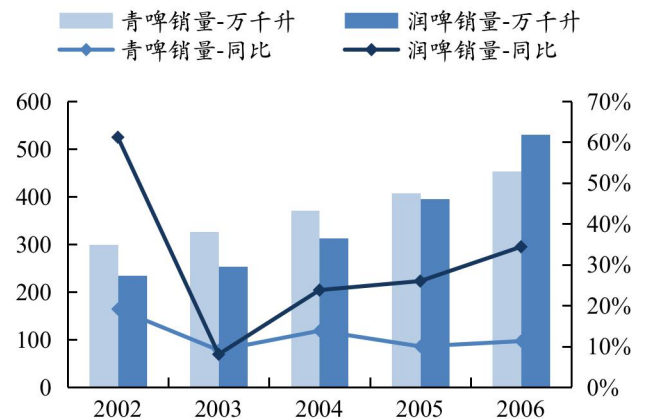
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：2002-2006 年公司啤酒销量 CAGR 显著低于润啤



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：2006 年润啤销量为 531 万千升，超过青啤



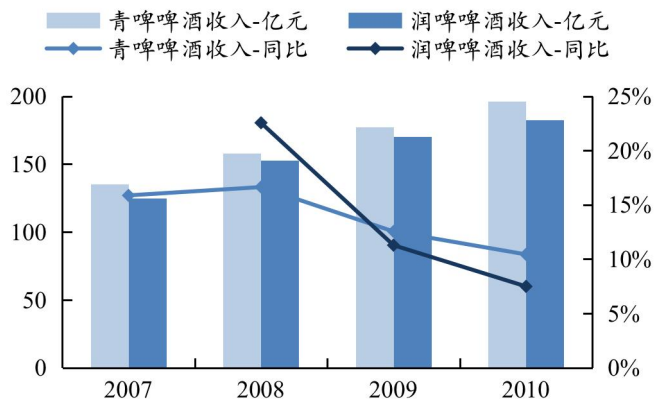
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：2005 年，青啤签约成为北京 2008 奥运会赞助商



数据来源：新京报，信达证券研发中心

2007 年-2010 年：整合和扩张并举的发展战略，扩张谨慎，整合并举，量利兼顾。2006 年年底，青啤此前收购的酒厂的内部整合接近尾声，国内啤酒市场依旧处于整合阶段。2000 年以来，润啤发展迅速，2006 年销量 530 万千升，首次超过青啤 454 万千升，市场竞争加剧。青啤管理层提出整合和扩张并举的新发展战略，量利兼顾：1) 加强品牌整合，增加主品牌的销量占比，提高千升酒收入；2) 通过自建项目和并购扩充产能，在生产规模上实现历史性飞跃。2008 年，青啤发行分离交易可转债募集资金 15 亿元用于产能扩张。2007-2010 年，公司对内新建和搬迁扩建 10 余家生产基地，对外收购区域市场的优质标的，共新增产能 378 万千升左右。区域市场方面，公司深耕山东大本营，通过收购济南趵突泉、烟台啤酒、自建工厂等增加省内产能 138 万千升，将势力范围从青岛市拓展至其他山东市场，省内护城河高筑。**2007-2010 年，行业内对比，公司成长性仅次于润啤，收入 CAGR 为 13.2%、略低于润啤的 13.6%，销量 CAGR 为 7.9%、低于润啤的 10.2%，千升酒收入 CAGR 为 4.9%。**

图 8：2007-2010 年青啤啤酒收入略超过润啤


数据来源：Wind，信达证券研发中心

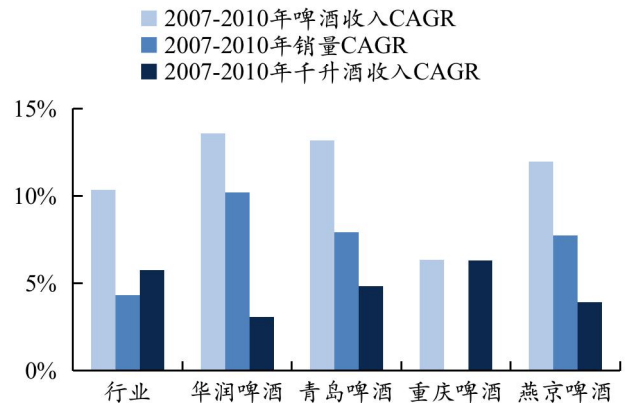
图 9：行业内对比 2007-2010 年青啤成长性仅次于润啤

 数据来源：Wind，信达证券研发中心
 备注：重庆啤酒 2007-2010 年销量 CAGR 为 0.02%

表 2：2006-2010 年青啤收购兼并项目

时间	收购标的	地点	产能 (万千升)	时间	收购标的	地点	产能 (万千升)
2006 年	宝啤股份	陕西宝鸡	20	2009 年	济南趵突泉啤酒厂	山东济南	-
2008 年	烟台啤酒	山东烟台	18	2010 年	嘉禾啤酒太原厂	山西太原	20
合计							58

数据来源：Wind，信达证券研发中心

表 3：2006-2010 年青岛啤酒新建和扩建项目

时间	新建产能项目	地点	产能 (万千升)	时间	新建产能项目	地点	产能 (万千升)
2006 年	二厂新增产能扩建项目	山东青岛	20	2010 年	石家庄新建项目	河北石家庄	40
2006 年	济南新建项目	山东济南	30	2010 年	福州搬迁扩建项目	福建福州	30
2007 年	第三公司新建项目	山东青岛	30	2010 年	厦门扩建项目	福建厦门	12
2008 年	日照新建项目	山东日照	20	2010 年	珠海搬迁扩建项目	广东珠海	30
2008 年	成都新建项目	成都	10	2010 年	长沙纯生啤酒生产基地	湖南长沙	20
2008 年	彭城新建项目	江苏徐州	20	合计			262

数据来源：Wind，信达证券研发中心

2011 年-2014 年：战略失误，业绩受损。此前公司注重产品品质提升和品牌建设，高端产品占比从 2009 年的 13% 提升至 2011 年的 17%，但是中国大多数啤酒消费是低端产品，中端和高端酒对公司市场份额提升和销量增速贡献有限。2010 年，润啤销量实现 928 万千升，次年销量 1024 万千升，成为国内首家年销量超过 1000 万千升的啤酒厂，而 2010 年的青啤销量仅为 635 万千升。2011 年，公司人事动荡，原营销总裁严旭、董事长金志国相继辞职。孙明波接任董事长，黄克兴担任总裁，提出 2014 年实现 1000 万千升的销量目标，希望通过低端酒的放量在量上有所突破。**2011-2014 年，公司收入 CAGR 为 7.9%，销量 CAGR 为 8.6%，明显高于行业平均水平 0.7%、润啤的 5.0%，而千升酒收入 CAGR 则为 -0.7%。**

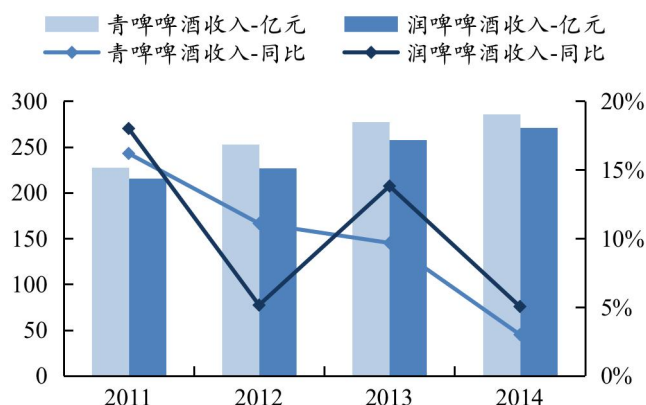
结合当时行业变化以及竞争对手表现，我们认为公司这段时间有一定的战略失误，主要体现在：

1) **产品结构下移，盈利能力下滑：**副品牌快速放量，导致产品结构下移，啤酒毛利率从 2011 年的 42.3% 一直下滑到 2014 年的 38.4%。同时由于副品牌所处的低端啤酒市场竞争激烈，

产品同质化严重，公司的费用投放处于高位，销售费用率保持在 19%-20%左右，毛利率下滑+费用率高企导致销售净利率从 2010 年的 8.0% 下滑到 2014 年 7.0%。

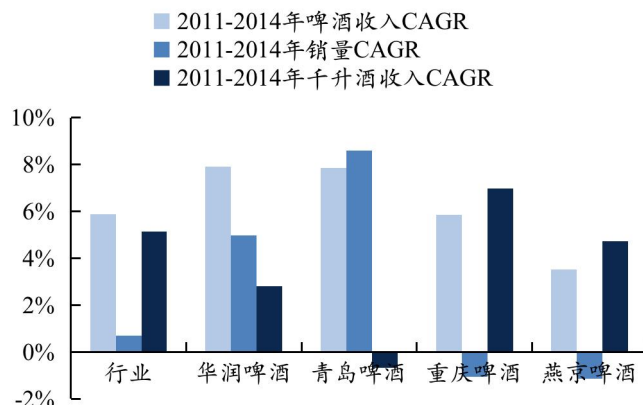
2) 高端酒迭代较慢，留给竞争对手超车机会：2012 年国内啤酒销量同比-1.2%，消费升级趋势开始逐渐显现。与此同时，公司副品牌放量挤兑了主品牌的资源，中端和高端酒迭代较慢，渠道推力落后竞争对手。从数据看，青啤 2013-2014 年高端酒销量增速仅为 1.9%/5.1%，和 2011/2012 年 25%/29.2% 的高增速形成鲜明对比。而百威 2008 年推福佳、2011 年推鹤岛、2012 年推科罗娜、2013 年推百威金尊，加大华南市场的营销投入，利用在夜场渠道的优势横向阻击青啤的高端产品。

图 10：2011-2014 年润啤与青啤啤酒收入差距有缩小的趋势



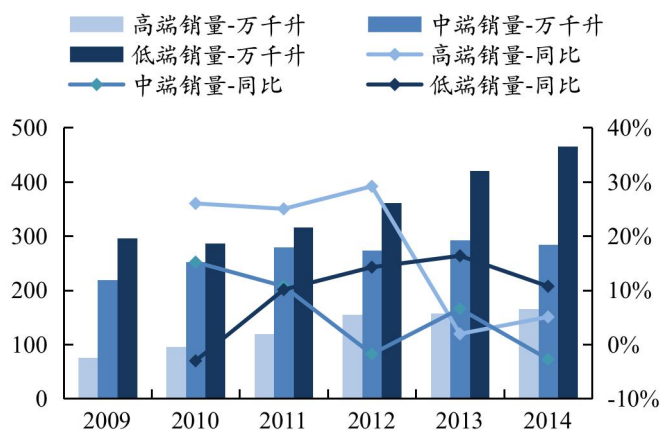
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：2011-2014 年青啤千升酒收入 CAGR 为-0.7%



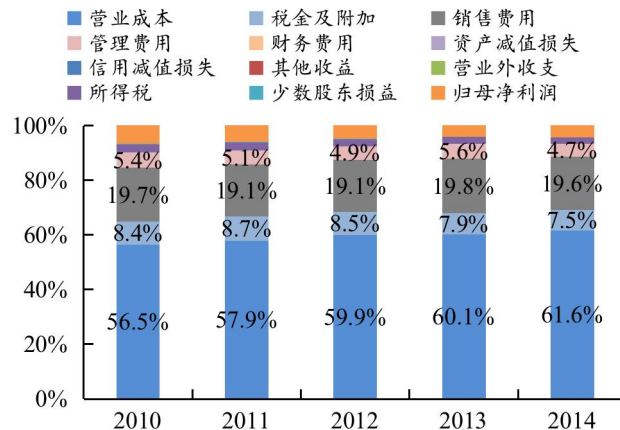
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 12：2013-2014 年青啤高端酒销量增速下滑严重



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 13：2011-2014 年青啤盈利能力下滑严重



数据来源：Wind，信达证券研发中心

表 4：2011-2014 年青啤啤酒收购兼并项目

时间	标的	地点	产能 (万千升)	时间	标的	地点	产能 (万千升)
2011 年	山东新银麦啤酒	山东临沂	55	2013 年	宝鸡啤酒	陕西宝鸡	30
2011 年	杭州紫金滩酒业	浙江杭州	20	2013 年	新钟楼啤酒	河北张家口	20
2011 年	广东韶关活力啤酒	广东韶关	15	2014 年	山东绿兰莎啤酒	山东淄博	30
合计							170

数据来源：Wind，信达证券研发中心

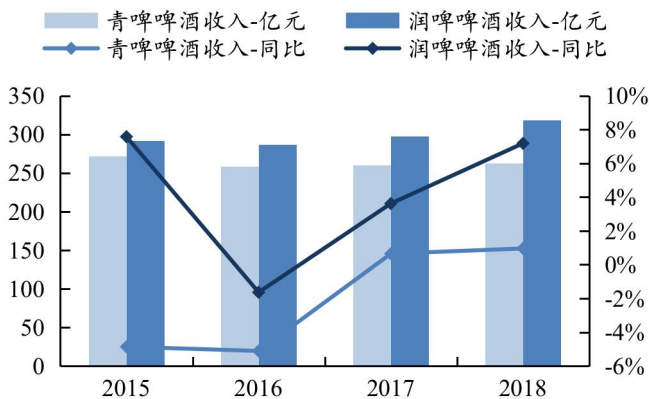
表 5: 2011-2014 年青岛啤酒新建和扩建项目

时间	标的	地点	产能 (万千升)	时间	标的	地点	产能 (万千升)
2011 年	台州搬迁扩建项目	浙江台州	30	2011 年	上海松江扩建项目	上海	20
2011 年	扬州搬迁扩建项目	江苏扬州	15	2011 年	二厂新增产能扩建项目	山东青岛	30
2011 年	滕州搬迁扩建项目	山东枣庄	20	2011 年	海南新建项目	海南	20
2011 年	宿迁搬迁扩建项目	江苏宿迁	20	2012 年	洛阳新建项目	河南洛阳	20
2011 年	广东揭阳新建项目	广东揭阳	30	2012 年	九江新建项目	江西九江	20
合计							225

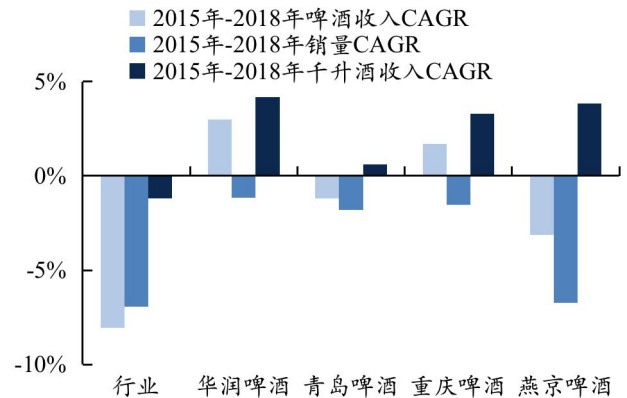
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 2015 年-至今 产品结构升级期

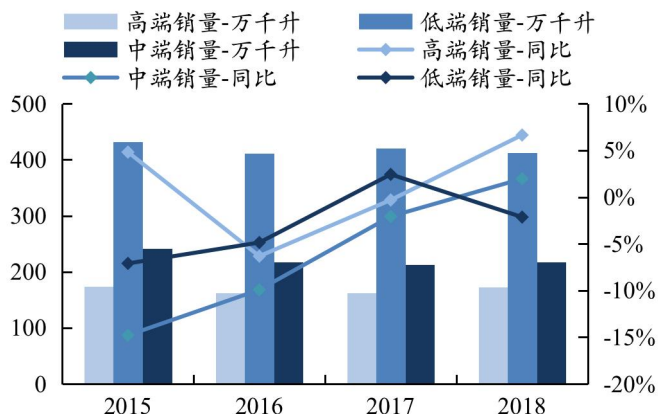
2015 年-2018 年: 升级遭遇滑铁卢, 经营调整。2014 年 6 月, 公司管理层换届, 孙明波继续担任董事长, 黄克兴继续担任总裁, 面对国内啤酒市场销量萎缩和国际品牌竞争加剧的不利局面, 新管理层提出品牌增长+能力提升的发展战略和差异化竞争战略, 回归更加注重品牌的策略。进一步明确“1+1”的品牌战略, 重点发展青岛啤酒主品牌和区域品牌崂山, 希望在提高市场份额的同时, 调整产品结构带动利润端增长。2015 年, 公司加快高端酒的布局, 年内推出鸿运当头、经典 1903、全麦白啤、黑啤、原浆啤酒等众多新品, 2016 年推出皮尔森。但是百威竞品挤压的现象并未缓解, 同时进口啤酒、预调酒等替代品冲击较大, 公司主品牌升级遭遇滑铁卢, 2016/2017 年高端酒销量增速分别为-6.3%/-0.3%。**2015-2018 年, 公司收入 CAGR 为-1.2%, 销量 CAGR 为-1.8%, 千升酒收入 CAGR 为 0.6%, 量价水平在行业内表现并不突出, 处于调整阵痛期。**

图 14: 2015 年润啤啤酒业务收入首次超过青啤


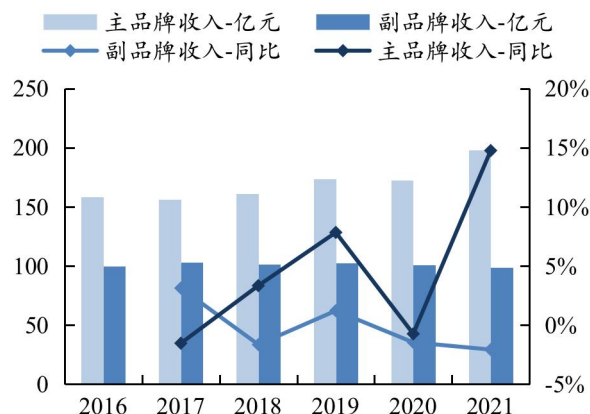
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 2015-2018 年青啤仍然处于调整阵痛期


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16：2016-2017 年青啤高端酒销量负增长


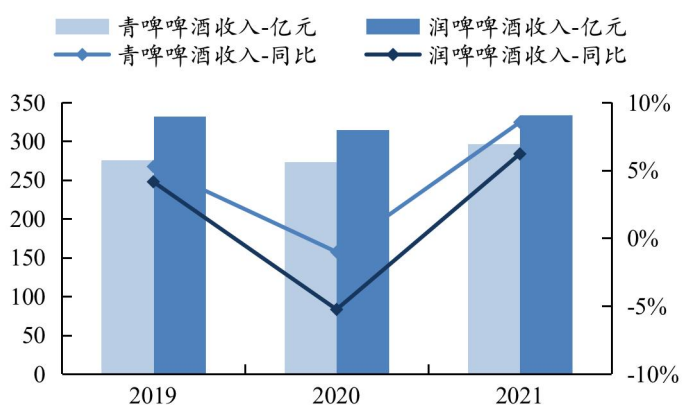
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 17：2018 年以后公司主品牌收入同比增速超过副品牌


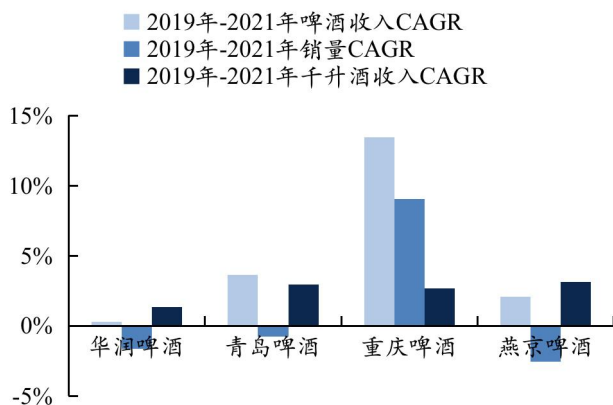
数据来源：Wind，信达证券研发中心

2019 年-至今：高端化转型，业绩爆发，利润导向。2017 年 12 月 12 日，复星集团以 66 亿港元接棒朝日啤酒持有的公司 18% 股权，由此成为继美国 Anheuser-Busch 公司、日本朝日啤酒后的第三任战略投资者。2018 年 3 月，复星派人入驻青啤董事会，管理层换届推迟，同年 6 月黄克兴接任董事长，樊伟接任总裁，与复星签署《战略合作框架协议》。2018 年 8 月，青岛市国资委发布《青岛市国有企业混合所有制改革招商项目书》，青啤与双星集团、澳柯玛、海信集团等位列其中。在行业进入存量时代、价格带向上竞争的背景下，新管理层提出了“品牌引领、创新驱动、质量第一、效益优先、结构优化、协调发展”的六大战略指引，做强做优啤酒主业，全面推进公司向高端化啤酒的转型。**2019-2021 年，公司啤酒收入 CAGR 为 3.7%，销量 CAGR 为 -0.7%，千升酒收入 CAGR 为 2.9%，高于润啤的 1.3%、重啤的 2.7%，经营回暖趋势明显。**

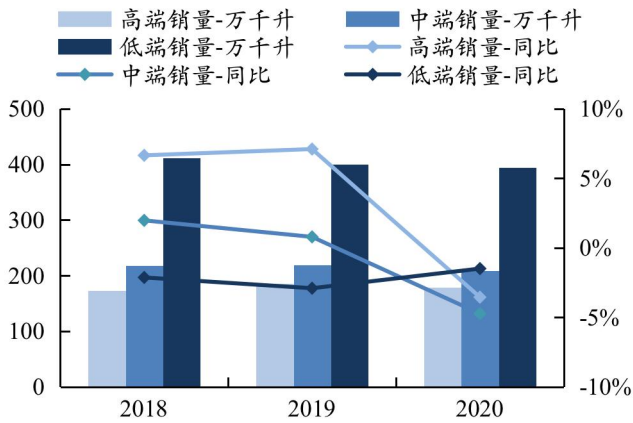
在行业销量整体萎缩、向高端化转型的过程中，青啤表现亮眼的则是利润弹性，2019Q1 进入业绩爆发期，归母净利润同比+20%，2019Q2/Q3 归母净利润分别同比+30%/+20%，创下近 5 年来的高增速。2019-2021 年，公司总营收 CAGR 为 3.8%，归母净利润 CAGR 则高达 30.7%。

图 18：2019-2021 年青啤啤酒收入同比增速高于润啤


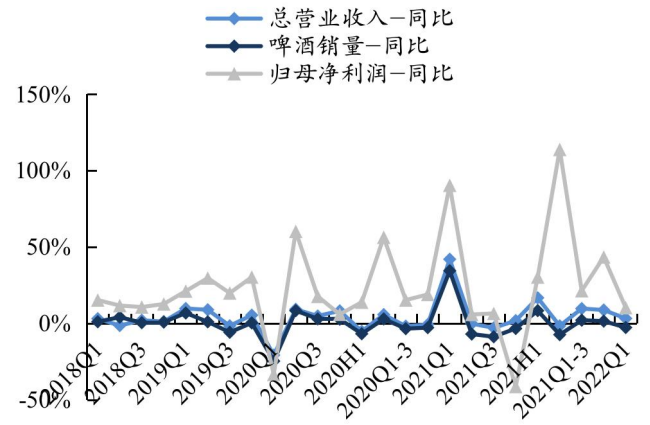
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 19：2019-2021 年青啤千升酒收入 CAGR 高于润啤、重啤


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 20：2018-2020 年青啤高端酒销量增速恢复明显


数据来源：Wind，信达证券研发中心

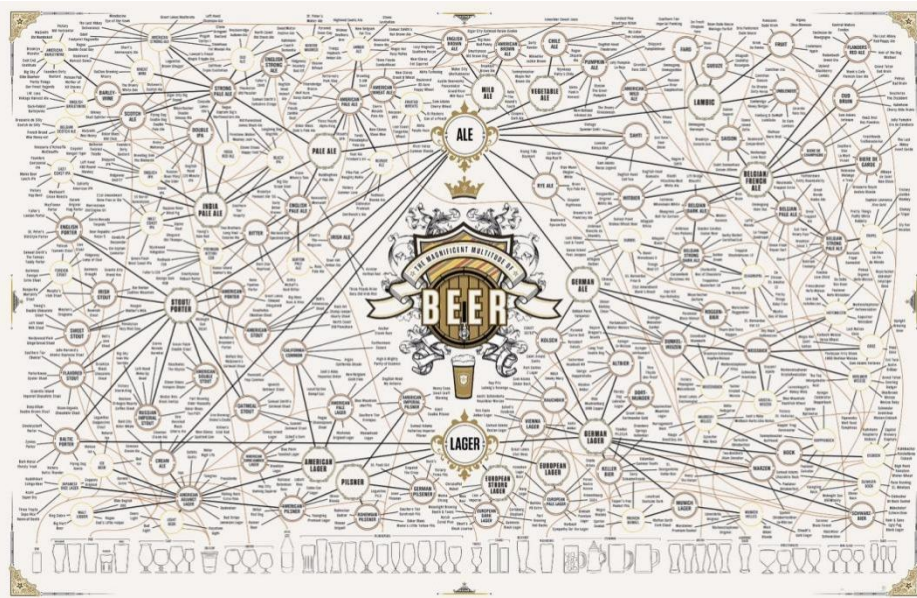
图 21：2019Q1 青啤进入业绩爆发期


数据来源：Wind，信达证券研发中心

3 行业分析：格局清晰稳定，盈利能力改善明显

3.1 啤酒特性探究：重资产+产地销+季节性

啤酒具有较强的依赖性、较高的复购率，且家族庞大。啤酒与葡萄酒、黄酒并称世界上最古老的三大酒类，历史悠久说明人类对啤酒有非常强的依赖性，并且酒精的上瘾性使得啤酒具有较高复购率的消费属性。啤酒的基本原料是水、麦芽、酵母和啤酒花，其中麦芽和啤酒花分别决定了啤酒的麦芽浓度和苦度，是消费者在挑选啤酒时最关注的两大口味因素。除了四大基本原料，啤酒还有辅料和酿造工艺两大维度可以扩展，变化维度之广造就了庞大的啤酒家族。根据啤酒评审认定组织（Beer Judge Certification Program）的《世界啤酒分类指南》，啤酒有 34 个大类、114 个小类。

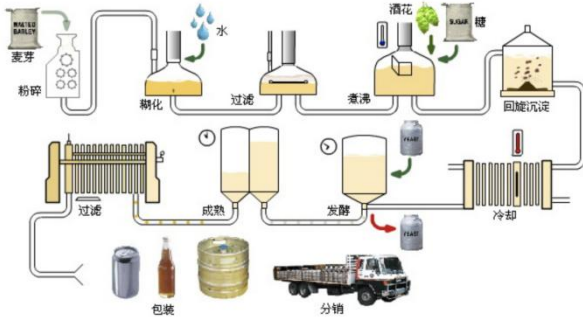
图 22：有别于国内大众对啤酒品类单一的认知，啤酒家族庞大


数据来源：自酿啤酒网，信达证券研发中心

历史上，我国缺乏自身啤酒文化，消费能力较低，产品同质化严重。根据酿酒师按照酵母的分类习惯，常见的啤酒分别是艾尔啤酒、拉格啤酒、自然发酵型啤酒。拉格啤酒使用下发酵型酵母，发酵和窖藏温度在 10 度以内，发酵时间长达两周，低温窖藏长达数月，因此发酵缓慢、释放热量低适合在工业时代下批量生产，业内也称拉格啤酒为量产酒，口感偏清淡、

爽口。而艾尔啤酒使用上发酵型酵母，发酵温度高（15度-23度）、储藏时间短，对设备要求高、灌装速度慢，适合小批量生产，口感浓烈浑厚、风味明显，成为精酿酒厂的主打产品。在我国啤酒行业发展初期，由于缺乏自身的啤酒文化，并且消费者无力承受高价啤酒，低成本、廉价的工业拉格作为舶来品成为我国啤酒大厂的首选，比如华润雪花清爽、哈尔滨啤酒冰纯、青岛啤酒欢动和崂山系列等。

图 23：啤酒生产过程



数据来源：浙江东铁机械官网，信达证券研发中心

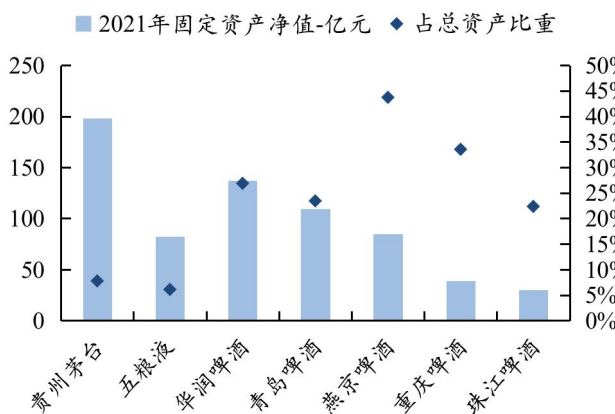
图 24：艾尔啤酒和拉格啤酒酿造过程对比



数据来源：博驰精酿官网，信达证券研发中心

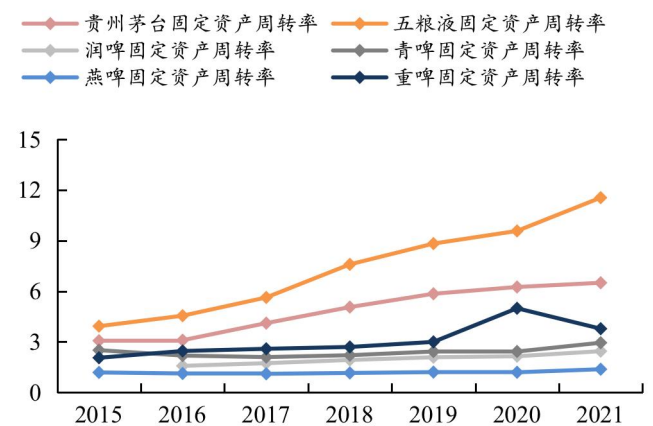
近似于工业品，啤酒重资产投资属性明显。国内主要的啤酒厂以工业化生产为主，百万千升产能的啤酒厂固定资产投资额巨大。相比于白酒行业，啤酒行业厂房和机械设备等固定资产占总资产比例非常高，2021 年国内啤企巨头润啤和青啤的固定资产皆达到了 100 亿元以上，占总资产比例 20% 以上，燕啤固定资产占比则达到了 44%，而同为酒类的贵州茅台和五粮液的固定资产占比仅为 8% 和 6%。重资产属性意味着啤酒企业不仅产生大量资本性支出维护、更新、升级生产线，而且会固定产生折旧摊销，所以当啤酒企业进入当地市场后需要迅速扩大产量，抢夺当地市场份额，通过实现单厂的规模化生产分摊固定成本。

图 25：和白酒企业相比，啤酒企业固定资产占总资产比例较大



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 26：和白酒企业相比，啤酒企业固定资产周转率普遍偏低



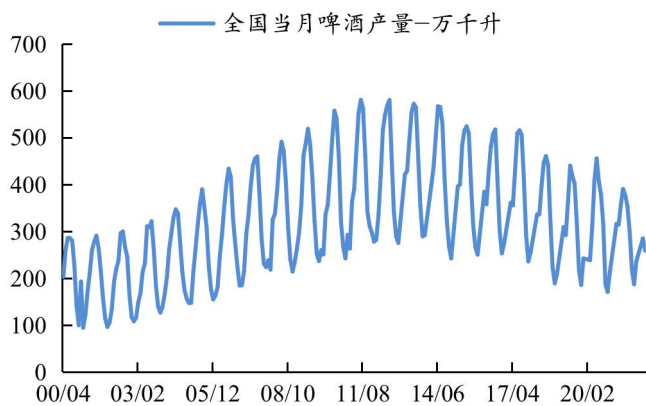
数据来源：Wind，信达证券研发中心

普通工业啤酒销售受半径限制，形成产地销模式。我国啤酒行业的包装仍然以玻璃瓶为主，瓶装酒重量大、抗冲击能力弱，4000 箱的瓶装啤酒和 7000 箱听装酒重量相同，因此远距离运输瓶装酒在费用和物流能力上对啤酒厂的要求较高。相比于中高端白酒通过运输费用投放全国化销售，国内啤酒厂经常通过价格战抢夺市场份额，导致普通量产啤酒单瓶价值低，制约运输费用的投放。相比于液态奶等常温乳制品 12 个月的保质期，普通量产啤酒保质期仅有 2-4 个月，要求即产即销。运输成本高+保质期短形成普通工业啤酒 150 公里的销售半径。

因此，区域扩张是啤酒厂主要的成长模式，需要通过收购酒厂或者自建厂房在当地市场拥有产能，从而实现全国布局。

啤酒消费呈季节性波动，消费者看重产品新鲜度。由于啤酒清凉爽口的特性，啤酒销售季节性明显，5月中旬开始进入旺季、至9月中旬，5-9月占全年产量60%左右，10月份-次年春节前和4-5月份是销售淡季，春节前后会迎来一波啤酒消费小高峰。与白酒和葡萄酒越陈越香不同，啤酒则是越新鲜口感越好。根据新鲜度的不同，啤酒可以分为原浆、扎啤、纯生、普通熟啤。**1) 原浆啤酒：**新鲜度最高，保留了鲜活的酵母，麦芽香浓郁、口感醇厚、泡沫丰富，保质期仅有1-3天。市面上比较常见的扎啤是在原浆的基础上过滤了酵母，是餐饮店的主流产品。**2) 熟啤**即是普通的工业啤酒：新鲜度和口感一般，高温灭菌后保质期可达2-6个月。**3) 纯生：**新鲜度较高，口感较好，采用无菌发酵工艺，是市面上比较主流的中高档产品。

图 27：啤酒消费呈季节性波动



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 28：啤酒越新鲜口感越好

啤酒类型	新鲜度	保质期	口感	工艺
原浆	最高	1-3天	最好	刚酿制出来的啤酒，保留鲜活酵母
扎啤	高	1周以内	好	过滤了鲜活酵母菌的鲜啤酒
纯生	较高	2-6个月	较好	无菌发酵工艺，过滤酵母菌
普通熟啤	一般	2-6个月	一般	高温杀菌提高保质期

数据来源：半岛都市报，信达证券研发中心

3.2 行业现状：量增逻辑不再，开启高端化浪潮

纵观历史，我国啤酒行业经历了四个发展阶段：

1) 1978-1996年：供不应求，行业高速增长期，全国规模以上啤酒企业产销量 CAGR 为 25.3%。改革开放后，国家对啤酒行业采取扶持性政策，此时啤酒行业进入门槛低，企业数量急速增长，市场竞争不激烈。受益于国内经济发展，人均收入提高，啤酒消费供不应求。

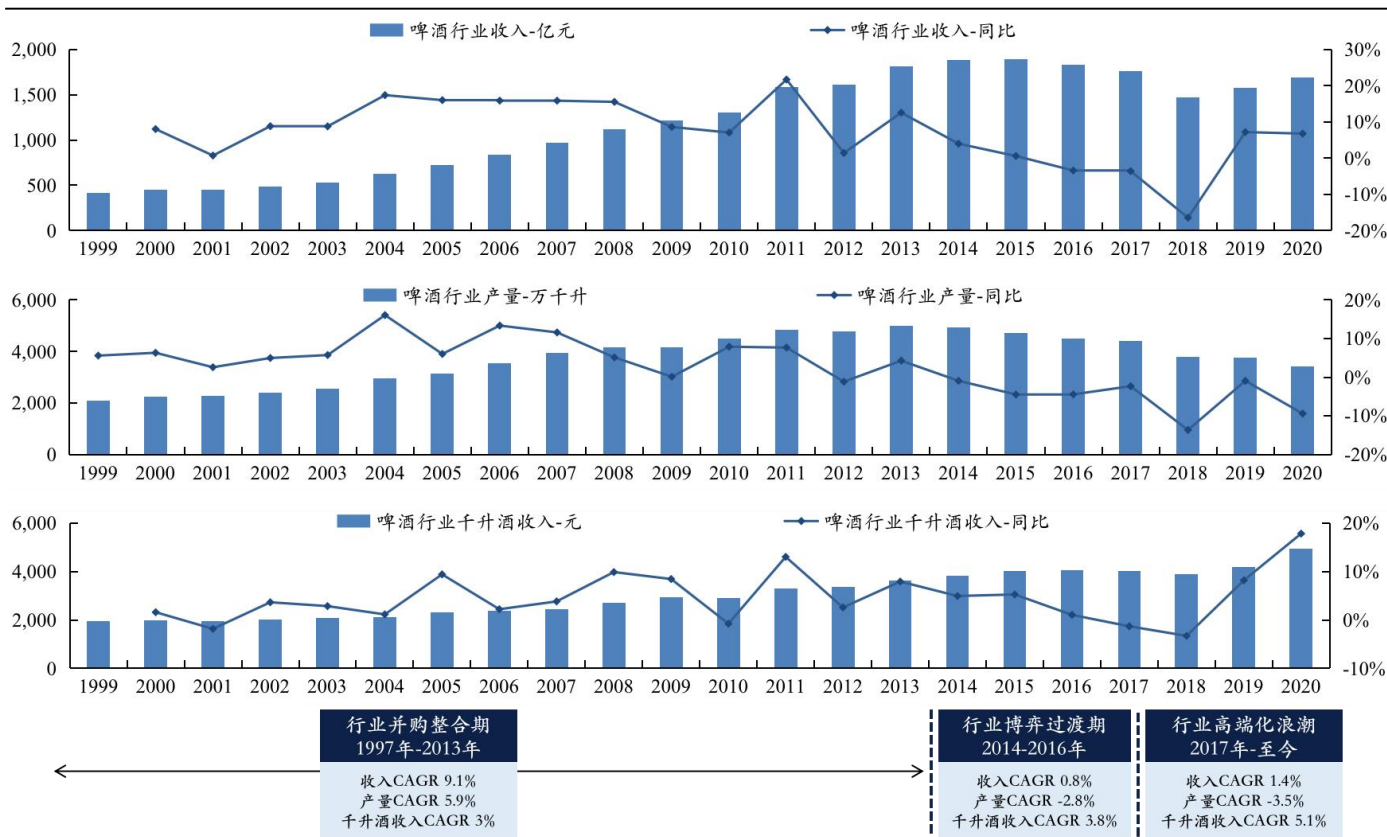
2) 1997-2013年：跑马圈地，行业并购整合期，收入 CAGR 为 9.1%，产销量 CAGR 为 5.9%，千升酒收入 CAGR 为 3%。1996年青岛啤酒开始大规模扩张，五年间收购了全国 47 余家酒厂，掀起了国内啤酒行业持续数年的跨世纪并购潮。随后华润、燕京、百威、嘉士伯也开始通过收并购和自建扩大生产规模进入区域市场，不完全统计 1997 年-2013 年累计发生 100 多起啤酒厂并购事件。资金实力雄厚的啤酒厂通过价格战和渠道费用投放抢夺市场占有率，行业整合使得规模较小、盈利能力较差的酒厂要么被收购要么被迫退出。行业集中度提升，CR5 从 2005 年的 47% 提升至 2013 年的 70%，前五大啤酒厂逐渐拥有自己的优势市场，五大巨头割据的竞争格局日益明朗。与此同时，行业整体增速放缓，2013 年全国规模以上企业啤酒产量达到顶峰 4983 万千升。

3) 2014-2016年：供大于求，行业博弈过渡期，收入 CAGR 为 0.8%，产销量 CAGR 为 -2.8%，千升酒收入 CAGR 为 3.8%。由于人口结构改变、替代效应、中低端啤酒市场出现消费升级等因素，普通工业啤酒供大于求，2014 年后全国规模以上企业啤酒产量开始以 CAGR -2.8% 的速度下滑，而千升酒收入 CAGR 则为 3.8%。面对量增不再助力行业增长的

局面，啤酒厂对于行业发展是否处于结构性拐点并未达成共识，部分酒厂仍然通过增加促销费用投入提升市占率。2014-2016年期间，各个啤酒厂的销售费用率仍有不同程度上涨，但是市占率没有明显变化，龙头啤酒销量增速亦有所放缓。

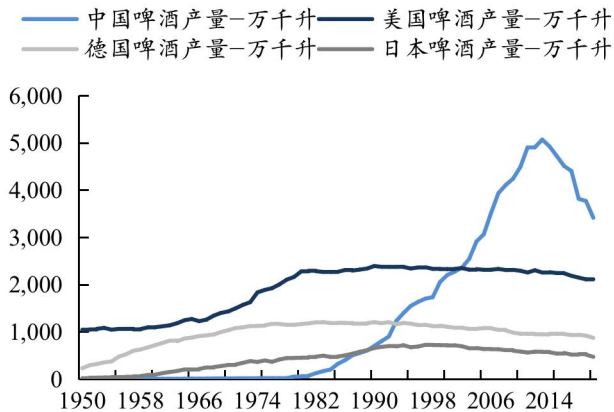
4) 2017年-至今：高端化成为趋势，行业升级转型期，收入CAGR为1.4%，产销量CAGR为-3.5%，千升酒收入CAGR为5.1%。在高费用投放并未取得更多市占率的情况下，叠加2016-2017年瓦楞纸和玻璃价格指数增幅高达60%，啤酒厂利润端普遍承压，开始寻求其他提升盈利能力的方式。2018年左右，啤酒厂对行业升级转型逐渐达成共识，放弃低端市场竞争，将业务重心转移至中高端产品，通过产品结构升级提升千升酒收入和盈利能力。2015-2016年重啤密集关厂、着手渝西市场的产品结构升级，而后嘉士伯开始梳理在华啤酒资产、准备相关资产重组工作；2017年润啤明确提出“有质量的增长、转型升级、创新发展”的三大管理主题；2018年黄克兴接任青啤董事长后提出调结构、控成本、提费效，加快产品结构升级的步伐。

图 29：1999年-至今我国啤酒行业发展历程回顾

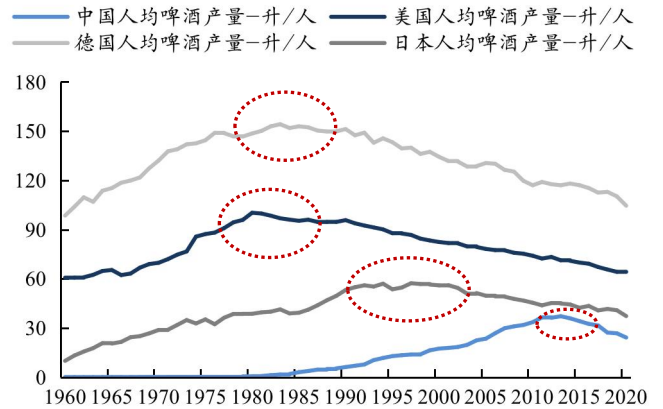


数据来源：Wind，信达证券研发中心

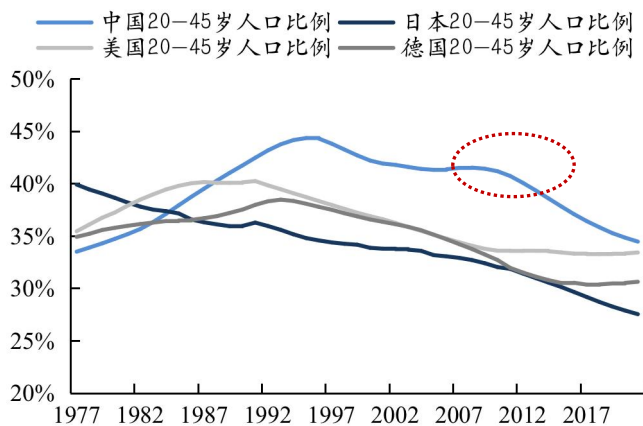
人口结构和消费者意识转变是啤酒进入存量时代的两大主因。一方面，人口结构是啤酒产销量的根本驱动因素。2006-2013年我国人均啤酒消费量年平均为32升，和欧美成熟市场英国、美国、德国相差甚远，但是人口红利使得我国在2002年一举超过美国成为最大的啤酒生产国。啤酒的主力消费人群是20-45岁左右的青壮年，我国这一群体的人口比例在2008年达到峰值42%后下滑至2020年的35%。对标海外，两大成熟的啤酒市场美国和日本皆由于人口结构变化分别在1980年代和1990年代人均啤酒产量下降。另一方面，2019年我国人均GDP突破万元，根据马斯洛需求层次理论，消费者在满足基本的物质需求后，逐渐转向精神消费，健康和品质意识提升，饮酒观念向“少喝酒、喝好酒”转变，国内人均啤酒消费量的顶峰时期（32升/人）已经接近同为东亚文化的日本（37升/人）和韩国（37升/人）。因此，无论是主力人群还是人均消费量来说，我国啤酒销量接近饱和。

图 30：2002 年我国超过美国成为世界最大啤酒生产国


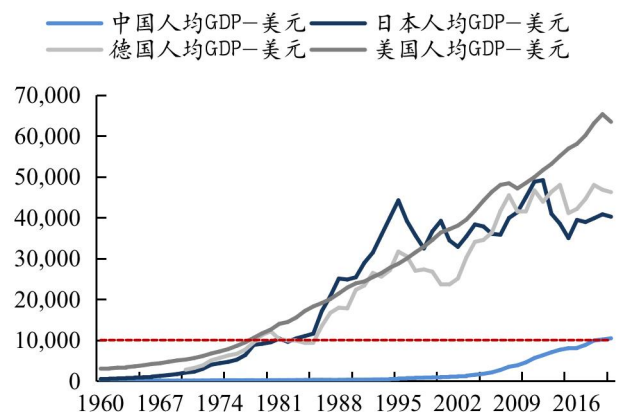
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 31：各国人均啤酒产量对比


数据来源：Wind，信达证券研发中心

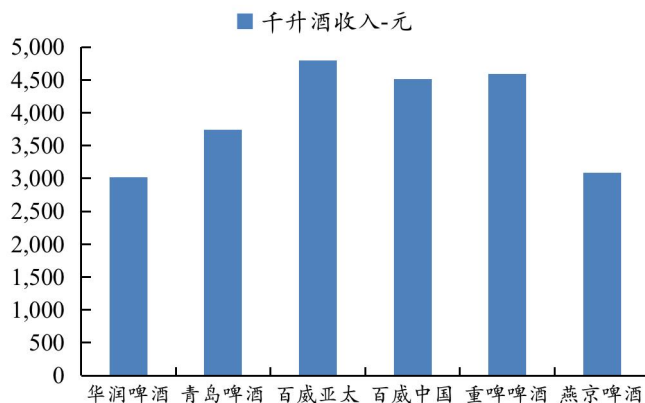
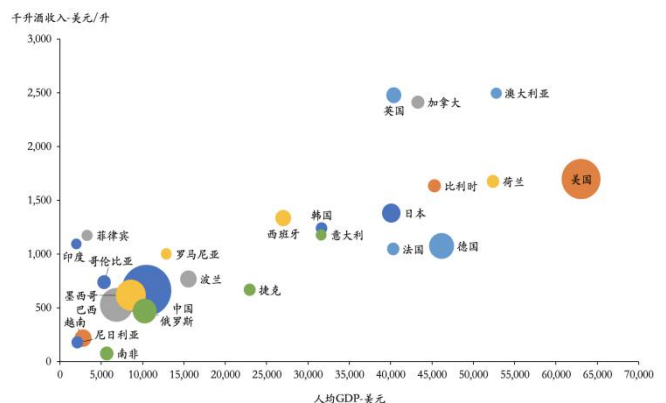
图 32：各国人口结构对比


数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

图 33：各国人均 GDP 对比


数据来源：Wind，信达证券研发中心

内资啤酒厂在出厂酒收入上较低。相比于外资品牌百威、喜力、嘉士伯定位中端和高端啤酒，2015 年以前，仅有青岛啤酒主品牌和重庆啤酒涉及高端产品，内资品牌的主战场则是面向大众的低端酒。低端酒依赖渠道推力，因此内资啤酒厂经常通过价格战攫取市场占有率，通过让利加强产品可见度和渠道控制力。产品结构较低和行业竞争激烈两大原因导致内资品牌在出厂价上非常低。2021 年青啤、润啤、燕啤的千升酒收入分别为 3742 元/千升、3020 元/千升、3090 元/千升，显著低于百威亚太的 4797 元/千升、百威中国的 4514 元/千升、重啤的 4588 元/千升。

图 34：2021 年内资啤酒品牌的千升酒收入显著低于百威亚太

图 35：我国啤酒厂千升酒收入在全球范围内较低（2020 年）


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

数据来源: 欧睿数据, 信达证券研发中心

3.3 竞争格局: 清晰且稳定, 五大巨头割据一方

3.3.1 整体格局: 清晰且稳定, 强者恒强

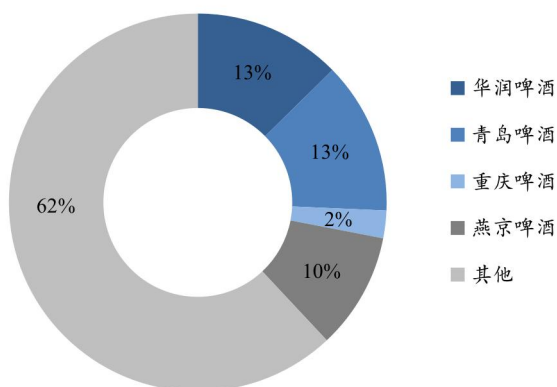
整体格局清晰, 目前形成三大梯队。第一梯队为全国品牌润啤、青啤、百威、重啤、燕啤五大龙头, 根据欧睿数据, 2021年前五大啤酒厂合计占有全国销量72.2%。第二梯队为金星啤酒和珠江啤酒等区域性啤酒厂, 2021年合计占比全国销量4.8%。第三梯队为200-300个左右的地方中小型啤酒品牌, 2021年合计占比全国销量23%。从三大梯队的销量市占率差异来看, 前五大龙头远远高于其他啤酒厂, 已经胜出。

表 6: 国内啤酒行业形成三大梯队 (2021 年数据)

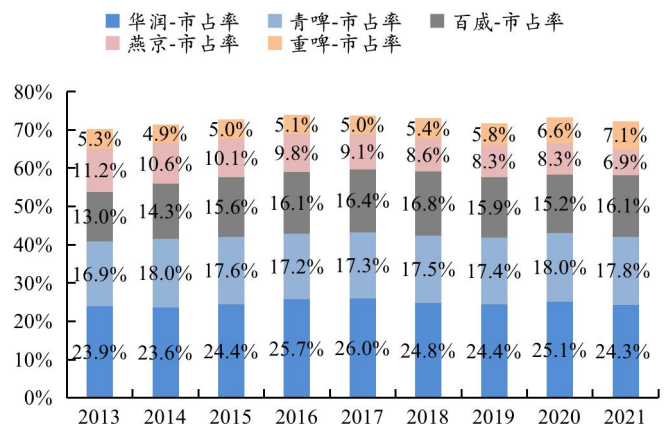
梯队	公司	实际控制人	销量市占率	优势区域
第一梯队	华润啤酒	国务院国有资产监督管理委员会	24.3%	辽宁、四川、安徽、贵州、天津、黑龙江、吉林、浙江、湖北
	青岛啤酒	青岛市国资委	17.8%	山东、陕西、山西、海南、河北
	百威亚太	百威英博集团	16.1%	江西、福建、黑龙江
	重庆啤酒	嘉士伯集团	7.1%	重庆、新疆、宁夏
	燕京啤酒	北京市人民政府	6.9%	北京、广西、内蒙古
第二梯队	珠江啤酒	广州国资发展控股	2.8%	广东
	金星啤酒	家族企业控股	2.0%	河南

数据来源: Wind, 欧睿数据, 信达证券研发中心

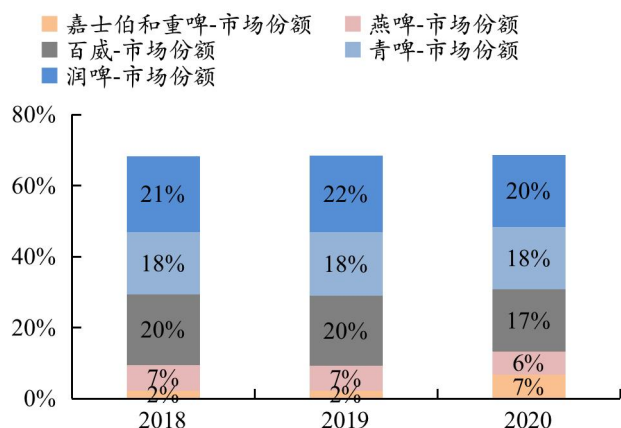
行业集中度趋于稳定, 强者恒强。经过 1997-2013 年跑马圈地抢占市场, 我国啤酒行业集中度提升后趋于稳定, 2016 年后 CR5 稳定在 73%-74%。2021 年, 前五大啤酒厂合计占有全国啤酒销量 72.4%, 润啤 24.3%、青啤 17.8%、百威 16.1%、重啤 7.1%、燕啤 6.9%。其中, CR3 (润啤、青啤、百威) 从 2011 年的 49% 迅速提升到 2017 年 60%, 年均提升 1.7pct (同期 CR5 年均提升 1.4pct), 期间三大巨头座次并无变化, 各自市占率又有所提升, 体现出强者恒强、剩者为王的行业特点。2017 年后, CR3 基本稳定在 58%-60% 左右, 三大巨头之间的差距也保持稳定。从收入的角度来看, 由于各家酒厂的产品定位不同, 2020 年润啤的销量市占率领先青啤 7pct, 但是收入市占率仅为 20%, 同期青啤收入市占率 18%、百威收入市占率 17%, 三大巨头市场份额所差不多。

图 36: 2005 年国内啤酒行业 CR4 为 38% (销量口径)


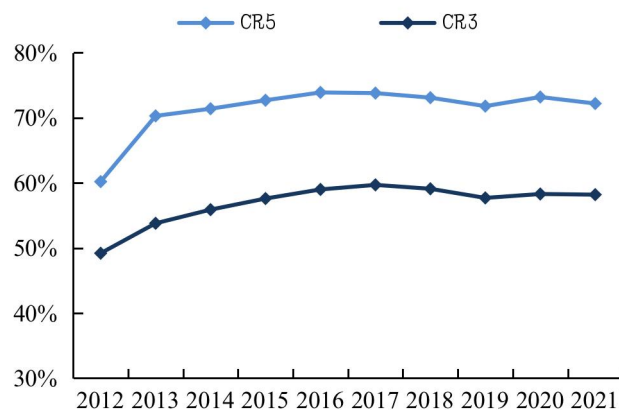
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 37: 2013 年后国内啤酒行业 CR5 稳定在 73-74% (销量口径)


数据来源: 欧睿数据, 信达证券研发中心

图 38：前三大啤酒巨头的市场份额所差不多（收入口径）


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 39：国内啤酒行业 CR3 和 CR5（销量口径）


数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

3.3.2 区域格局：五大巨头割据一方

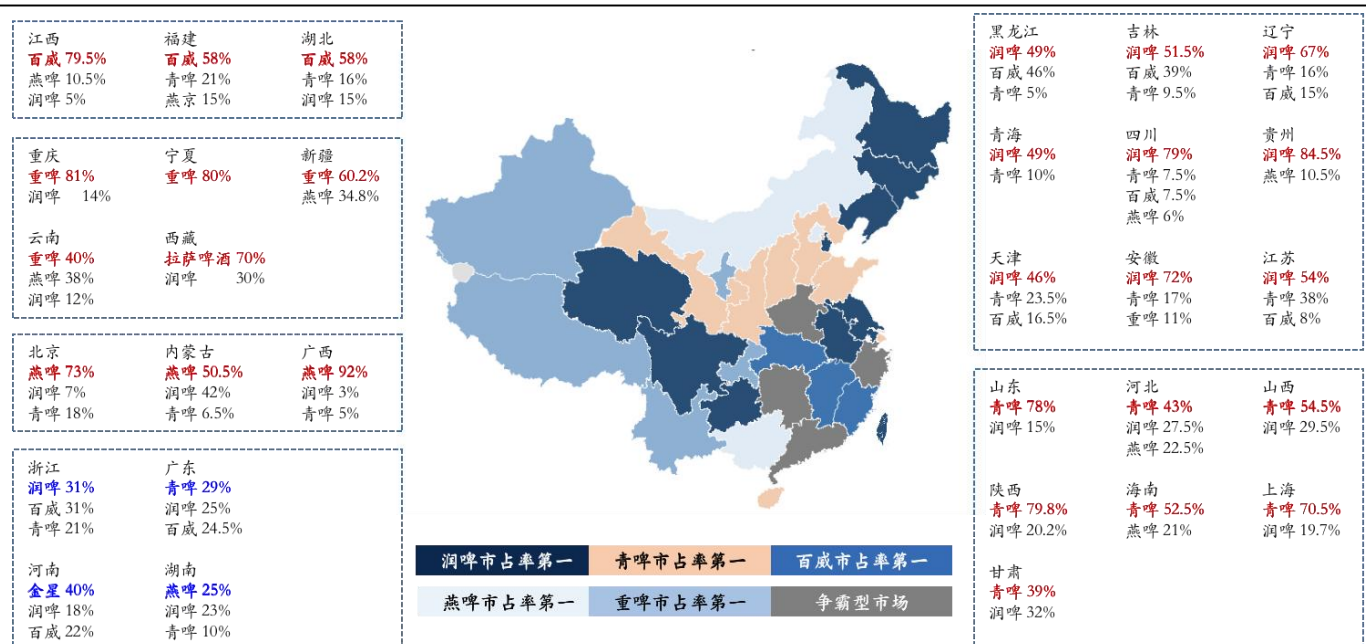
五大群雄割据，各霸一方。从区域市场的角度来看，根据市占率高低、区域前两大酒厂市占率之间的差距和稳定性，各身份的啤酒竞争格局分为三类。一般来说，市占率越高、和竞争对手的差距越大且稳定，头部酒厂的议价能力更强，销售网络更广，品牌知名度和产品认可度更好，竞争优势也更为稳固，因此对渠道的补贴相对较少，获得更高的利润水平。具体来说：

1) 绝对优势市场：龙头销量市占率超过 50%，议价能力强，品牌知名度高，销售网络覆盖广，是利润池市场。润啤拥有 6 个绝对优势市场，分别是吉林、辽宁、四川、贵州、安徽、江苏。青啤拥有 5 个绝对优势市场，分别是山东、陕西、山西、上海、海南。百威则拥有 3 个绝对优势市场，分别是福建、江西、湖北。“西部王”嘉士伯则拥有 4 个绝对优势市场，分别是重庆、宁夏、新疆、西藏。燕啤拥有 3 个绝对优势市场，分别是北京、内蒙古、广西；

2) 相对稳定型市场：龙头销量市占率在 30%-50%之间，前两大酒厂市占率相对稳定。比如润啤和青啤在甘肃的市占率都在 35%-40%之间，两大玩家处于动态平衡。

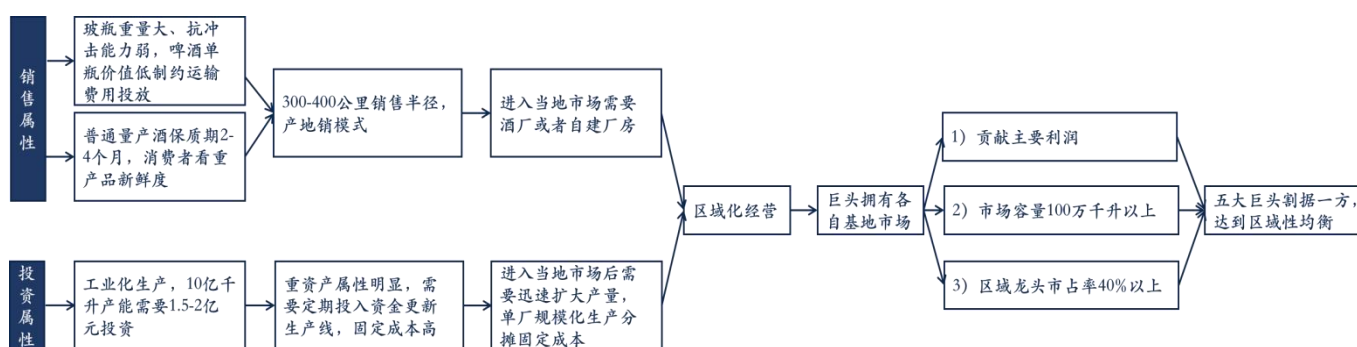
3) 争霸型市场：酒厂之间竞争焦灼，尚未分出胜负。比如浙江、广东、湖南、河南。这些尚未分出胜负的省市或将在未来 5-10 年为国内啤酒行业终局定下最后的基调。

总结下来，70%以上的省份格局已经基本分出胜负，形成了区域性平衡。其中润啤作为行业龙头，拥有最多的绝对优势市场，从东到西皆有覆盖，青啤在沿黄河流域省份优势明显，而嘉士伯则以西南为据点外扩，百威在沿海、华南地区市场份额较高，燕啤核心占据北京市场，长期的竞争拉锯形成目前区域性平衡的状态。在量增不再支撑行业增长、产品结构不变的情况下，啤酒厂价格战策略的边际效益减小，每千升啤酒销量所耗费的费用会逐渐攀升，因此市占率的竞争难以为继。

图 40：我国啤酒行业竞争格局


数据来源：酒业家，澄泓财经，信达证券研发中心

形成五大巨头割据格局的原因源于啤酒产地销+重资产属性下基地市场的盈利模式。1) 销售特点：啤酒销售受半径限制，产地销模式下要求啤酒企业如果想要实现全国化布局，需要在区域市场拥有产能。2) 投资特点：在啤酒重资产属性下，规模化生产能够摊薄单厂固定成本。因此，这两个特性决定我国啤酒企业的盈利模式是区域化经营，在区域市场不断提高销售规模和市占率，最后形成基地市场。基地市场主要有三个特点：1) 贡献主要利润；2) 市场容量 100 万千升以上；3) 区域市场龙头市占率至少 40% 以上。当啤酒行业处于增量时代下，基地市场不仅是公司的核心利润池，同时辐射周围市场的销量增长，最后连点成片扩大基地市场的覆盖范围，逐渐演变成区域龙头的格局。因此，产能和销售网络的限制导致几乎国内每个省份的啤酒微观竞争格局各不相同，这意味对区域市场竞争格局的研究意义大于全国范围内的竞争格局。

图 41：为什么形成区域割据的竞争格局


数据来源：信达证券研发中心

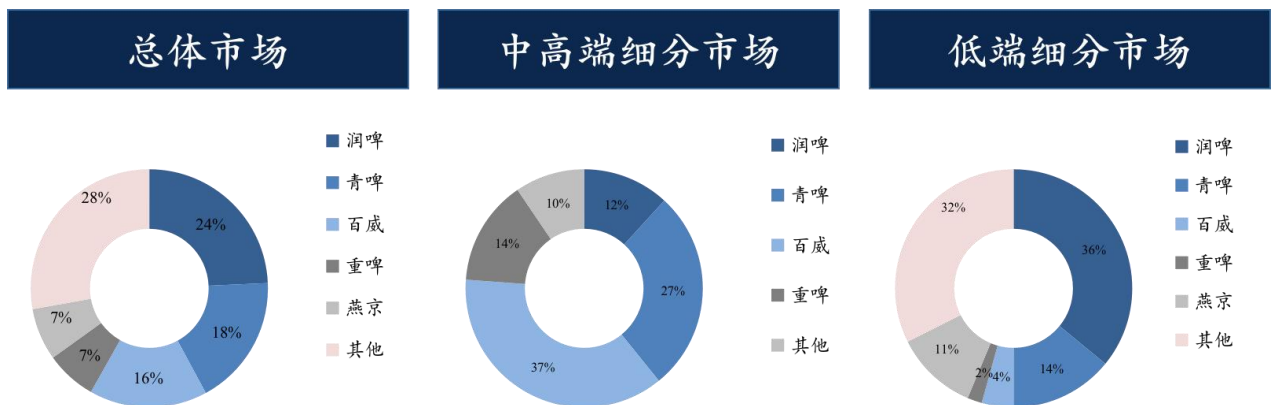
3.3.3 细分价格带格局：中高端酒格局尚未敲定

1) 中高端细分市场：根据欧睿数据，2021 年销量规模约为 1583 万千升，占整体销量 38.2%。其中，外资品牌百威进入中国市场之初便定位高端酒市场，市占率 37%；青啤凭借品质和品牌优势在内资中结构较高，市占率 27%；润啤 2018 年提出“决战高端”的战略，发力高端酒，市占率 12%；重啤凭借旗下乌苏啤酒、嘉士伯系列、凯旋 1664 则享有 14% 的市占率。

2) **低端细分市场**: 2021年销量规模约为2558万千升, 占比整体销量61.8%, 润啤、青啤、百威、重啤、燕啤市占率分别为36%、14%、4%、2%、11%。

综上, 国内前五大啤酒厂中, 润啤凭借强大的深度分销能力在低端细分市场优势显著, 收购喜力后在中高端市场逐渐发力。青啤比润啤拥有较好的产品结构, 在中高端细分市场的市占率仅次于百威。而百威则凭借哈尔滨啤酒、百威系列、科罗娜、福佳白等品牌以及丰富的夜场渠道资源在中高端细分市场中拔得头筹。重啤2020年资产重组后, 6+6品牌组合面向中高端市场, 市占率仅次于百威和青啤。

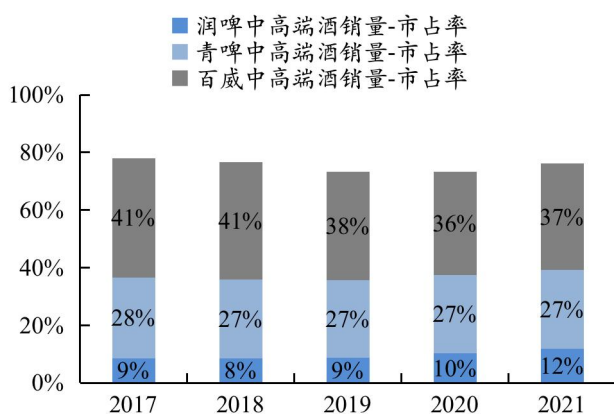
图 42: 我国啤酒细分价格带的竞争格局 (2021 年数据)



数据来源: Wind, 欧睿数据, 信达证券研发中心

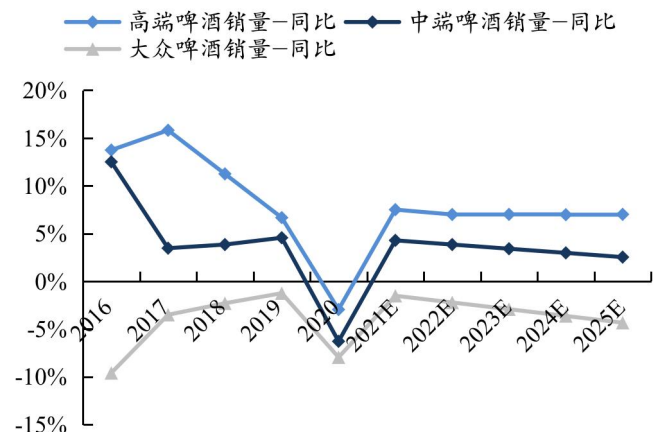
高端化打破行业困局, 格局未定。 低端酒市场是典型的囚徒困境, 纳什均衡下各家厂通过价格战和高促销费用投放来抢夺市占率, 这也导致厂家的千升酒收入和盈利能力非常低。在当下啤酒高端化浪潮中, 渠道依旧重要, 但是不再是决定性的胜负因素, 消费者更加注重品牌力和产品力, 因此行业高端化将奖励品牌、产品、渠道综合实力强的企业。根据欧睿数据, 2015-2020年, 国内中、高端酒的销量规模以CAGR为7%和3%增长, 且高端酒在零售端的收入占比高达40%。随着中高端细分市场占比的不断提升, 叠加中高端酒高毛利属性, 酒厂通过品牌差异化和产品差异化打破了低价竞争的恶性循环。2018年后, 润啤提出“决战高端、质量发展”的战略, 青啤提出“保增长、调结构、提费效”的战略, 而嘉士伯也在稳步推进“扬帆22”战略、乌苏从初步全国化走向深度全国化, 百威不再一家独大, 其市占率从2017年的41%下滑到2021年的37%。随着头部啤酒厂纷纷发力中高端酒市场, 未来中高端酒的格局或将重塑。

图 43: 2018-2021 年百威在高端酒市场的市占率下滑明显



数据来源: Wind, 欧睿数据, 信达证券研发中心

图 44: 2015-2020 年, 国内高端酒销量规模 CAGR 为 7%



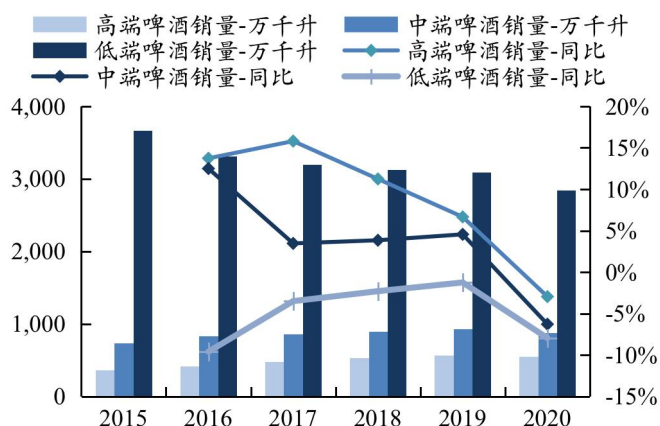
数据来源: 欧睿数据, 信达证券研发中心

3.4 未来趋势：高端化改善盈利能力，产能优化降本增效

3.4.1 高端化是改善盈利能力的核心驱动力

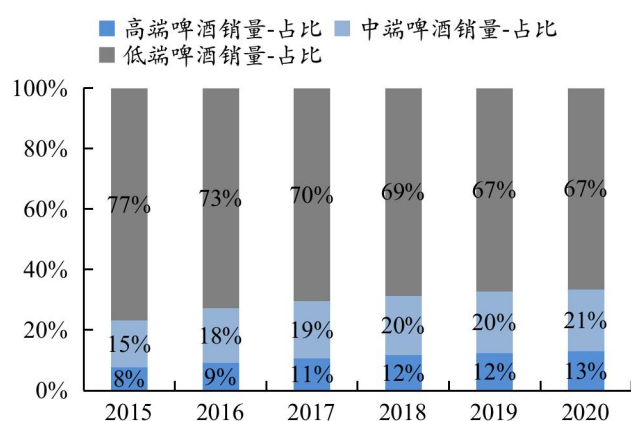
8-12元价格带中高端酒快速扩容。根据欧睿数据，高端啤酒快速增长，其销量增速>中端啤酒>低端啤酒，2015-2020年高中低端销量CAGR分别为7%/3%/-4%。而8-12元价格带的快速扩容带来行业结构性变化，中高端酒销量合计占比从2015年的23%提升至2020年的34%，其中高端酒销量占比从2015年的8%提升到2020年的13%，中端酒销量占比从2015年的15%提升到2020年的21%，低端啤酒严重萎缩，销量占比从2015年的77%下滑至2020年的67%。

图 45：2015-2020 年我国不同价格带啤酒销量



数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

图 46：2015-2020 年我国不同价格带啤酒销量占比



数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

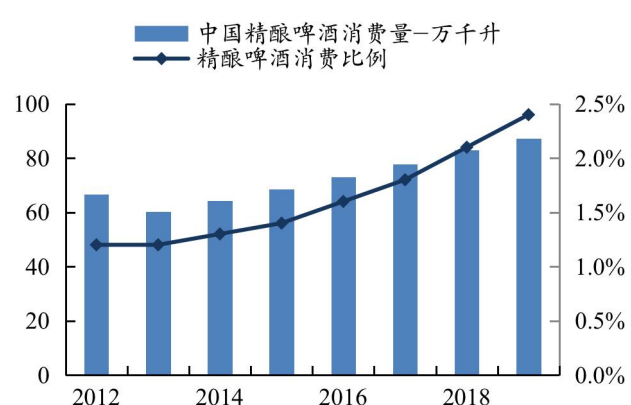
驱动因素一：精酿概念风起。19世纪90年代，精酿啤酒的概念在美国兴起，开启美国啤酒高端化的浪潮。2008年，国内第一家精酿啤酒酿造企业高大师啤酒工厂成立，随后丰收精酿、拳击猫、京A等精酿品牌出现，精酿酒厂数从2012年的7家增长至2018年848家，同期销量从56.7万千升增长至82.9万千升，CAGR为3.2%。和工业量产酒相比，消费者青睐精酿啤酒主要有三大原因：**1) 产品差异化：**产品上精酿啤酒麦芽含量高，基本不使用大米或者玉米糖浆降低成本，口感浓厚，品类多元；**2) 社交需求：**消费场景上精酿啤酒出现高档餐饮、小酒馆、KTV等场所，作为新奇高端的社交货币能够更好地满足消费者的社交需求；**3) 文化价值：**精酿啤酒作为舶来品在国内是“先进文化”的代表，文化价值突出。可以看到的是，精酿啤酒自发的兴起是啤酒高端化浪潮的前哨。

图 47：国内精酿概念风起



数据来源：凤凰网，啤酒日报，信达证券研发中心

图 48：国内精酿啤酒销量稳步提升



数据来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

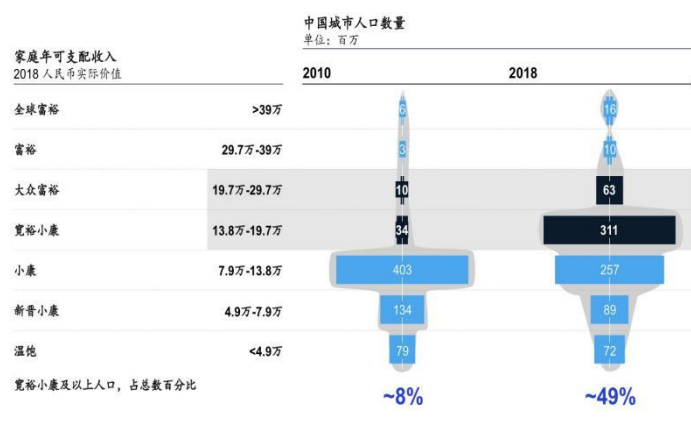
驱动因素二：从消费端看，中产阶级崛起、年轻消费者心理中枢价格抬升是啤酒高端化进程

的两大前提。

其一，中产阶级是中高端酒的主要消费群体。根据麦肯锡全球研究院的数据，我国中产阶级人数在增加，2018年49%的城市人口处于大众富裕和宽裕小康水平。由于中高端餐饮和夜场是国内高端啤酒的主推渠道，因此看重啤酒社交价值和品牌价值的中产阶级将是中高端啤酒的潜在消费人群。此外，中产阶级消费者数量的快速增长也出现在三四线城市中，2010年-2018年三四线城市年可支配收入达到14-30万元的家庭CAGR为38%，超过了一二线城市的23%。低线城市富裕消费者的显著增加有利于中高端酒下沉市场，逐步替代低端酒。

其二，年轻消费者心理中枢价格抬升。2017年后，饮料酒饮赛道出现了奈雪的茶、元气森林、百润Rio等一系列面向年轻消费者的高端品牌，这表明90后、00后他们更加愿意在泛酒饮上支出更多的金额以满足个性化、差异化和多元化需求，更加看重产品力和品牌力。根据中国酒业文化论坛发布的《“90”后酒类消费图鉴》，90后更易接受高价位啤酒。随着90后、00后成为啤酒的主力消费人群，他们对高品质啤酒的追求使得本轮高端化更为确定。

图 49：2010-2018 年我国中产阶级人数在增加



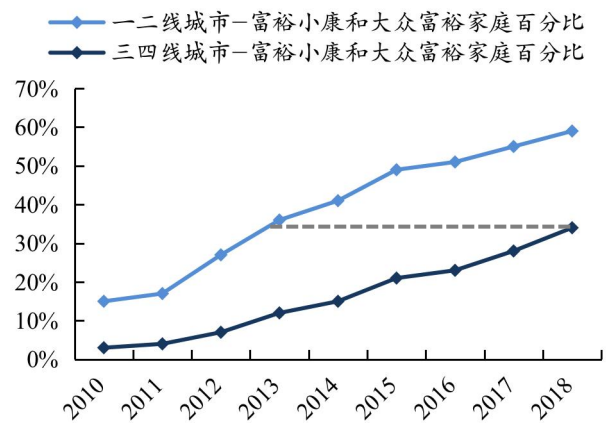
数据来源：麦肯锡全球研究院，信达证券研发中心

图 51：2017 年后饮料酒饮赛道出现一系列面向年轻人的高端品牌，例如奈雪的茶、喜茶等



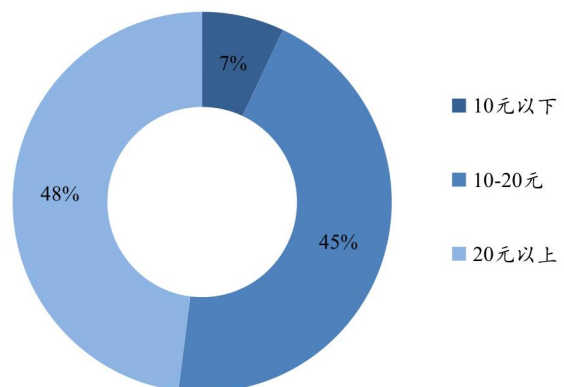
数据来源：各公司官网，好望水官方微博，信达证券研发中心

图 50：低线城市富裕消费者显著增加



数据来源：麦肯锡全球研究院，信达证券研发中心

图 52：更多的消费者愿意为更高品质的啤酒花费更多



数据来源：中国酒业文化论坛《90后酒类消费图鉴》，信达证券研发中心

驱动因素三：从企业端着，国内啤酒厂积极参与到啤酒高端化进程中，盈利改善明显。在国内啤酒销量接近饱和、消费者对高品质产品的诉求下，国内啤酒厂意识到产品结构升级的紧迫性和重要性，业务重点逐渐转向中高端市场并加大资源倾斜力度。2013年嘉士伯集团入主重啤后整合产能，2018年加快产品结构升级，将嘉士伯、乐堡、凯旋1664等国际高端

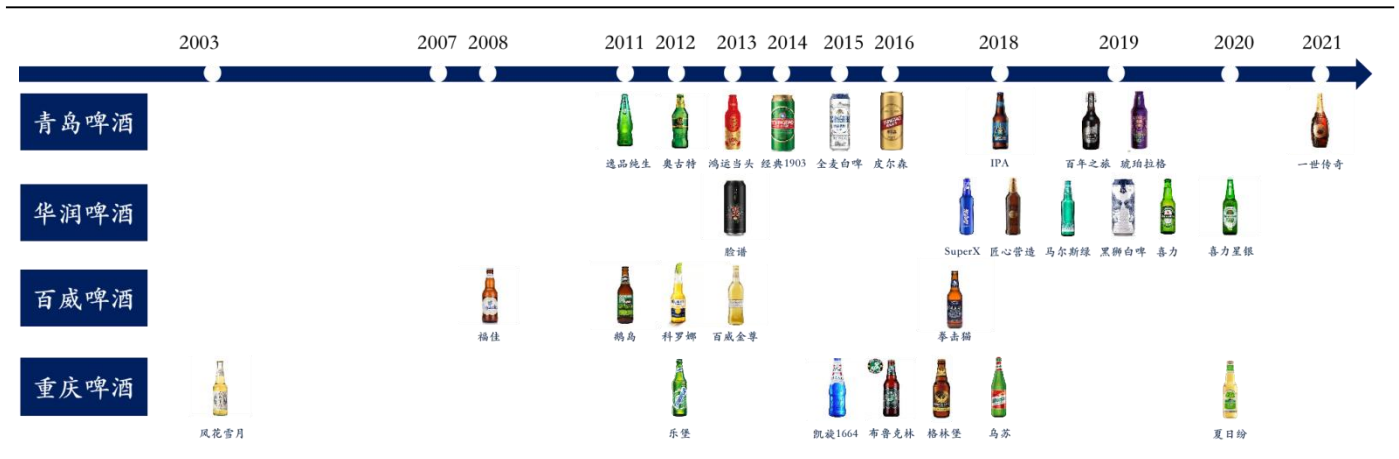
品牌导入重庆啤酒的销售体系。2018年润啤提出“决战高端、质量发展”战略，与喜力达成长期战略合作协议，推出 SuperX、匠心营造两款高端产品，2019年推出马尔绿、黑狮白啤、喜力经典。而青啤在已有高端酒的基础上2020年推出百年之旅、琥珀拉格两款超高端新品、2021年推出一世传奇超高端新品。随着主要啤酒厂发力中高端产品，2019-2021年润啤、青啤、重啤、燕啤千升酒收入 CAGR 分别为 1.3%、2.9%、2.7%、3.1%，毛利率都有明显的改善。

表 7：国内主要啤酒厂高端化战略统计

公司	战略	品牌	产品	渠道
华润啤酒	决战高端，质量发展	收购国际品牌喜力	4大天王+4大金刚	成立大客户事业部
青啤啤酒	保增长、调结构、提费效	聚焦青岛啤酒主品牌和副品牌崂山	纯生、经典 1903、白啤、奥古特、皮尔森、鸿运当头、琥珀拉格、经典等	销售团队业绩考核改变、费用精准投放、聚焦沿黄市场。
百威啤酒	坚持高端化战略	收购拳击猫、开巴等精酿品牌，引进多个海外品牌	福佳白、百威系列、科罗娜、鹅岛、百威金樽等	45个超高端品牌扩张城市计划、50个百威系列扩张城市计划
嘉士伯	扬帆 22、扬帆 27	国际品牌+国产品牌	乌苏、乐堡、凯旋 1664、重庆、乐堡等	76个大城市计划市场、乌苏深度全国化

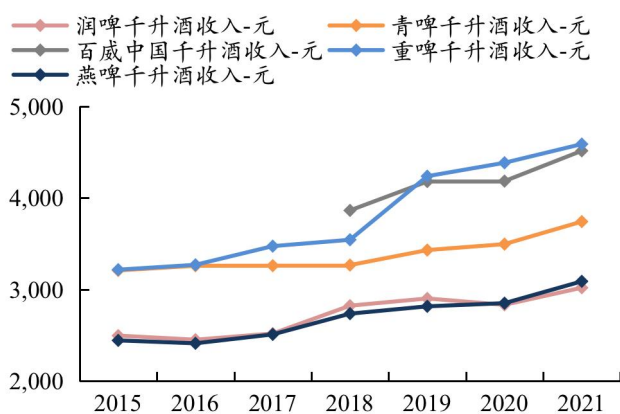
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 53：2014 年后啤酒行业高端化进程提速



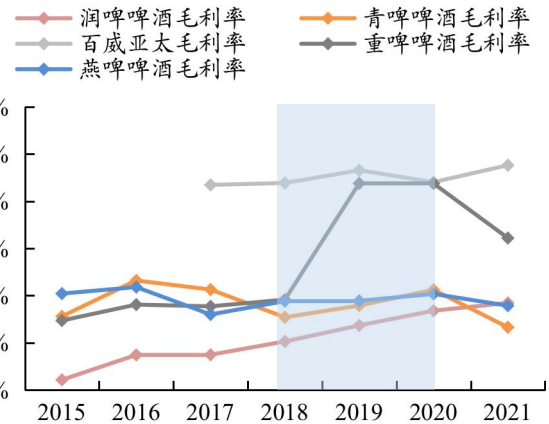
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 54：2015-2021 年主要啤酒厂千升酒收入



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 55：2018 年后主要啤酒厂毛利率改善明显



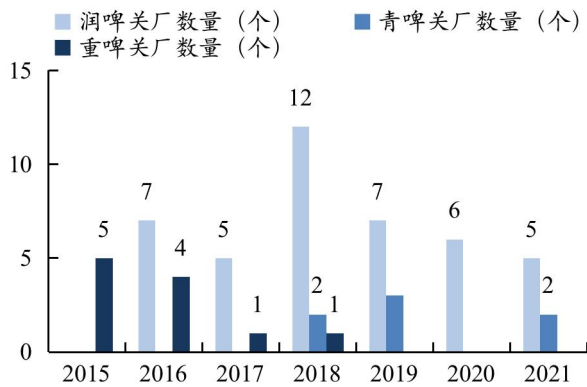
数据来源：Wind，信达证券研发中心

3.4.2 提高单厂运营效率，产能优化升级

密集关厂减员后，酒厂折旧费用率有明显改善。2013年后，啤酒产量连续下滑，行业产能

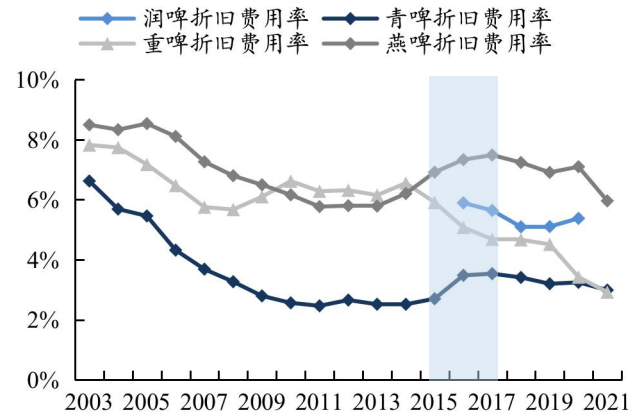
严重过剩、规模不经济等问题凸显。在量增到顶的背景下，国内啤酒厂关停规模小、效率低的工厂，到 2021 年，润啤关厂 42 家、青啤关厂 7 家、重啤关厂 11 家，各酒厂折旧费用率有明显改善。以率先关厂的重啤为例，2015-2018 年共计关停 11 个工厂，其中 2015-2016 年处于密集关厂期，固定资产折旧费用率从 2014 年 6.6% 下降到 2016 年的 5.1%；而行业内紧跟重啤关厂的润啤在 2016-2018 年也有同样的表现。

图 56：2015-2021 年国内主要啤酒厂关厂数量统计



数据来源：Wind，信达证券研发中心

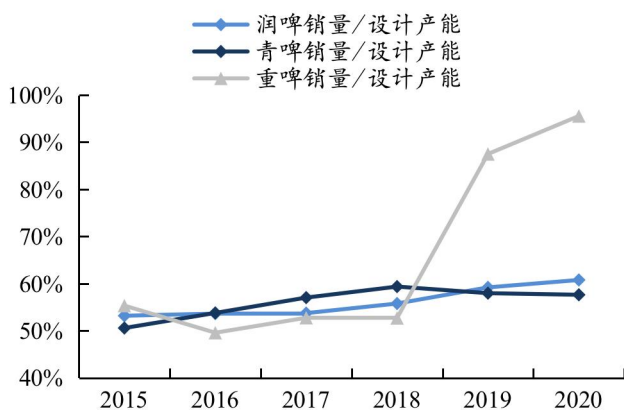
图 57：2015-2016 年重啤折旧摊销费用率加速下降



数据来源：Wind，信达证券研发中心

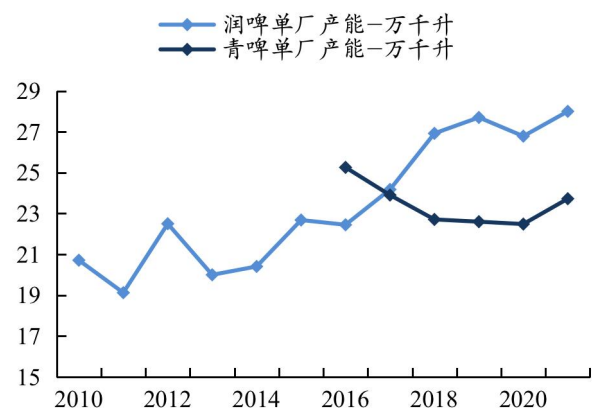
关小上大，提高单厂运营效率，各大啤酒厂仍有产能优化的计划。随着啤酒厂产能不断增加，短期平均成本上升而长期平均成本缓慢下降，规模效应提升缓慢，关小上大、进行产能整合将是啤酒厂降费增效的必要路径。从目前进展来看，润啤关厂后，2016-2019 年单厂产能从 22.4 万千升提升到 2019 年的 27.7 万千升，CAGR 为 7.3%。未来 3 年各大啤酒厂皆有产能优化、提升单厂产能的计划，比如百威莆田扩产至 200 万千升、青啤平度 100 万千升大厂替代周围小厂、润啤在安徽新建 100 万千升项目，单厂运营效率的提升将是未来看点。

图 58：2016 年后主要酒厂的销量/设计产能比均有提升



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 59：2016 年后润啤单厂产能提升明显



数据来源：Wind，信达证券研发中心

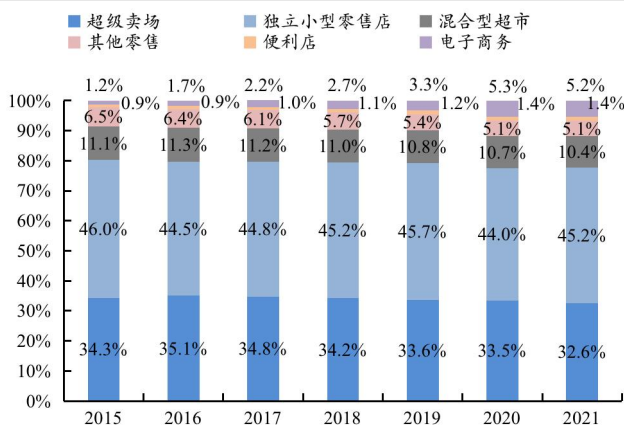
表 8：国内主要啤酒厂大型工厂统计

公司	项目简述
华润啤酒	2020 年，在安徽蚌埠新建年产能 100 万千升项目。 2021 年 7 月，华润雪花啤酒与山东济南章丘区进行了工厂项目签约，一期年产能 70 万千升。
百威亚太	2021 年，百威亚太在福建莆田扩大产能，总产能将达到 200 万千升。
青岛啤酒	2020 年 3 月，山东平度智慧产业示范园及 100 万千升啤酒扩建项目开工建设。 2022 年年初，青岛啤酒（枣庄）有限公司 100 万千升（一期 60 万千升）啤酒新建工程项目举行开工仪式。
重庆啤酒	2021 年，公司控股子公司嘉士伯重庆啤酒有限公司与佛山市三水区签订意向书，计划投资不低于 10.3 亿元建设 50 万千升/年产能的啤酒生产基地项目，预计 2024 年实现投产。
燕京啤酒	2022 年年初，燕京啤酒（山东）有限责任公司一期年产能 50 万千升生产基地项目在山东济宁市邹城市唐村镇开工。

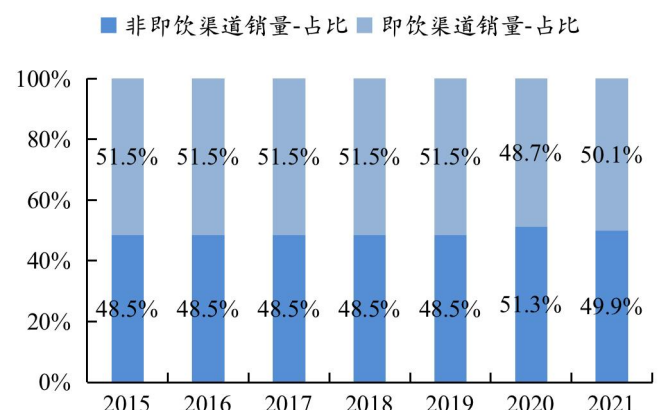
数据来源：中国国际啤酒网，云酒头条，信达证券研发中心

3.4.3 非现饮渠道发展，罐化率提升

非现饮渠道的迅速发展带动罐装需求提升。啤酒的销售渠道分为现饮渠道和非现饮渠道，其中现饮渠道为餐饮和夜场，而非现饮渠道为 KA、现代新零售渠道、销售罐装酒为主。根据欧睿数据，2020 年现饮渠道销量占比从 51.5% 下降至 48.7%，非现饮渠道超过 50%。我们认为，啤酒销售渠道结构的变化受两方面影响。1) 短期看是疫情的催化，2020 年新冠疫情发生后，餐饮和夜场等现饮渠道受影响较大，啤酒企业为了保持消费者黏性和品牌忠诚度，加快非现饮渠道的产品投放，非现饮渠道占比被动提升。2) 长期看则是家庭消费场景的发展，随着啤酒文化的培育，消费者在现饮渠道的消费习惯会逐渐过渡到家庭消费，进而增加了商超、电商等非现饮渠道的购买需求。

图 60：2015-2021 年我国啤酒非现饮渠道拆分


数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

图 61：2015-2021 年我国啤酒销售渠道变化


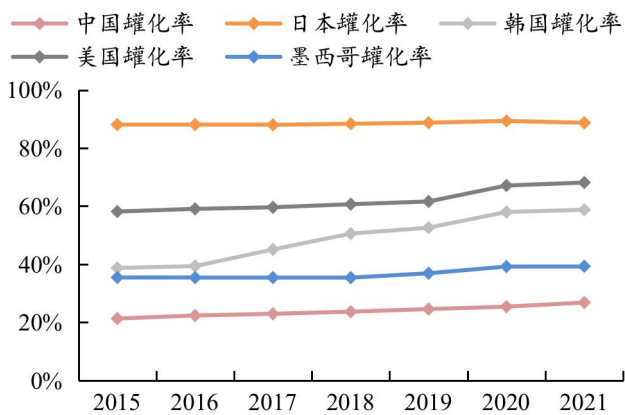
数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

罐化率对啤酒厂的影响主要体现销售端。1) 费用占优：相比于瓶装酒，在同等运输半径下，罐装酒质量轻、不易碎、潜在的销售半径更广，运输费用上更占优势。2) 销售占优：罐装酒在包装设计上可以结合当下品牌调性以及流行趋势，更容易实现个性化营销，符合年轻消费者多样化、个性化的消费需求。我国目前罐化率在 25% 左右，和其他啤酒大国相比较低，同为亚太国家的日本和韩国罐化率分别在 91% 和 71% 左右，欧美国家美国、英国罐化率则是 67% 和 73%，未来提升空间较大。2018 年以来，国内啤酒厂均加快听装生产线的产能布局，满足新零售、电商等非现饮渠道发展的需求。

表 9：国内主要啤酒厂罐装产能统计

公司	时间	工厂	事件
华润啤酒	2020	兰州工厂	投产 12 万罐/小时罐装生产线
	2020	湖南工厂	规划 6 万罐/小时罐装生产线
	2020	运城工厂	投产 6 万罐/小时罐装生产线
青岛啤酒	2018	马鞍山工厂	投产 3.6 万罐/小时罐装生产线
	2018	太原工厂	投产 3.6 万罐/小时罐装生产线
	2018	漳州工厂	投产 6 万千升罐装生产线
	2019	珠海工厂	投产 2.4 万罐/小时罐装生产线
重庆啤酒	2020	大理工厂	在建 15 万千升罐装生产线
	2020	宜宾工厂	在建 15 万千升罐装生产线

数据来源：中国国际啤酒网，财联社，中国经济网，Wind，信达证券研发中心

图 62：我国啤酒罐化率相对较低但是呈现上升趋势


数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

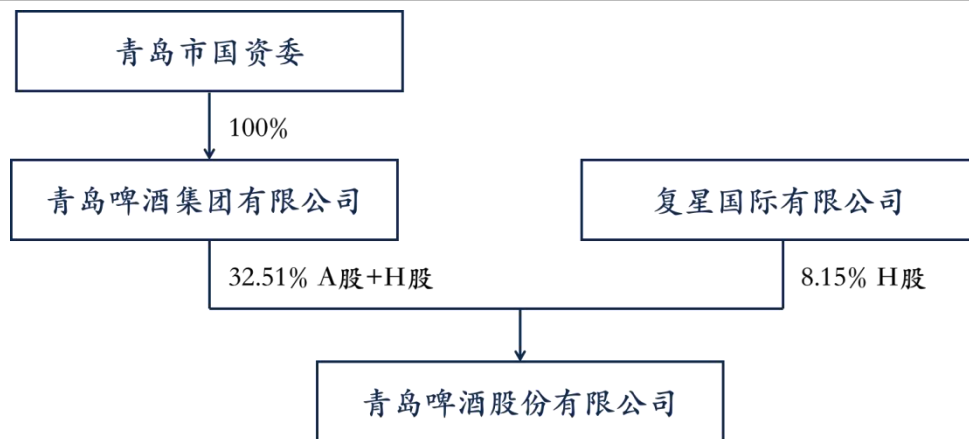
图 63：罐装酒在包装设计上更加多元化、个性化


数据来源：公司官网，信达证券研发中心

4 公司看点：聚焦沿黄，局部规模效益+品牌溢价优势突出

4.1 人效：股权激励落地，人效改善释放活力

股权激励落地，保证业绩平稳增长。公司目前第一大股东和实控人为青岛国资委，根据公司 2021 年报，青岛国资委通过青岛啤酒集团有限公司持有公司 32.5% 的股权。2014 年，大股东承诺青岛啤酒 2020 年 6 月底前推进上市公司管理层长期激励计划，2020 年 3 月如愿落地，拟向不超过 660 人的董监高和其他核心骨干人员授予 1350 万股限制性股票，其中预留 30 万股，授予价格为 21.73 元。激励计划中，公司分三期解禁限售股，明确规定了业绩考核目标。2018-2019 年公司关厂增效对利润有一定拖累，因此利润目标的设定相对合理。目前，公司第一期和第二期限限制性股票成功解锁并授予相关激励对象。第三期净利润目标、ROE（摊薄）分别为 25.6 亿元、8.5%，对比 2021 年净利润 32.6 亿元、ROE（摊薄）13.7%，业绩压力较小。我们认为，公司股权激励计划对业绩的要求较为宽松，更多是锁定核心管理层，确保高端化战略顺利落地实施。

图 64：2021 年年报青啤股权结构


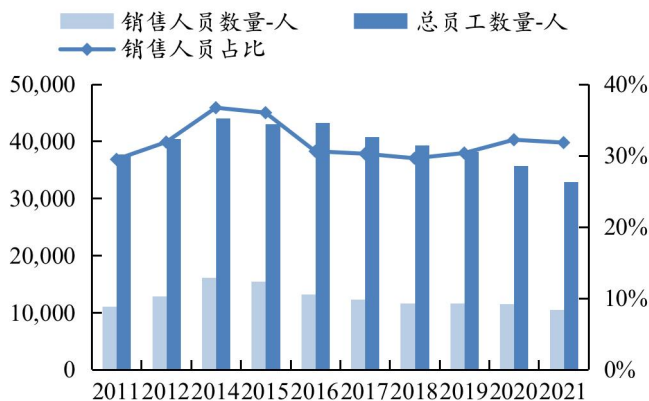
数据来源：Wind，信达证券研发中心

表 10：限制性股票激励计划解除条件及完成情况

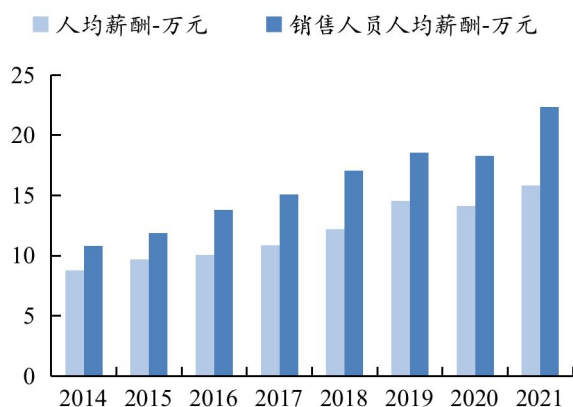
解除限售期	ROE 目标	营收增速目标	主营业务占比目标	完成情况
第一个解除限售期	2020 年 ROE 不低于 8.1%，且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值。	以 2016-2018 年净利润均值为基数，公司 2020 年净利润增长率不低于 50%，且当年度净利润较 2016-2018 年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和	2020 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。	2020 年 ROE 为 10.7%；以 2016-2018 年业绩均值为基数，2020 年净利润增长率为 172.4%；2020 年主营业务收入占比 98.5%。 (完成)
第二个解除限售期	2021 年 ROE 不低于 8.3%，且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值。	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。	2021 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。	2021 年 ROE 为 13.7%；以 2016-2018 年业绩均值为基数，2021 年净利润增长率为 141.2%；2021 年主营业务收入占比 99.5%。 (完成)
第三个解除限售期	2022 年 ROE 不低于 8.5%，且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值。	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。	2022 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%。	

资料来源：Wind，信达证券研发中心

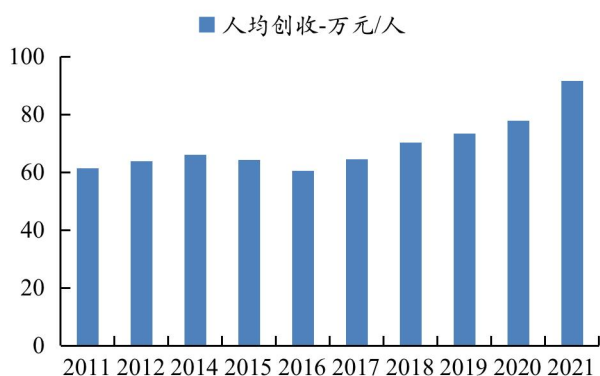
人效提升，青啤混改加速。2018 年 8 月，青岛市国资委发布《青岛市国有企业混合所有制改革招商项目书》，青啤与双星集团、澳柯玛、海信集团等位列其中，目前双星集团混改方案已经获批。2017 年开始，公司推进人员优化和效率提升项目，控制人员总量，员工总数从 2016 年的 43228 人减少到 2021 年的 32947 人，销售人员从 2016 年的 13225 人减少到 10479 人，但是销售人员占比不降反升，从 30.6%提升到 31.2%。在公司精简人员的情况下，一线销售人员的薪酬增长明显，2016-2021 年 CAGR 为 10.09%，人员数量优化+员工涨薪彰显公司提升国企运营效率的决心，2016-2021 年人均创收和创利 CAGR 为 8.7%、31.8%。

图 65：2016 年后，公司精简人员、提升效率


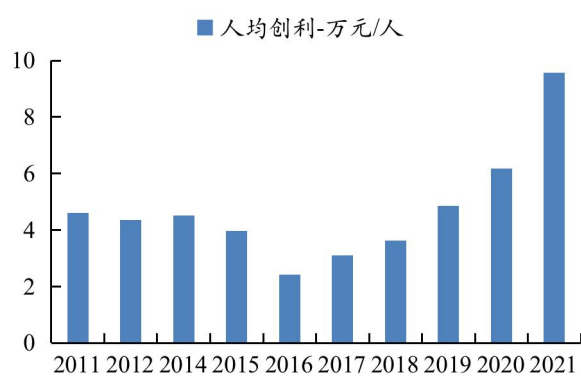
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 66：2016-2021 年公司销售人员人均薪酬 CAGR 为 10.09%


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 67：2016-2021 年青啤人均创收 CAGR 为 8.7%


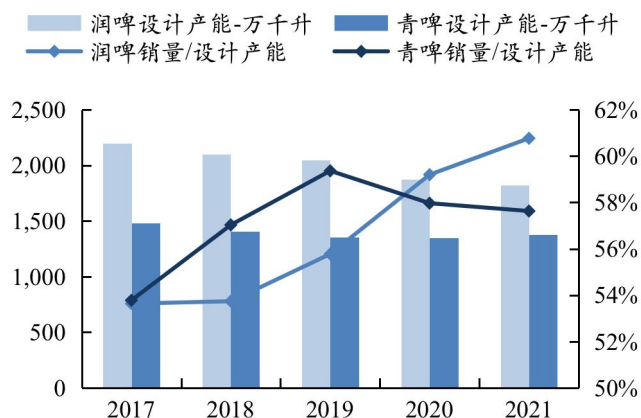
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 68：2016-2021 年青啤人均创利 CAGR 为 31.8%


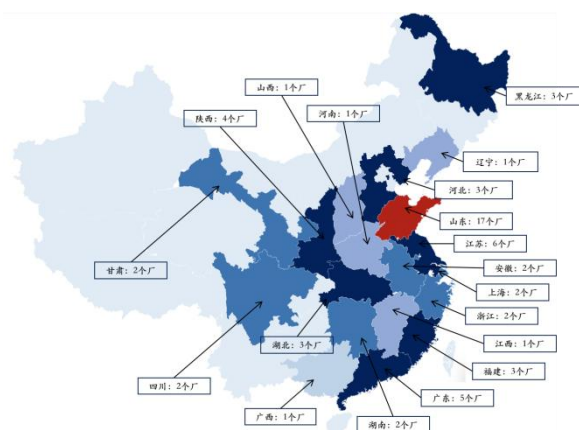
数据来源：Wind，信达证券研发中心

4.2 厂效：关厂减员，数字化转型持续推进

全国拥有 60 家企业，山东省内占优。经过两次大规模的并购和对内技改扩建和新建生产基地项目，青啤已经从一个地方性啤酒制造商成长为全国拥有 60 家啤酒生产基地的巨头企业，山东省内拥有 17 家啤酒企业，在江苏、山西、广东等也有超过 5 家生产企业，2021 年总设计产能 1376 万千升，仅次于润啤 1820 万千升，行业内排名第二。

图 69：2017-2019 年青啤和润啤设计产能下降、销量/设计产能比提升


数据来源：Wind，信达证券研发中心

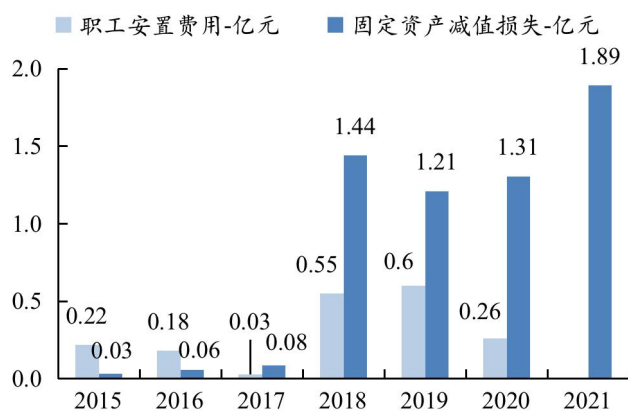
图 70：2021 年青啤工厂全国分布情况


数据来源：Wind，信达证券研发中心

关闭落后产能，一次性费用在所难免。2016年，公司设计产能1566万千升，实际产能为1139万千升，销量/设计产能比仅为50.6%，低于润啤53.2%的水平，生产效率急需改善。继2015年重啤率先关闭5家工厂、2016年润啤关闭7家工厂后，青啤跟随行业脚步，压缩资本性开支，2018年关闭上海杨浦和安徽芜湖的2家工厂、2019年关闭浙江台州、北京五星、福建漳州3家工厂、2020年疫情暂缓关厂计划。关厂后会产生员工安置费用+固定资产减值损失一次性费用，2018年、2019年青啤员工安置费分别为0.55、0.6亿元，固定资产减值损失为1.44、1.21亿元，两项费用合计占比归母净利润13%、9%。

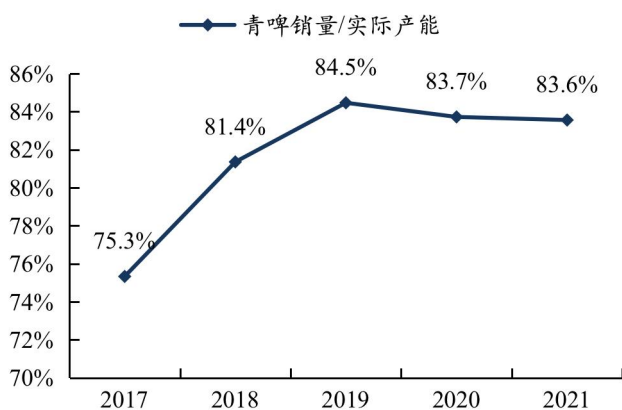
降费增效成果显现，效率提升明显。青啤关闭落后产能降费增效主要体现在：1) 折旧摊销费用2018年、2019年分别同比-2%、-1.4%至11.54、11.38亿元，折旧费用率分别同比-0.15pct、-0.33pct至4.76%、4.43%；2) 2016-2019年，产量/实际产能比(69.5%→84.5%)和产量/设计产能比(50.6%→59.4%)有明显提升；3) 固定资产周转率从2017年2.3的底部提升到2021年的3.0。未来3-5年，公司仍有每年关闭1-2家工厂的计划，厂效提升助力盈利改善。

图71：公司关厂后的一次性费用集中在2018-2019年



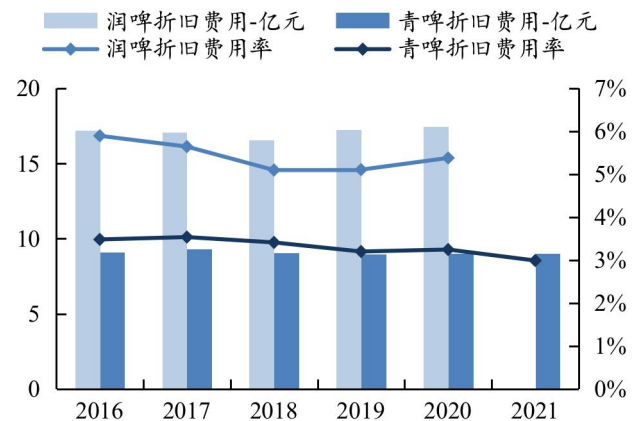
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图73：2017-2019年青啤销量/实际产能比提升9.2pct



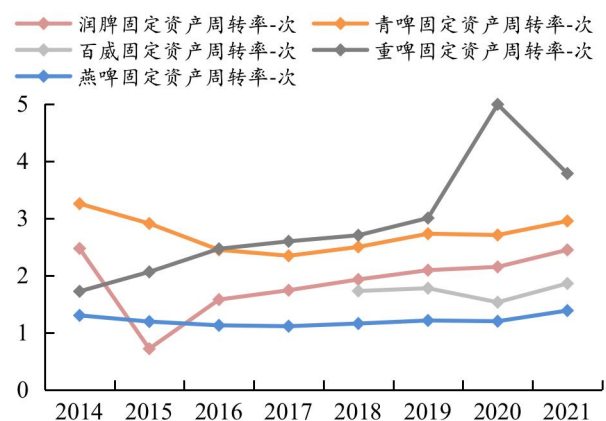
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图72：2015-2021年青啤和润啤固定资产折旧费用对比



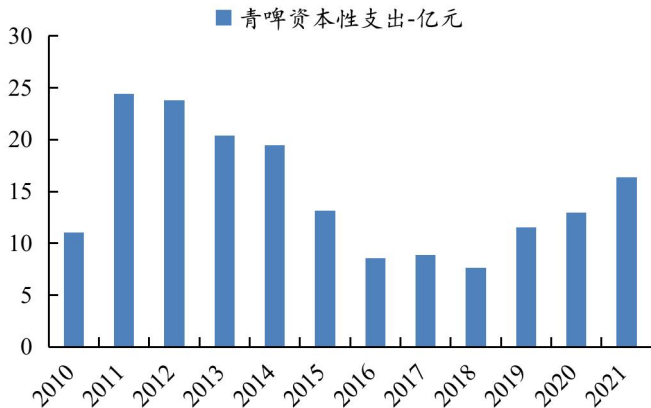
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图74：青啤固定资产周转率从2016年底部的2.7提升到2021年的3.0

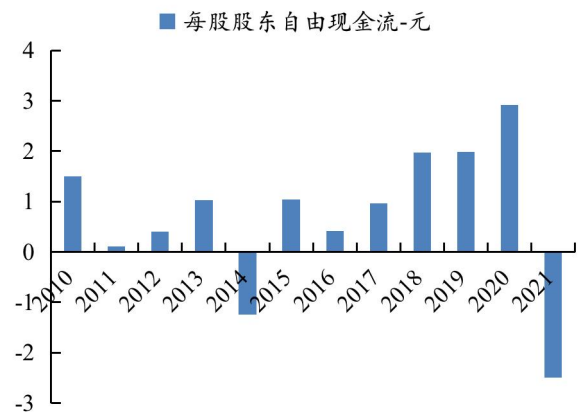


数据来源：Wind，信达证券研发中心

资本性支出高峰已过，每股自由现金流好转。目前，公司合理控制投资规模，资本性支出基本以维护和升级现有生产线为主，每股自由现金流有明显的改善。

图 75：2016 年后青啤合理控制投资规模


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 76：2016-2021 年青啤每股股东自由现金流好转


数据来源：Wind，信达证券研发中心

“灯塔工厂”智能制造，助力数字化转型。除了对已有的产能进行优化，公司加快数字化转型，打造规模化、智能化的啤酒生产基地。2020 年，公司启动青岛啤酒平度智慧产业示范园 100 万千升啤酒扩建项目、青岛啤酒厂智能制造示范工厂扩建升级项目、青岛啤酒西海岸精酿啤酒厂暨时尚花园新建项目。其中，青岛啤酒厂被世界经济论坛评为全球首家啤酒饮料行业工业互联网“灯塔工厂”，在厂效提升方面有三个亮点：

- 1) 解决传统啤酒生产的三大痛点：**根据厂长孟庆尚介绍，灯塔工厂项目将会解决传统啤酒生产的三大痛点：发生故障时需要全线停产、影响效率；啤酒下线时，人工验酒成本高、差错率大；包装程序高度依赖人工，劳动强度大影响效率。项目完成后，品种转化时间降低 70%、整体生产线效率提升了 30%。
- 2) 数据驱动助力定制酒发展：**核心是“端到端”全流程的数据驱动，由此打通定制平台、供应商制罐平台、啤酒厂的制造平台、分炼平台，将个性化定制酒的交货时间从 45 天缩小至 15 到 20 天。
- 3) 智能排产系统优化成本：**青啤目前在 20 多省市拥有 60 家工厂，人工排产并没有办法做到成本最优。在数据驱动体系下，公司相继开发智能排产系统，打破区域界线，从而形成最有排产方案，由此做到生产布局最优、系统成本最低、运营效率最高。

图 77：青岛啤酒厂智能制造示范工厂


数据来源：新华网，信达证券研发中心

图 78：公司个性化产品定制平台


数据来源：新华网，信达证券研发中心

4.3 产品：研发实力突出，高端酒品类丰富

品质坚守与创新驱动，研发实力突出。酒的品质取决于原材料和酿造过程。原材料方面，青

啤选用来自澳大利亚的优质大麦、捷克的顶级啤酒花、经过百年培育的德国菌种，而酿造过程则坚守德国酿造传统，采用现代一罐装酿造工艺和独特的“两段低温慢熟”，平均发酵周期在40天左右。由于发酵周期较长，相比于润啤整体上偏清爽，青啤口感上更为浓厚、酒花和麦芽香更为突出。受益于对啤酒酿造高标准的坚持，青啤几乎囊括了建国以来啤酒质量评比的所有金奖，品质全球领先并获得认可。

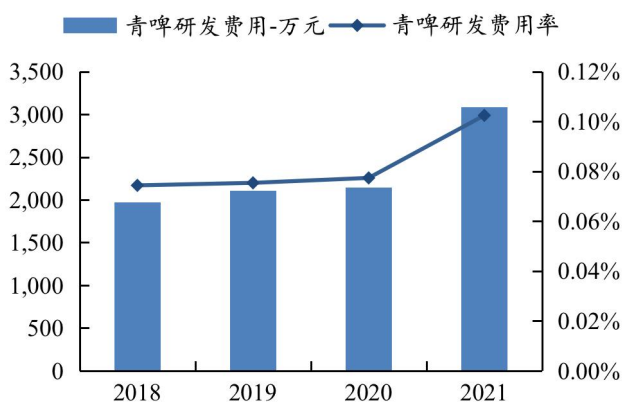
另一方面，公司高度重视创新，拥有生物发酵领域唯一的国家重点实验室和行业内1/3的中国酿酒师，2020年专利数目高达582个，远超前其他啤酒厂。2021年，公司研发费用3090万元，占营业收入0.1%。在新品研发方面，公司已经报备红色艾尔、兰比克啤酒、酸艾尔啤酒等产品的专利，将会弥补国内在艾尔啤酒、酸啤方面的空白。

表 11：国内啤酒厂主要产品麦芽度和酒精度对比

	华润啤酒					青岛啤酒		百威亚太	重庆啤酒	燕京啤酒
	勇闯天涯	SuperX	雪花纯生	喜力	喜力星银	经典	青岛纯生	百威经典	红乌苏	燕京U8
价格带	6-8元	8-10元	10-12元	12-15元	12-15元	6-8元	10-12元	10-12元	12-15元	10-12元
主要容量	500ml	500ml	500ml	500ml	500ml	500ml	500ml	500ml	620ml	500ml
酒精度	≥2.5%vol	≥3.3%vol	≥2.5%vol	≥5%vol	≥4%vol	≥4%vol	≥3.1%vol	≥3.6%vol	≥4%vol	≥2.5%vol
麦芽度	8°P	9°P	8°P	11.4°P	9.5°P	10°P	8°P	9.7°P	11°P	8°P
价格带	6-8元	8-10元	10-12元	12-15元	12-15元	6-8元	10-12元	10-12元	12-15元	10-12元

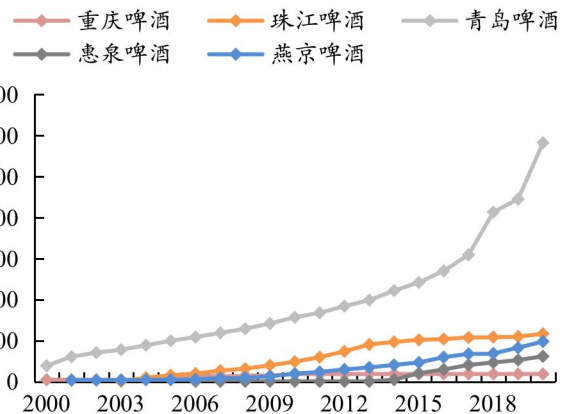
数据来源：天猫商城，信达证券研发中心

图 79：2018-2021 年青啤研发费用



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 80：2020 年青啤专利数目高达 582 个，远超其他啤酒厂



数据来源：Wind，信达证券研发中心

产品矩阵实现全价格带覆盖。在青啤“1+1”的双品牌战略下，青岛啤酒主品牌定位中端和高端酒市场，崂山啤酒定位大众市场，产品矩阵已经实现全价格带覆盖。具体来看：

1) **主品牌：2021 年实现收入 198 亿元，同比+14.8%，贡献啤酒业务收入 67%，销量 433 万千升，同比+11.6%，贡献销量 54.6%。**其中，2021 年公司按照新标准划分产品定位，高档以上产品销量 52 万千升，同比+14.2%，贡献销量 6.6%，包括纯生以上产品，涵盖一世传奇、百年之旅、鸿运当头、奥古特、琥珀拉格、皮尔森、IPA、纯生、白啤等，零售价格在 12 元及以上：

- **青岛纯生：家喻户晓，高端价格带的大单品。**相比于青岛经典，纯生在产品上主打“鲜活”。
- **青岛白啤：开发欧洲啤酒金矿的经典案例。**2015 年公司在业内率先推出青岛啤酒白

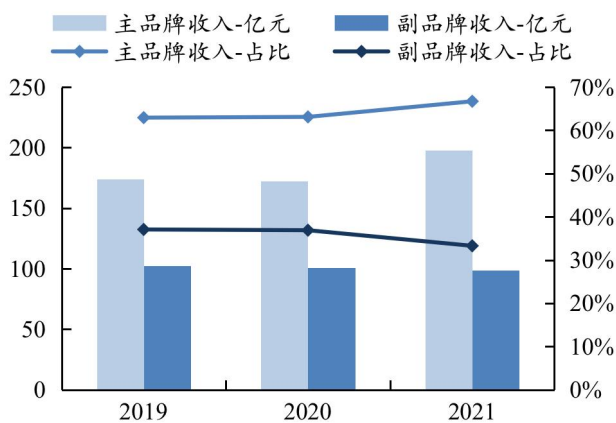
啤，主打小麦麦芽、酒体浓厚、色泽微白特点，2019年获得世界啤酒锦标赛银奖。2020年，公司推出新口味白啤玫瑰红，同时联名梵高画作系列的礼盒上线。

中端酒增速企稳，向上转化高端消费者。新口径下，2021年中高端酒381万千升，同比+11.3%，贡献销量48%。

- **青岛经典 1903：升级经典系列，开启青啤的“大精酿时代”。**2014年，公司升级青岛啤酒经典款，推出经典 1903，主打 1903 年的“两段法低温长时间慢熟工艺”，陆续推出以冬奥会为主题的极地罐、以百年历史为主题的复古国潮罐。
- **青岛经典：卡位 6-8 元/升的中端大单品。**青岛经典在山东省和东三省的消费者认可度高、粘性强，公司先后推出经典足球罐、禧罐、福罐等包装迎合当下流行趋势。

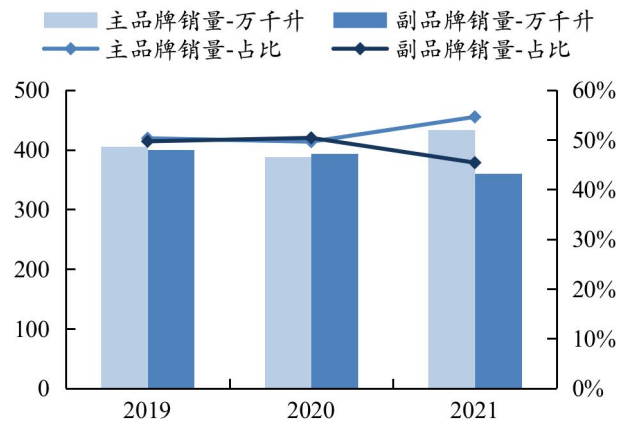
2) 崂山啤酒等副品牌（终端零售价 6 元以下/500ml）具有较好的区域消费者忠诚度：2021 年实现收入 98.8 亿元，同比-2.1%，贡献啤酒收入 33%，销量 360 万千升，同比-8.6%，贡献啤酒销量 45%。从 2017-2021 年数据来看，虽然副品牌销量下滑严重，但是公司积极推动现有低端产品的切换，采取更换包装、减量不减价等改善产品结构，副品牌收入同比下滑的幅度明显小于销量。分产品看，崂山啤酒是青岛啤酒第二大品牌，定位山东基地市场的低端价格带；汉斯啤酒针对陕西啤酒市场运作，地域性较强，消费者忠诚度较高。受产能限制，低端产品主要销往山东地区和华北市场。

图 81：2019-2021 年青啤分品牌收入结构



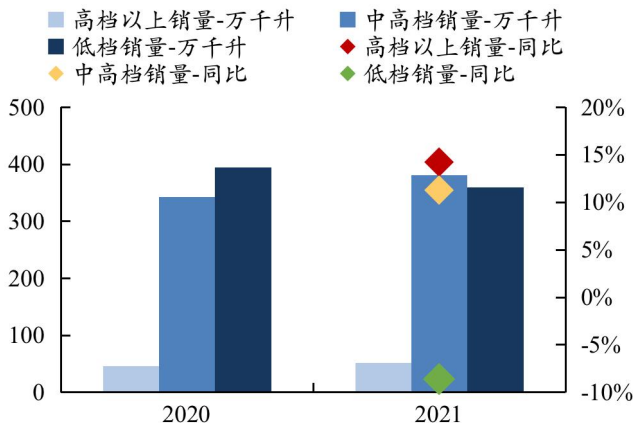
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 82：2019-2021 年青啤销售结构



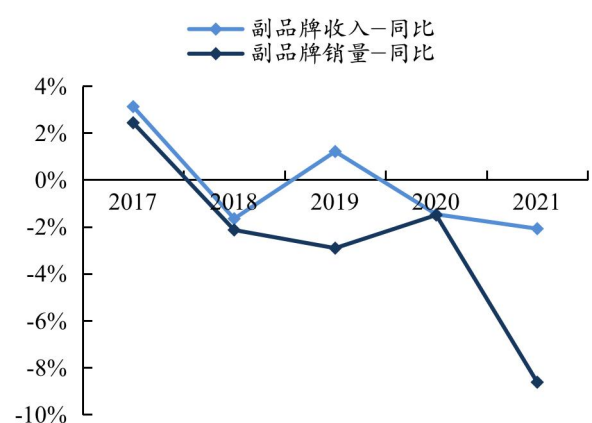
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 83：2020-2021 年青啤不同价格带产品销量以及增速



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 84：2017-2021 年青啤副品牌收入同比幅度小于销量



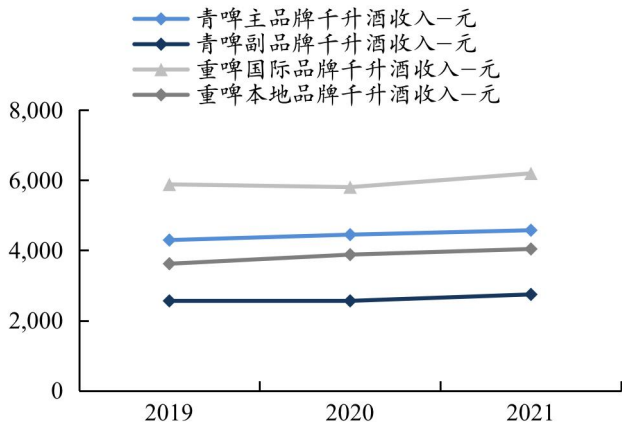
数据来源：Wind，信达证券研发中心

品牌优势下，青啤主品牌溢价明显。2021 年主品牌（中端酒+高端酒）的毛利率高达 43.8%，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 34

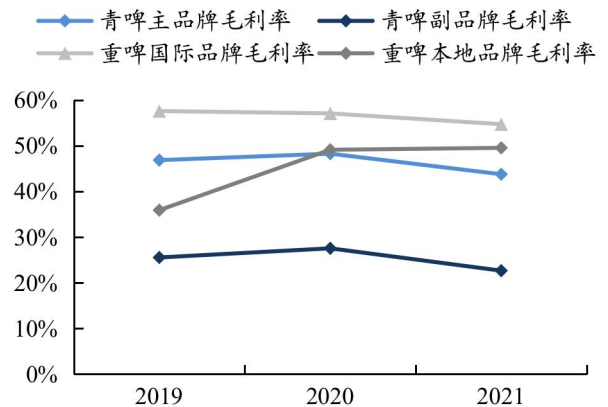
而副品牌（低端酒）仅为 22.6%。从行业内的品牌来看，主品牌在内资品牌中有明显的溢价，2021 年青啤主品牌的千升酒收入为 4572 元，低于重庆啤酒旗下国际品牌（嘉士伯、1664、乐堡）千升酒收入 6193 元，但是超过了重啤旗下同在进行高端化的本地品牌（乌苏、重庆系列等）的千升酒收入 4038 元。

图 85：2019-2021 年青啤和重啤旗下品牌的千升酒收入对比



数据来源：Wind，信达研发中心

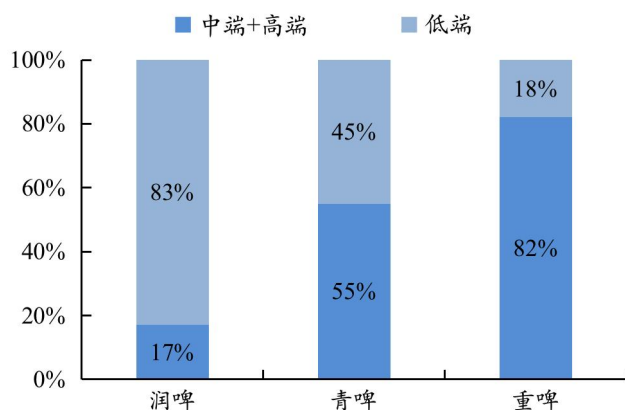
图 86：行业内看，2021 年青啤毛利率略占优



数据来源：Wind，信达证券研发中心

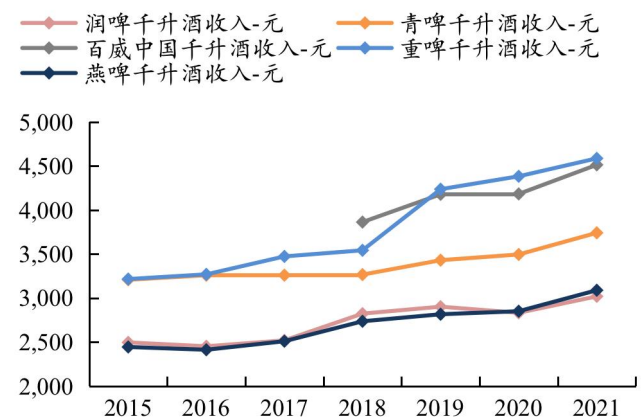
行业内对比，青啤产品结构仍有提升空间。对比产品结构来看，2021 年青啤中端+高端/低端酒销量分别占比 55%/45%，润啤次高端及以上/低端销量占比 17%/83%，重啤中端+高端/低端销量分别占比 82%/18%。产品结构很大程度上决定了厂的千升酒收入，2021 年青啤整体的千升酒收入为 3742 元，仅低于百威亚太的 4797 元、百威中国的 4514 元、重啤 4588 元，高出润啤 3020 元、燕啤 3090 元，可以看出青啤的产品结构好于润啤，但是对标重啤和百威亚太的千升酒收入 4500-4700 的水平，青啤产品结构提升空间广阔。

图 87：青啤在内资品牌中产品结构较好



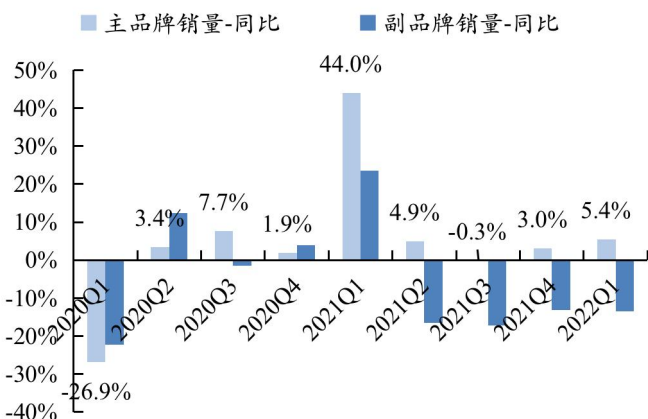
数据来源：Wind，信达研发中心

图 88：行业内看，青啤千升酒收入仅次于重啤和百威

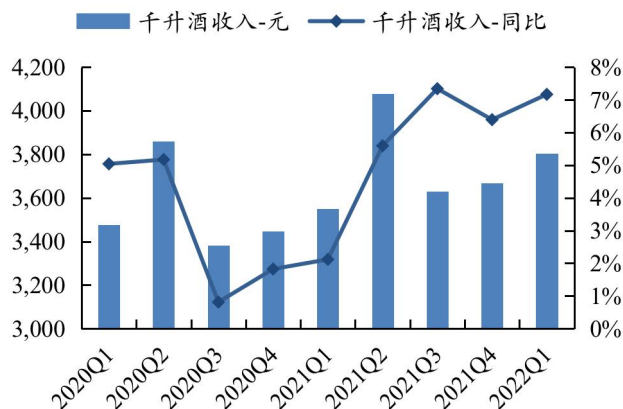


数据来源：Wind，信达证券研发中心

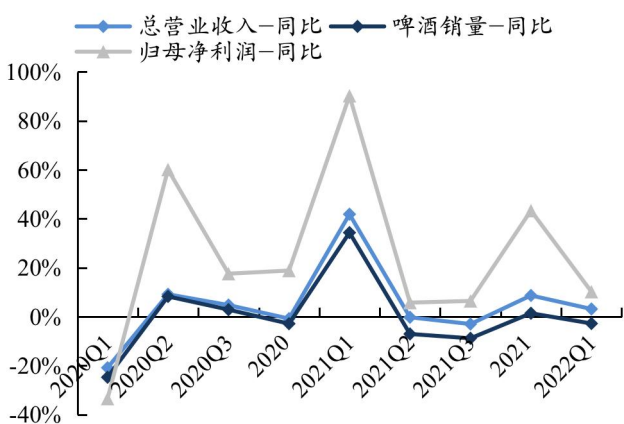
产品结构升级势头不减，业绩爆发释放利润弹性。在啤酒 8-12 元的价格带快速扩容的背景下，公司聚焦中高端酒市场推广，优化费用投放，业绩端改善明显。从主品牌销量来看，2021Q1 同比+44%，剔除 2020 年疫情负增长影响、实际增长 13.1%，2022Q1 在高基数、3 月份疫情的影响下，依然同比+5.4%。从盈利能力来看，尽管 2020 年受到疫情、2021 年受到原材料价格上涨的影响，公司毛销差依然同比改善，2020/2021 年分别同比+1.7pct、0.7pct，产品结构升级释放出来的利润弹性不言而喻。我们认为，在以前价格战渠道战中，青啤优势并不突出，但是在高端化浪潮下，青啤有望凭借品牌力+产品力+渠道力保持主品牌销量中高个位数增长、高端酒高个位数增长，利润弹性加速释放。

图 89：2022Q1 青啤主品牌销量同比+5.4%


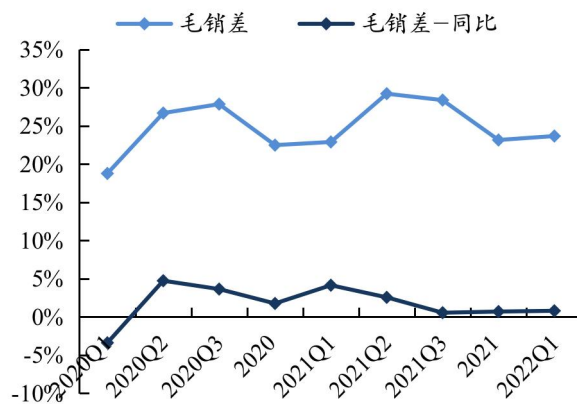
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 90：2022Q1 青啤千升酒收入同比+6.1%


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 91：2022Q1 公司归母净利润同比+10.2%


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 92：2020-2021 年公司毛销差同比改善


数据来源：Wind，信达证券研发中心

4.4 品牌：底蕴深厚，百年青啤打造啤酒生态

百年青啤底蕴深厚，自带高端基因。1903年，英德商人海因利希·色沃特和恩斯特·斯姆森在青岛米勒上尉街毛奇兵营旁（今登州路）创办日耳曼啤酒公司青岛股份有限公司。建厂三年后，青啤在慕尼黑啤酒博览会上荣获金奖，享誉世界，为其品牌植入品质上乘的基因。1945年抗战胜利后，青啤正式更名为“青岛啤酒公司”，开始走上国人的餐桌，作为奢侈品出现在重要节日庆祝的场合中。1963年在全国第二届评酒会上被评为全国名酒，获轻工业部颁发的金质奖章，成为啤酒业内的唯一殊荣。1964年，轻工业部提出“啤酒行业学青岛”的口号，业内推广《青岛啤酒操作法》，奠定青啤“啤老大”的行业地位。青啤坚持优质酿酒原料以及严苛的德国酿造工艺，在国内外揽下多个行业大奖。作为百年品牌，青啤贯穿了几代人的生活，高品质啤酒的品牌形象以及底蕴深厚的品牌故事为其积淀下强大的品牌力，也使得青啤在内资啤酒品牌高端化浪潮的竞争中更具有实力。

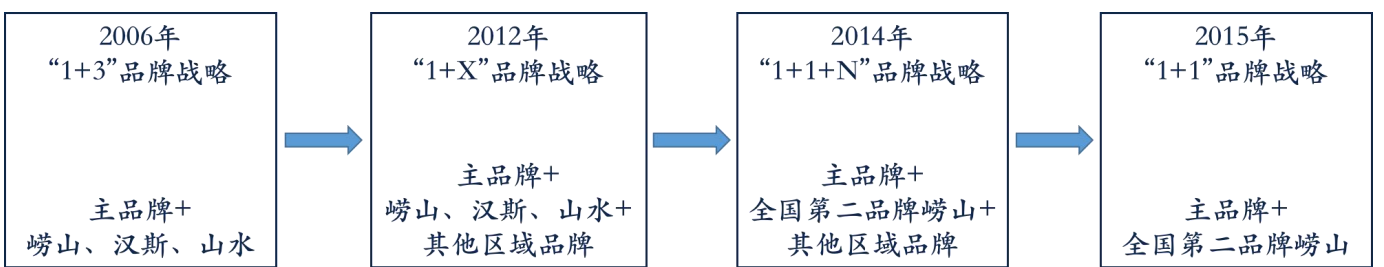
“1+1”双品牌战略。青啤的品牌战略历经从多品牌到双品牌、从多元到聚焦的变革过程。目前，公司以“青岛啤酒主品牌+崂山副品牌”的“1+1”品牌战略运营产品，分层管理旗下品牌，其中主品牌定位中高端市场，崂山定位大众消费市场。2006年，公司完成一轮大规模的市场扩张后，收购过来的副品牌崂山、山水、新银麦没有并入主品牌，对主品牌起到了一定的保护作用。

图 93：百年青啤底蕴深厚，自带高端基因



数据来源：新京报，信达证券研发中心

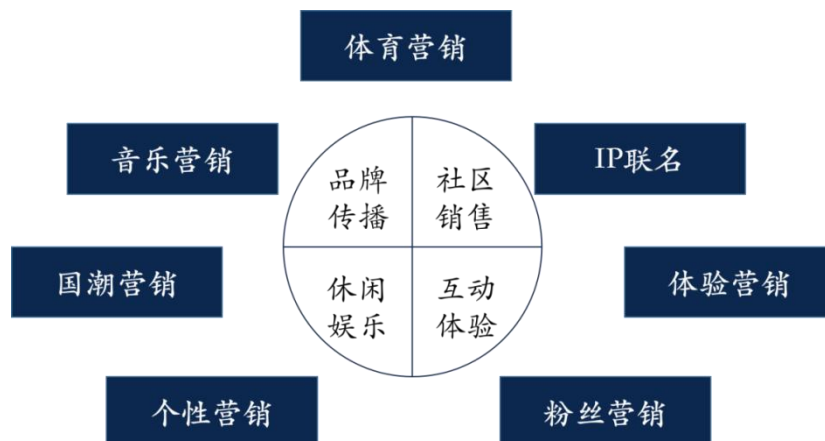
图 94：2006 年-至今青啤品牌战略变革过程



数据来源：Wind，信达证券研发中心

“四位一体”深挖品牌内涵，品宣手段涉猎范围广。2006 年，青啤在业内首创以产品销售+品牌传播+消费者体验为核心的“三位一体”营销模式，核心理念是通过体验式营销和情感式营销找到并连接品牌和消费者之间的感情契合点。至 2018 年，“三位一体”演变成以品牌传播+社区销售+休闲娱乐+互动体验为核心的“四位一体”营销模式。具体来说，公司有七大品宣手段，包括体育营销、音乐营销、IP 联名、国潮营销、粉丝营销、个性营销、体验营销，其中体育营销、音乐营销以及体验营销是主要发力点。

图 95：“四位一体”营销模式下的七大营销手段



数据来源：Wind，信达证券研发中心

体育营销：啤酒和体育赛事相辅相成。百威、喜力等国际巨头一直热衷于在体育营销方面的投入，而青啤 2005 年签约成为北京 2008 奥运会赞助商，切入体育营销，此后成功与 NBA、CBA 联赛、亚冠联赛、2020 年冬奥会等国际体育赛事展开合作，从而将自身“年轻”、“激情”

的品牌主张与体育文化紧密结合。

音乐营销：潮流+音乐与Z世代互动。音乐传递情感，能够加深产品和企业在消费者心目中的形象，从而增强品牌认知度和忠诚度。啤酒消费者以年轻人为主，90后、00后更是主力人群。面向未来消费者，青岛纯生从2012年便发力音乐营销，以“因乐而生”为主题开启，行业内具有较强的前瞻性。随着国内音乐市场发生变化，2017年青啤纯生的音乐营销模式升级为“IN乐而生”，赞助活动包括2017-2019年连续三年的爱奇艺尖叫之夜、2019年至今的草莓音乐节、2018-2020年的ISY三亚国际音乐节。

图 96：青啤音乐营销案例



数据来源：公司官网，信达证券研发中心

体验营销：业内率先打造啤酒生态圈。青啤预见体验营销是增加品牌情感忠诚度的必经之路。1991年借鉴德国慕尼黑啤酒节承办“首届青岛国际啤酒节”，目前已经举办30余届。此后青啤设计出啤酒街、啤酒花园、啤酒博物馆等众多体验平台，强调工匠精神以及独有的啤酒工业文明。为了进一步打造啤酒生态圈，公司布局业内第一家社区啤酒主题门店Tsingtao1903啤酒吧，强调“慢生活”下的社区生活，营造“第二客厅”氛围，开发新的消费场景。目前，公司在全国布局200多家Tsingtao1903啤酒吧，2022年将提升酒吧运营质量，放缓开店速度，未来新开店的形式将以影响力较大的旗舰店为主。

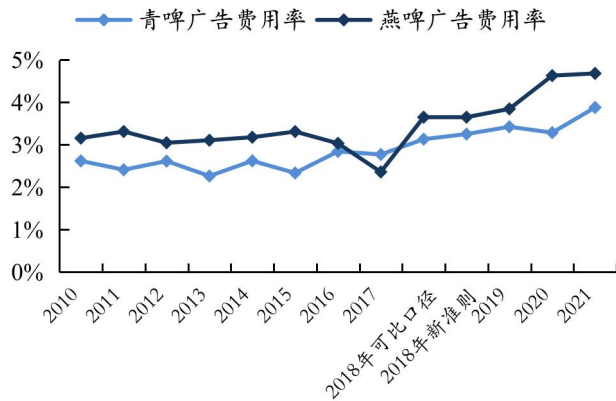
图 97：青啤体验营销案例



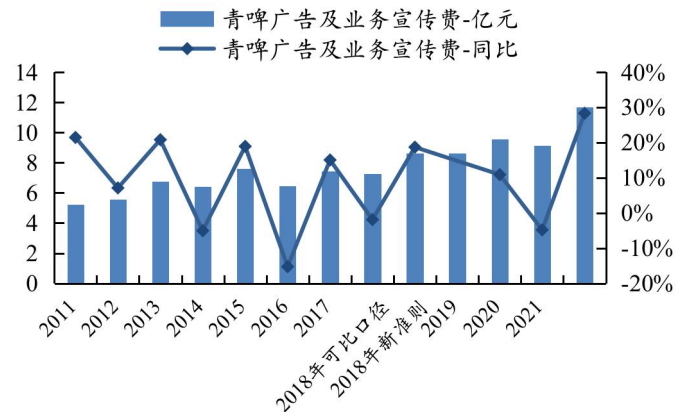
数据来源：公司官网，信达证券研发中心

降费增效下广宣费用持续投入，品牌价值稳步提升。2018年后，在公司收缩费用的大背景
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 38

下,青啤看重广宣费投放对消费者的培育作用,2018、2019年广宣费同比+18.7%、+10.9%。2020年新冠疫情的爆发后,广宣费投放有所放缓,2021年再次加码广宣费投放,同比+28.2%至11.7亿元。从费效比来看,青啤的广告费用率基本稳定,2018-2020年维持在3.3%-3.4%左右,2021年小幅增加至3.9%,依然在行业内处于较低的水平。在广宣费用持续高效投入下,青啤品牌价值也在稳步上升,根据世界品牌实验室的统计,2021年青啤品牌价值高达1986亿元,在餐饮行业中仅次于贵州茅台3267亿元、五粮液3253亿元。

图 98: 2010-2020 年青啤和燕啤的广宣费用率对比


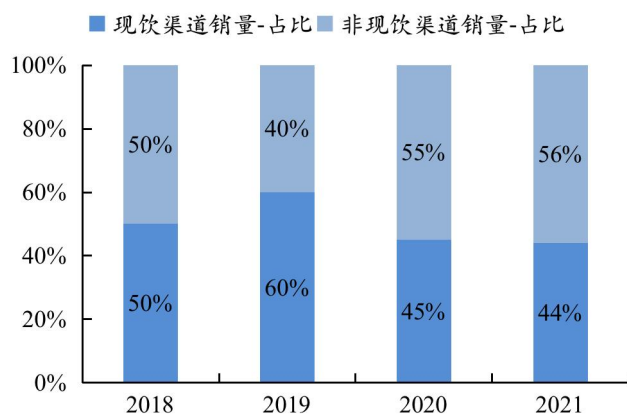
数据来源: Wind, 信达研发中心

图 99: 2021 年青啤广告及业务宣传费同比+28.2%


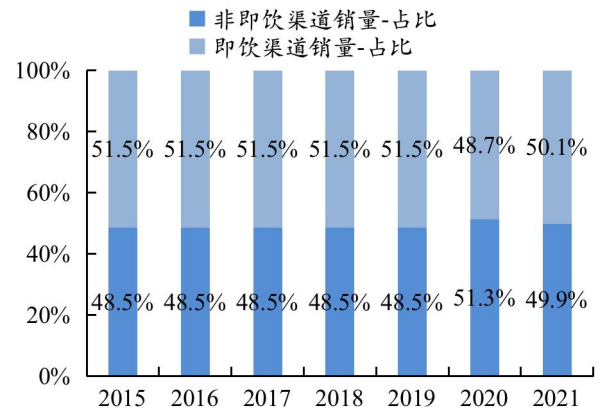
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

4.5 渠道: 深度分销+大客户制巧妙结合, 基础扎实

非现饮渠道占比提升, 终端利润空间高。国内啤酒的销售渠道涉及现饮(餐饮渠道和夜场渠道)和非现饮渠道(KA渠道和流通渠道)。根据欧睿数据,由于疫情冲击餐饮和夜场等场所,国内啤酒行业现饮渠道的占比从2019年的51.5%下滑至2021年的50.1%,非现饮渠道从48.5%增长至49.9%。从渠道利润来看,啤酒动销依赖终端,在酒厂、经销商和终端的博弈中,终端的利润空间较高,而深度分销中经销商普遍担任物流商的角色,以高周转率获利。具体来看,AB类餐饮和夜场终端面向中高端市场,消费者的价格敏感度相对低、比价难度大、可选品类少,毛利空间高于CD类餐饮和非即饮渠道。2021年,公司现饮渠道销量350万千升,同比-0.6%,占比44%,非现饮渠道443万千升,同比+3.1%,占比56%。

图 100: 2018-2021 年青啤不同销售渠道销量占比


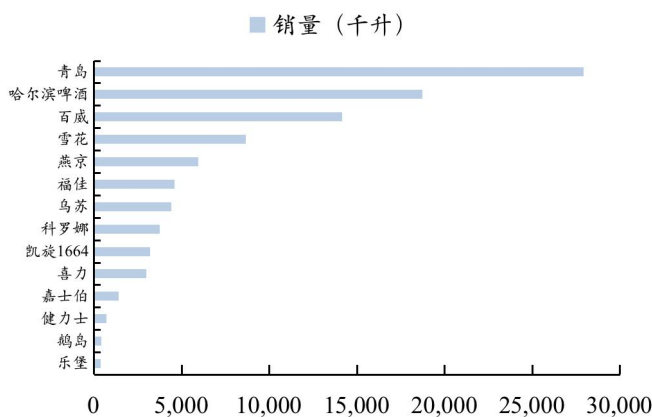
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 101: 2020-2021 年我国非即饮渠道销量占比较 2019 年有所提升


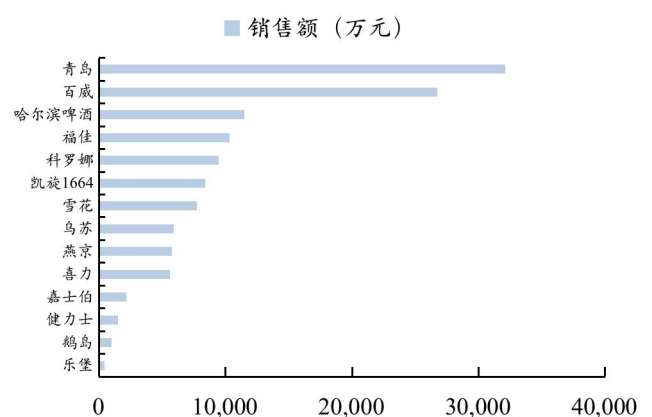
数据来源: 欧睿数据, 信达证券研发中心

线上线下渠道共振, 助力品牌宣传推广。公司布局线上渠道较早, 电商渠道方面, 2014年, 公司组建电商部门, 在天猫、京东、1号店、亚马逊等大型电商平台设立官方旗舰店, “青

岛啤酒官方商城”上线微信商城。2015年，接入京东和菜鸟物流的全国仓储体系，降低运输成本。2016年，公司深化“互联网+”的营销模式，开拓社区O2O渠道，推出青啤快购APP。根据蓝色光标数据商业部和博晓通科技的啤酒线上销售数据，2020.5月-2021.5月期间青岛啤酒在阿里平台上的销量和销售额皆位居第一，分别是2.79万千升和3.21亿元。2020年在新冠疫情的影响下，公司加快线上消费渠道拓展，推进实施“无接触配送”服务，率先设计全国无接触配送数字地图，开展线上百万社团和线下百万社区产品大酬宾活动，线上销售与线下配送接轨。公司目前仍然以线下渠道为主，线上渠道对销量的贡献较小，但是线上渠道对公司进行品牌传播和新特产品推广的尤为重要，2019年利用AR技术将青岛啤酒博物馆全景体验店嵌入天猫旗舰店；尝试网红带货，2021年双11当天天猫啤酒类目品牌销量排名第一，京东啤酒类目官方旗舰店双11全程第一。

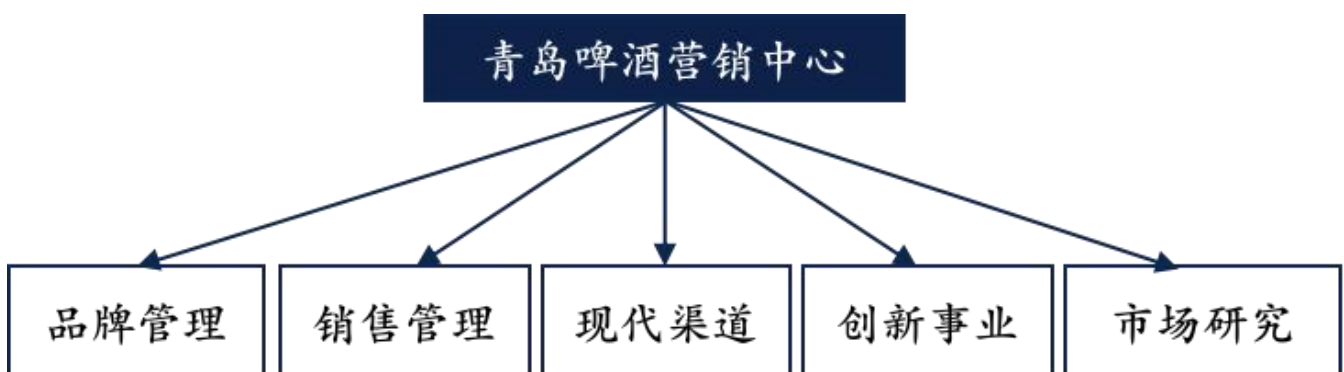
图 102：2020.5月-2021.5月青啤在阿里平台上销量第一


数据来源：蓝色光标数据商业部和博晓通科技，信达证券研发中心

图 103：2020.5月-2021.5月青啤在阿里平台上销售额第一


数据来源：蓝色光标数据商业部和博晓通科技，信达证券研发中心

大客户制+深度分销巧妙结合，数字化营销提供决策支持。组织架构方面，公司设立青岛啤酒营销中心，下设有品牌管理、销售管理、现代渠道、创新事业、市场研究五大部门。从销售模式来看，公司采取分区域深度分销模式，对市场区域和渠道细分管理，同时对培育多渠道专业经销商，通过网络分工协作、专业市场策划、促销支持等措施提高分销能力以及终端客户服务能力。从决策层面来看，公司适应行业发展趋势，全面推进数字化营销转型，推动供应链和经销商网络模式全面升级，保持渠道、人员、费用、消费者战略上的一致。

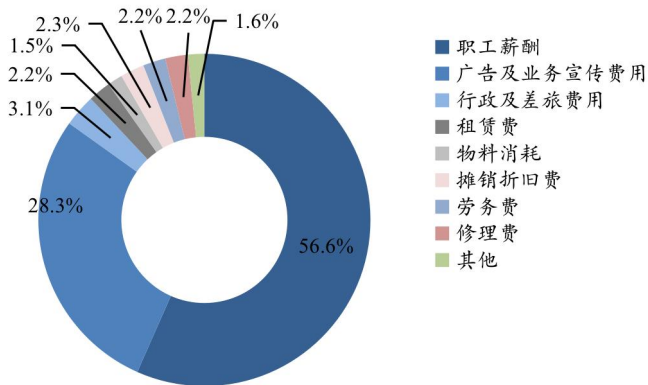
图 104：2021年青岛啤酒营销中心组织架构


数据来源：Wind，信达证券研发中心

费用精准投放助力公司产品结构升级。2017年后，公司优化费用投入，落地四个重要的举措：**1) 从程序上严格管控费用使用、核销及兑付流程，强化市场核查力度；2) 渠道费用**

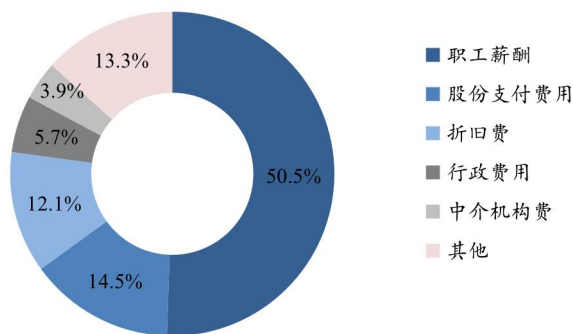
向中高端酒集中，加大高端酒的返利力度；3) 广宣费投放不降反增，聚焦高端酒的品牌推广；4) 业绩考核目标扩展至销量、利润、费用。2018-2020年，公司销售费用率稳定在18%上下，此前销售费用率逐年攀升的问题有明显的改善；2021年，公司执行新收入准则，将原销售费用下的运输费用重新分类至营业成本，可比口径2020、2021年销售费用率分别为12.9%、13.6%。管理费用率长期处于行业内较低的水平，2016-2021年平均水平为5.6%，而华润/重啤/燕京分别为13.3%/5.3%/12.7%，公司管理效率较高。

图 105：2021 年青啤销售费用结构



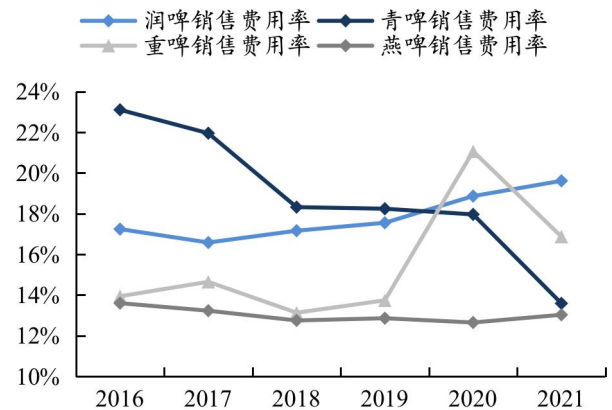
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 107：2021 年青啤管理费用结构



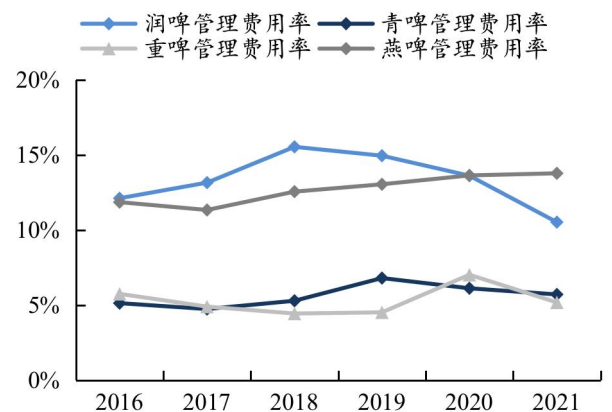
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 106：2021 年青啤销售费用率在行业内较低



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 108：青啤管理费用率长期稳定



数据来源：Wind，信达证券研发中心

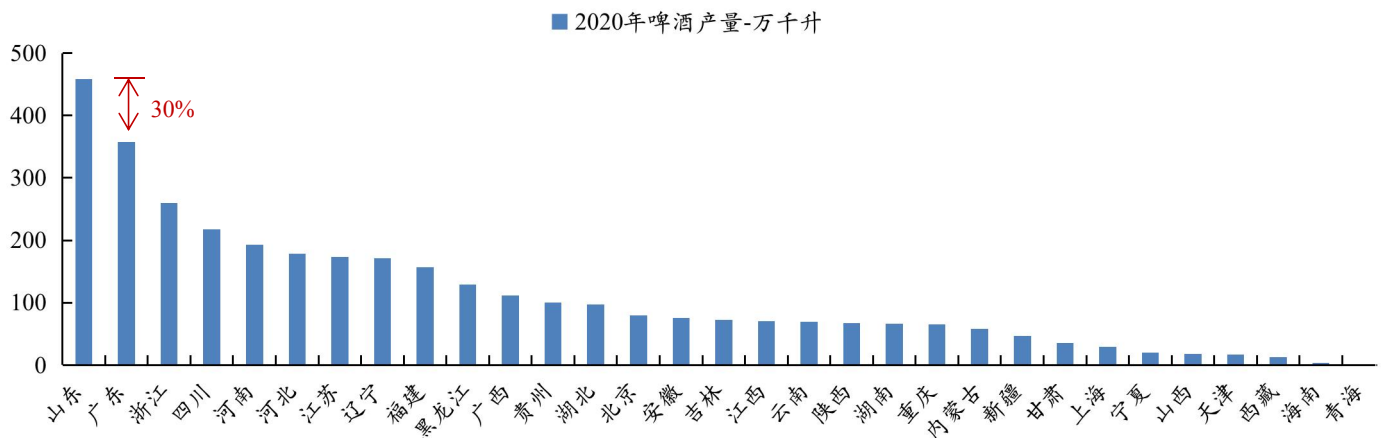
4.6 高端化展望：聚焦沿黄，局部规模效益+品牌溢价优势突出

一纵两横，坚持发展沿海、沿黄河流域优势市场。2014年开始，公司持续深耕基地市场，做强沿黄战略带，做大沿海战略带，一方面巩固和加强山东、陕西等基地市场的建设，渠道精耕细作，另一方面聚焦资源，依靠现有生产基地，发挥产销协同效应，开发成长性市场。2018年，公司新管理层进一步调整区域市场策略，布局“一纵两横”，并提出振兴沿海、提速延黄、解放沿江的策略，要求在提升山东市场盈利能力的同时，力争把华东华南市场打造成新的利润池，向内陆区域扩张，跳出低价竞争、无序竞争的红海市场，做有积累的增长。

表 12：青啤振兴沿海、提速延黄、解放沿江的市场策略

策略	地区	城市	目标
一纵：振兴沿海	华南和东南	广东、福建、浙江	恢复往年高利润状态
一横：提速沿黄	华北	河南、河北、陕西、山西	充分开发高增市场、提速发展
二横：解放沿江	华东	上海、湖南、湖北、安徽、重庆、四川	扭亏为盈
一圈：做大“大山东基地圈”	大山东地区	山东、河北南部、江苏北部、河南东部、安徽中部	提升盈利能力

数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 109：2020 年山东省总产量 458 万千升，远超第二广东省 30%


数据来源：Wind，信达证券研发中心

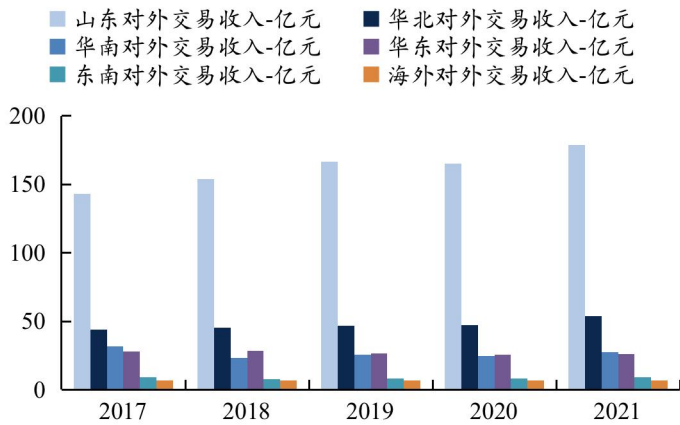
大山东基地圈：局部市场规模效益+品牌溢价优势突出。山东分部包括山东省以及周边地区，2021 年实现销量 532 万千升，占比 56%，对外交易收入 178.8 亿元，占比 59%，净利润 18.1 亿元，占比 64%，是公司的核心利润池、基地市场。在收购新银麦啤酒、趵突泉啤酒等多家山东当地啤酒厂和本部自建产能后，公司对省内渠道深耕细作，目前市占率 78% 左右，占据绝对优势地位。

在五大巨头割据一方的格局下，各家啤酒厂的竞争优势是局部的也是特定的。我们认为公司在在大山东基地圈的竞争优势主要来自三个方面：**1) 地利，背靠全国啤酒市场容量第一的山东省：**2020 年山东省总产量 458 万千升，远超第二广东省 30%；**2) 局部市场规模效益：**啤酒行业受制于最佳销售半径，规模效应会降低固定生产成本以及运输费用，公司在山东地区区内有 17 家工厂，而进攻山东地区的润啤在鲁中仅有 3 家工厂，后续润啤在山东省扩张会受成本限制；**3) 人和，品牌优势：**青岛啤酒是青岛市的城市名片，消费者品牌认可度高、涨价困难较小，且经销商体系完善、公司在省内的渠道掌控能力强于竞争对手。

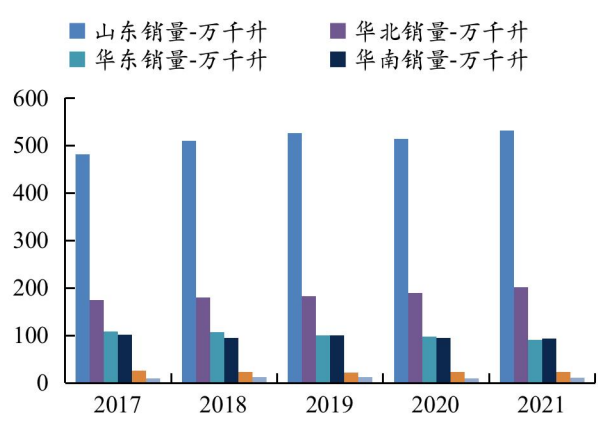
华北分部：新市场开拓顺利，成长性显著。公司的华北市场主要包括西北地区、北京市、天津、河北和东北等沿黄河流域城市，其中陕西为公司第二大基地市场、市占率高达 74%，山西和河北的市占率也达到 39%/40%。2021 年，华北分部实现啤酒销量 202 万千升，占比 21%，对外交易收入 53.8 亿元，占比 18%，净利 7.6 亿元，占比 27%。公司 2015 年实行“做强沿黄战略带”市场策略以来，华北分部成长性显著，2017-2021 年营收 CAGR 为 5.09%，销量 CAGR 为 2.89%、超过山东分部销量 CAGR 1.05%。

华东+华南+东南分部：竞争激烈，扭亏为盈。华东分部华东市场主要包括上海、江苏、安徽等沿江城市；华南分部主要包括广东、广西、海南省等地区；东南分部以福建省为主。2021 年，华东/华南/东南分部分别实现销量 91/93/23 万千升，分别占比 10%/10%/2%，对

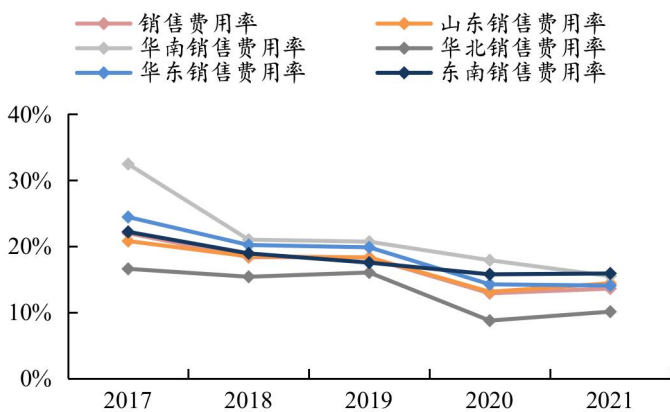
外交易收入 25.9/27.2/9.0 亿元，分别占比 9%/9%/3%，净利润 0.66/1.03/0.53 亿元。和
 华北分部相比，华东、华南、东南三大市场竞争激烈，其销售费用率显著高于华北分部。
 在高费用投放下，2011-2020 年华东分部、2015-2020 年东南分部、2016-2017 年华南分部
 处于亏损状态。2018 年黄克兴接任董事长后，提出“提速沿黄、提振沿海、解放沿江”的市
 场策略，极力施救华南市场，同时对费用投放收缩聚焦，目前三大分部已经扭亏为盈。

图 110：2017-2021 年青啤业务分部对外交易收入


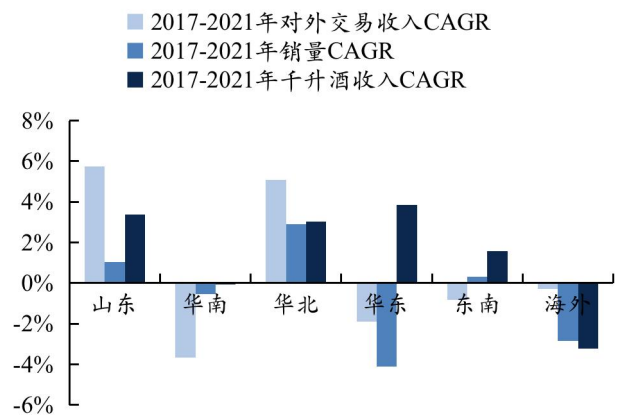
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 111：2017-2021 年青啤业务分部销量


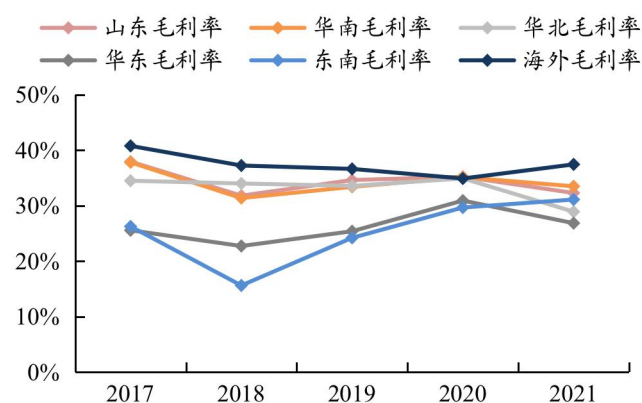
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 112：2017-2021 年青啤华北分部销售费用率低于沿海沿江


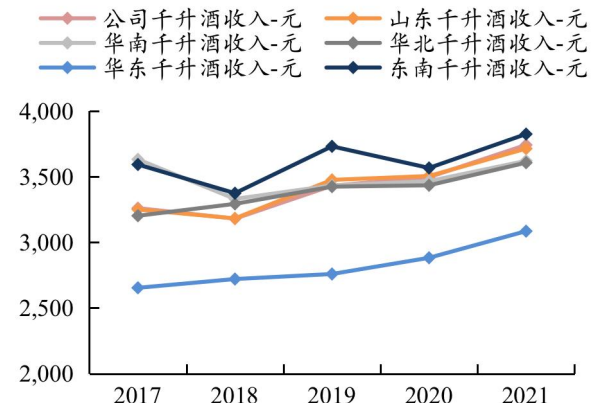
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 113：2017-2021 年青啤华北分部成长性显著


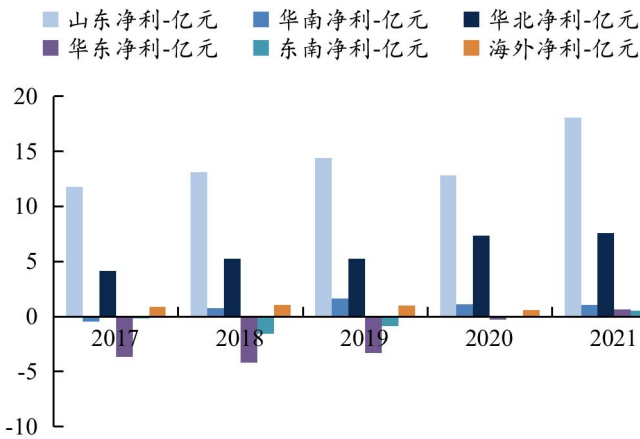
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 114：2017-2021 年青啤分部毛利率


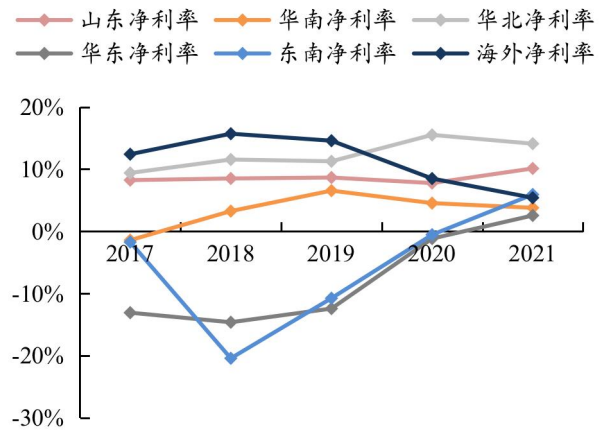
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 115：2017-2021 年青啤分部千升酒收入


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 116：2017-2021 年青啤分部净利润


数据来源：Wind，信达证券研发中心

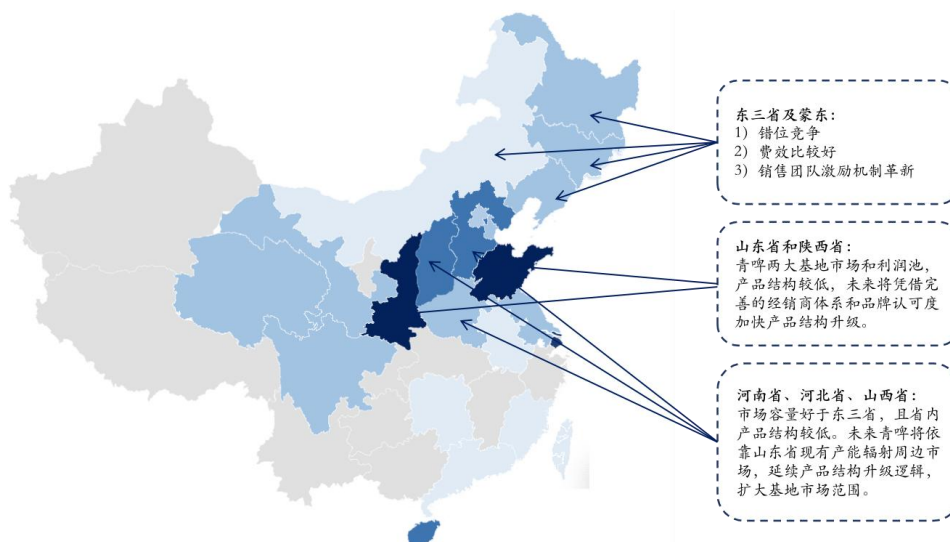
图 117：2017-2021 年青啤分部净利率


数据来源：Wind，信达证券研发中心

展望未来，公司将继续执行三大战略带“提速沿黄、振兴沿海、解放沿江”的区域市场策略：
1) 沿黄战略带目标稳定市占率，优化产品结构，其中黑吉辽、内蒙和河南打造成 5 个新基地市场，快速放量；**2) 沿江战略带**因地制宜，收缩和聚焦；**3) 沿海战略带**扭亏为盈。

中短期，山东省和华北市场产品结构升级，释放利润弹性。
1) 山东省：从竞争格局来看，公司在省内处于绝对优势地位，但是山东是全国第一啤酒大省，相较于重啤的大本营重庆市场，省内产品结构较低（青啤山东省内千升酒收入 3713 元 vs 重啤西北区千升酒收入 4701 元），势必会吸引竞争对手参与高端化进程。而青啤的竞争优势在于省内局部规模效益（17 家工厂 vs 润啤 3 家工厂）以及品牌认可度，做高端酒的市场推广的难度系数较小。
2) 华北市场：和山东省内问题类似，华北产品结构较低，2021 年千升酒收入为 3606 元，对标公司整体水平 3741 元尚低，提升空间较大。2021 年山东省和华北市场分别贡献 64%、27% 的净利润，未来两大市场的产品结构升级将会释放公司利润弹性。

长期，沿黄流域基地市场范围扩大，延续高端化逻辑。公司的强势市场山东和陕西协同作用明显，两大基地市场将继续辐射山西和河北等周边市场。在品牌认可度和销售团队能力提升的帮助下，公司有望打造内蒙古、黑龙江、吉林、辽宁、河南五个基地市场，向内陆蓝海市场扩展，由此形成沿黄河流域的强势市场，延续高端化逻辑。

图 118：青啤区域市场策略展望


数据来源：Wind，信达证券研发中心

5 盈利预测和评级

5.1 盈利预测及假设

收入预测：我们预计青岛啤酒 2022-2024 年的总营收将分别达到 325.24 亿元 346.45 亿元和 368.36 亿元，分别同比增长 7.8%、6.5%和 6.3%。

表 13：公司分价格带收入预测

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
啤酒业务	收入-百万元	27338	29673	31981	34059	36202
	YOY	-1.0%	8.5%	7.8%	6.5%	6.3%
	千升酒收入-元	3550	3804	4033	4189	4362
	YOY	2.1%	7.2%	6.0%	3.9%	4.1%
	总销量-万千升	782	793	793	813	830
	YOY	-2.9%	1.4%	0.0%	2.5%	2.1%
主品牌	收入-百万元	17251	19796	21711	23223	24814
	YOY	-0.7%	14.8%	9.7%	7.0%	6.9%
	千升酒收入-元	4446	4572	4866	5016	5191
	YOY	3.6%	2.8%	6.0%	3.5%	3.5%
	总销量-万千升	388	433	448	463	478
	YOY	-4.2%	11.6%	3.5%	3.3%	3.2%
副品牌	收入-百万元	10087	9877	10270	10836	11388
	YOY	-1.5%	-2.1%	4.0%	5.5%	5.1%
	千升酒收入-元	2560	2744	2977	3096	3235
	YOY	0.0%	7.2%	8.5%	4.0%	4.5%
	总销量-万千升	394	360	345	350	352
	YOY	-1.5%	-8.6%	-4.2%	1.4%	0.6%
其他业务	收入-百万元	422	494	543	587	634
	YOY	15.5%	17.1%	10%	8%	8%
合计	收入-百万元	27760	30167	32524	34645	36836
	YOY	-0.8%	8.7%	7.8%	6.5%	6.3%

数据来源：Wind，信达证券研发中心

毛利率预测：我们预计青岛啤酒 2022-2024 年的毛利率将分别达到 36.6%、38.1%和 40.2%，分别同比-0.2pct、1.5pct、2.1pct。

费用率预测：我们预计青岛啤酒 2022-2024 年销售费用率稳定在 13.5%，管理费用率稳定在 5.6%。

净利润预测：我们预计青岛啤酒 2022-2024 年的归母净利润将分别达到 32.92 亿元、39.31 亿元和 48.09 亿元，分别同比增长 4.3%、19.4%和 22.3%。

5.2 投资评级

我们预计青岛啤酒 2022-2024 年 EPS 分别为 2.41/2.88/3.52 元,对应 2022 年 6 月 28 日收盘价 (100 元/股) PE 41/35/28 倍,看好公司中短期山东省和华北市场产品结构升级、释放利润弹性,长期沿黄流域基地市场范围扩大、延续高端化逻辑,估值低于行业平均,首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：可比公司盈利及估值对比

2022/06/28	总市值 (亿元)	EPS			PE		
		21A	22E	23E	21A	22E	23E
重庆啤酒	683.37	2.41	2.91	3.50	59	49	40
燕京啤酒	259.87	0.08	0.12	0.16	105	78	59
珠江啤酒	181.71	0.28	0.31	0.35	33	27	23
平均					64	49	39
青岛啤酒	1050.73	2.33	2.47	2.91	43	41	35

数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：重庆啤酒、青岛啤酒为信达预测，其余为 Wind 一致预测；收盘价为 2022 年 6 月 28 日

6 风险提示

新冠疫情不确定风险

2022 年，国内外新冠疫情仍在持续，国际经济形势更加复杂，餐饮和夜场等即饮渠道影响较大，给啤酒行业和企业的发展带来了一定的风险。

高端酒竞争加剧风险

目前国内啤酒龙头公司纷纷发力中端和高端啤酒市场，酒厂会更加重视营销力度、加大品牌建设和渠道建设，市场竞争加剧可能会加快公司费用投放节奏，毛销差下滑，挤压盈利空间。

大麦、能有等成本端波动风险

目前，大麦价格较年初有 20% 的上涨、国际油价也处于上行通道，如果公司成本管控能力不到位或者提价不畅，毛利率受损。

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	24,628	28,959	31,903	37,862	43,327
货币资金	18,467	14,598	17,624	22,028	27,649
应收票据	6	0	6	1	7
应收账款	120	125	170	144	190
预付账款	240	228	221	230	236
存货	3,281	3,493	3,612	3,659	3,690
其他	2,515	10,515	10,269	11,801	11,556
非流动资产	16,886	17,604	17,026	16,477	15,938
长期股权投资	374	366	365	363	362
固定资产(合计)	10,303	10,149	10,289	9,695	9,112
无形资产	2,504	2,481	2,481	2,481	2,481
其他	3,705	4,609	3,892	3,938	3,984
资产总计	41,514	46,563	48,929	54,339	59,265
流动负债	15,510	18,259	17,230	18,586	18,553
短期借款	703	246	123	184	277
应付票据	149	170	307	189	321
应付账款	2,566	3,128	2,513	3,354	2,674
其他	12,091	14,715	14,287	14,859	15,281
非流动负债	4,636	4,511	4,508	4,505	4,501
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4,636	4,511	4,508	4,505	4,501
负债合计	20,146	22,769	21,738	23,091	23,055
少数股东权益	746	792	897	1,023	1,177
归属母公司股东权益	20,622	23,002	26,294	30,225	35,034
负债和股东权益	41,514	46,563	48,929	54,339	59,265

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	27,760	30,167	32,524	34,645	36,836
同比(%)	-0.8%	8.7%	7.8%	6.5%	6.3%
归属母公司净利润	2,201	3,155	3,292	3,931	4,809
同比(%)	18.9%	43.3%	4.3%	19.4%	22.3%
毛利率(%)	35.3%	36.7%	36.6%	38.1%	40.2%
ROE(%)	10.7%	13.7%	12.5%	13.0%	13.7%
EPS(摊薄)(元)	1.61	2.31	2.41	2.88	3.52
P/E	61.98	43.24	41.44	34.71	28.37
P/B	6.62	5.93	5.19	4.51	3.89
EV/EBITDA	29.52	26.14	24.93	20.76	16.53

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	27,760	30,167	32,52	34,64	36,836
营业成本	17,952	19,091	20,62	21,45	22,046
营业税金及附加	2,219	2,319	2,602	2,772	2,947
销售费用	3,573	4,097	4,391	4,677	4,973
管理费用	1,678	1,693	1,821	1,940	2,063
研发费用	21	31	33	35	37
财务费用	-471	-243	-576	-698	-871
减值损失合计	-131	-189	-51	-55	-60
投资净收益	25	186	163	173	184
其他	569	1,278	911	970	1,031
营业利润	3,250	4,455	4,647	5,552	6,797
营业外收支	-11	24	26	28	29
利润总额	3,240	4,479	4,673	5,580	6,826
所得税	913	1,223	1,276	1,523	1,864
净利润	2,327	3,256	3,398	4,057	4,963
少数股东损益	126	101	105	126	154
归属母公司净利	2,201	3,155	3,292	3,931	4,809
EBITDA	3,997	4,624	4,777	5,528	6,607
EPS(当年)(元)	1.63	2.33	2.41	2.88	3.52

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,953	6,043	3,889	5,076	6,282
净利润	2,327	3,256	3,398	4,057	4,963
折旧摊销	1,163	1,144	1,141	1,138	1,173
财务费用	-288	-270	8	7	10
投资损失	-25	-186	-163	-173	-184
营运资金变动	1,977	3,009	-196	366	658
其它	-201	-910	-300	-319	-338
投资活动现金流	-1,488	-10,250	-728	-724	-740
资本支出	-1,275	-1,602	-219	-226	-252
长期投资	-470	-9,185	-626	-626	-626
其他	257	537	117	127	138
筹资活动现金流	-356	-1,614	-134	51	79
吸收投资	282	6	0	0	0
借款	720	251	-123	61	92
支付利息或股息	-793	-1,111	-8	-7	-10
现金净增加额	3,086	-5,829	3,027	4,403	5,621

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

姜青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优等）。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com

华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。