

青岛啤酒 (600600.SH)

睡狮渐醒，拐点已现，上调评级！

评级: **买入**

前次: **增持**

目标价(元):

51.74

分析师

食品饮料团队成员

王颖华

黄文婧 021-20315138

S0740513120001

魏晓康 021-20315162

021-20315161

wyh@r.qlzq.com.cn

huangwj@r.qlzq.com.cn

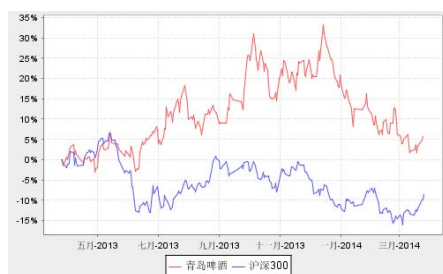
weixk@r.qlzq.com.cn

2014年4月15日

基本状况

总股本(百万股)	1350.98
流通股本(百万股)	695.91
市价(元)	39.45
市值(百万元)	53296.27
流通市值(百万元)	27453.79

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	25,781.	28,290.	32,834.	36,999.	42,806.
营业收入增速	11.33%	9.73%	16.06%	12.68%	15.70%
净利润增长率	1.20%	12.20%	15.00%	15.69%	17.79%
摊薄每股收益(元)	1.30	1.46	1.68	1.94	2.29
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)			1.70	1.99	2.36
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	25.39	33.51	23.69	20.48	17.39
PEG	21.08	2.75	2.28	1.31	0.98
每股净资产(元)	9.23	10.38	11.54	12.89	14.48
每股现金流量(元)	2.30	2.52	3.33	4.18	4.69
净资产收益率	14.11%	14.07%	13.97%	14.48%	15.17%
市净率	3.58	4.72	3.31	2.97	2.64

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 我们前面的行业报告中提到: 行业竞争正在从中低端份额争夺向中高端利润的争夺升级, 从而, 竞争焦点从渠道的比拼渐渐转变成为品牌的比拼和消费者满意的比拼, 中国啤酒市场上, 百威英博、雪花、青啤三强的决赛之争已然演变成为品牌之争。
- 我们在上篇报告中给予“增持”而非“买入”的理由是, 虽然青啤是传统的中高档品牌, 竞争力显著, 但过去几年, 青岛啤酒在品牌比拼的决赛中, 这种品牌优势没有得到强化和发挥。我们从企业竞争行为上看不到青啤清晰而强大的品牌战略, 因此难以表现出清晰一致的品牌声音, 消费者沟通和品牌传播中效果打折, 弱于两大竞争对手, 主要体现为: 1、青啤品牌体系不够清晰, “青岛啤酒”主品牌在做大和做强之间时常摇摆, 副品牌“崂山”“山水”等在扩张时又显得不够聚焦; 2、青啤渠道以大客户制为代表, 对终端和消费者的掌控不够直接和充分, 品牌传递效果差, 品牌扩张和升级计划难以得到精细化落实。当时, 我们看到了公司做强品牌的决心和战略调整, 却难以判断青啤战略调整的进度和效果。
- 从 2014 年 1 季度我们最新跟踪的情况来看: 公司经过过去 2-3 年品牌、渠道的战略调整, 在部分基地市场已经显现出了较好的效果。我们从草根调研中了解到: 1、公司 2014 年一季度收入和增速重新回到较高水平, 尤其是在山东等基地市场, 前两年的一直在推进的渠道结构扁平化调整开始发挥作用, 使得收入增速比 2013 年同期高了 10 多个百分点; 2、公司的“青啤”高端化得到了更加有力的执行, 凭借纯生、奥古特、易拉罐等高毛利品种的大力推广和集中投入, 公司在部分基地市场的吨酒价格大幅提高, “青岛”主品牌的产品结构和盈利都有大幅度提升, 同时, 也给副品牌的成长和升级留下了成长的空间。
- 我们相信, 这种经营拐点不是区域特例, 而将会在更多的市场发酵, 并带动企业盈利和外省扩张步伐重新提升。这种变化, 也意味着青啤已渐渐为新一轮的品牌比拼做好准备。我们调高公司评级, 至“买入”!

- 我们认为，未来将看到青啤更加清晰的品牌战略思路的展现：从主品牌青岛啤酒的拔高，到“崂山”“银麦”“山水”“汉斯”四个副品牌的重新规划定位；从经销商做分散的市场投入，公司通过主题活动的方式做空对空的宣传，到全方位、统一的品牌宣传落地（包括品牌组合、货架陈列、跨渠道互动促销、促销员展示、广告等），品牌的年轻化、高端化、亲民化都将更加清晰。
- 我们认为，未来青啤的收入、利润增速会走进一个上行的通道，恢复 20+% 的增速将是大概率事件，同时，这将帮助公司扩大在行业的收入份额和利润份额上的优势，成为行业盈利集中的主要受益者：
- 1、通过由“大客户制”向“密集分销”微观运营的渠道转变，公司可以更好地掌控终端，并直接和消费者的沟通，使得需要大量市场投入的高端品种能够更好地放量，提升品牌以创造更高的吨酒价格，从而带动收入和毛利水平的提升；
- 2、公司可以对于渠道资源的投放、渠道队伍的管理有更多的控制力，因此，提升公司市场费用使用的效率和效果。虽然名义上，费用投放从体外的经销商投放转换到了体内成为了公司费用，但是从整体的供应链来看，降低了全供应链费用率水平，给供应链整体利润水平带来了增量增长；
- 3、随着公司品牌在消费者选购的过程中占据更大的话语权（而非渠道），公司可以凭借更强的品牌、更短的渠道层级，获取供应链上利润分配的更大比例，提升利润空间。
- 4、同时，利润空间的增厚，也使得公司更有资源将这一资源通过市场投入、差异化产品研发或者是更大的降价空间，反哺给消费者，通过更高的品牌、更优的性价比进一步拉动销售，提升周转，提高 ROE 水平。
- 我们调高，公司 2014-2016 年的 EPS 为 1.68、1.99、2.39，盈利增速 15.0%，18.4%，20%，我们按照 2015 年的 EPS，给予龙头消费品公司 26 倍 PE 估值，给予公司目标价 51.74 元。调高至“买入”评级。
- 同时，我们也期待，国企改革的推进激发青岛啤酒转型步伐的加速和企业治理结构、激励机制的更加优化。竞争对手的战略失误，也可能给青啤带来额外的市场机会。
- 风险提示：1、天气、宏观经济、和消费政策风险；2、新管理团队的思路和转型进度。
- 推荐报告：行业报告：《中端市场竞争加剧，三强座次难言定局-20140130》、《啤酒行业高管访谈之走近百威-20140209》、《啤酒四强年报出炉，强者恒强，优势扩大-20140403》，公司深度报告《青岛啤酒：周转为本品牌为王-20140410》

内容目录

高效周转驱动业绩提升，阶段性管理调整不改竞争实力.....	- 6 -
-------------------------------	-------

青啤 ROE 分解：盈利能力提升来源于周转效率提高，而非单位赢利增长 - 6 -
 成本领先而非差异化，是啤酒行业核心战略，决定发展以运营周转为本 ... - 6 -
 效率优劣会倒逼毛利变化，毛利率指标必须结合周转来判断企业竞争力 ... - 7 -
 扩张中，新并购标的和新投资项目落地效率是青啤未来盈利成长的关键 ... - 8 -

各阶段运营效率的推动力不同，品牌为王决定青啤未来成长 - 10 -
 没有运营效率提升的规模扩张，只会让公司逐渐透支枯竭..... - 10 -
 近 20 年，两次大的运营效率提升使青啤拿到中国啤酒大战决赛入场券... - 11 -
 过去运营效率提升从销售延伸到产销，目前更关注消费者端的延伸 - 11 -
 通过品牌建设强化消费者沟通，也是行业三强之争的必然要求..... - 13 -

品牌强不代表品牌战略强，双轮驱动实现公司战略转型升级 - 16 -
 “双轮驱动”显示青啤做中国啤酒行业整合者的决心 - 16 -
 青岛啤酒“二次发酵”工艺决定主品牌无法走低价路线 - 16 -
 消费者（而非渠道）在购买决策中的话语权加强，品牌对选购影响增加 . - 17 -
 主品牌高端化不坚定、副品牌品牌化不清晰，成为青啤规模成长障碍..... - 17 -
 “1+X”的品牌体系，1 更高端，X 更清晰，才能支持规模的更大增长 - 19 -
 产能建设加速、外埠渠道精细化调整，为扩张落地做准备..... - 20 -
 品牌化拉动将带来管理效率的进一步提升..... - 22 -

盈利预测、估值和投资建议..... - 22 -
 盈利预测假设条件 - 22 -
 盈利预测和估值 - 26 -
 投资建议..... - 27 -

风险提示 - 27 -

图表目录

图表 1: 青岛啤酒盈利能力持续增强-ROE - 6 -
 图表 2: 周转运营效率是赢利能力提高主要来源 - 6 -
 图表 3: 净利润提升未能推升 ROE 水平 - 6 -
 图表 4: 青啤吨酒价格持续上升 - 7 -
 图表 5: 青啤利润变化保持良性 - 7 -
 图表 6: 珠江啤酒成本上升背景下毛利提升、净利下滑 - 8 -
 图表 7: 青岛啤酒和珠江啤酒的营运周转对比，显示出较强的运营能力 - 8 -
 图表 8: 权益乘数维持在稳定在较低水平 - 8 -
 图表 9: 现金闲置影响运营效率的持续提升 - 8 -
 图表 10: 青啤巨大现金流需要靠新投资消化 - 9 -
 图表 11: 青啤固定资产、在建工程周转因扩张减速..... - 9 -
 图表 12: 青啤固定资产投资加速 - 9 -
 图表 13: 青啤固定资产投资加速 - 9 -
 图表 14: 青啤的应收周转达到 1-2 日/次..... - 9 -

图表 15: 青啤存货周转达到 1 月/次	- 9 -
图表 16: 青岛啤酒近 20 年的主要发展阶段和利润成长.....	- 10 -
图表 17: 2002-2007 青啤基本完成了快消供应链和品牌两大核心管理体系的建立.....	- 11 -
图表 18: 青岛啤酒近 20 年的主要发展阶段和利润成长.....	- 12 -
图表 19: 啤酒业格局: 百威下沉、雪花升级、青岛上下突围	- 13 -
图表 20: 啤酒市场规模利润的 2/8 原则	- 13 -
图表 21: 高市占率的稳态格局示意图	- 14 -
图表 22: 高市占率的非稳态格局示意图	- 14 -
图表 23: 2013 年中国三大啤酒公司主品牌增速比较.....	- 14 -
图表 24: 英博青啤主导的本轮扩张, 更聚焦品牌之争	- 15 -
图表 25: 雪花、青岛、百威, 中国啤酒业的三大巨头	- 16 -
图表 26: 青啤和百威工艺比较: 更低效、更优质	- 16 -
图表 27: 青岛啤酒的产品框架.....	- 17 -
图表 28: “青啤”主品牌的产品体系	- 17 -
图表 29: 中国啤酒三巨头的品牌体系	- 18 -
图表 30: 青岛啤酒主品牌增速需要增量成长	- 19 -
图表 31: 青啤战略转变前后主副品牌销量增加对比.....	- 19 -
图表 32: 青岛啤酒目前面临的战略环境分析	- 19 -
图表 34: 青岛啤酒高端产品	- 20 -
图表 34: 大客户和密集分销的渠道特征区别	- 20 -
图表 35: 青岛和百威、雪花的渠道对比	- 21 -
图表 36: 密集分销和大客户制的两大分销方式盈利对比	- 21 -
图表 37: 青岛/雪花啤酒净利润比	- 22 -
图表 38: 青啤 300 亿收入规模, 进入成熟期.....	- 22 -
图表 39: 青啤销量规模 870 万千升, 居全国第二.....	- 22 -
图表 40: 销售假设.....	- 23 -
图表 41: 青啤净利润增速	- 23 -
图表 42: 青啤毛利变化.....	- 23 -
图表 43: 大麦价格稳中有降 (美分/英斗)	- 23 -
图表 44: 青岛啤酒成本结构	- 23 -
图表 45: 玻璃价格指数变化	- 24 -
图表 46: 铝价变化.....	- 24 -
图表 47: 青啤供应链效率不断提升-存货周转	- 24 -
图表 48: 青啤供应链效率不断提升-应收帐周转	- 24 -
图表 49: 青岛啤酒销售费用结构	- 24 -

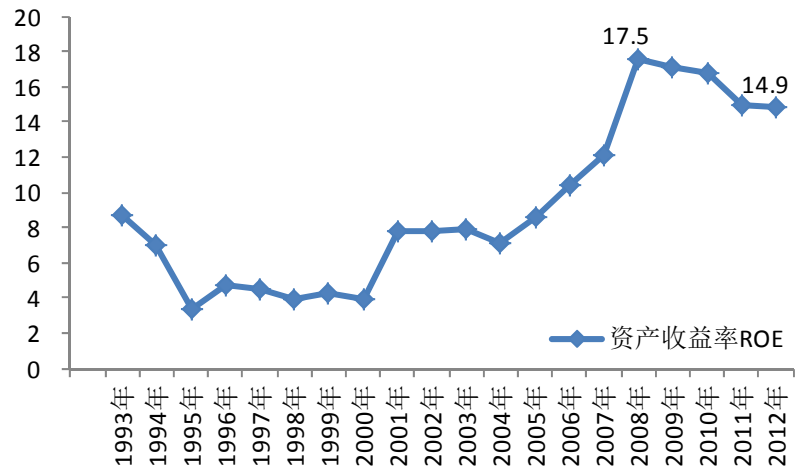
图表 50: 营运能力提升让费用大幅压缩	- 24 -
图表 51: 费用、利润预测	- 25 -
图表 52: 绝对估值假设	- 26 -
图表 53: 键入图表的标题	- 26 -
图表 54: 行业估值比较	- 26 -
图表 55: 盈利预测	- 27 -

高效周转驱动业绩提升，阶段性管理调整不改竞争实力

青啤 ROE 分解：盈利能力提升来源于周转效率提高，而非单位赢利增长

- 青啤盈利能力处于 ROE 持续提升到 2009 年的高点后的调整阶段。

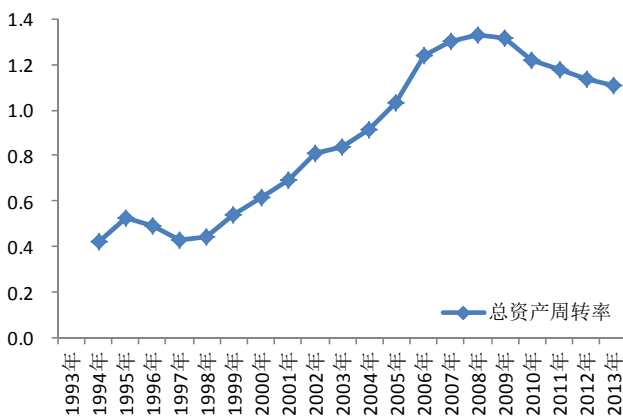
图表 1：青岛啤酒盈利能力持续增强-ROE



来源：齐鲁证券研究所，青啤财务报告

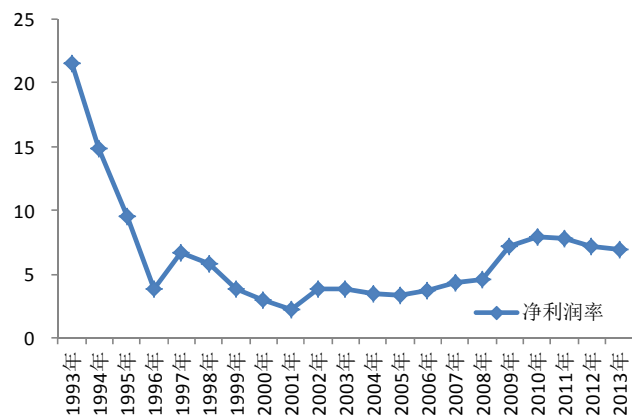
- 剖析 ROE 增长的三大来源营运周转、杠杆率、单位赢利，我们发现：拉长来看，公司周转效率保持持续的提升、单位利润水平基本保持稳定（2009 年以后的净利润率增长没有直接带来 ROE 提升）、权益乘数也在波动中保持稳定。我们认为，营运周转能力的提升是青啤成长的最大来源，而非产品结构升级。

图表 2：周转运营效率是赢利能力提高主要来源



来源：齐鲁证券研究所，青啤财务报告

图表 3：净利润提升未能推升 ROE 水平



来源：齐鲁证券研究所，青啤财务报告

成本领先而非差异化，是啤酒行业的核心战略，决定发展以运营周转为本

- 快消品（FMCG=fast moving consumer goods）的核心竞争力是快。对于有些有细分行业来说，在做到快的同时，可以同时做到产品的明显

差异化来提升盈利水平，例如，某些优质食品原料的稀缺性（比如，牛奶的优质奶源的稀缺、葡萄酒的产地稀缺等），但大多快消品的差异化，只是为了让品牌更容易识别而形成更大的市场份额和更快的周转（比如，宝洁洗发水铺天盖地的广告投放&亲民的价格）。

■ 而啤酒是一个很难差异化的快消子行业，运营效率几乎是大公司之间比拼的唯一维度。

1、啤酒差异化的显性程度非常低——不同的啤酒产品之间有差异，但是很难辨识，最简单的标志是不常饮用啤酒的消费者很难区别不同产品的品质差异——无论在原料方面、还是在功能性方面、或者在口味包装等其他方面，啤酒的差异化更多是通过品牌的宣传形成微妙的情感差异，而非容易清晰察觉的功能差异；

2、啤酒先发企业的优势也不在无可替代的产品，而在规模支撑的成本领先——啤酒产品工艺也处于非常成熟的阶段，后来者对于产品的模仿也几乎没有难度，已经有品牌、成规模的企业，最大的优势不在于无法被超越的产品，而在已有规模支撑下的成本领先。

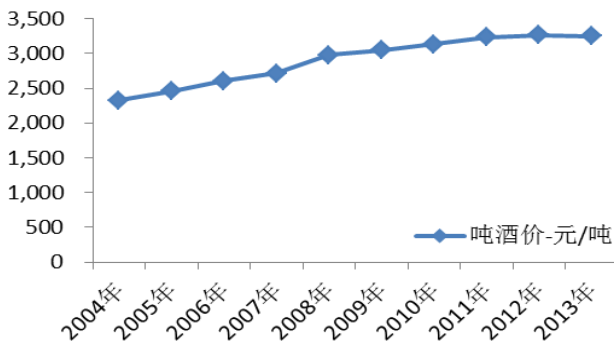
效率优劣会倒逼毛利变化，毛利率指标必须结合周转来判断企业竞争力

■ 领军企业的成长过程中并未见毛利率的大幅提升。啤酒基本的价格水平由全行业利润要求和成本变化幅度决定，在成本费用大幅攀升的过程中，必然需要更多地可支配利润（毛利）支撑，因此可能显现出行业的升级和吨酒价格的上涨。

■ 但，成本上升过程中的涨价未必能反应到最终的单位盈利中去，而是被成本消化（显示毛利率不变）、或者被费用消化（显示毛利率和销售费用率的同步上升）。

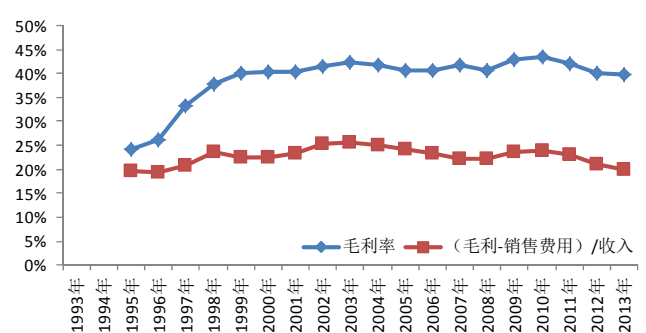
■ 青啤的毛利率和扣费用后利润保持稳定主要有两大原因：一，是因为青啤从高往低走的企业发展战略，二，是因为公司的运营效率提升可以很好的消化成本费用上升，保持尽可能有竞争力的产品价格，更能满足公司规模和运营效率最大化的发展目标。

图表 4：青啤吨酒价格持续上升



来源：青岛啤酒年报

图表 5：青啤利润变化保持良性

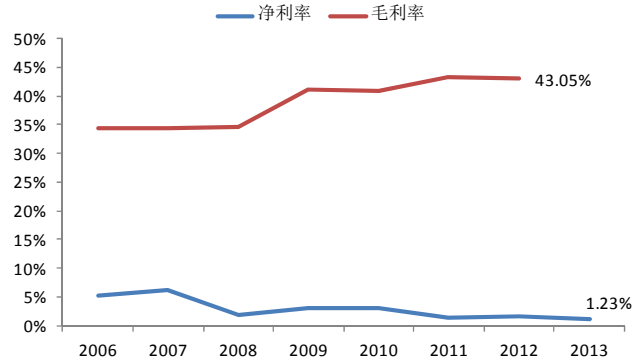


来源：青岛啤酒年报

■ 运营能力和二线品牌的差距拉开，推升一线公司市场份额，运营能力落后竞争者使得公司无法正常消化成本费用的波动，在成本费用上升周期内，倒逼毛利率上升。这种竞争的变化将使得二三线品牌加速退出，市

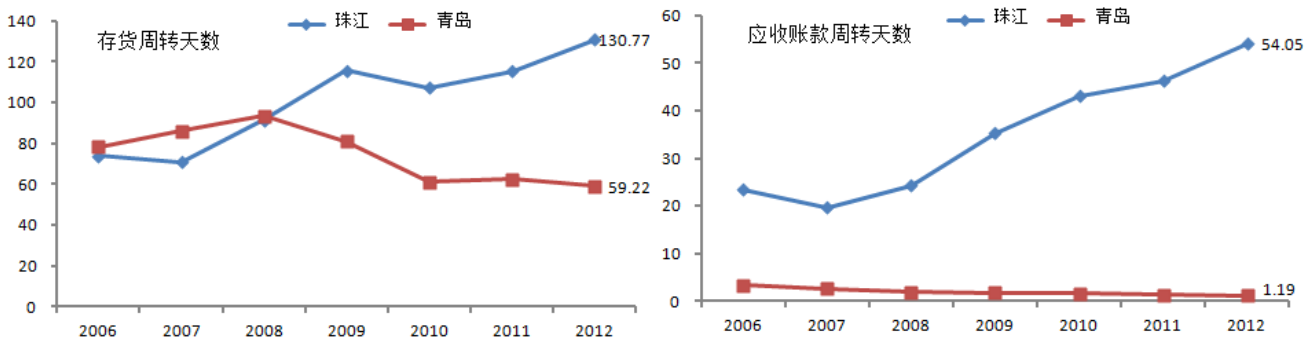
场份额进一步向龙头企业集中。

图表 6: 珠江啤酒成本上升背景下毛利提升、净利下滑



来源: 珠江啤酒财务报告

图表 7: 青岛啤酒和珠江啤酒的营运周转对比, 显示出较强的运营能力

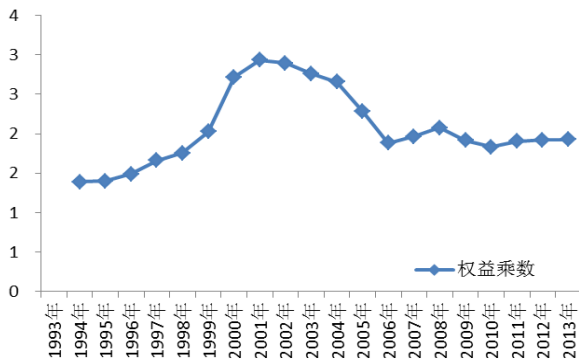


来源: 珠江啤酒财务报告

扩张中, 新并购标的和新投资项目落地效率是青啤未来盈利成长的关键

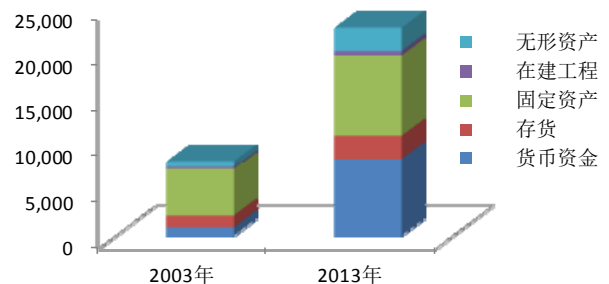
- **运营效率的提升是动态的。**没有扩张, 权益乘数、资产周转效率都会持续下降, 而外延扩张的顺利高效落地能提升资产中最大比例的固定资产(在建工程)、现金的周转效率, 是实现 ROE 持续提升的保证。

图表 8: 权益乘数维持在稳定在较低水平



来源: 齐鲁证券研究所

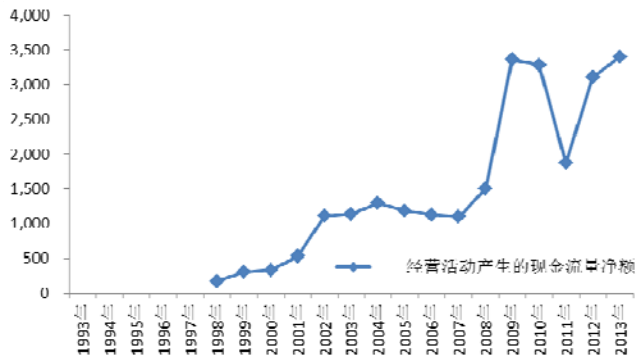
图表 9: 现金闲置影响运营效率的持续提升



来源: 齐鲁证券研究所

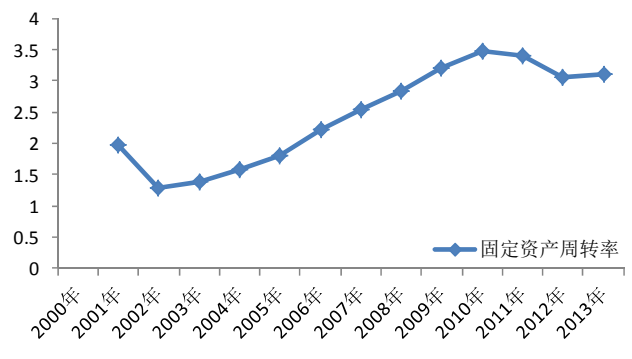
- **扩张让运营效率遇到了阶段性的低点：**公司目前最大的资产是现金和固定资产，现金使用效率不高和固定资产重新进入扩张周期，制约青啤短期运营效率的进一步提升。虽然，我们认为存货周转还能随着外地产能的落地变得更快，但显然，新投资项目落地能到到的营运效率和盈利能力才是决定青啤未来盈利的关键。

图表 10：青啤巨大现金流需要靠新投资消化



来源：齐鲁证券研究所

图表 11：青啤固定资产、在建工程周转因扩张减速



来源：齐鲁证券研究所

图表 12：青啤固定资产投资加速



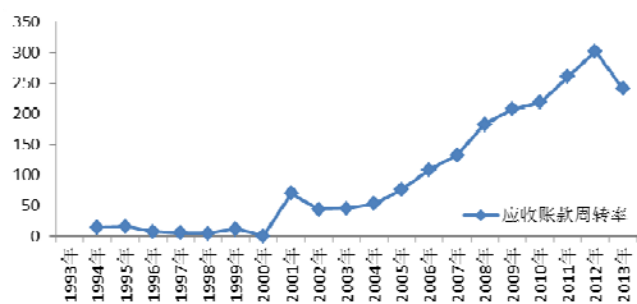
来源：青岛啤酒年报

图表 13：青啤固定资产投资加速



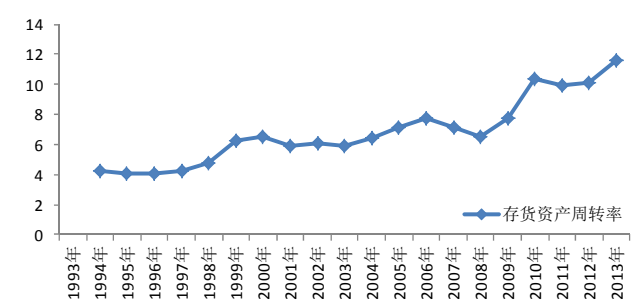
来源：青岛啤酒年报

图表 14：青啤的应收周转达到 1-2 日/次



来源：齐鲁证券研究所

图表 15：青啤存货周转达到 1 月/次



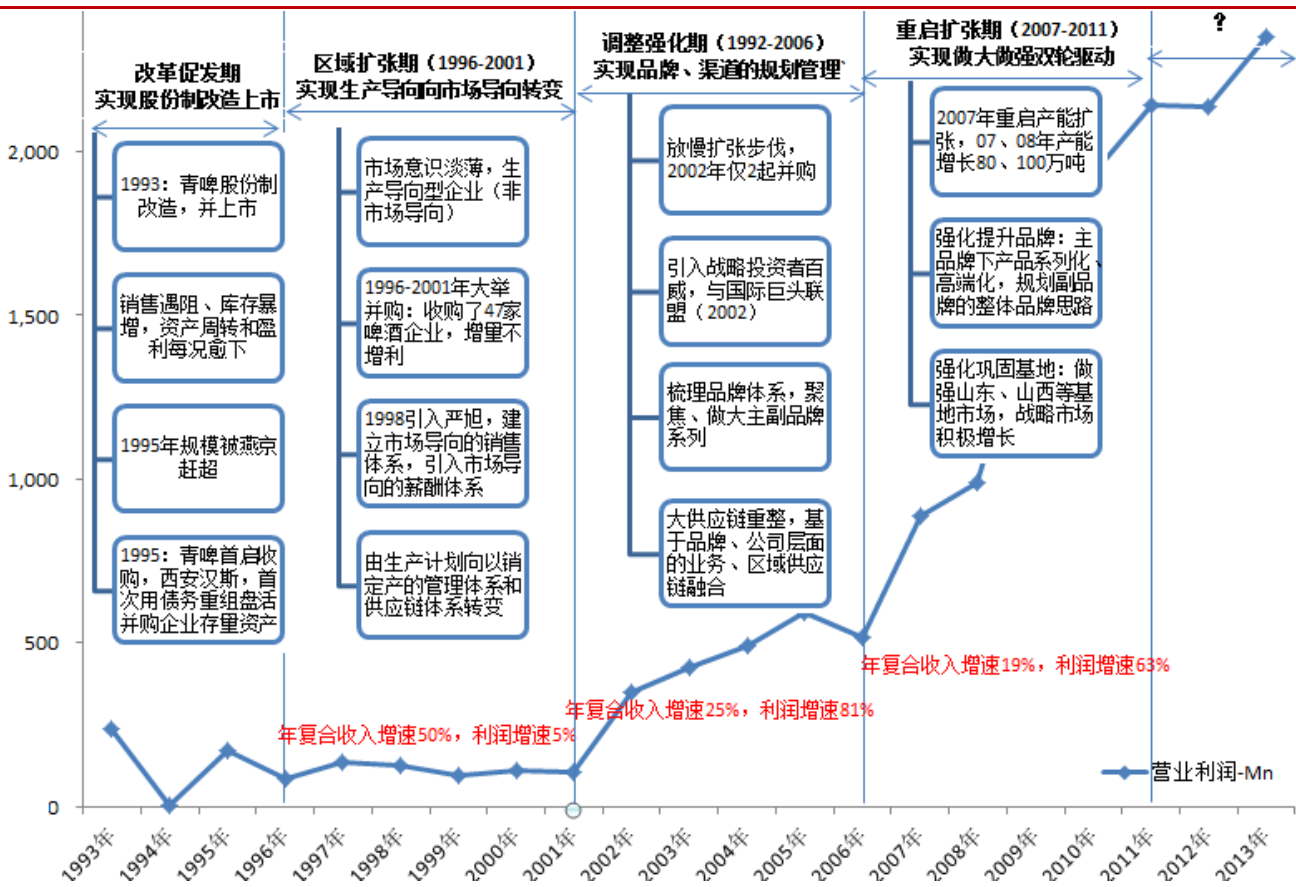
来源：齐鲁证券研究所

各阶段运营效率的推动力不同，品牌为王决定青啤未来成长

没有运营效率提升的规模扩张，只会让公司逐渐透支枯竭

- 从公司内部看，公司过去 20 年的成长史是一个“扩张-整合-再扩张-再整合”的螺旋上升史：
 - 1、1995 年以前，销售瓶颈期：销售出现瓶颈，增长压力使库存、资金不断压向经销商体系，消化不良；
 - 2、1996-2001 年工厂扩张期：大力并购扩张，但是增收不增利，导致公司利润增长停止，现金流紧绷；
 - 3、2002-2007 年转型调整期：完成了管理体系由生产导向向市场导向的转变，通过品牌聚焦、产销一体的系统化大供应链的梳理，利润大幅释放；
 - 4、2007+扩张重启期：重启产能扩张，将高效的运营体系复制到更大的业务规模中去，实现收入、利润上一个台阶，也巩固了青啤三强的地位，稳获中国啤酒之争决赛入场券。两次大规模扩张阶段，完全不同的利润表现。
- 在 1996-2001 和 2007+两次大的扩张阶段中，前次扩张近实现了版图和地域上的扩大，增收不增利；而 2007 年以后的扩张，是在运营效率提升的背景下完成的，实现了营业利润年复合 63%增速的利润倍增阶段；前次的并购让青啤的现金流几近枯竭。而后次的发展强化了青啤作为中国盈利最好啤酒公司的地位。

图表 16：青岛啤酒近 20 年的主要发展阶段和利润成长



来源：齐鲁证券研究所、青岛啤酒公开资料、年报

近 20 年，两次大的运营效率提升使青啤拿到中国啤酒大战决赛入场券

- 这两次扩张天壤之别，代表着背后以生产导向的管理思路和以市场导向的管理思路的对比。前一次以生产为导向的并购，1+1 < 2，大量的资进和管理资源损耗，公司的区域割据、品牌割据、策略割据，而经历了 2002-2007 年的管理调整，使公司有能力以聚焦和共享品牌资源，各区域、各环节协同，以提升规模和绩效。
- 上述循环上升周期中的每一次整合对供应链效率的提升都源于不同的方面：**2005 年以前的整合**，着重于渠道的市场化改革，由计划经济下的坐商向市场经济下的行商转变，完成了销售链的优化，形成了以 7 个独立运作营销中心为载体的独立的价值链，服务于销售；**2005 年以后的整合**，供应链优化目标由销售端向上延伸到了产销一体的优化，实现了基于公司整体发展、为公司整体品牌体系服务的体系化管理；

图表 17：2002-2007 青啤基本完成了快消供应链和品牌两大核心管理体系的建立

**2002-2007
完成从大到强的
的转变**

渠道和供应链变革

- 1、2005 年营销系统变革，完成生产导向向市场导向的转变
- 各地事业部变成 7 个有独立法人资格的营销中心，区域市场成为利润中心
- 2、基于公司和品牌层面（而非区域市场层面）的大供应链建立
- 2007 年建立集中化、集约性的一体化管理体系
- 产销分离：营销中心和制造中心分离，专业分工
- 价值链重构：从区域分割的小价值链，向公司层面“统分结合”的大价值链的重叠，实现公司由区域分割下的小价值链，向公司整体、意志、系统的大价值链转型
- 3、零售分销
- 2002 年启动供应链管理平台信息工程项目，并在华南事业部试点

品牌体系变革

1、聚焦主副品牌

- 2002 年当年有 100 多个品牌，60% 在前十大品牌
- 2005 年集中到“1+5”：青岛+陕西汉斯、山东崂山、徐州彭城、广东山水、福建大白鲨，五大副品牌占比已达 60% 以上
- 2006 年进一步集中到“1+3”：青岛+山水、崂山、汉斯
- 2007 年进一步集中至“1+1”主副品牌：旗舰“青岛+崂山”主副品牌

2、做大主品牌

- 2005 年青啤三品牌诉求改变：从强调地方特色的“崂山泉水酿造”到更广义情感的“激情+快乐”
- 2007 年增加三品牌产品系列，进一步做大主品牌：醇厚+清爽+纯生

来源：齐鲁证券研究所、青岛啤酒公开资料、年报

过去的运营效率提升从销售延伸到产销，目前更关注消费者端的延伸

- 如果要用供应链优化的幅度来衡量管理改善的目标的话，第一次（2005年以前）优化了销售链条的供应链效率，形成了7个以销售公司为特征的小价值链，各个销售公司利润最大化是这个阶段的管理改革目标，这个阶段形成了公司计划向市场的重要转变；第二次（2005年以后），供应链优化的幅度从单一的销售环节，延伸到了产销环节，形成了集团统一的品牌体系、管理体系，实现了公司利益的最大化，完成了分割的以销售公司为单位的小供应连向公司产销统一的大供应链的整合。

图表 18: 青岛啤酒近 20 年的主要发展阶段和利润成长



来源：齐鲁证券研究所、青岛啤酒公开资料、年报

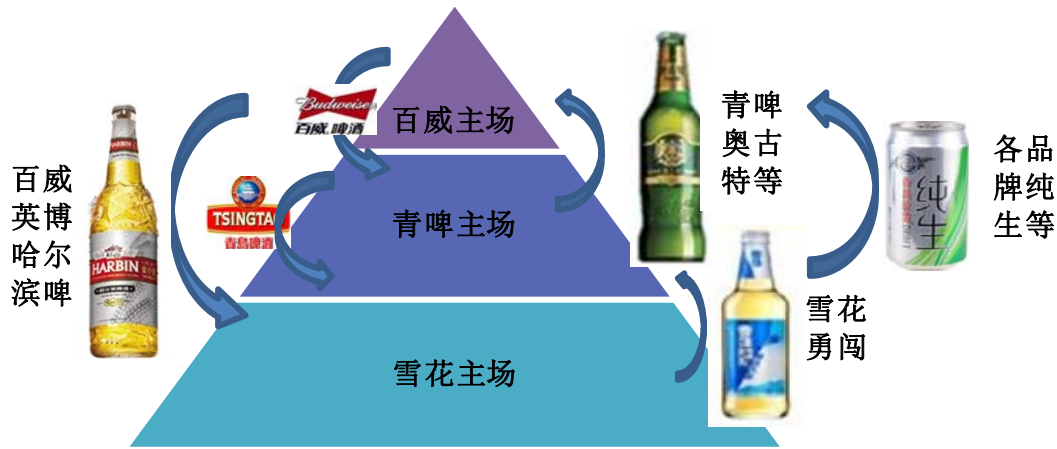
- 目前，公司正在通过价值链管理幅度从产销端向消费者端的延伸，努力试图通过强化消费者导向的品牌拉动，进一步提升全价值链的效率。标志是通过扁平渠道强化终端掌控力，通过品牌传播加强和消费者的直接沟通。成功表现将是品牌商在价值链上分配的比例扩大、更高性价比的

产品的提供，所有这一切最终将表现到更高效的供应链运转指标。

通过品牌建设强化消费者沟通，也是行业三强之争的必然要求

- 在报告《中端市场竞争加剧，三强座次难言定局》中我们提到以下观点：
 - 1、行业竞争格局是影响行业走向和行业整体盈利的重要原因之一；
 - 2、2001-2010 年的十年间，雪花的进攻让中低端主流酒竞争激烈，行业竞争焦点在渠道，随着雪花扩张步伐的放缓和升级，行业竞争趋缓；
 - 3、2010 年以后，百威英博和青岛啤酒重启扩张，竞争领域由中低端主流酒向中高端市场切换。

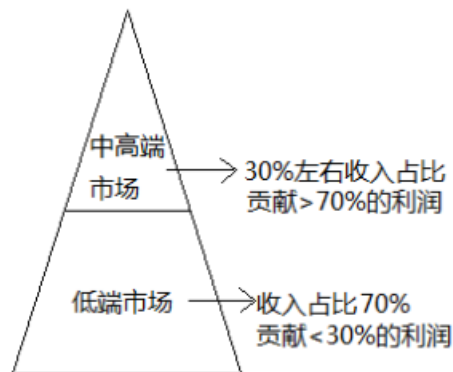
图表 19：啤酒业格局：百威下沉、雪花升级、青啤上下突围



来源：齐鲁证券研究所

- 行业的竞争仍然激烈，缘于决定行业利润来源的中高端市场格局并未清晰。从中国整体啤酒市场来看，市场份额最大的雪花啤酒，是以低端主流酒为主，市场集中度的高，仅集中于中低端市场，（从数据上来看，雪花 2013 年 1172 万千升的销量贡献 18.5 亿 HKD 的净利润，约 15 亿 RMB，而青啤 870 万千升的销量贡献 19.7 亿净利润）。中高端市场巨大的市场空间，给竞争对手留下了巨大的诱惑和切入机会。

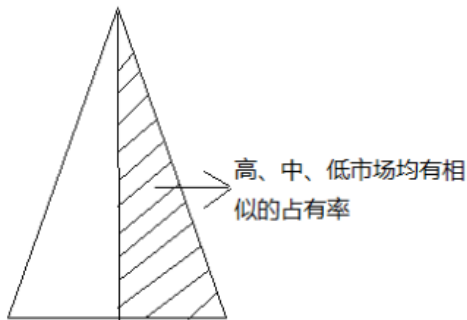
图表 20：啤酒市场规模利润的 2/8 原则



来源：齐鲁证券研究所

图表 21: 高市占率的稳态格局示意图

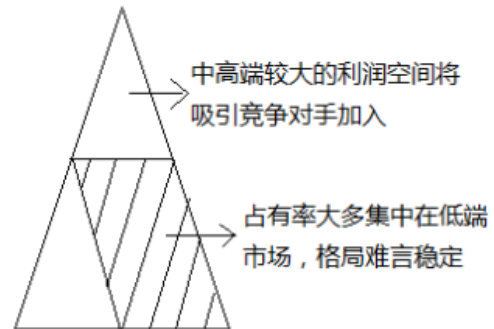
50%的市占率稳定格局



来源: 齐鲁证券研究所

图表 22: 高市占率的非稳态格局示意图

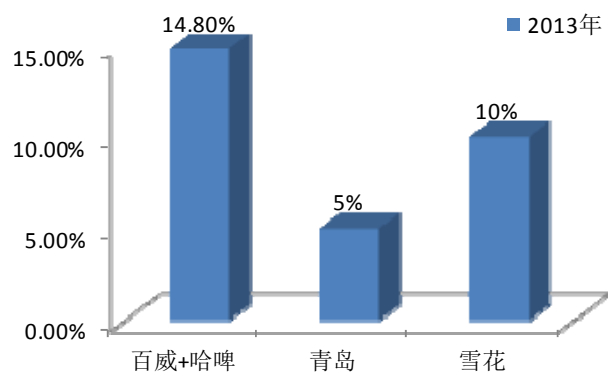
50%市占率不稳定格局



来源: 齐鲁证券研究所

- 竞争由低端的单纯份额的比拼, 向中高端利润的争夺转变, 各家龙头企业纷纷加大对品牌的投资, 和强调通过品牌传播加强直接的和消费者的对话 (而非原先的更多的是通过渠道来接触消费者)。
- 百威英博具备最清晰的“高举低打”的双品牌战略, 依托美国品牌“百威”的洋优势, 主打中高端市场, 获取丰厚利润, 通过本土品牌“哈尔滨”主打中低端市场, 获取市场份额领先; 同时, 由于“哈尔滨”是后发品牌, 在品牌扩张中, 坚定的选择了单品突击的策略, 全部营销资源聚焦“哈尔滨冰纯”单品, 取得了非常成功的全国性快速推进。从全国四大啤酒公司的主品牌 2013 年增长来看, 百威英博的“百威+哈啤”的主品牌组合获得了 14.8% 的增长, 比另三家主要公司高出近 5 个百分点。

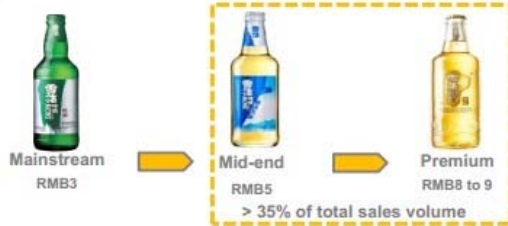

图表 23: 2013 年中国三大啤酒公司主品牌增速比较



来源: 公司年报资料

- 华润雪花的单一品牌, “先广度再高度”的单一品牌战略也非常清晰。“雪花”的全国性扩张时间比青啤晚很多, 但其依托集团资本优势快速并购扩张, 并以最快速度将并购资产转换成主品牌“雪花”, 迅速建立品牌优势; 同时, 建立全国统一的副品牌“勇闯天涯”“纯生”“脸谱”等中高端单品 (和中低端市场不同, 中低端市场不同区域的雪花品牌下面的单品完全不同), 并加大中高端的品牌宣传和投入, 在具有绝对市场话语权的基地市场完成中高档产品的切换。

图表 24: 英博青啤主导的本轮扩张, 更聚焦品牌之争

	2001-2006 年的行业扩张阶段	2013 年以后的扩张阶段
扩张领导公司	华润雪花	百威英博、青岛啤酒
主攻品牌定位	雪花: 以中低端定位为主	百威: 高端定位 青啤: 中高端定位 哈啤: 中低端 (高于普通雪花、低于雪花勇闯天涯)
品牌优势渠	雪花: 干杂点 小 市、小餐饮等大众渠道	百威: 夜店等高端渠道 青岛: 餐饮、流通等渠道兼顾
品牌动态走向	雪花: 升级, 由普通的 3 元左右的普通雪花, 升级到 5 元左右的“勇闯天涯”系列。 	百威: 下沉, 从原有的夜店优势渠道, 向更大众化的餐饮下沉, 广播渠道 青岛: 升级+扩张, 大局进攻高端即饮渠道, 例如酒吧、KTV、餐饮等渠道 哈啤: 全渠道, 从 KTV 一直到干杂店、小餐饮
产品价格结构		
行业盈利情况	龙头公司规模小, 盈利水平低 青岛啤酒 - 啤酒盈利水平低下: ✓ 2006 年净利润 4.37 亿, ✓ 息税前利润约 5 亿人民币 ✓ 经营性现金流 17 亿 ✓ 营业利润率 4.37% 华润雪花 - 啤酒利润规模小, 占比低: ✓ 2006 年啤酒和饮料业务利润 (Earnings) 达到 1.74 亿港元, 息税前利润 13 亿港元, ✓ 饮料+啤酒业务占比公司收入 14%, 占公司利润的 6%, ✓ 息税前利润率 13.8%。	龙头公司盈利质量处于历史最优水平 青岛啤酒 - 啤酒盈利大幅提升: ✓ 2013 年预计净利润约 22 亿, ✓ 息税前利润超过 35 亿人民币, ✓ 有息负债处于最低不超过 1000 万, ✓ 经营性现金流历史最高, 2013 年前三季度超过 50 亿的经营性净现金流入, ✓ 营业利润率 8.29% 为历史最好水平。 华润雪花 - 啤酒挑起集团利润增长重担: ✓ 2012 年啤酒贡献 38 亿港元息税前利润, 利润 (Earnings) 达到 16 亿港元, ✓ 撑起全公司 50% 以上的盈利贡献, ✓ 息税前利润率 13.6%。
主要竞争判断	1、扩张重启, 消化产能所需的市场推广过程将带动行业产量增速的重新提升; 2、低端市场竞争趋缓, 中端市场的竞争会较 2006-2012 年阶段更激烈; 3、龙头企业的利润要求强于前次扩张阶段, 牺牲利润的价格竞争不会成为主导。	

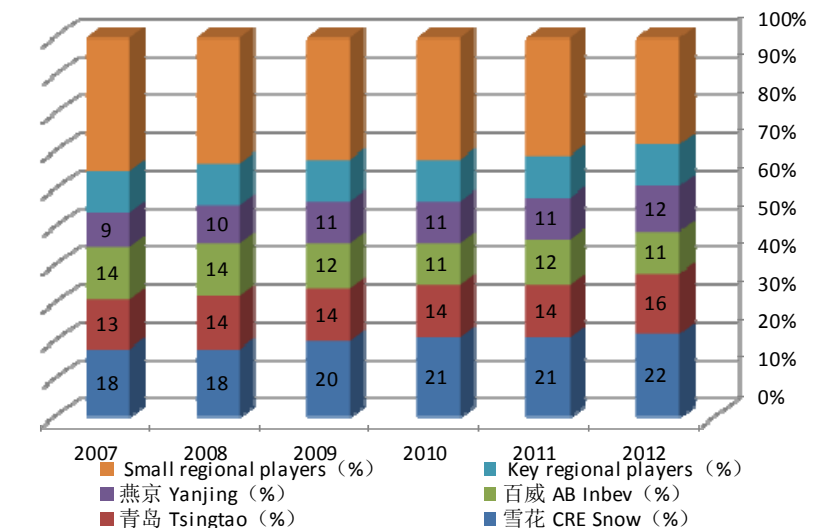
来源：三大啤酒公司公开资料，访谈调研，齐鲁证券研究所整理

品牌强不代表品牌战略强，双轮驱动实现公司战略转型升级

“双轮驱动”显示青啤做中国啤酒行业整合者的决心

- 摆在青啤面前有两条路：第一，做精品，或是小众，或是区域，第二，是依托现有的规模和品牌优势，做龙头，做整合者。显然，青啤 2010 年以后提出的“双轮驱动”战略，既要利润，又要规模的双目标成长目标，显示了青啤新管理班子做啤酒行业整合者的决心。
- 青啤“规模+利润”双轮驱动战略要求公司保持规模优势。从 2013 年年报中披露的四大啤酒龙头的增长来看，百威英博旗下主品牌销量增长 14.8%，雪花销量增长 10%，青啤销量增长 10%，燕京销量增长 5.8%，龙头增速均超越行业增速，显示出强者恒强、产业加速集中的局面。青啤已经成功站稳第一梯队，未来的目标是做中国啤酒产业的整合者，而非被整合者，这就要求其必须保持和扩大其规模优势。

图表 25：雪花、青岛、百威，中国啤酒业的三大巨头



来源：华润创业公开资料

青岛啤酒“二次发酵”工艺决定主品牌无法走低价路线

- 青啤的产品工艺“二次发酵”天然的成本劣势决定无法走低价路线。

图表 26：青啤和百威工艺比较：更低效，更优质

	青啤德式酿造	百威、雪花低成本酿造
工艺	二次发酵	高浓稀释、快速发酵
出酒率	较低	较高，约高出 30%左右
耗时	35-36 天	10 天+

来源：公司调研，相关啤酒工艺文献

消费者（而非渠道）在购买决策中的话语权加强，品牌选购影响增加

- 我们认为，在行业发展的这个阶段提出通过营销传播加强和消费者沟通，有其行业发展的客观性：
- 首先，经济增长也推动了渠道的现代化，大型综合超市等大规模扁平化渠道的发展，也大大降低了渠道的复杂性和分销的难度。消费者的选择环境从“稀缺”向“过剩”转变，未来品牌公司发展的难点逐渐从“可见即可得”的渠道争夺转向“过剩商品消费者自主选择”的消费者争夺。其次，行业 CR4 已达 60%，百威英博、华润雪花的根据地势力已经较强，仅靠终端利益吸引来争夺终端市场份额需要付出越来越高的代价。同时，随着龙头公司的规模扩大，而和消费者的直接沟通的边际成本逐步下降，显示出越来越好的经济性。同时，KA、量贩店、自带酒水等开放式渠道的发展，也使得消费者（而非渠道）在购买中的话语权增强。
- 这一切都使得，品牌拉动将在行业现阶段的竞争中起到越来越关键的作用，这也是为什么百威英博、华润雪花、燕京啤酒等龙头竞争对手，都纷纷在近几年选择加注品牌投资的重要原因。

主品牌高端化不坚定、副品牌品牌化不清晰，成为青啤规模成长障碍

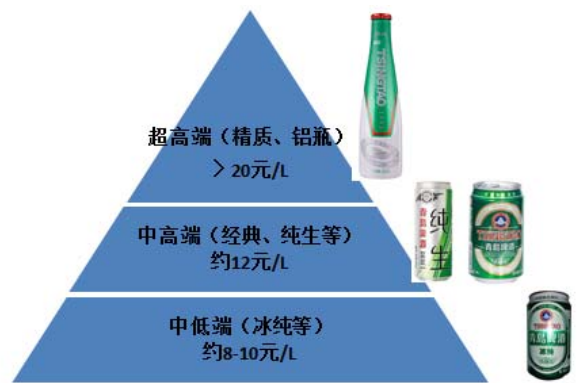
- 青啤具有高中端结合的“1+X”主副品牌，而从历史上青啤主品牌的发展来看，我们认为历史上青啤的高端化品牌战略并不坚定。青啤目前的高端地位，一部分是因为公司在品质和品牌方面的努力，例如，提出做大主品牌的战略方向，将青啤卖点由“崂山泉水酿造”的地方概念和功能诉求向“激情、梦想”等更广义、更情感的方向提高和扩大，但不可否认的是，里面有很重要的青啤制造成本的高企，使其无法低价而积累和沉淀出来的天然的品牌高端形象。而青啤对于其“青岛啤酒”主品牌的主动提升和维持也做的并不积极，在品牌战略的稳定性、产品策略的前瞻性、品牌表达的一致性方面不如竞争对手。例如，曾经试图推出“青岛大优”“青岛冰醇”等更低端的单品来扩大规模，后来被证明并不成功，反而模糊了“青岛啤酒”在消费者心目中的高价高品质的感受，又如，青岛啤酒仅在近几年才推出高端产品“逸品纯生”“奥古特”等推出，时间远远晚于竞争对手。

图表 27：青岛啤酒的产品框架



来源：齐鲁证券研究所

图表 28：“青啤”主品牌的产品体系



来源：齐鲁证券研究所

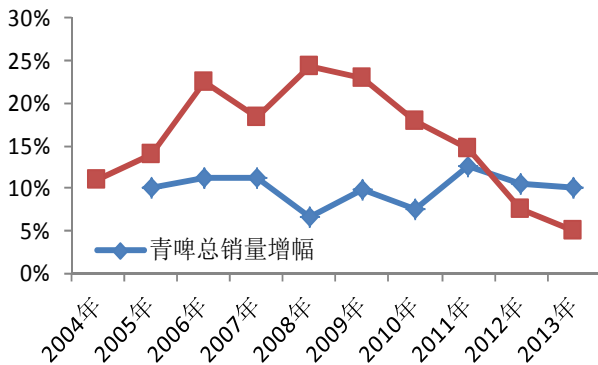
- 和雪花的单一品牌“雪花打天下”，百威英博的百威打高端，哈啤做规模不同，青岛啤酒的品牌体系最为复杂，主打品牌也最多，形成了主副品牌“1+X”的品牌结构。

图表 29：中国啤酒三巨头的品牌体系

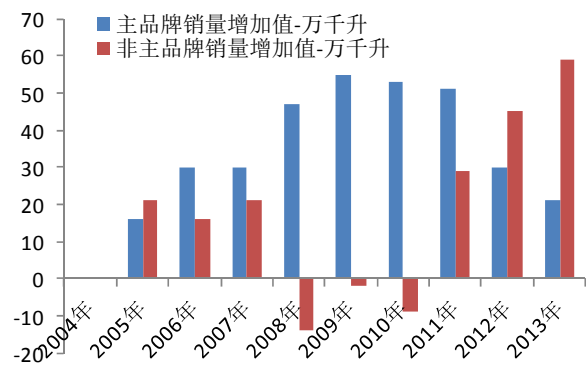
	百威英博	华润雪花	青岛啤酒
品牌体系	高端：百威 中低端：哈尔滨	单一品牌：雪花 为中低端主流酒领导品牌，市场规模第一	1+X 主副品牌体系： 青岛为主品牌（1）-中高端 崂山、山水、汉斯等分别在不同区域主打主流中低端市场（X）-低端 高端啤酒奥古特虽然有青岛品牌的印记，但是以突出奥古特的品牌为主-高端
SKU 数量	数量少，全国统一： 百威以百威 1 支单品为主，哈啤以冰纯、小麦王两支单品为主。	数量多，全国不统一： 每个市场雪花品牌主流酒下都有数量众多的单品，区域间差异明显。 全国单品以高端的勇闯天涯、纯生为主。	数量不太多，全国基本统一： 青岛啤酒主品牌以经典为主，各地叫法不同，别名有老青岛等，往低开发过青岛冰醇、青岛大优等，都不太成功，往高还有青岛纯生等全国单品。
品牌扩张	以自建工厂为主，将百威和区域性的哈尔滨品牌输出全国。	以并购为主，并购品牌迅速转换成雪花主品牌，雪花占整体体系销售超过 95%	以并购为主，通过 2002 年-2007 年的聚焦的品牌策略，逐渐集中到“1+X”模式，新收购品牌仍然在很长时间内保持在当地的市场作用，切换至主品牌较慢。
品牌升级	百威是当之无愧的高端市场第一品牌	中高端品牌勇闯天涯、纯生在公司基地市场有一定市场空间，在普通市场获得认可难度较大。	青岛一直是中高端品牌的代表，在全国都有较高的认可度，并通过纯生、小瓶、铝瓶、奥古特等在不断升级品牌形象。奥古特是名副其实的全国化高端品牌。
品牌规划	高举低打： 百威高端，哈啤主流，聚焦单品，扩张全国	并购切换： 并购，迅速切换为雪花品牌，以雪花单一品牌主导市场，最短时间获取最大份额，在有控制权的市场主导品牌升级	并购整合： 并购，一定范围内保持当地强势品牌的竞争功能，逐步向 1+X 集中 高端品牌青岛的中高端思路清晰，但在规模和高度上不时看到摇摆 主流中低端品牌不集中，也没有太好的品牌规划和定位，以市场选择形成品牌为主。

来源：齐鲁证券研究所

- **青啤四大副品牌**：“崂山”“山水”“汉斯”“银麦”，每一个品牌都只是在区域具有强势地位。缺乏错位的定位、缺乏整体、集中的投入和推广，会让扩张过程中资源的投入缺乏合力。这将会影响长期发展中的扩张空间。

图表 30: 青岛啤酒主品牌增速需要增量成长


来源: 齐鲁证券研究所

图表 31: 青啤战略转变前后主副品牌销量增加对比


来源: 齐鲁证券研究所

“1+X” 的品牌体系，1 更高端，X 更清晰，才能支持规模的更大增长

- 青啤主品牌难下沉，和规模优先阶段性战略目标之间的矛盾，要求青啤更清晰的规划其主副品牌的协同，以形成规模、利润更好的统一。主品牌拔高做利润，副品牌下沉做规模，或将是青啤的最好选择。

图表 32: 青岛啤酒目前面临的战略环境分析

	优势 Strengths	劣势 Weaknesses
	1、“青岛啤酒”被消费者认为是中高端品牌 2、公司执行力为三强（百威英博、华润雪花）中最强 3、盈利最高的啤酒公司	1、由于历史并购公司体内销售体系多元化并存 2、传统工艺决定发酵时间长，生产成本低 3、品牌战略不够强势
机遇 Opportunity 1、消费处于升级阶段，居民可支配收入上升对品质、品牌有更高要求 2、三大龙头公司的竞争从低端市场逐渐向中高端市场转移 3、开放式终端的比例逐步上升，（KA、量贩夜店、自带酒水等）消费者自主选购话语权扩大	SO 1、通过产品结构、营销传播、消费体验等各接触点，主动系统强化“青岛”主品牌中高端定位 2、加强和消费者直接沟通，将渠道的品牌营销功能逐步上收公司统一安排	WO 1、强化和提升主品牌战略 2、对于中低端主流酒市场的争夺，也要有清晰的品牌规划
挑战 Threats 1、基地市场不多，可选空白市场空间减少 2、百威英博高举低打的品牌规划能力、雪花基于市场份额的品牌升级都使中高端争夺更加激烈 3、百威英博背靠全球资源扩张中国，华润雪花的盈利也近逼青岛	ST 1、利润仍然是公司重要的业绩目标，品牌拉动使供应链利润向品牌商集中 2、新市场扩张的挑战加大，利用品牌拉动带动消费者主动消费，助力终端的渠道争夺	WT 1、不能忽视盈利能力创造 2、切忌青岛主品牌定位的下滑，清晰主副品牌定位是关键 3、资源聚焦有利于扩张提速

来源: 齐鲁证券研究所

- “青岛啤酒”主品牌高端化思路正在逐渐清晰。2010 年开始推出高端新品奥古特、逸品纯生，2013 年加快推出铝瓶系列，给青啤形象的提升和高端渠道的消费，提供了新的单品。

图表 33: 青岛啤酒高端产品

新品	推出时间	产品示例
青岛啤酒“鸿运当头”系列（青岛啤酒黑啤、TSINGTAO1903 铝瓶、“鸿运当头”）	2013 年	
逸品纯生、奥古特	2010 年	

来源：齐鲁证券研究所

- 副品牌整合难度很大，错位扩张或将是最佳选择。比起十年前收编中小品牌，转换成统一品牌，现在如果青岛啤酒要将 4 个品牌更换成统一的单一品牌进攻，转换成本相当高。我们认为，梳理出 4 个副品牌的各自优势进行差异化定位，实现集中投入和协同扩张，将是青啤副品牌成长的不错选择。但是，精准的做好 4 个品牌的定位，并且协调好资源做好投入，将是对品牌规划能力的更高考验。

产能建设加速、外埠渠道精细化调整，为扩张落地做准备

- 由于历史原因，青啤在广东、陕西等外埠区域主要采取“大客户制”的渠道管理方法，在山东等区域以“精耕渠道”的围观运营为主。

图表 34: 大客户和密集分销的渠道特征区别

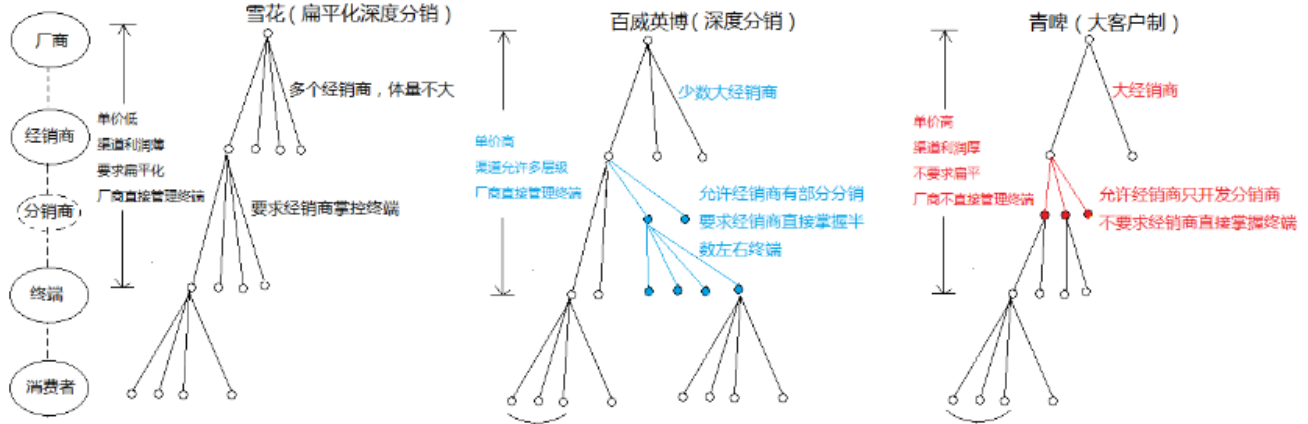
	大客户	密集分销
厂商是否直接管理终端	否	是
厂商有无自己的渠道管理团队	无，或小团队	有，大团队
渠道层级	多	少
厂商是否和终端及消费者沟通	沟通少	沟通多
市场拓展费用和出厂价	市场拓展费用由经销商投入，经销商可以争取到较低的出厂价	市场拓展费用由厂商投入，经销商难以争取到较低的出厂价
品牌维护	品牌难以维护，缺少统一管理和投入	品牌由品牌公司统一投入和维护管理

来源：齐鲁证券研究所

- 大客户制在青啤扩张前期，起到了非常关键的作用，最大限度地利用的当地的经销商资源，完成了新市场的开拓，和外埠基地市场的建设。这

个复杂的渠道体系，是青啤在跨省扩张的各省市攻城略地的过程中自然形成的，虽然略显复杂给公司的管理带来难度，但是由于中国市场渠道的复杂性，这样的渠道显示出了非常高的运作效率和竞争力。

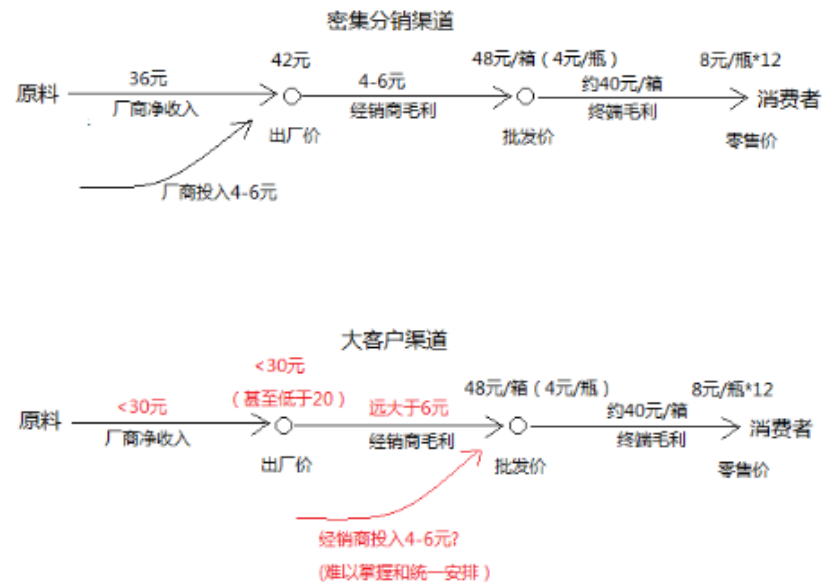
图表 35：青岛和百威、雪花的渠道对比



来源：齐鲁证券研究所

- 而大客户制对于公司发展的最大障碍是，增加了公司对终端的掌控，以及和消费者的直接沟通的物理距离，同时，也增加了供应链利润分配的环节。

图表 36：密集分销和大客户制的两大分销方式盈利对比

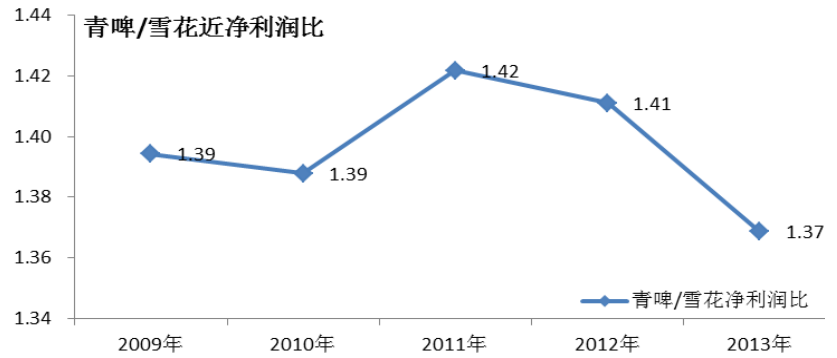


来源：齐鲁证券研究所

- 强势品牌会使公司能在供应链中获取更大比例盈利分为，在保持合理利润的情况下，将有机会通过更大降价空间、或者更多品牌和产品研发投入，来扩大产品的性价比优势，从而继续推动销售和周转的提升。青啤提出的“大客户+微观运营”的渠道管理思路就是努力逐渐将大客户向扁平精细化的“微观运营”转变。

品牌化拉动将带来管理效率的进一步提升

- 在品牌战略思路清晰、渠道扁平可控这两方面实现过程中，我们相信很快能看到青啤营销资源更系统化的发挥作用。而品牌规划、渠道规划、消费者沟通三者的协同，将给青啤销售带来更大的拉力，也给青啤品牌公司争取到供应链中更强的话语权和利润分配比例，从而实现供应链效率的进一步提升和规模盈利增长。

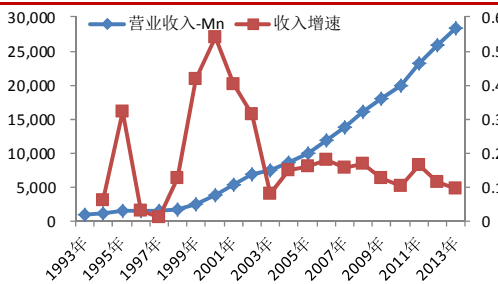
图表 37: 青岛/雪花啤酒净利润比


来源：青岛啤酒、华润创业年报资料

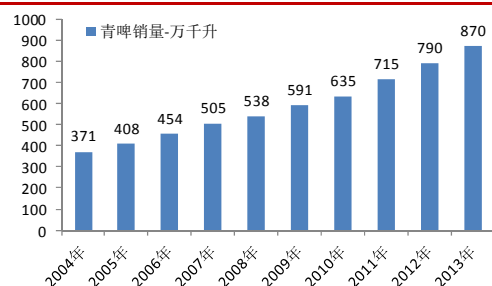
- 同时，行业规模集中的过程，也是龙头企业和竞争对手运营效率拉开差距的过程，行业盈利、市场份额、营销资源、人才和管理资源将会越来越快的向龙头企业集中。在这个过程中，龙头公司有能力通过对产品品质和研发、以及对中高端市场的更多投入，完成对低端市场的替代和升级，从而实现盈利增长、做强品牌。我们认为，在这一过程中，只要青啤可以顺利完成以上三个方面的转型，巩固其和另两大龙头啤酒的比较地位，就能分享到这一升级的利润蛋糕，实现调整后更高的利润增长。

盈利预测、估值和投资建议
盈利预测假设条件

- 新产能释放，驱动收入增速提升，假设收入增速提升至 15%左右水平。

图表 38: 青啤 300 亿收入规模，进入成熟期


来源：公司年报

图表 39: 青啤销量规模 870 万千升，居全国第二


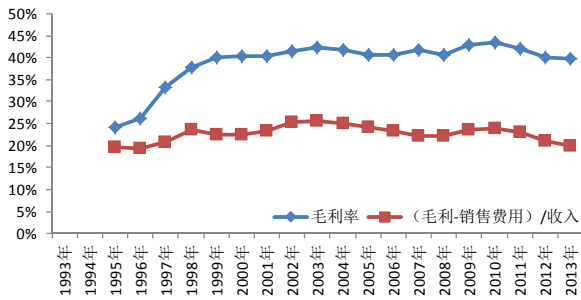
来源：公司年报

图表 40: 销售假设

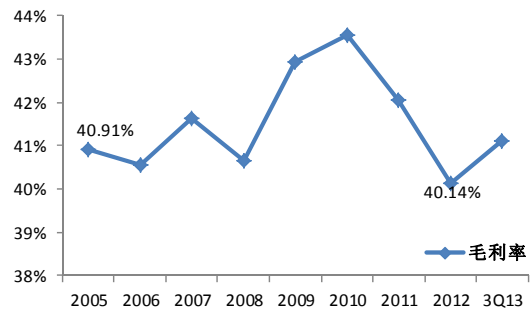
项 目	2011	2012	2013	2014E	2015E
平均售价 (元/件)	3,239	3,264	3,252	3,281.84	3,301.84
增长率 (YOY)	—	0.76%	-0.36%	0.92%	0.61%
销售数量 (万千升)	715.00	790.00	870.00	1,000.50	1,120.56
增长率 (YOY)	—	10.49%	10.13%	15.00%	12.00%
销售收入	23,158.00	25,782.00	28,291.00	32,834.80	36,999.09
增长率 (YOY)	—	11.33%	9.73%	16.06%	12.68%
毛利率	42.06%	40.14%	39.88%	39.50%	39.20%

来源: 齐鲁证券研究所

- 为了保持产品竞争力和中低端产品扩张加速, 公司整体毛利水平稳中略降。在大麦价格稳中有降的过程中, 更有能力推进中低端副品牌的快速增长, 使得公司的均价和综合毛利水平稳中有降, 从而形成更大的性价比优势或市场投入资源, 从而带动更大的销量增长。

图表 41: 青啤净利润增速


来源: 齐鲁证券研究所

图表 42: 青啤毛利变化


来源: 齐鲁证券研究所

- 关于成本波动, 我们认为好的快消企业可以维持良性的毛利水平, 通过提升周转来化解成本费用压力, 并保持合理盈利。包装、大麦成本的上涨, 渠道、人工、运输费用的攀升都带来了成本费用的上升, 倒逼行业可支配利润的提高。但只有少数企业能够通过提价化解, 并利用超越同行的产品竞争力和营运能力获得超额利润。

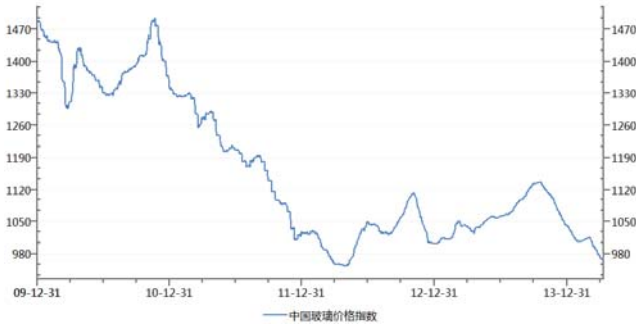
图表 43: 大麦价格稳中有降 (美分/英斗)


来源: wind

图表 44: 青岛啤酒成本结构

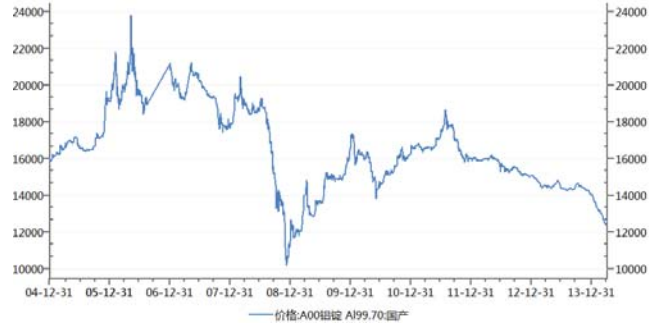

来源: 青岛啤酒年报

图表 45: 玻璃价格指数变化



来源: 齐鲁证券研究所

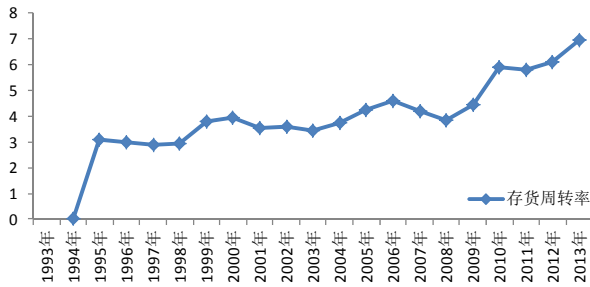
图表 46: 铝价变化



来源: 齐鲁证券研究所

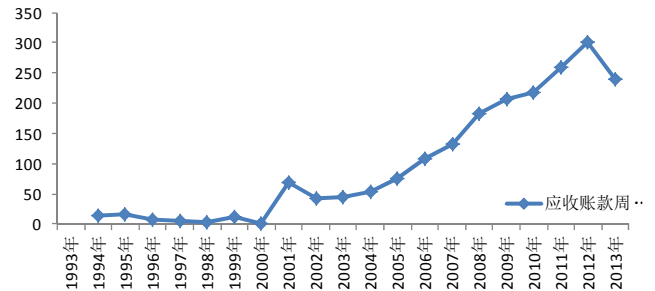
■ 规模扩张使管理费用率下降、现金好转使得利息收入增加。

图表 47: 青啤供应链效率不断提升-存货周转



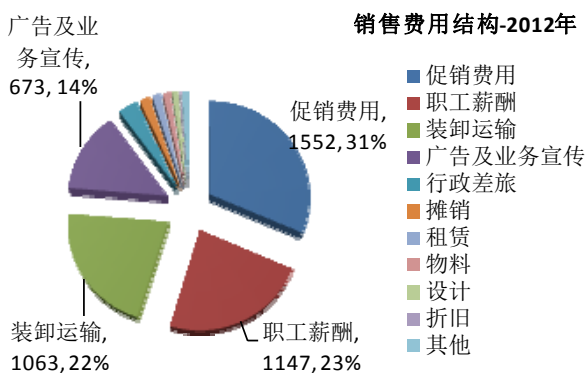
来源: 公司年报

图表 48: 青啤供应链效率不断提升-应收帐周转



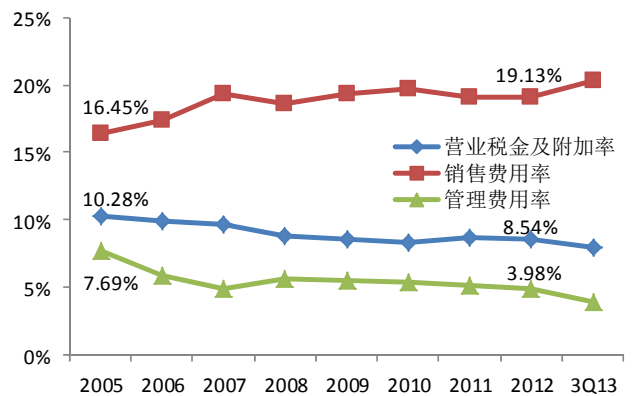
来源: 公司年报

图表 49: 青岛啤酒销售费用结构



来源: 青岛啤酒年报

图表 50: 营运能力提升让费用大幅压缩



来源: 青岛啤酒年报

图表 51: 费用、利润预测

会计年度截止日: 12/31	2012	2013	2014E	2015E	2016E
单位: 人民币百万元					
营业总收入	25,781.54	28,290.98	32,834.80	36,999.09	42,806.68
增长率 (YOY)	11.33%	9.73%	16.06%	12.68%	15.70%
营业成本	15,433.87	17,007.89	19,865.05	22,495.45	26,112.07
占营业收入比重	59.9%	60.1%	60.5%	60.8%	61.0%
其中: 原材料	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧和摊销额	843.84	885.05	911.32	933.31	944.18
职工薪酬	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利	10,347.67	11,283.08	12,969.75	14,503.64	16,694.61
毛利率	40.14%	39.88%	39.50%	39.20%	39.00%
增长率 (YOY)	6.22%	9.04%	14.95%	11.83%	15.11%
营业税金及附加	2,201.08	2,227.78	2,429.78	2,626.94	2,953.66
占营业收入比重	8.54%	7.87%	7.40%	7.10%	6.90%
销售费用	4,930.87	5,610.69	6,514.42	7,344.32	8,501.41
占营业收入比重	19.13%	19.83%	19.84%	19.85%	19.86%
管理费用	1,269.42	1,572.54	1,641.74	1,812.96	2,054.72
占营业收入比重	4.92%	5.56%	5.00%	4.90%	4.80%
EBITDA	2,790.14	2,757.12	3,295.12	3,652.74	4,129.00
占营业收入比重	10.82%	9.75%	10.04%	9.87%	9.65%
增长率 (YOY)	-0.92%	-1.18%	19.51%	10.85%	13.04%
EBIT	1,946.30	1,872.07	2,383.81	2,719.43	3,184.82
占营业收入比重	7.55%	6.62%	7.26%	7.35%	7.44%
增长率 (YOY)	-8.11%	-3.81%	27.34%	14.08%	17.11%
财务费用	-178.14	-251.39	-210.44	-325.85	-456.60
占营业收入比重	-0.69%	-0.89%	-0.64%	-0.88%	-1.07%
其中: 利息支出	0.00	0.00	2.85	0.00	0.00
平移计算的利率	0.00%	0.00%			
其中: 利息收入	0.00	0.00	213.29	325.85	456.60
平移计算的利率					
其中: 其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	1.00	1.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益 (损失以“-”号填列)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占利润总额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资收益 (损失以“-”号填列)	14.96	229.23	100.00	100.00	100.00
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	14.96	9.47	0.00	0.00	0.00
占利润总额比重	0.60%	8.60%	3.31%	2.88%	2.46%
营业利润 (亏损以“-”号填列)	2,138.40	2,350.94	2,694.25	3,145.28	3,741.42
占营业收入比重	8.29%	8.31%	8.21%	8.50%	8.74%
增长率 (YOY)	-0.15%	9.94%	14.60%	16.74%	18.95%
营业外收支	345.75	315.59	325.27	325.46	323.75
其中: 非流动资产处置损失	36.68	104.92			
占利润总额比重	13.92%	11.84%	10.77%	9.38%	7.96%
利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	2,484.16	2,666.53	3,019.52	3,470.74	4,065.17
占营业收入比重	9.64%	9.43%	9.20%	9.38%	9.50%
减: 所得税费用	639.39	691.61	776.02	885.04	1,028.49
占利润总额比重	25.74%	25.94%	25.70%	25.50%	25.30%
合并报表的净利润	1,844.76	1,974.92	2,243.50	2,585.70	3,036.68
占营业收入比重	7.16%	6.98%	6.83%	6.99%	7.09%
增长率 (YOY)	2.62%	7.06%	13.60%	15.25%	17.44%
减: 少数股东损益	85.90	1.55	64.76	65.06	67.70
占合并报表净利润比重	4.66%	0.08%	2.89%	2.52%	2.23%
减: 并购利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润 (归属于母公司所有者的)	1,758.86	1,973.37	2,178.74	2,520.64	2,968.98
占营业收入比重	6.82%	6.98%	6.64%	6.81%	6.94%
增长率 (YOY)	1.2%	12.2%	10.4%	15.7%	17.8%

来源: 齐鲁证券研究所

盈利预测和估值

■ 绝对估值结果：50元左右

图表 52：绝对估值假设

资产贴现率 K_a		股票贴现率 K_e	
行业Beta	1.00	股本总额	1,350.98
无风险利率 R_f	4.00%	股价	38.21
风险溢价	5.00%	股本价值 V_e	51,621.05
资产贴现率 K_a	9.00%	债务总额 V_d	1,903.13
加权平均资本成本WACC		债务利率 K_d	6.00%
		实际税率 T_c	25.70%
债务比率 $D/(E+D)$	3.56%	股票Beta	1.00
权益比率 $E/(E+D)$	96.44%		
WACC	8.84%	股票贴现率 K_e	9.00%

来源：齐鲁证券研究所

图表 53：键入图表的标题

估值方法	每股价值		估值区间	
APV	57.18	42.34	----	109.09
DCF/WACC	58.39	42.91	----	114.86
DCF/FCFE	67.78	49.92	----	130.46
AE	37.43	29.20	----	52.77
DDM	25.27	19.03	----	47.71
EVA	44.64	29.89	----	99.45

来源：齐鲁证券研究所

- 相对估值，公司 2014-2016 年的收入 328 亿、379 亿、428 亿，EPS 为 1.61、1.87、2.12，盈利增速 10.4%、15.7%、17.8%，我们按照 2015 年的 EPS，给予龙头消费品公司 25 倍 PE 估值，给予公司目标价 46.75 元。如果按照 PS=2，则公司总市值 656 亿，折合每股 48.56 亿。

图表 54：行业估值比较

排名	代码	简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益			市盈率PE			市净率 PB (LF)	市现率 PCF (TTM)	市销率 PS (TTM)
					TTM	13E	14E	TTM	13E	14E			
		行业均值(整体法)	126.62	89.67	0.49	0.62	0.64	32.12	28.31	26.92	3.02	49.51	1.94
		行业中值	49.98	49.98	0.27	0.28	0.21	37.40	25.92	38.52	3.17	35.91	2.05
1	600600.SH	青岛啤酒	564.71	290.89	1.46	1.61	1.70	28.62	25.92	24.60	4.03	50.16	2.00
2	000729.SZ	燕京啤酒	197.17	175.45	0.24	0.28	0.30	28.97	25.00	23.27	1.68	82.79	1.43
3	002461.SZ	珠江啤酒	93.18	93.18	0.06	0.06	0.07	225.96	174.50	145.60	2.85	194.18	2.78
4	600132.SH	重庆啤酒	72.74	72.74	0.33	-	-	45.82	-	-	4.74	-73.95	2.15
5	000752.SZ	西藏发展	27.22	27.22	0.56	-	-	18.36	-	-	3.49	5.57	6.19
6	600090.SH	啤酒花	26.20	26.20	0.29	-	-	24.74	-	-	4.65	31.57	2.01
7	600573.SH	惠泉啤酒	16.63	16.63	0.08	-	0.13	81.60	-	52.44	1.56	40.25	2.09
8	000929.SZ	兰州黄河	15.10	15.09	0.14	-	-	59.56	-	-	2.46	12.62	1.70
		行业中值	22.40	22.40	1.46	-	-	20.54	-	-	0.93	45.11	1.82

来源：Wind

投资建议

- 结合以上绝对和相对的估值方法，我们给予目标价 48.56 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 55：盈利预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	23,158	25,782	28,291	32,835	36,999	42,807	货币资金	6,108	7,118	8,532	13,034	18,264	24,083
增长率	16.38%	11.3%	9.7%	16.1%	12.7%	15.7%	应收账款	301	232	420	381	421	495
营业成本	-13,417	-15,434	-17,008	-19,865	-22,495	-26,112	存货	2,718	2,360	2,535	2,613	2,650	2,862
% 销售收入	57.9%	59.9%	60.1%	60.5%	60.8%	61.0%	其他流动资产	457	432	788	836	836	873
毛利	9,741	10,348	11,283	12,970	14,504	16,695	流动资产	9,583	10,142	12,274	16,864	22,172	28,313
% 销售收入	42.1%	40.1%	39.9%	39.5%	39.2%	39.0%	% 总资产	44.3%	42.9%	44.9%	53.8%	61.6%	68.4%
营业税金及附加	-2,024	-2,201	-2,228	-2,430	-2,627	-2,954	长期投资	152	171	1,280	1,280	1,280	1,280
% 销售收入	8.7%	8.5%	7.9%	7.4%	7.1%	6.9%	固定资产	7,833	9,032	9,252	8,611	7,949	7,275
营业费用	-4,415	-4,931	-5,611	-6,514	-7,344	-8,501	% 总资产	36.2%	38.2%	33.8%	27.5%	22.1%	17.6%
% 销售收入	19.1%	19.1%	19.8%	19.8%	19.9%	19.9%	无形资产	3,468	3,635	3,634	3,683	3,649	3,621
管理费用	-1,184	-1,269	-1,573	-1,642	-1,813	-2,055	非流动资产	12,051	13,519	15,090	14,499	13,803	13,100
% 销售收入	5.1%	4.9%	5.6%	5.0%	4.9%	4.8%	% 总资产	55.7%	57.1%	55.1%	46.2%	38.4%	31.6%
息税前利润 (EBIT)	2,118	1,946	1,872	2,384	2,719	3,185	资产总计	21,634	23,661	27,365	31,362	35,974	41,413
% 销售收入	9.1%	7.5%	6.6%	7.3%	7.4%	7.4%	短期借款	165	150	1,898	1,797	1,797	1,797
财务费用	36	178	251	210	326	457	应付款项	5,661	5,945	8,058	9,545	12,035	14,880
% 销售收入	-0.2%	-0.7%	-0.9%	-0.6%	-0.9%	-1.1%	其他流动负债	1,330	1,240	1,158	2,133	2,372	2,740
资产减值损失	-17	-1	-2	0	0	0	流动负债	7,156	7,336	11,114	13,476	16,204	19,417
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	454	452	5	5	5	5
投资收益	4	15	229	100	100	100	其他长期负债	2,747	3,089	2,373	2,373	2,373	2,373
% 税前利润	0.2%	0.6%	8.6%	3.3%	2.9%	2.5%	负债	10,357	10,878	13,491	15,853	18,582	21,795
营业利润	2,142	2,138	2,351	2,694	3,145	3,741	普通股股东权益	11,110	12,468	14,021	15,591	17,409	19,568
营业利润率	9.2%	8.3%	8.3%	8.2%	8.5%	8.7%	少数股东权益	166	315	-147	-82	-17	50
营业外收支	313	346	316	325	325	324	负债股东权益合计	21,634	23,661	27,365	31,362	35,974	41,413
税前利润	2,455	2,484	2,667	3,020	3,471	4,065	比率分析						
利润率	10.6%	9.6%	9.4%	9.2%	9.4%	9.5%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-657	-639	-692	-776	-885	-1,028	每股指标						
所得税率	26.8%	25.7%	25.9%	25.7%	25.5%	25.3%	每股收益 (元)	1.286	1.302	1.461	1.613	1.866	2.198
净利润	1,798	1,845	1,975	2,244	2,586	3,037	每股净资产 (元)	8.224	9.229	10.378	11.541	12.887	14.484
少数股东损益	60	86	2	65	65	68	每股经营现金净流 (元)	1.386	2.297	2.518	3.332	4.182	4.693
归属于母公司的净利润	1,738	1,759	1,973	2,179	2,521	2,969	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.450	0.450	0.520	0.600
净利率	7.5%	6.8%	7.0%	6.6%	6.8%	6.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.64%	14.11%	14.07%	13.97%	14.48%	15.17%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	8.03%	7.43%	7.21%	6.95%	7.01%	7.17%
净利润	1,798	1,845	1,975	2,244	2,586	3,037	投入资本收益率	21.60%	18.81%	22.59%	55.86%	-1152.11%	-63.12%
少数股东损益	0	0	0	65	65	68	增长率						
非现金支出	715	845	887	911	933	944	营业总收入增长率	16.38%	11.33%	9.73%	16.06%	12.68%	15.70%
非经营收益	62	-282	-633	-422	-425	-424	EBIT 增长率	5.74%	-8.11%	-3.81%	27.34%	14.08%	17.11%
营运资金变动	-702	696	1,172	1,769	2,556	2,783	净利润增长率	14.30%	1.20%	12.20%	10.41%	15.69%	17.79%
经营活动现金净流	1,872	3,104	3,401	4,566	5,715	6,407	总资产增长率	21.70%	9.37%	15.65%	14.61%	14.71%	15.12%
资本开支	2,405	2,365	2,025	-6	-88	-82	资产管理能力						
投资	-1,769	-4	40	0	0	0	应收账款周转天数	1.4	1.2	1.5	1.4	1.4	1.4
其他	237	375	489	100	100	100	存货周转天数	63.4	60.0	52.5	48.0	43.0	40.0
投资活动现金净流	-3,937	-1,995	-1,496	106	188	182	应付账款周转天数	39.8	43.2	50.4	53.0	57.0	60.0
股权募资	30	70	10	0	0	0	固定资产周转天数	100.2	110.1	110.2	94.7	79.1	63.1
债权募资	359	-22	-170	-101	0	0	偿债能力						
其他	-337	-438	-620	-4	-608	-703	净负债/股东权益	-36.83%	-39.94%	-47.78%	-72.42%	-94.65%	-113.57%
筹资活动现金净流	52	-390	-780	-105	-608	-703	EBIT 利息保障倍数	-58.5	-10.9	-7.4	-11.3	-8.3	-7.0
现金净流量	-2,013	719	1,126	4,567	5,295	5,887	资产负债率	47.87%	45.97%	49.30%	50.55%	51.65%	52.63%

来源：齐鲁证券研究所

风险提示

- 季节因素。由于啤酒的季节性很强，旺季天气变化对啤酒影响很大。
- 经济政策因素。宏观经济对餐饮、夜店的消费也将影响高端产品的销售，这些都可能会影响行业整体增速，从而对龙头公司产生影响。
- 新管理团队的思路和转型进度。公司刚经历领导班子的调整，新任班子对于公司战略的规划和执行的能力还需要更多的经营数据验证，新管理团队的能力将对青啤未来的成长产生重大影响。

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。