

## 消费升级与娱乐研究中心

## 青岛啤酒 (600600.SH) 买入 (首次评级)

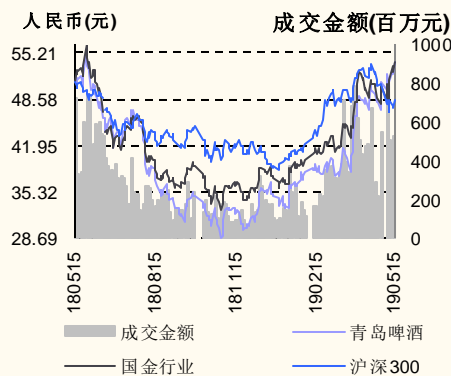
## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 53.92 元

目标价格 (人民币): 62.00 元

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	695.91
流通港股(百万股)	655.07
总市值(百万元)	6659.93
年内股价最高最低(元)	55.83/28.69
沪深 300 指数	3727.09
上证指数	2938.68



## 青啤再起航，成长价值重估

## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.935	1.052	1.279	1.512	1.765
每股净资产(元)	12.69	13.30	14.10	15.10	16.33
每股经营性现金流(元)	1.81	3.15	3.33	3.75	3.98
市盈率(倍)	42.07	33.14	42.14	35.66	30.55
净利润增长率(%)	21.04%	12.50%	21.65%	18.19%	16.70%
净资产收益率(%)	7.37%	7.91%	9.08%	10.02%	10.81%
总股本(百万股)	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98	1,350.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **啤酒行业进入存量竞争期，结构升级促行业回暖：**啤酒产量自高位下跌，新增产量处历史低位，整体产能利用率不足 60%，行业进入存量竞争期。行业规模下降、供需错位等原因使得行业内公司经营压力加大，各企业净利率和 ROE 下滑，利润端承压。为了应对竞争压力，行业内各公司调整战略，从“要收入”向“要利润”转变，逐步通过关厂、提价、提质增效等方式推动内部改革，带动全行业产品结构升级，产能回升，呈现回暖趋势。我们认为本轮行业回暖将延续，各公司从粗放式发展向精细化运营转变，全行业生产效益和盈利质量将持续提升。
- **百年优秀啤酒企业，聚焦盈利谋长远发展：**青岛啤酒始创于 1903 年，历史悠久，品牌价值行业第一，市占率超过 20%。公司产品矩阵完善，并不断研发新品满足市场需求，主品牌 (48.7%) 和高端 (21.6%) 占比明显提升，出厂吨价 (3267 元/千升) 持续提升，产品销售结构上行。公司聚焦“1+1”核心品牌，提升主品牌曝光度和影响力。公司在基地山东市场拥有绝对优势，未来将继续巩固基地山东市场，加快“沿黄”市场成长，振兴“沿海”市场，发展非优势市场，形成阶梯状、有层次的发展格局。
- **中高端领头羊，资产运营能力优异：**青岛啤酒是国产啤酒中最早确立中高端产品形象的，铸就了以山东为核心的沿黄河优势销售区域。行业对比来看，青岛啤酒毛利率相对稳定，销售费用率处行业首位但持续改善，管理费用率长期处于行业低位，费用使用效率仍有提升空间。公司拥有较高的资产周转效率 (营业周期仅 57 天) 和极强的上下游议价能力 (应收账款周转率 211)，负债中主要为经营负债，资产质量优质，资产管理能力优异。
- **短看原材料价格企稳+增值税调减，中长期看结构升级和管理效率提升：**公司正处变革期，我们认为短期内原材料中进口大麦涨价空间不大，包材中纸箱和易拉罐预计同比下降，成本端压力将有所缓解；并且增值税调减中性估计下会给公司净利率带来 1.24% 的提升，合力提升盈利能力。长期来看，我们看好公司产品结构升级带来吨价提升，内部费用投放和管理效率提升实质性的推动公司实现更有质量的成长。

## 盈利预测

- 我们预计公司 2019-2021 年的收入分别为 278.7 亿/293.3 亿/310.0 亿，同比增长 4.9%/5.2%/5.7%；归母净利润分别为 17.3 亿/20.4 亿/23.8 亿，同比增长 21.7%/18.2%/16.7%；EPS 分别为 1.3 元/1.5 元/1.8 元；对应 PE 为 41X/35X/30X。我们给予公司 2019 年 48 倍估值，对应目标价 62 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- 关厂压制利润的风险，原材料价格上涨的风险，行业竞争加剧的风险

卢周伟 联系人  
luzhouweijzq.com.cn

寇星 联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

## 内容目录

1.行业容量已达瓶颈，谋结构升级新机遇.....	5
1.1 啤酒产量拐点向下，行业竞争环境严峻.....	5
1.2 改革效用初显，行业回暖趋势已定.....	6
2.百年优质啤酒企业，恢复元气重增长.....	9
2.1 品牌价值行业领先，一轮沉浮后重回增长.....	9
2.2 复星入股激发经营活力，股权激励落地在即.....	9
2.3 产品矩阵完善，聚焦腰部以上产品推动结构升级.....	10
2.4“1+1”战略提升品牌价值，“四位一体”增强消费者粘性.....	13
2.5 打造立体销售结构，“大客户+微观运营”深化销售网络.....	15
3.行业对比：定位中高端的啤酒企业，资产运营能力行业领先.....	18
3.1 国产中高端领头羊，铸就以山东为核心的沿黄河带优势区域.....	18
3.2 全行业经营状况转优，青岛啤酒费用投放效率提升.....	20
3.3 一季度经营改善超预期，继续展现超强资金周转能力.....	24
4.成长机会：结构升级+原材料价格企稳+增值税调减.....	26
4.1 结构性提价将成常态，结构升级趋势延续.....	26
4.2 进口大麦价格上涨空间有限，包材价格同比下降.....	27
4.3 中性估计下增值税调减预计助推净利率提升 1.24 个百分点.....	29
5、风险提示.....	30

## 图表目录

图表 1：啤酒行业发展历程.....	5
图表 2：啤酒产量持续下跌.....	5
图表 3：新增啤酒产能处于低位.....	5
图表 4：啤酒产能利用率不足 60%.....	5
图表 5：近年行业内公司净利润率下滑.....	6
图表 6：啤酒销量持续下跌.....	6
图表 7：各大啤酒企业开启关厂大潮.....	6
图表 8：上一轮产能扩张中固定资产快速增加（亿）.....	6
图表 9：关厂后产能利用率明显提升.....	6
图表 10：各企业产能情况汇总.....	7
图表 11：啤酒生产成本拆解.....	7
图表 12：提价后各企业毛利率回升.....	7
图表 13：17 年底各大企业开始大规模提价.....	7
图表 14：中高端啤酒销量持续上涨.....	8
图表 15：中高端啤酒占比逐年提升.....	8
图表 16：各企业战略中明确提出提效提质.....	8
图表 17：公司发展经历了几个重要阶段（亿）.....	9
图表 18：复星的投资生态圈.....	10

图表 19: 公司产能遍布全国.....	11
图表 20: 公司专利数远超行业其他公司.....	11
图表 21: 公司获“世界啤酒锦标赛”金奖.....	11
图表 22: 公司产品矩阵完善.....	11
图表 23: 公司不断研发新品满足市场需求.....	12
图表 24: 高端产品占比逐年提升.....	13
图表 25: 出厂吨价重新恢复增长.....	13
图表 26: 公司确立“1+1”品牌结构.....	13
图表 27: 公司“四位一体”的市场推广模式.....	14
图表 28: 公司长期与知名体育赛事合作.....	14
图表 29: 青岛啤酒举办齐鲁热波音乐节.....	15
图表 30: 青岛啤酒赞助大学生音乐节.....	15
图表 31: 青岛啤酒微信商城.....	15
图表 32: 公司经销商人均销售额逐年上升.....	15
图表 33: 公司在“沿黄”、“沿海”地区具备优势.....	16
图表 34: 公司分地区销售情况 (亿).....	17
图表 35: 公司分地区毛利率情况.....	17
图表 36: 2018 年海外业务分地区增长情况.....	17
图表 37: 海外销售规模超过 6 亿 (亿).....	17
图表 38: 青岛啤酒吨价较高 (元/吨).....	18
图表 39: 青岛啤酒核心产品价格较高.....	18
图表 40: 各大企业加速布局高端产品.....	18
图表 41: 进口啤酒规模逐年增加.....	19
图表 42: 国际酒企与国内酒企合作.....	19
图表 43: 啤酒企业销售人员创收较低.....	20
图表 44: 啤酒行业市场集中度不断提升.....	20
图表 45: 啤酒各省份竞争格局.....	20
图表 46: 各企业营收增长情况.....	21
图表 47: 各企业毛利率变化情况.....	21
图表 48: 公司运输费用率较高.....	21
图表 49: 公司广告促销费用率较高.....	21
图表 50: 公司销售费用率处于行业高位.....	22
图表 51: 公司管理费用率低于同行.....	22
图表 52: 关停啤酒厂对公司报表的影响.....	22
图表 53: 大规模关厂期间非经常性损益增加 (万).....	22
图表 54: 公司净利率仍有提升空间.....	23
图表 55: 公司总资产周转率略降.....	23
图表 56: 公司存货周转率行业领先.....	23
图表 57: 应收账款周转能力强.....	24
图表 58: 资产负债率处于行业中等.....	24

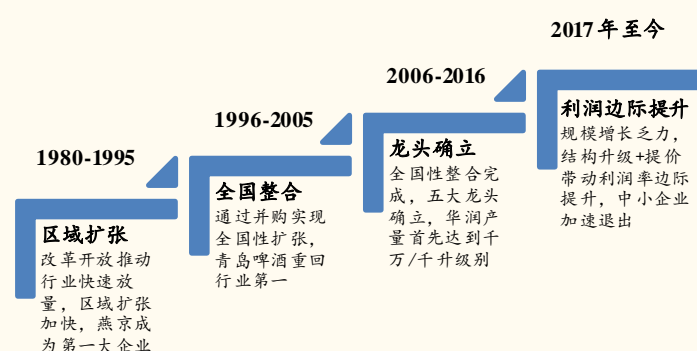
图表 59: 公司 ROE 止跌回升.....	24
图表 60: 公司 2019Q1 盈利能力表现亮眼.....	25
图表 61: 2019Q1 公司利润率水平行业领先.....	25
图表 62: 公 2019Q1 存货周转天数.....	25
图表 63: 2019Q1 应收账款周转天数.....	25
图表 64: 公司行业对比情况汇总.....	25
图表 65: 公司 18 年提价情况.....	26
图表 66: 主品牌和高端产品收入提速.....	27
图表 67: 前几年进口大麦价格优势明显.....	27
图表 68: 进口大麦与国产大麦价差缩小.....	27
图表 69: 箱纸板价格趋于稳定.....	28
图表 70: 易拉罐价格同比逐步下降.....	28
图表 71: 玻璃价格同比趋于下降.....	28
图表 72: 原材料价格变化对毛利率的影响测算.....	28
图表 73: 增值税调减敏感性测算.....	29
图表 74: 增值税调减测算 (中性).....	29

## 1. 行业容量已达瓶颈，谋结构升级新机遇

### 1.1 啤酒产量拐点向下，行业竞争环境严峻

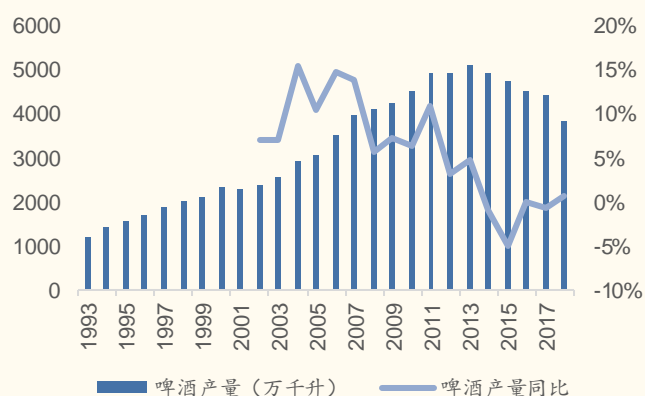
- **啤酒产量超过 3000 万千升，是国内产量最高的消费酒类：**啤酒行业自 20 世纪 80 年代起，受益于改革开放、人口红利、国企改革、兼并收购等多重利好规模快速扩张，2018 年啤酒总产量超过 3000 万千升，成为目前国内消费量最高的酒类。行业内公司也逐渐从区域走向全国，市场多轮洗牌后华润啤酒、青岛啤酒、百威啤酒、嘉士伯啤酒和燕京啤酒五大龙头格局基本稳定。
- **产量下跌，市场进入存量竞争期：**随着消费群体稳定，市场规模扩张乏力，啤酒产量自 2013 年达到 5026 万千升高位后持续下跌，新增产量也在逐年下降，2017 年仅新增 126 万吨产能，产能利用率不足 60%，行业进入存量竞争期。

图表 1：啤酒行业发展历程



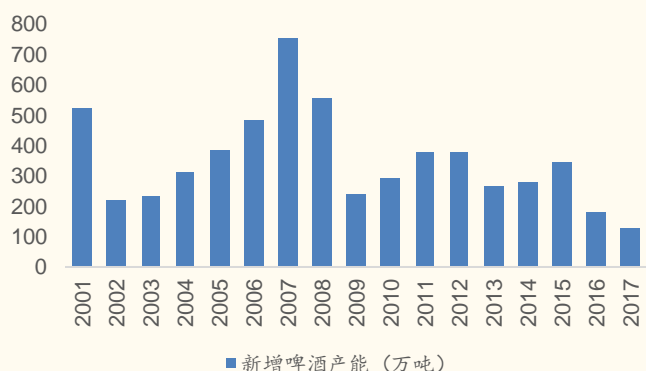
来源：国金证券研究所

图表 2：啤酒产量持续下跌



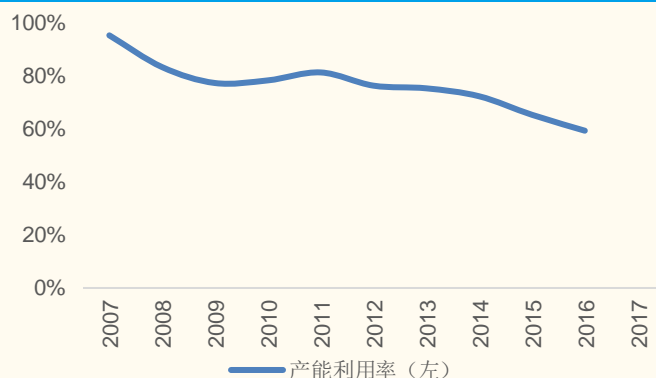
来源：WIND、国金证券研究所 注：2018 年统计口径变更，同口径下增量微增 0.5%

图表 3：新增啤酒产能处于低位



来源：WIND、国金证券研究所

图表 4：啤酒产能利用率不足 60%



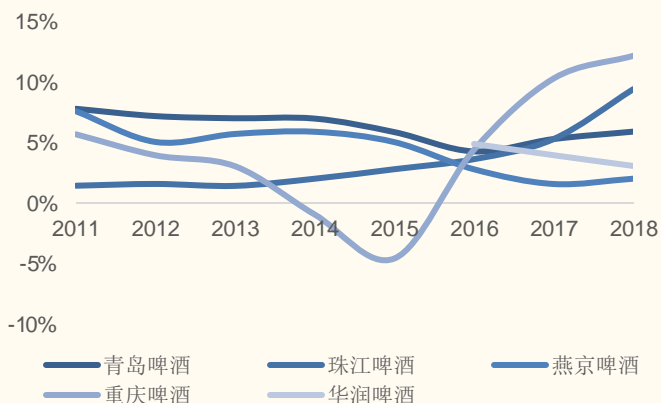
来源：WIND、国金证券研究所

- **利润水平承压，行业公司亟待新的突破点：**2013 年产量到达高位开始下跌后，行业内公司的生存压力也开始加大，各公司首先寄希望于“价格战”，提高销售费用率来恢复消费量，因此使得利润端明显承压。2014-2016 年之间青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒等公司净利润率水平都出现了不同程度的下跌，几家公司的净利率水也平均跌到 5% 以下，各企业的 roe 也在持续走低，面临较大的经营压力。

面临需求不足，产能过剩，利润空间较低等多重考验下，行业急需从内部进行改革，各公司认清了“价格战”难以为继，行业未来消费价格带必然逐步上移，各企业只有尽快优化各自产品结构适应行业变化，从“要收入”向“要利润”转变，提升产能利用率和管理效率，才能在这一轮的“要利润”竞争战中胜出。行业

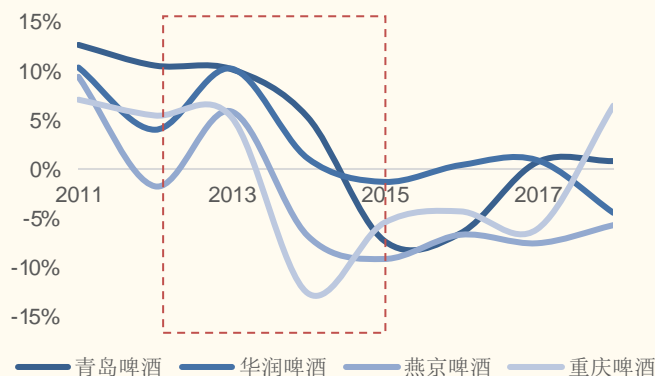
已经进入了新的发展阶段，未来各家公司谁能率先从此轮危机中复苏，将在竞争中占据更有利的位置。

图表 5：近年行业内公司净利润率下滑



来源：WIND、国金证券研究所

图表 6：啤酒销量持续下跌



来源：WIND、国金证券研究所

### 1.2 改革效用初显，行业回暖趋势已定

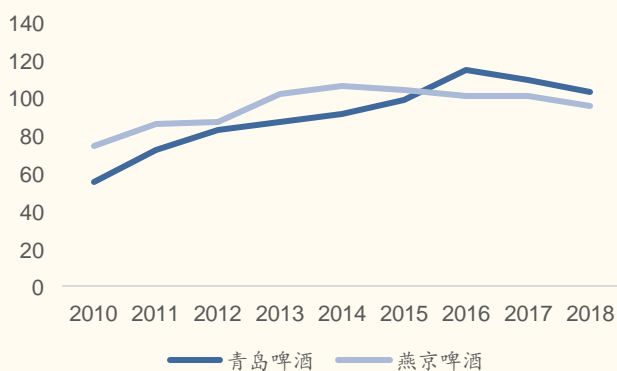
- **关厂清除落后亏损产能，提升产能利用率：**在 2013 年之前十年的市场扩张过程中，各大啤酒企业纷纷通过并购和新建扩张产能，扩大产品覆盖范围。但快速扩张过程中过于追求产能和销售区域的增加，而未考虑到产能整合和市场接受度，使得产能利用率不足，部分产线持续亏损，拖累公司业绩。在啤酒行业总产能下降的背景下，各企业自 2015 年开始逐步关停亏损啤酒厂，减少成本消耗，提升产能利用率。

图表 7：各大啤酒企业开启关厂大潮

时间	重庆啤酒	华润啤酒	珠江啤酒	嘉士伯	青岛啤酒
2015	关停重庆嘉酿啤酒有限公司綦江分公司、柳州山城啤酒有限责任公司、重庆啤酒安徽九华山有限公司、永川分公司	关停 3 家		关停或转让共 11 家	
2016	关停黔江分公司、重庆啤酒集团六盘水啤酒有限责任公司、重庆啤酒亳州有限公司	关停安徽和河南 2 家		关停 17 家	
2017	转让重庆啤酒安徽九华山有限公司 100% 股权，甘肃金山啤酒原料有限公司 60% 股权转让持有的亳州公司 100% 股权以及对亳州公司的债权；转让持有的柳州公司 100% 股权以及对柳州公司的债权	关停四川、安徽、上海 3 家工厂	子公司汕头珠江啤酒分装有限公司停产		
2018					杨浦公司和芜湖公司进行关闭清算

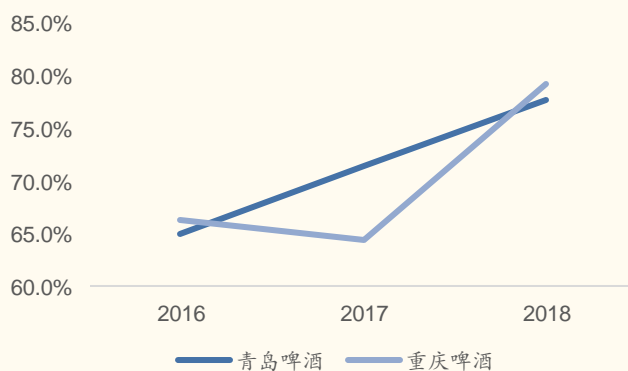
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 8：上一轮产能扩张中固定资产快速增加（亿）



来源：WIND、国金证券研究所

图表 9：关厂后产能利用率明显提升



来源：WIND、国金证券研究所

- **华润和青岛产能行业领先，与其他公司拉开差距：**经过近十年的产能建设和优化，华润啤酒设计产能达到 2100 万千升，成为行业第一；青岛啤酒紧跟其后，拥有 62 家啤酒企业和 1408 万千升的设计产能。两大龙头企业

产能拥有绝对的领先优势，远高于重庆啤酒的 179 万千升的设计产能和珠江啤酒 220 万吨的设计产能，与行业内其他公司拉开较大差距。

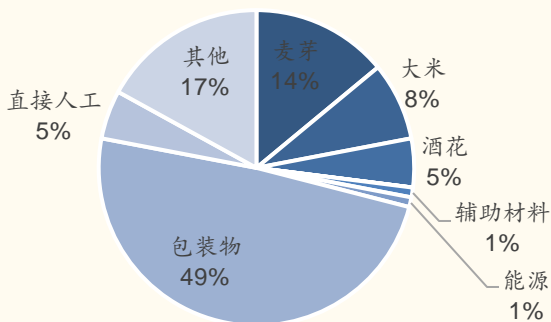
图表 10：各企业产能情况汇总

	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒
啤酒厂	78 家啤酒厂	62 家全资和控股的啤酒生产企业，及 2 家联营及合营啤酒生产企业	13 家酒厂和 1 家参股酒厂	
设计产能	2100 万千升	1408 万千升	179 万千升	220 万吨
实际产能		987 万千升	103.1 万千升	
18 年销量	1130 万千升	803 万千升	94.43 万千升	

来源：公司公告、国金证券研究所

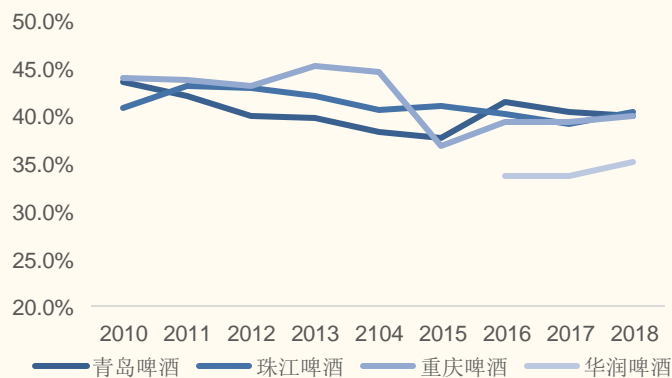
- **提价应对双重危机，效应明显：**啤酒生产中包材和麦芽占比较高，其中包装物占比 49%，麦芽占比 14%。进口大麦自 2017 年底开始持续涨价，包材中箱纸板和玻璃 2016 年底开始涨价。为了应对原材料价格上涨的压力，并且行业内已近十年未出现规模性的涨价浪潮，17 年底开始，各企业纷纷开启大规模提价。新一轮涨价不仅缓解了原材料价格上涨的压力，也使得各企业盈利能力和利润水平明显改善。

图表 11：啤酒生产成本拆解



来源：WIND、国金证券研究所

图表 12：提价后各企业毛利率回升



来源：WIND、国金证券研究所

图表 13：17 年底各大企业开始大规模提价

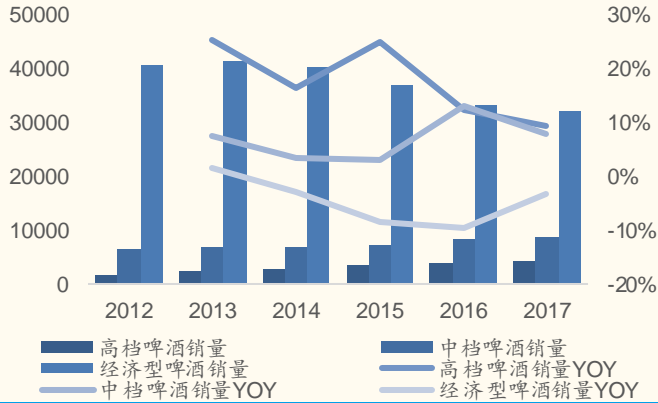
品牌	地区	产品	提价幅度
燕京	北京	清爽	出厂价提 30%
	广西	多款产品	平均不超过 5%
	内蒙	多款产品	平均不超过 5%
	浙江	本生 460mL	终端进货结算价提 3 元/箱，整体提价幅度 15-20%
华润	浙江	雪花纯生、勇闯天涯、品尊等 9 款产品	提价 10-15%
青岛	山东	崂山、汉斯、易拉罐、经典等产品	平均不超过 5%
	全国	崂山啤酒 600 毫升装、绿兰莎啤酒 500 毫升装	零售价从 2 元涨至 2.5 元
	全国	瓶装 500mL	批发价由 36 元/箱涨为 38 元/箱
百威	全国	百威啤酒系列	平均不超过 5%
	全国	哈尔滨啤酒系列	平均不超过 5%

来源：渠道调研、国金证券研究所

- **结构升级，中高端逐渐成主流：**随着主流消费人群消费能力提升，不断注重产品品质和品牌，啤酒行业也迎来了消费升级。啤酒行业中经济型啤酒（5 元以下）的销量自 2013 年起持续下降，占比也下降至 71.2%。经济型啤酒的原有消费人群中越来越多的人开始追求品质，选择更优质的中档

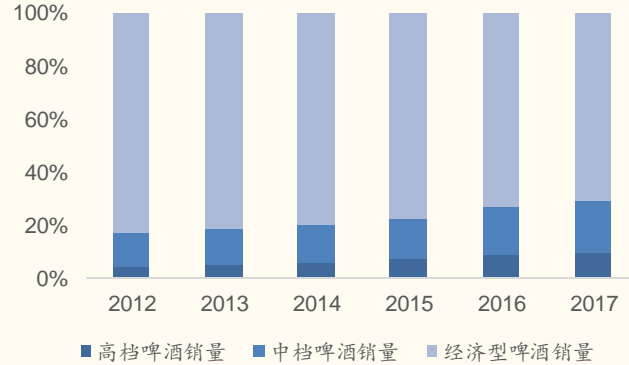
(5-10元)或高档(10元以上)啤酒。与此同时,高档啤酒近几年均维持超过10%的增长,中档啤酒消费量也在持续增加。整体来看,因为啤酒产品各档次价差较小,消费者多支付几块钱便可以消费更加优质的产品,消费升级阻力较小,未来预计中高端啤酒将逐渐成为啤酒行业的主流消费。

图表 14: 中高端啤酒销量持续上涨



来源: WIND、国金证券研究所

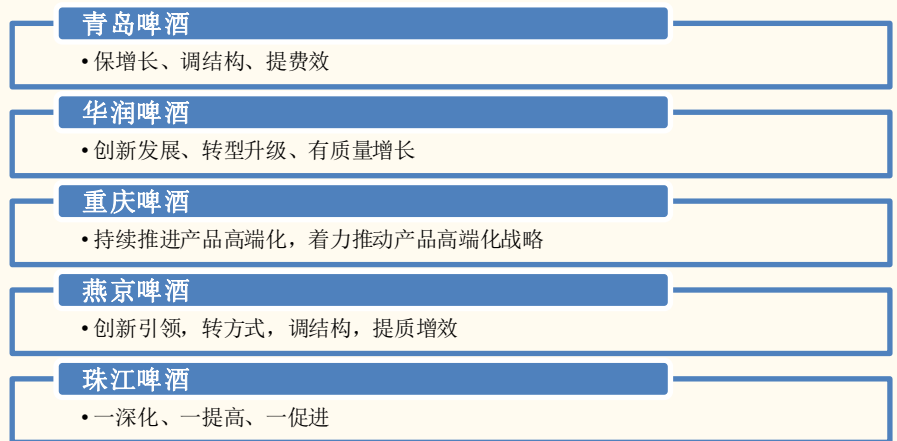
图表 15: 中高端啤酒占比逐年提升



来源: WIND、国金证券研究所

- **提高管理效率, 内部改革要利润:** 行业增量有限的背景下, 各企业纷纷调整战略要求, 从战略层面自上而下重新审视公司成长。青岛啤酒提出“保增长、调结构、提费效”的战略目标, 在确保增长和市占率的前提下尽可能的促进结构升级和费用使用效率提升。华润扎实推进“创新发展、转型升级、有质量增长”的管理主题, 有效抓紧市场机遇。燕京啤酒在发展战略中也明确提出要调结构, 提质增效, 同样也是为了追求更有质量的成长。各大企业在这一轮行业变革中逐步意识到结构升级和提质增效将是主要目标, 通过内部改革追求利润增长, 行业回暖趋势明显。

图表 16: 各企业战略中明确提出提质增效



来源: 公司公告、国金证券研究所

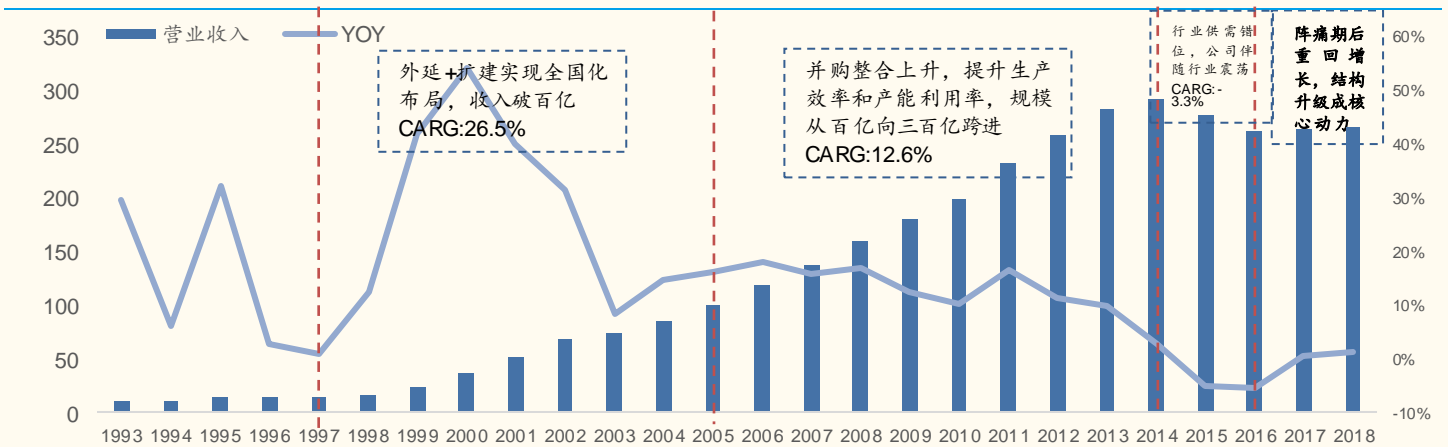


## 2.百年优质啤酒企业，恢复元气重增长

### 2.1 品牌价值行业领先，一轮沉浮后重回增长

- **创立 116 年的优秀啤酒企业：**公司前身是 1903 年 8 月由德国商人和英国商人合资在青岛创建的日耳曼啤酒公司青岛股份有限公司，是国内历史悠久的啤酒制造厂商，距今已有超过 110 年的历史，是真正的百年酒企。公司拥有的“青岛啤酒”品牌在国内外市场具有较高的品牌知名度和影响力，品牌价值 1455.75 亿，连续 15 年位居中国啤酒行业首位，位列世界品牌 500 强。公司于 1993 年 7 月在港交所上市，是内地第一家在海外上市的企业，同年 8 月公司在上交所上市，成为中国首家在两地同时上市的公司。公司 2018 年啤酒销量达到 803 万千升，位列行业第二，市占率超过 20%，是行业的领军者。公司在全国 20 个省市自治区拥有啤酒生产企业，全国各地均有销售，并且远销全球 100 多个国家和地区，是真正的在国际市场具有知名度的中国啤酒品牌。
- **公司发展伴随着啤酒行业变革经历了几个比较重要的阶段。**
  - 1997 年之前行业竞争格局分散，地方割据明显，公司当时虽然是山东地区的龙头啤酒企业，但规模体量仍然较小。
  - 1998 年各企业开始尝试全国化，青岛在这一轮全国化的进程中以“并购+扩建”成为行业第一，实现了全国化布局，2005 年收入破百亿。
  - 2005-2013 年是行业的并购整合期，各企业着力对前期并购的各地啤酒厂进行整合，提高生产效率和产能利用率，抢占市场。青岛啤酒在此期间收入稳定增长，规模从百亿向三百亿跨进，这是公司的整合上升期。
  - 2014 年开始受啤酒行业产量下滑、供需错位影响，青岛啤酒也经历了较长一段时间的震荡期。但在公司“能力支撑品牌带动下的发展战略”指导下，通过“保增长、调结构、提费效”多措并举，2017 年收入重回增长，结构升级成为增长的核心动力。

图表 17：公司发展经历了几个重要阶段（亿）



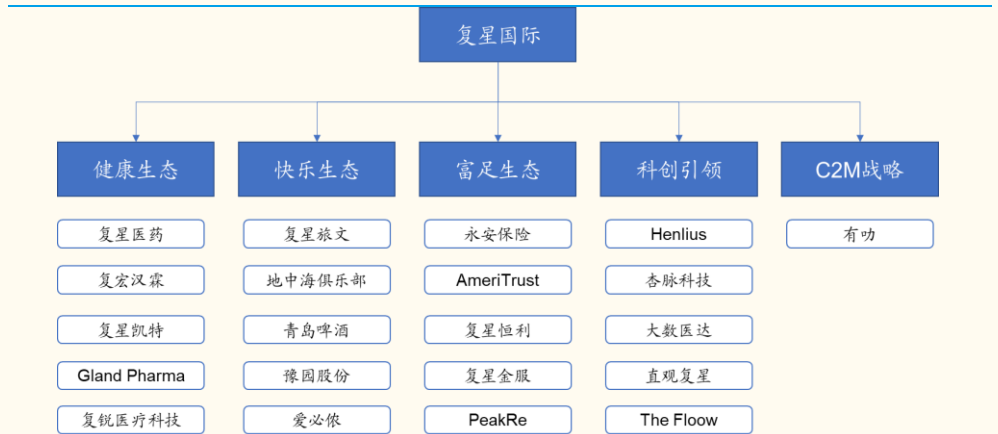
来源：WIND、国金证券研究所

### 2.2 复星入股激发经营活力，股权激励落地在即

- **复星入股成为第二大股东：**2017 年 12 月，复星国际发布公告称由复星国际控股的子公司构成买方以 66.17 亿港元从朝日啤酒手中买入青岛啤酒 17.99% 的股权，交易完成后，复星国际成为青岛啤酒第二大股东。青岛啤酒更是在 18 年 6 月发公告，公司与复星国际签署了《战略合作框架协议》，复星国际将推动青岛啤酒更快走向国际市场，复星国际入股青岛啤酒后两者不断尝试在业务层面开展实质性合作，结合双方优势加快青岛啤酒发展。
- **优秀的民营资产集团，期待业务协同助力青岛啤酒：**复星是国内领先的民营资本集团，深耕健康、快乐、富足领域，通过科技引领、持续创新、智造 C2M 幸福生态系统，为全球家庭客户提供高品质的产品和服务。2007 年复星国际在港交所主板上市，截止 2018 年 12 月 31 日，复星国际总资产超过人民币 6388 亿元。青岛啤酒是复星“快乐生态”中重要的一环，

复星的“大快乐”生态圈瞄准了我国家庭消费升级的大趋势，与青岛啤酒的定位一致；并且复星国际投资产业圈中不乏与青岛啤酒在目标人群，消费渠道上具备协同效应的公司；复星自身又拥有丰富的民营企业管理经验 and 消费产业研究积累；总体来看，不论是复星自身还是复星的产业生态圈，均具备与青岛啤酒协同的条件和机会，未来我们看好复星与青岛啤酒实现更多的业务协同，提升青岛啤酒的盈利能力和品牌价值，同时也增加复星的投资收益。

图表 18：复星的投资生态圈



来源：复星国际官网、国金证券研究所

- **2019 年行业内股权激励提速，青岛啤酒承诺最晚 2020 年推进落地：**2019 年以来，食品饮料行业内已有盐津铺子、庄园牧场、汤臣倍健和华统股份四家上市公司公告了股权激励相关事宜，而 2016-2018 三年间每年分别仅 6 家上市公司公告相关事宜，2019 年行业内股权激励落地速度加快，各企业纷纷通过股权激励绑定核心管理层，与管理层共同享受公司成长红利。青岛啤酒由于国有机制的原因，股权激励落地相对谨慎和稳妥，公司承诺在 2020 年 6 月底前推进上市公司提出管理层长期激励计划，股权激励计划一直是公司管理层激励的重要战略，我们也看好公司后续股权激励落地后提升经营活力，激发管理层动力，助力公司在新一轮行业沉浮中占据领先地位。

### 2.3 产品矩阵完善，聚焦腰部以上产品推动结构升级

- **62 家啤酒厂，产能全国领先：**由于啤酒运输半径较短（一般 250-300 公里，超过就难以覆盖成本），所以各企业选择销地建厂或收购的方式扩大销售范围。青岛啤酒在发展过程中遍布全国 20 个省市自治区，拥有 62 家全资和控股的啤酒生产企业，2 家联营及合营啤酒生产企业，其中在山东拥有 17 家啤酒生产企业，在江苏、陕西、广东也有超过 5 家啤酒生产企业，总设计产能规模达到 1408 万千升，在国内产能和规模领先。
- **5 年关闭 10 厂，稳步提升产能利用率：**公司在快速发展过程中仍有部分啤酒生产厂生产效率较低，处于常年亏损状态，拖累公司业绩。为了积极推进新旧动能转换，化解过剩产能，公司 18 年关闭清算了杨浦和芜湖两家公司，未来规划 5 年关闭 10 家过剩产能生产厂，平均每年关闭 2-3 家，有节奏地推进产能优化。短期来看，关厂会带来一定的资产减值和人员安置费用，利润端会承受一定的压力，但中长期来看，关闭落后产能可以有效的提升产能利用率，降低落后产能对经营效益的拖累，费用端会减少折旧摊销的费用和不必要的投入，使得公司将更多精力投入到生产效率更高的生产厂，提升规模经济效益，促使公司实现更有质量的成长。

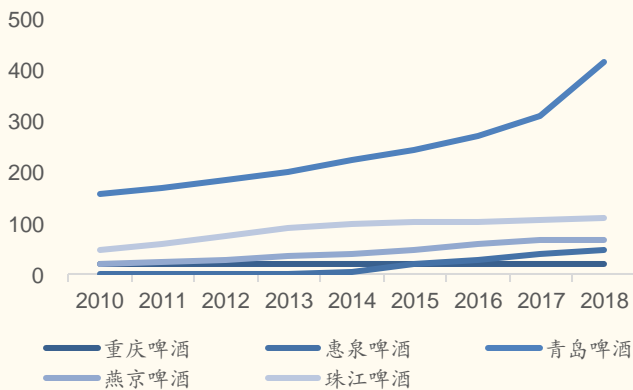
图表 19：公司产能遍布全国



来源：公司公告、国金证券研究所

- **拥有全国唯一的国家级重点实验室，产品品质行业领先：**公司在啤酒行业深耕多年，拥有啤酒行业唯一的国家重点实验室，拥有国内一流的研发平台，高水平的研发团队和领先的研究能力。截止 2018 年末公司拥有专利 413 项，远高于行业内其他公司，形成多项自主知识产权和核心技术。2018 年青岛啤酒荣获“世界啤酒锦标赛”金奖、“欧洲啤酒之星”大奖，品质做到了全球领先并获认可。同时公司严控生产环节，创新食品安全管理，2018 年公司凭借“双叠加三解码质量管理模式”获得第三届中国质量奖提名奖，这也是食品行业首次获得此项殊荣，公司质量管控能力受到专业认可。

图表 20：公司专利数远超行业其他公司



来源：WIND、国金证券研究所

图表 21：公司获“世界啤酒锦标赛”金奖



来源：公司公告、国金证券研究所

- **产品矩阵丰富：**公司形成了较为完善的产品结构，高端有奥古特、鸿运当头、经典 1903 等系列，中端主要是青岛经典和纯生系列，低端以青岛冰爽、崂山和部分地方品牌为主，形成了完善的产品矩阵。公司的经典系列和纯生系列具有极高的品牌知名度和产品认知度，消费者认可度高。

图表 22：公司产品矩阵完善

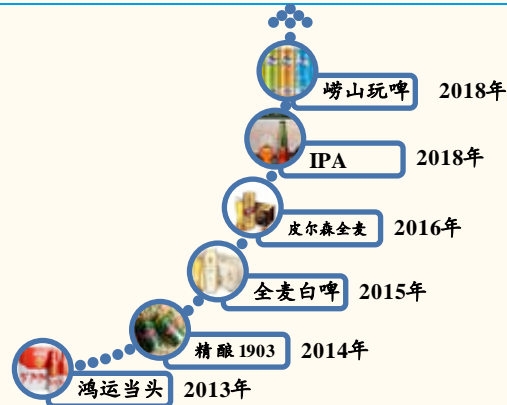
	产品名称	上市时间	宣传语	容量	数量	价格 (元)	单价
高端	IPA 精酿 14 度	2018	英伦格调，醇厚圆润	330mL	12	198	16.5
	皮尔森 10.5 度	2016	古法精酿，苦爽回甘	330mL	12	70	5.8
	枣味黑啤	2015	枣味黑啤，浓郁醇厚	296mL	8	59	7.4
	全麦白啤 11 度	2015	开启精酿时代	500mL	12	75	6.3
	经典 1903 10 度	2014	精酿醇香，历久弥新	500mL	12	74	6.2

	鸿运当头 11 度	2013	喜庆专享, 尊贵品质	473mL	8	188	23.5
	青岛黑啤	2009	麦芽香气, 口感醇厚; 苦感愉悦、回味无穷	500mL	12	128	10.7
	奥古特 12 度	2009	一世传奇, 口感醇香	500mL	12	105	8.8
中端	经典 10 度	—	致敬经典	500mL	24	109	4.5
	经典 11 度	—	致敬经典	330mL	24	96	4.0
	红金 9 度	—	风味独特, 喜庆专享	500mL	12	79	6.6
	小棕金 11 度	—	棕色小酒, 金质魅力	296mL	24	108	4.5
	纯生 8 度	1998	青岛纯生, 精彩人生	500mL	12	68	5.7
	千禧临门	2014	喜庆佳节, 满满喜事	500mL	12	59	4.9
	五福临门	2014	喜庆专享, 尊贵品质	500mL	12	59	4.9
	炫奇果啤	2015	果香浓郁, 酸甜爽口	310mL	12	49	4.1
低端	冰纯 10 度	—	醇香四溢	330mL	24	89	3.7
	欢动	2007	活力之源, 欢动无限	500mL	12	49	4.1
	冰醇 10 度	—	冰的爽快, 醇的够味	500mL	12	48	4.0
	清爽 8 度	—	爽到心田	330mL	24	72	3.0
	崂山 8 度	2000	独特水质 清纯口感	500mL	12	62	5.2
	崂山 10 度	2000	独特水质 清纯口感	330mL	24	59	2.5
	汉斯小木屋	—	清凉解渴, 果然好喝	500mL	12	54	4.5
	山水系列	—	醉美山水, 瓶身绘以山水景观	500mL	12	49	4.1

来源: 京东、国金证券研究所 注: 价格和单价为 4 月 22 日京东售价, 与实时价格和线下价格可能存在差异

- **研发新品满足消费需求:** 随着消费换代、消费习惯和偏好变迁, 啤酒行业也需要不断研发新品满足消费需求。公司近几年以高端、健康、时尚为核心诉求点, 研发了精酿 1903、全麦白啤、IPA 和崂山玩啤等新品, 丰富产品矩阵, 吸引更多消费人群。公司强大的研发能力也使得其能更快的响应市场需求, 以产品紧跟行业发展, 与行业共同成长。

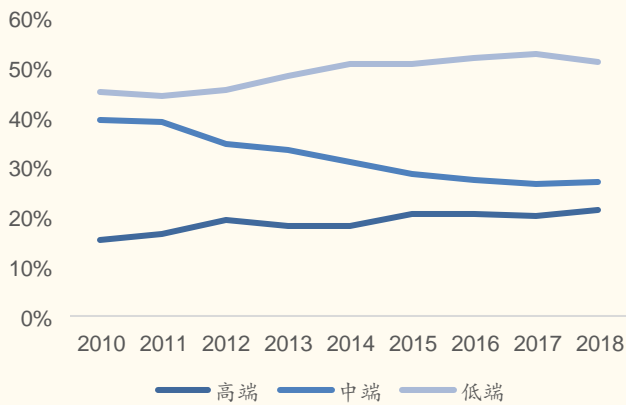
图表 23: 公司不断研发新品满足市场需求



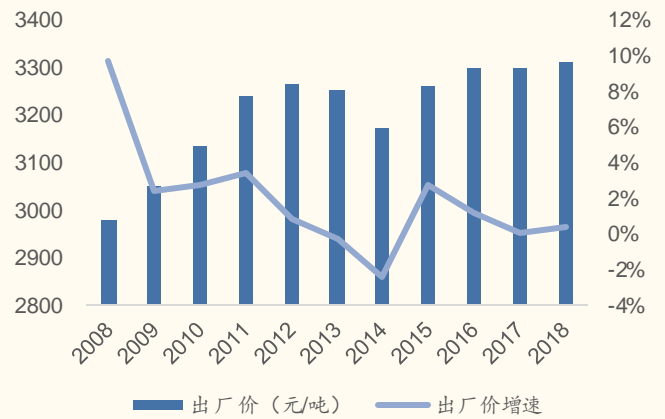
来源: 公司公告、国金证券研究所

- **聚焦腰部以上产品, 占据中高端市场领先地位:** 公司核心的青岛啤酒经典系列等产品在主流品牌中定位偏中高端, 公司也是率先在啤酒行业中高端市场站稳脚跟的国产啤酒品牌。在 14 年开始行业规模下降的新阶段, 公司也曾尝试通过提升低端产品占比, 降低整体吨价的方式吸引消费者, 收效甚微。公司逐渐意识到消费升级是未来发展的核心驱动力, 消费者开始追求品质消费而非只关注价格, 所以公司在产品投放上不断聚焦腰部以上的中高端产品, 以青岛啤酒为主品牌, 提高中高端产品销售量和品牌推广力度。公司高端产品占比也逐年提升, 达到 21.6%, 出厂吨价也重新恢复增长, 保持了中高端啤酒消费市场的领先地位。

图表 24：高端产品占比逐年提升



图表 25：出厂吨价重新恢复增长



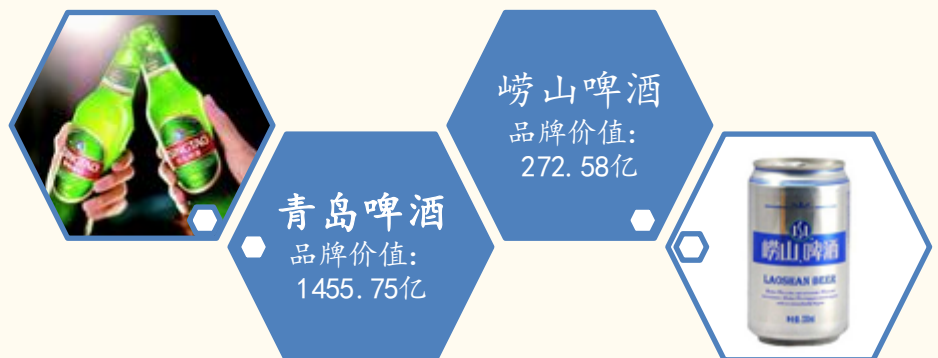
来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

## 2.4“1+1”战略提升品牌价值，“四位一体”增强消费者粘性

- 消费者品牌意识觉醒，“1+1”品牌战略聚焦核心品类：**公司在发展的过程中通过并购吸纳了众多区域品牌，形成了多品牌并举的格局。但伴随行业集中度提升、消费者品牌意识觉醒，公司逐渐意识到多品牌既会分散消费者的注意力，又会降低宣传推广费用投放效率。在啤酒行业进入品牌化竞争阶段，品牌聚焦和品质消费成为主旋律的新时期，公司经过长期的探索和跟踪后，制定了“1+1”的品牌战略。以“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒全国性第二品牌”带动品类发展，聚焦核心品牌，费用投放更加精准，提升品牌影响力。崂山啤酒的品牌价值也达到 272.58 亿元，在区域市场的知名度和竞争力逐年提高，与青岛啤酒主品牌形成了较为完善的产品和品牌结构。

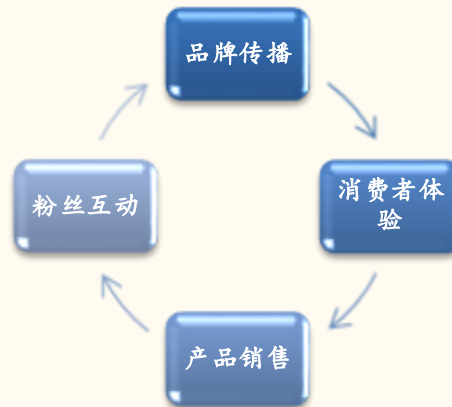
图表 26：公司确立“1+1”品牌结构



来源：公司公告、国金证券研究所

- 打造“四位一体”的品牌传播模式：**公司以品牌传播、消费者体验、产品销售、粉丝互动相结合的宣传方式提升品牌影响力和消费粘性，增强与终端消费者的互动，以体验式消费促进产品销售

图表 27：公司“四位一体”的市场推广模式



来源：公司公告、国金证券研究所

- 啤酒天然与音乐和体育有较强的关联性，公司也以体育营销和音乐营销为主线，优化资源配置，增强消费者互动和体验
- 啤酒和体育天然契合，青啤深入贯彻体育营销：啤酒所具备的年轻、激情的属性与体育精神契合度高。观看体育比赛的人群和啤酒消费人群重合度高，2018 年世界杯期间啤酒是大部分球迷助兴食品的首选，世界杯期间淘宝天猫销售啤酒超过 3000 万罐，比去年同期增长超过 3 倍，这也证明体育是最好的啤酒销售载体。青岛啤酒是较早发掘啤酒与体育关联度高的企业，自 2004 年赞助第一届中国网球公开赛开始与体育深度绑定，2005 年成为北京奥运会赞助商，2008 年成为 NBA 官方合作伙伴，2012 年开始赞助 CBA，2013 年正式签约亚冠联赛，2018 年成为世界杯转播赞助商，更是成为 2022 年北京冬奥会和冬残奥会官方赞助商，再度携手奥运。除大型赛事外，青岛啤酒更是山东省运会、世锦赛等比赛的赞助商，并通过啦啦队、足球宝贝选拔、借势组织策划体育互动活动等方式增加青岛啤酒曝光度，提升青岛啤酒品牌影响力。公司在体育营销方面深耕已久，经验丰富，并与各大体育赛事举办方，转播方保持良好关系，未来将继续通过体育营销提升品牌价值。

图表 28：公司长期与知名体育赛事合作

时间	事件
2004 年	赞助第一届中国网球公开赛
2005 年	成为北京奥运会赞助商
2008 年	正式成为 NBA 官方合作伙伴和指定啤酒合作伙伴
2012 年	开始赞助 CBA 联赛
2013 年	正式签约亚冠联赛
2018 年	成为中央电视台 2018 年世界杯转播赞助商
2018 年	成为北京冬奥会赞助商

来源：公开资料、国金证券研究所

- 音乐是抓住年轻人的最优通道，借力音乐强化品牌中高端形象：Echo 回声调研显示 61.3% 的 95 后、69.35% 的 00 后“随时随地”都在听歌，音乐成为年轻人生活的一部分，啤酒与音乐的关联性既有消费人群的重合性，又有年轻人表达自我的一致性。青岛啤酒通过赞助大学生音乐节、携手爱奇艺尖叫之夜、举办青岛啤酒热波音乐节等方式借力音乐，拉近与消费者关系，同时也能强化品牌中高端形象。

图表 29：青岛啤酒举办齐鲁热波音乐节



来源：山东广播电视台齐鲁频道、国金证券研究所

图表 30：青岛啤酒赞助大学生音乐节



来源：新浪网、国金证券研究所

## 2.5 打造立体销售结构，“大客户+微观运营”深化销售网络

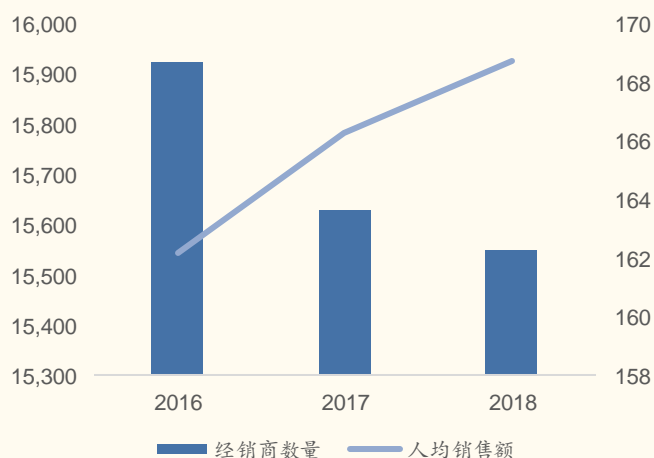
- 打造立体销售结构：**公司不断完善经销商管理和维护体系，经销商数量达到 15550 个，重点培育战略经销商，提高经销商业务协同性，通过战略经销商提高对终端客户的掌控能力和区域市场分销能力，加快产品销售。公司也在积极通过互联网嫁接产品销售，并上线移动端“微信商城”、“青啤快购”等线上多入口销售渠道，打通“网络零售商+官方旗舰店+分销专营店+官方商城”的电商渠道体系。2018 年与阿里巴巴零售通、京东商城、盒马鲜生等新零售平台合作，不断挖掘线上渠道机会，多触角满足互联网用户的消费需求。公司构建了“电商+门店+厂家直销”的立体销售平台，不断完善渠道结构。
- “大客户+微观运营”，有层次的开展渠道运营：**公司在销售运营方面，不断推进和完善“大客户+微观运营”的营销模式。以大客户为核心，并把企业和经销商之间的关系提升为一体化的战略联盟关系，企业转变为产品的生产者、供应者、营销战略的规划者和营销策略的制定者，经销商则充分利用其在资金、网络、人力、物力等方面的资源，发挥其灵活、快速、成本运作低的优势，合力推动青岛啤酒销售。啤酒又是属于完全竞争的消费品领域，各品牌之间竞争激烈，各企业仍需微观运营和深度分销提升终端掌控力。以“大客户+微观运营”的模式既可以借助大客户资源优势降低渠道进入难度，又可以凭借公司渠道运营的经验巩固竞争优势，推进厂商协同运营、优化营销价值链环节分工，不断提高公司对终端客户的维护和掌控能力，经销商的平均销售额也在逐年提升。

图表 31：青岛啤酒微信商城



来源：微信、国金证券研究所

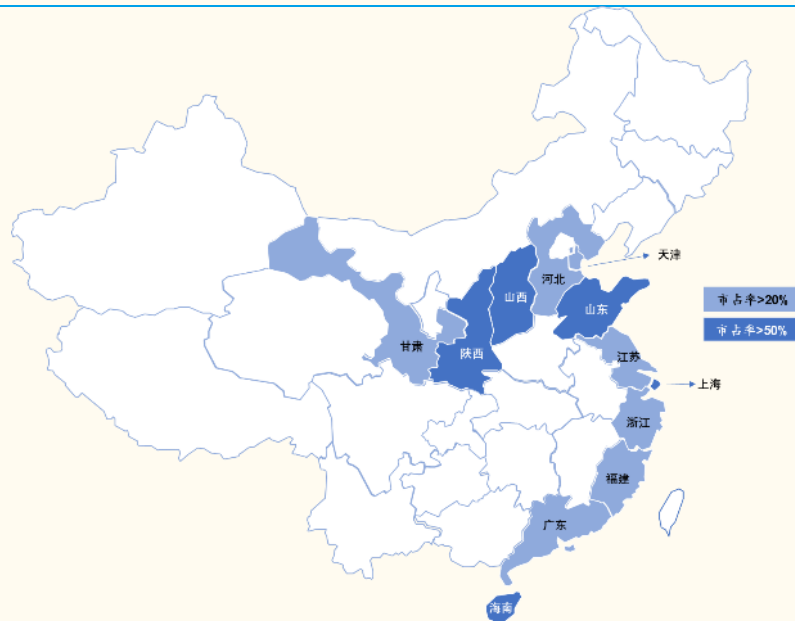
图表 32：公司经销商人均销售额逐年上升



来源：WIND、国金证券研究所

- **巩固基地市场+加快成长市场建设，提升市场份额：**公司在发展过程中形成了几个比较明显的销售市场带，各市场带根据公司资源优势和当地竞争格局制定市场推广策略，推动公司实现更有价值的成长。
  - **巩固基地山东市场：**山东是公司的大本营市场，贡献超过 50% 的收入。山东是全国啤酒产量第一、人均消费量靠前的省份，经过多年发展公司在山东占据绝对的优势地位，未来仍将不断巩固山东大本营市场的份额，挖掘更多市场机会和消费需求。
  - **成长中的“沿黄”市场：**公司在沿黄河带的陕西、山西等地的市占率均超过 50%，是当地啤酒第一大品牌。近几年“沿黄”各省份的销售收入快速增长，以其为主的华北市场销售总额接近 60 亿，占公司销售收入的比重超过 20%。未来公司将继续巩固“沿黄”市场的竞争优势，谋求更大的发展。
  - **振兴中的“沿海”市场：**公司在沿海的江苏、浙江、福建和广东等地的市占率均在 20% 以上，是当地具备市场影响力和知名度的啤酒品牌。但因市占率相对较低，公司在各地竞争激烈，需要大量的人力物力投入协助市场推广，收入和利润端波动较大。对于“沿海”市场，公司将以振兴为核心诉求，2018 年广东已经止跌，实现恢复性增长，未来将进行更有效的费用投放，加速从竞争中跑出来。
  - **发展中的非优势市场：**东北、北京、西南等地是其他啤酒企业的优势区域，青岛啤酒在当地市占率较低。长期来看青岛啤酒战胜原有优势品牌的可能性不大；对于非优势市场，公司调整战略，降低无效的费用投放，以主品牌和高端产品打造品牌影响力。

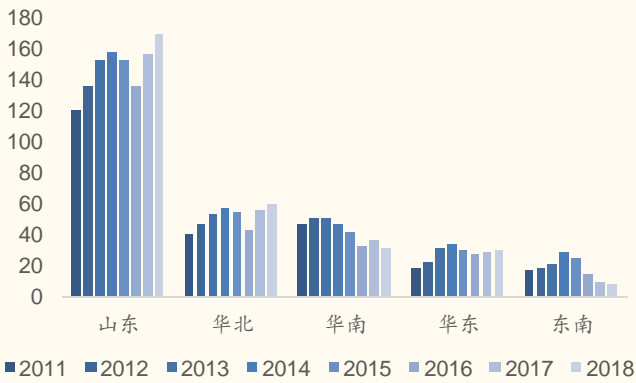
图表 33：公司在“沿黄”、“沿海”地区具备优势



来源：渠道调研、国金证券研究所

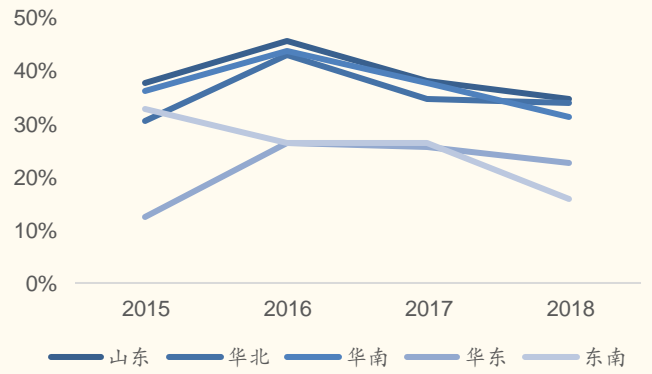


图表 34: 公司分地区销售情况 (亿)



来源: WIND、国金证券研究所

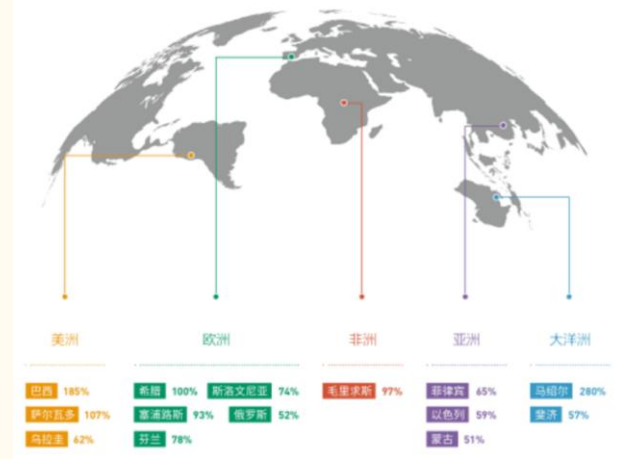
图表 35: 公司分地区毛利率情况



来源: WIND、国金证券研究所

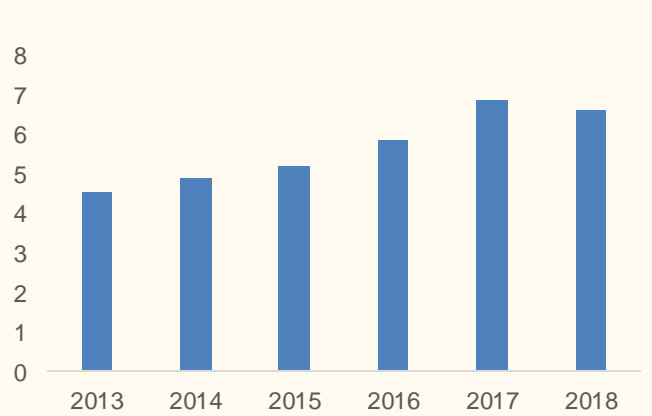
■ 公司以“一带一路”为契机，加快海外市场建设，将青岛啤酒销售至美洲、欧洲、非洲、亚洲和大洋洲的一百多个国家和地区，总销售规模超过 6 亿。

图表 36: 2018 年海外业务分地区增长情况



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 37: 海外销售规模超过 6 亿 (亿)



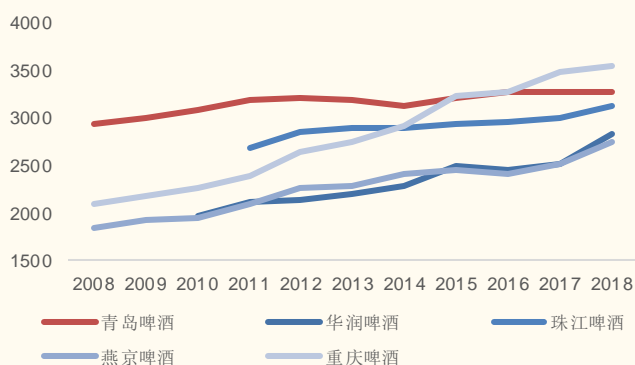
来源: WIND、国金证券研究所

### 3.行业对比：定位中高端的啤酒企业，资产运营能力行业领先

#### 3.1 国产中高端领头羊，铸就以山东为核心的沿黄河带优势区域

- **青岛啤酒是国产啤酒中较早树立中高端形象的企业：**从产品结构来看，青岛啤酒自 2009 年起出厂吨价就已突破 3000 元，虽然与国外主流产品出厂价差距较大，但长期处于国产啤酒的首位。华润啤酒市场扩张期以雪花主打中低端市场，出厂吨价不足 2500 元；燕京和华润吨价相近，产品定位相近；珠江啤酒不断提升纯生系列占比，吨价逐渐提升，到 2018 年首次超过 3000 元，重啤在嘉士伯入主后产品系列中新增嘉士伯，吨价明显提升。从吨价来看，青岛啤酒是国产啤酒中率先占据中高端消费人群的企业，在这一轮产品结构升级中占据先发优势。
- **青岛啤酒核心产品售价较高：**我们对比各家企业的主流产品可以发现，青岛啤酒的销售均价较高。这些主流产品均是销售超过十年，经历过市场检验和沉淀，得到消费认可的产品，同类型市场流通产品中青岛啤酒更偏高端，随着消费者越来越重视产品品质，追求更加优质的产品，青岛啤酒占据更有利的竞争位置。

图表 38：青岛啤酒吨价较高（元/吨）



来源：WIND、国金证券研究所

图表 39：青岛啤酒核心产品价格较高

	规格	价格	单瓶价
青岛啤酒经典 10 度	500mL*12	58	4.83
雪花啤酒勇闯天涯	500mL*12	53.6	4.47
哈尔滨啤酒小麦王	500mL*18	59.9	3.33
燕京啤酒 11 度精品啤酒	500mL*12	39	3.25

来源：京东、国金证券研究所

- **各家加快高端产品线布局，青岛产品最为全面：**在中端和低端啤酒已经完全竞争、啤酒消费结构不断上移的背景下，各大啤酒企业纷纷大力丰富高端产品线。啤酒新品中黑啤、白啤、精酿等是主要的研发方向，酿造工艺创新，鲜味提升。青岛啤酒近几年高端产品线中的德国黑啤、全麦白啤、1903 精酿啤酒、IPA 等市场接受度高，销售规模快速提升。对比行业来看，青岛啤酒是国产啤酒品牌中高端品类最多，最为全面的企业，既体现了公司领先的产品研发能力，又展现了公司新品推广的能力。

图表 40：各大企业加速布局高端产品

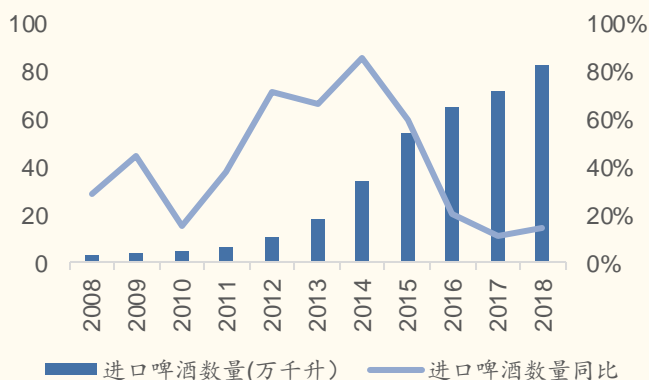
啤酒企业	产品系列	规格	价格
重庆啤酒	乐堡啤酒	500mL*12 听	75
	凯旋 1664 白啤酒	500mL*12 听	139
	怡乐仙地	330mL*12 瓶	118
青岛啤酒	鸿运当头	355mL*12 瓶	149
	皮尔森全麦精酿	330mL*12 听	75
	青岛纯生	500mL*12 听	68
	1903 精酿啤酒	500mL*12 听	74
	德国黑啤	500mL*12 听	105
	奥古特	500mL*12 听	105
	全麦白啤	500mL*12 听	75
燕京啤酒	12 度原浆白啤	500mL*12 听	119
	12 度黑啤	500mL*12 听	78
珠江啤酒	雪堡白啤	500mL*12 听	129
	纯生啤酒	500mL*12 听	53

华润雪花	脸谱 11.5 度	500mL*12 听	179
	黑啤 13.5 度	500mL*12 听	129

来源：京东、国金证券研究所

- **进口啤酒体积小+差异化定位，短期内对国产啤酒影响不大：**以百威、喜力、科罗娜为代表的进口啤酒快速增长，近五年啤酒进口量年复合增速达到 25%，进口量达到 82.1 万千升，进口啤酒受到消费者特别是年轻消费者的热捧。虽然进口啤酒快速增长，但相比于全世界产量第一的国产啤酒仍是少数，占比不足 5%，整体体量较小，难以与国产啤酒形成规模上的抗衡。另一方面，进口啤酒销售渠道主要以夜场、KTV 等高端消费为主，与国产啤酒餐饮即饮消费为主的渠道具有一定的差异性，所以我们认为短期内进口啤酒对国产啤酒的影响有限。但长期来看，随着国产啤酒高端化产品增多，必然要在高端渠道与进口啤酒正面竞争；并且百威、嘉士伯等国际知名啤酒企业也纷纷与国内厂商合作，合力拓展市场，知名酒企拥有多年的全球扩张经验，未来仍要看国产啤酒厂商能否凭借渠道优势和市场经验在与知名酒企竞争中占据上风。

图表 41：进口啤酒规模逐年增加



来源：WIND、国金证券研究所

图表 42：国际酒企与国内酒企合作

国内酒企	国际酒企	合作方式
华润啤酒	喜力	交叉持股（喜力收购华润母公司华润（啤酒）有限公司 40% 的股权，华润收购喜力集团在中国内地成立的 6 家公司全部股权以及喜力香港有限公司全部已发行股）
重庆啤酒	嘉士伯	嘉士伯成为重庆啤酒的第一大股东和实际控制人
珠江啤酒	百威英博	财务投资

来源：公司公告、国金证券研究所

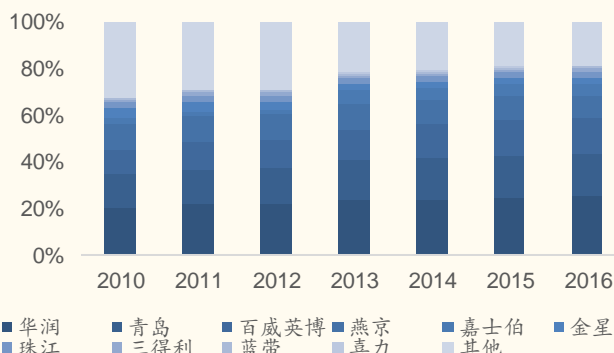
- **啤酒是深度分销份额最佳践行者，渠道壁垒深厚：**在啤酒行业快速发展的十年中，各企业通过渠道竞争不断提升市占率，啤酒又属于单价低、消费频次高的产品，消费者粘性较弱，市场充分竞争。为了巩固市场，各企业采取深度分销的模式进行推广，厂商、销售人员、经销商和销售终端密切联系，公司销售人员直接管控终端，掌握终端销售情况。深度分销需要大量的人员支持，我们对比啤酒和其他直饮类企业销售人员人均创收发现，啤酒行业销售人员人均创收远低于其他行业。长时间的深度分销，也使得啤酒企业更了解其优势区域的消费者和竞争格局，形成极为深厚的渠道壁垒，新进入者短期内想形成一定的规模难度极大，渠道优势也成为啤酒企业的核心竞争优势。
- **新进入者搅局难度大，行业集中度提升是大趋势：**啤酒产品同质性较高，出现爆款的难度较大，以爆款的形式成为搅局者可能性不大。并且龙头企业经过多年的渠道精耕，形成了极强的渠道壁垒。所以我们认为啤酒行业市场集中度提升是大势所趋，我国啤酒行业 CR5 接近 80%，未来将是具备渠道优势的龙头企业继续提升市占率，几大龙头企业内部竞争，不断增加优势市场的过程。

图表 43：啤酒企业销售人员创收较低

	销售人员	销售额	销售人员人均创收
青岛啤酒	11643	266	228.25
珠江啤酒	956	40	422.52
重庆啤酒	787	35	440.58
五粮液	658	400	6083.62
口子窖	272	43	1569.47
洋河股份	5036	241	478.98
养元饮品	633	81	1286.61

来源：WIND、国金证券研究所

图表 44：啤酒行业市场集中度不断提升

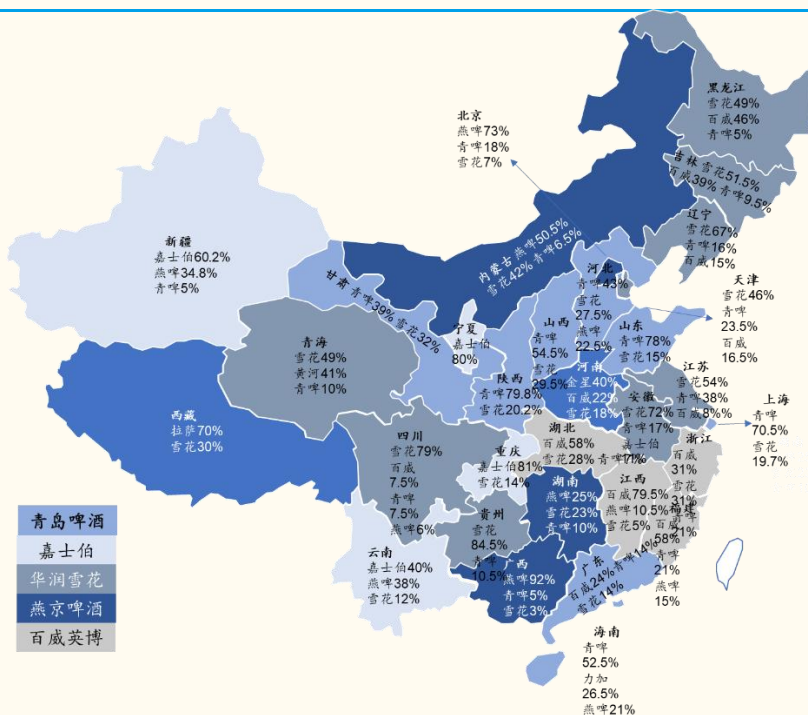


来源：WIND、国金证券研究所

- **全国市场被五大龙头割据：**虽然我国啤酒行业市场集中度高，但五大企业市场份额差距不大，内部竞争较为激烈。五大企业在发展过程中基本将全国市场占据，全国各大省份的啤酒竞争格局可以分为三类 1) 某个品牌市占率超过 50%，处于绝对优势，如青岛啤酒的山东市场，雪花的东北市场，燕京的北京市场等；2) 五大品种中多个品牌市占率集中在 20%-50%之间，市场竞争胶着，如河南、江苏等市场；3) 非五大品牌的地方品牌占据优势，五大品牌优势不强，如广东市占率第一的为珠江啤酒。

总体来看，华润作为行业龙头，优势市场最多，且从东到西均有覆盖，青岛在黄河沿线省份优势明显，嘉士伯以西南为核心外扩，百威在华中地区市占率较高，燕京核心占据北京市场。

图表 45：啤酒各省份竞争格局



来源：渠道调研、国金证券研究所

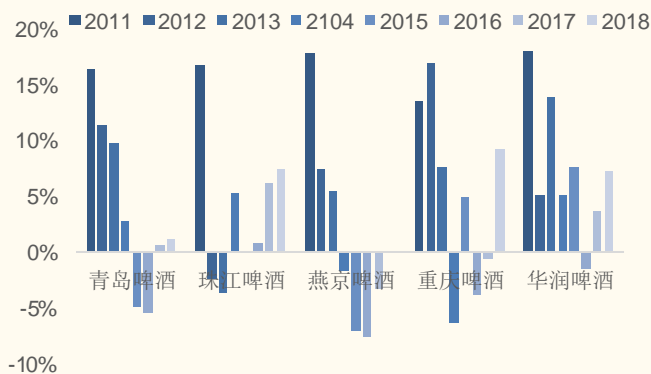
### 3.2 全行业经营状况转优，青岛啤酒费用投放效率提升

- **阵痛期后全行业重回增长：**受行业产能过剩影响，行业内各上市公司自 2014 年开始业绩承压，特别在 2015-2017 年几家大公司都有不同程度的业绩下滑。为了应对全行业需求端下滑的风险，各大企业纷纷通过提升产品结构和价格促进收入增长，受益于 2017 年底开始的全面涨价，多数企业 2018 年实现收入回暖。华润啤酒由于整体价格 ASP 上升和产品结构上

升空间较大，在行业下行阶段仍能持续增长；青岛啤酒 2015 和 2016 年是调整期，2017 年公司调整效果显现，业绩开始回暖。

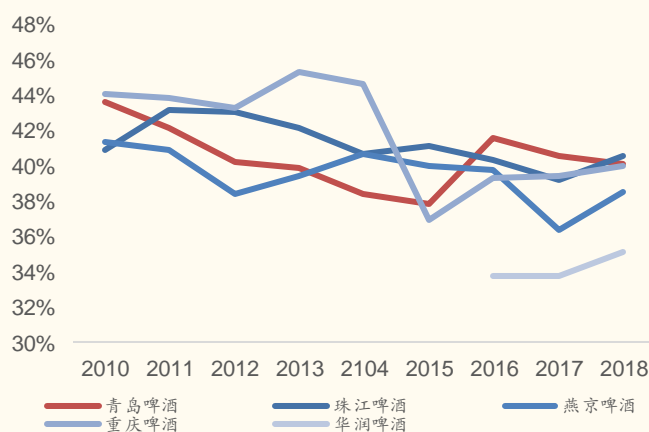
- **原材料价格上涨迫使毛利率下降，青岛啤酒毛利率相对稳定：**出厂吨价提升的同时成本吨价也在不断上涨，因为 17 年前并未有大规模的涨价，所以原材料价格上涨导致的生产成本上升部分由公司自行消化，迫使毛利率下滑，其中燕京啤酒毛利率下滑超过 4 个点最为明显，青岛啤酒毛利率相对稳定（18 年因会计调整下滑较多）。17 年底提价后多数企业 18 年毛利率下降趋势得到缓解，同比上升，提价对毛利率的促进作用明显。

图表 46：各企业营收增长情况



来源：WIND、国金证券研究所

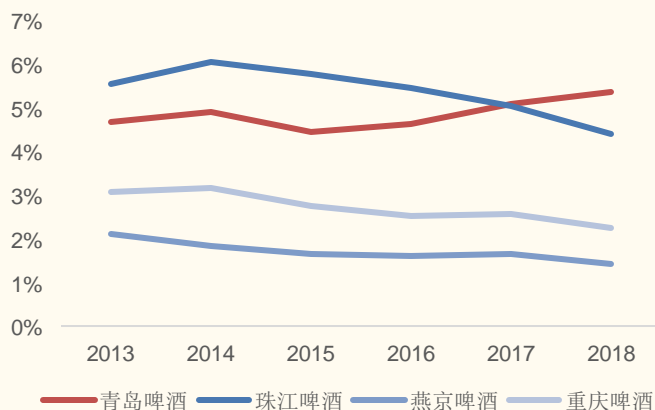
图表 47：各企业毛利率变化情况



来源：WIND、国金证券研究所

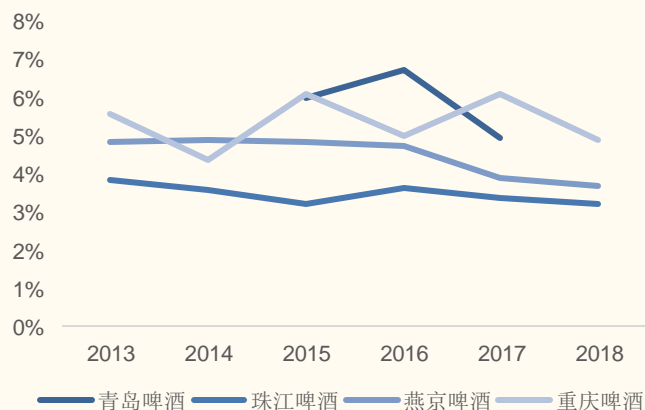
- **青岛啤酒销售费用投放处行业高位，费用投放效率有待提升：**我们上文提到啤酒行业是深度分销的最佳践行者，对应的销售费用投放较高。销售费用投放既有支持地面空中投放的营销费用，又有支持营销人员的员工薪酬，又因为啤酒吨价较低，所以单位运输费用较高。同行业对比来看，青岛啤酒销售费用高于行业内其他上市公司，主要是公司每年广告促销费用超过 10 亿（18 年会计调整至营收抵减），全国销售使得运输费用超过 13 亿，分别占据收入 5% 左右的比重，处于行业较高位置，整体来看公司全国化、深度分销和大面积的品牌推广使得销售费用投放较高。公司调整了市场助销费用口径后，销售费用与华润和珠啤等差距缩小，公司已经在战略规划中明确提出提升人员和费用投放效率，并且随着听装占比上升，销售区域的不断优化，公司各项销售费用的投放和使用将更趋合理和有效，整体销售费用率仍有下降空间。
- **管理费用投放效率行业领先：**公司管理费用率稳定在 5% 左右，长期处于行业低位，公司虽为国企却能保持较高的管理效率，控制费用投放，体现了管理层优秀的掌控能力。在增质提效的大背景下，公司将继续严控费用支出，延续出色的费用管理能力。

图表 48：公司运输费用率较高



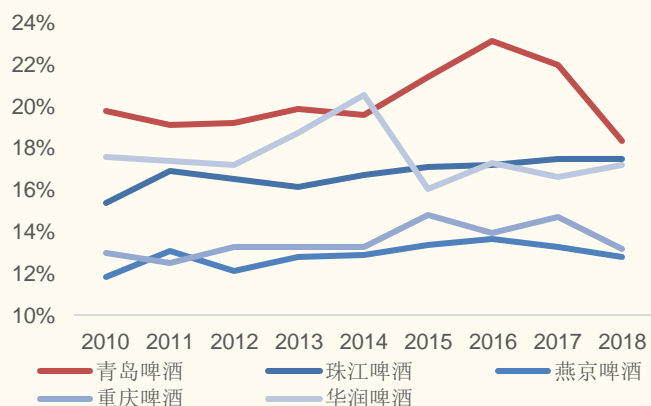
来源：WIND、国金证券研究所

图表 49：公司广告促销费用率较高



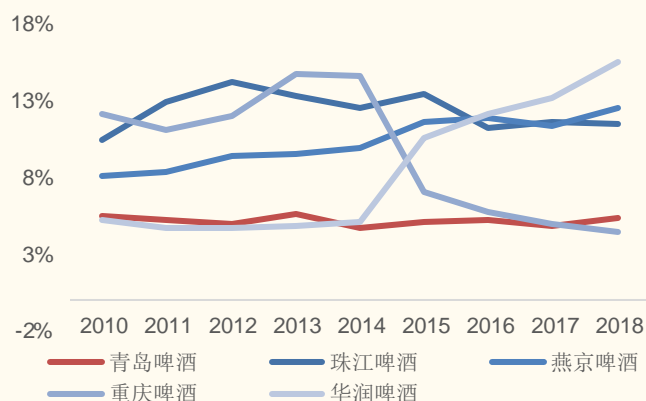
来源：WIND、国金证券研究所

图表 50：公司销售费用率处于行业高位



来源：WIND、国金证券研究所

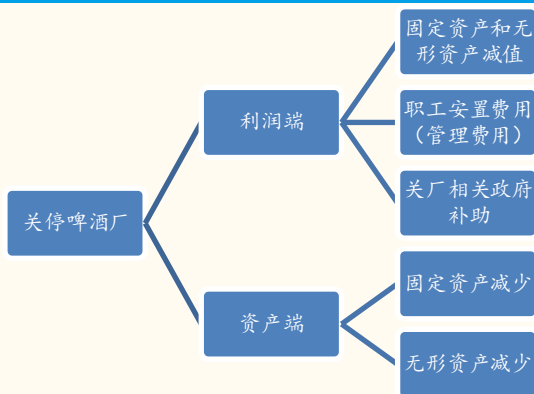
图表 51：公司管理费用率低于同行



来源：WIND、国金证券研究所

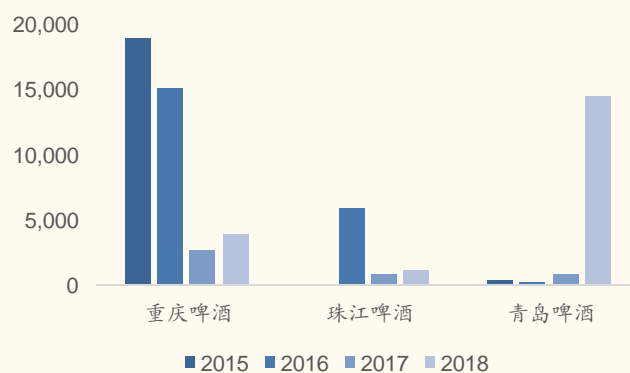
- **关停啤酒厂短期内对利润和资产端均有影响：**公司关停啤酒生产厂会在资产和利润端产生影响，利润端会形成固定资产和无形资产减值损失，也会产生一些职工安置的费用，有些地方政府也会对公司关闭落后产能重建新兴产能进行资金上的补助；资产端固定资产和无形资产总额会相应减少，关停的时间周期内也会形成一定的费用递延。
- **关厂短期内压制利润，长期可控：**虽然短期来看关厂会使得各公司在费用端产生一定的压力，但关停的多是落后或闲置产能，并且各公司关厂的节奏也会有所控制，尽可能降低对利润端的影响。长期来看，关厂也会降低落后产能导致的无效或低效费用投放，推动费用投放效率提升。

图表 52：关停啤酒厂对公司报表的影响



来源：WIND、国金证券研究所

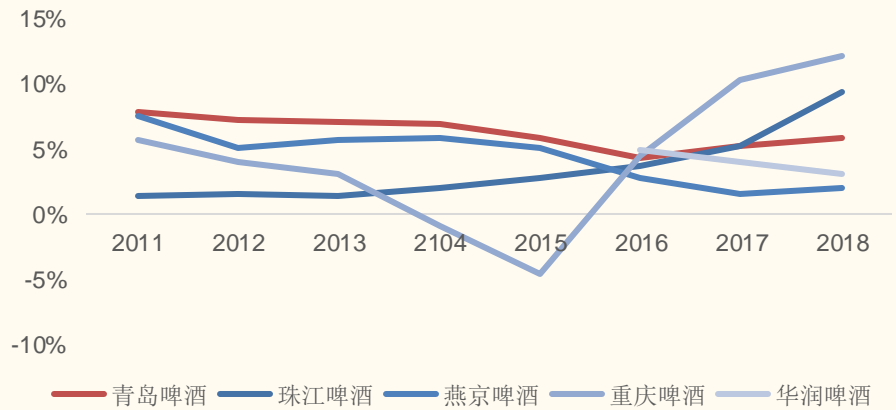
图表 53：大规模关厂期间非经常性损益增加(万)



来源：WIND、国金证券研究所

- **高端占比与净利率成正比，青岛啤酒处于行业中上水平：**前几年受毛利率下滑影响，各企业净利率下滑明显，近两年各家企业净利率重回增长。啤酒行业整体净利率水平偏低，对比来看高端产品占比越高的企业净利率越高，重庆啤酒新增嘉士伯的产品线后净利率提升至 10% 以上，华润和燕京的净利率较低，青岛啤酒重回 6% 的水平，处于行业中上水平，也与公司中高端产品定位相匹配。

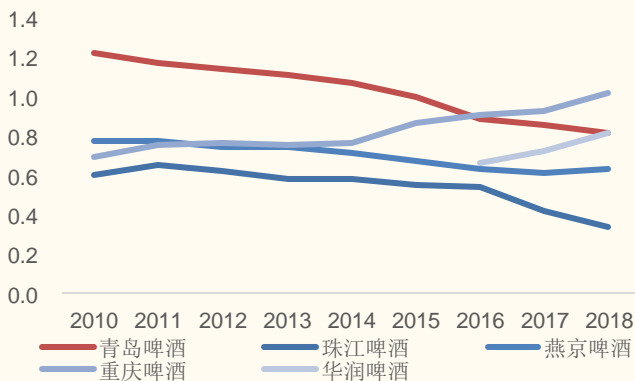
图表 54：公司净利率仍有提升空间



来源：WIND、国金证券研究所

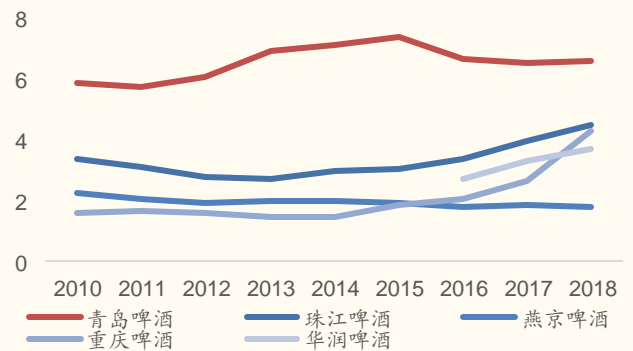
- **资产总额提升促使周转率略降，存货周转能力表现亮眼：**从资产周转和管理能力来看，2017 年之前青岛啤酒的总资产周转率长期处于行业首位，资金管理和资产流转运作能力优异。2018 年因公司资产总额提升 10%，致使资产周转率下降，公司积累了较高的货币资金，未来有望提升货币资金使用效率，提升资产周转率的同时增加利息收入。公司存货周转率远高于行业内其他公司，体现了公司对生产经营和资源调配极强的掌控能力。

图表 55：公司总资产周转率略降



来源：WIND、国金证券研究所

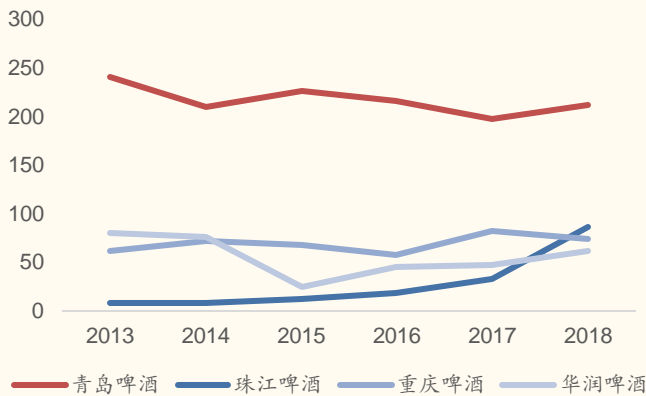
图表 56：公司存货周转率行业领先



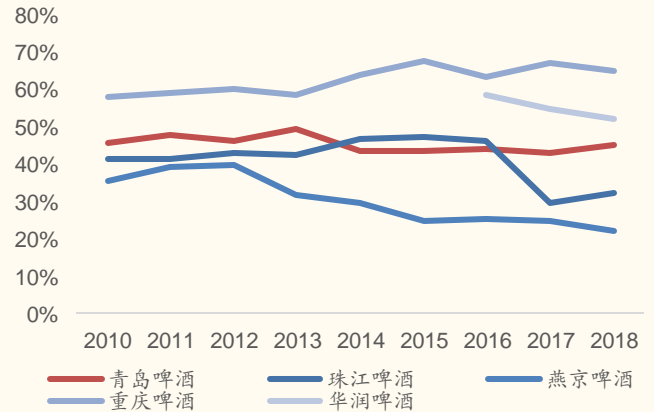
来源：WIND、国金证券研究所

- **上下游议价能力强，资产质量优质：**公司收入规模超过 250 亿，但应收账款不足 2 亿，即使在销售旺季即将来临的一季度末和二季度末应收账款也在 2 亿以下，这与公司先款后货的销售政策和极强的下游议价能力息息相关。同行业对比来看，公司的应收账款周转率是其他企业的一倍还多，远高于同行业其他上市公司。公司的应付账款长期在 20 亿以上，凸显了公司对极强的上游议价能力，公司在整个产业链中处于强势地位。公司近几年资产负债率维持在 45%左右，负债中主要是与经营相关的应付账款与合同负债，资产质量优质，资产负债率处于行业中等水平，相对合理。

图表 57: 应收账款周转能力强



图表 58: 资产负债率处于行业中等

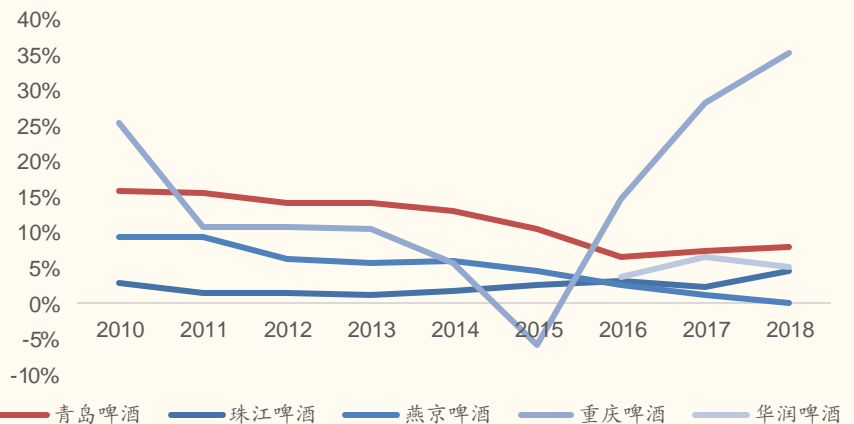


来源: WIND、国金证券研究所

来源: WIND、国金证券研究所

- ROE 止跌回升, 对标重庆啤酒提升空间较大:** 2017 年之前公司 ROE 持续下跌, 股东投资收益效率承压。公司经历了新一轮调整后, 近两年 ROE 止跌回升, 主要系净利率提升拉动。行业对比来看, 重庆啤酒自引入嘉士伯后经营管理效率明显提升, 嘉士伯将国际领先的啤酒企业管理经验引入重庆啤酒, 公司 2018 年 ROE 水平超过 30%。除重庆啤酒外, 行业内其他公司的 ROE 水平仍在 10% 以下, 青岛啤酒处于首位。对标重庆啤酒来看, 啤酒企业的资产收益率和资产使用效率仍有较大提升空间, 我们也看好公司在此轮复苏中 ROE 持续提升。

图表 59: 公司 ROE 止跌回升



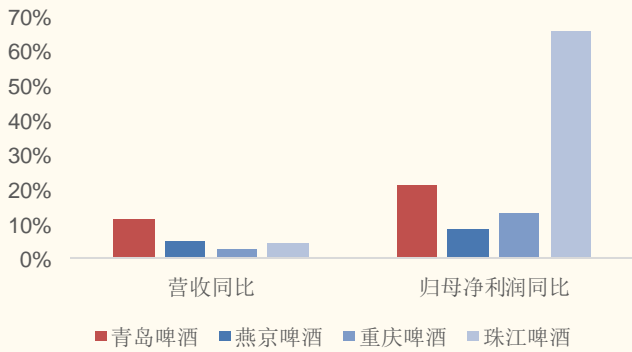
来源: WIND、国金证券研究所

### 3.3 一季度经营改善超预期, 继续展现超强资金周转能力

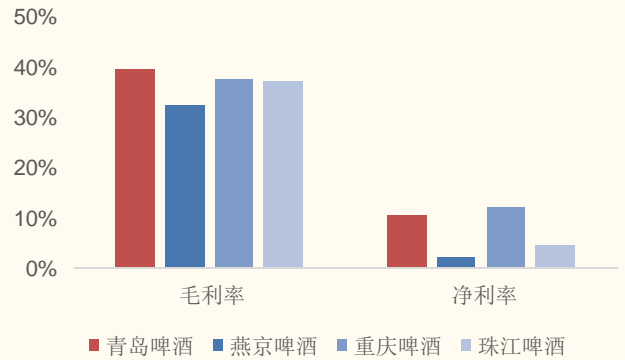
- 一季度业绩超预期, 定位中高端利润率水平行业领先:** 2019 年是公司经营改善加速的重要时点, 公司一季度业绩亮眼, 经营改善超预期, 也为全年业绩发展奠定了基础。公司 Q1 收入同比增长 11.4%, 结构升级、量价齐升共同促进业绩增长; Q1 归母净利润同比增长 21%, 管理和销售费用管控能力提升。对比同行来看, A 股四家上市公司中公司 Q1 收入提升幅度最大, 收入明显回暖; 利润端除珠江啤酒受利息收入拉动外, 公司利润端的增速也高于其他两家上市公司。从利润率水平来看, 公司中高端定位使其毛利率水平行业领先, 费用管控能力优异也使得公司一季度净利率处于行业领先地位。



图表 60: 公司 2019Q1 盈利能力表现亮眼



图表 61: 2019Q1 公司利润率水平行业领先

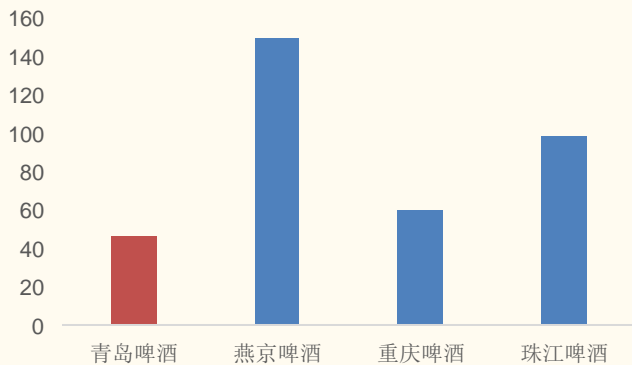


来源: WIND、国金证券研究所

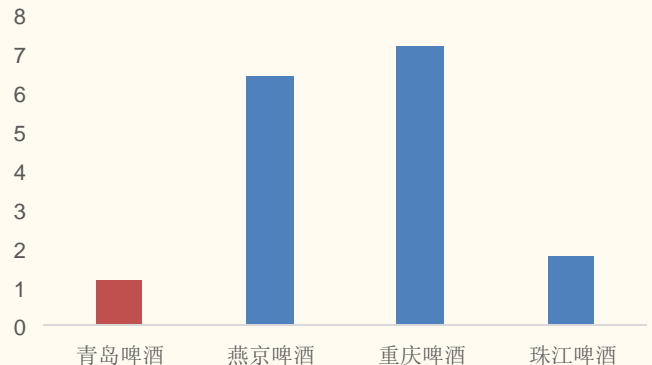
来源: WIND、国金证券研究所

- **营业周期远低于同行, 资金周转能力亮眼:** 公司资金周转能力向来处于行业首位, 展现了超强的资金掌控能力和上下游议价能力。2019 年一季度公司营业周期仅 47.2 天, 远低于同行业其他公司; 其中公司一季度存货周转天数仅 46 天, 不足燕京啤酒的一半, 应收账款周转天数仅 1.2 天, 资金周转能力优秀。超强的资金周转能力证明了公司极强的存货和应收账款管理能力, 提升了公司的资金使用效率和上下游议价能力。

图表 62: 公 2019Q1 存货周转天数



图表 63: 2019Q1 应收账款周转天数



来源: WIND、国金证券研究所

来源: WIND、国金证券研究所

- **作为定位中高端的全国性啤酒企业, 公司收入端回暖, 费用投放效率明显提升, 利润水平行业领先。** 公司拥有较高的资产周转效率和极强的上下游议价能力, ROE 具备行业竞争力。公司 2019Q1 经营改善超预期, 继续展现超强的资金周转和上下游议价能力。

图表 64: 公司行业对比情况汇总

	青岛啤酒	华润啤酒	重庆啤酒	燕京啤酒	珠江啤酒	对比	
吨价 (元/吨)	3267	2823	3543	2736	3117	青啤是较早确定中高端定位的品牌, 吨价仅低于拥有嘉士伯产品线的重庆啤酒	
市场格局	沿黄省份优势明显	优势市场较多, 但较为分散	西南地区影响力强	北京是优势地区	广东是优势地区	华润和青啤属于全国布局的第一梯队, 重啤、燕京和珠啤在各自优势区域发展较好	
营业收入	营业收入 (亿)	265.75	318.67	34.67	113.44	40.39	阵痛期后行业全面回暖, 核心受益于结构升级和 2017 年底全面涨价, 青啤 18 年仍在恢复期, 19Q1 业绩开始发力
	同比增长	1.1%	7.2%	9.2%	1.3%	7.3%	提价后全行业毛利率普遍上升, 各企业毛利率差距缩小
	毛利率	40.0%	35.1%	39.9%	38.5%	40.6%	青啤销售费用投放处行业高位, 主要系广告促销和运输费用较高, 销售费用率仍有下降空间
期间费用率	销售费用率	18.3%	17.2%	13.1%	12.8%	17.4%	青啤管理费用率稳定在 5% 左右, 展现了出色的费用管理能力
	管理费用率	5.3%	15.5%	4.4%	12.6%	11.4%	

净利润	归母净利润 (亿)	14.22	9.77	4.04	1.80	3.66	青啤利润水平行业领先，2018 年提效降费初见成效
	同比增长	12.6%	-16.9%	22.6%	11.5%	97.7%	
净利率	净利率	5.9%	3.0%	12.1%	2.0%	9.4%	净利率与高端占比成正比，青啤净利率处行业中游水平
	总资产周转率	0.82	0.81	1.02	0.63	0.34	
周转效率	存货周转率	6.56	3.69	4.30	1.82	4.47	青啤总资产周转率 17 年之前长期处行业首位，18 年因总资产增加 10% 使得周转率下降
	应收账款周转率	210.83	60.70	73.92	53.82	86.54	
上下游议价能力	应付账款周转率	7.65	-	4.49	6.46	5.16	青啤存货周转率远高于行业内其他公司，公司生产经营和资源调配掌控力强 公司应收账款不足 2 亿，周转率高达 210.83，体现了公司对下游极强的议价能力 公司应付账款长期在 20 亿以上，周转率与其他公司差距不大，拥有较强的上游议价能力
	ROE	7.91	5.18	35.28	1.39	4.46	
总结	作为定位中高端的全国性啤酒企业，公司收入端回暖，费用投放效率明显提升，利润水平行业领先。公司拥有较高的资产周转效率和极强的上下游议价能力，ROE 具备行业竞争力。公司 2019Q1 经营改善超预期，继续展现超强的资金周转和上下游议价能力。						

来源：WIND、国金证券研究所

#### 4.成长机会：结构升级+原材料价格企稳+增值税调减

##### 4.1 结构性提价将成常态，结构升级趋势延续

- **提价+加快新特产品布局+提升主品牌占比，ASP 持续提速：**公司啤酒的出厂均价已经连续 4 年增长，产品结构升级趋于常态化，未来我们仍将看好公司通过提价+加快新特产品布局+提升主品牌占比等多种途径实现 ASP 提升。
- **18 年两次大规模提价，未来将是重要的战略手段：**为了应对原材料价格上涨的压力，公司在 18 年初和年中分别进行了两次大规模的提价，经典系列、崂山、汉斯、绿兰莎等系列出厂价和零售价均进行了上调，其中将崂山啤酒 600mL 装和绿兰莎啤酒 500mL 装零售价从 2 元提升至 2.5 元，将经典系列瓶装 500mL 批发价由 36 元/箱涨为 38 元/箱。2018 年在整体提价的背景下公司产品总销量仍实现 0.76% 的增长，并且主品牌销量增长 3.97%，高于整体增速，此次提价较为顺畅，实现了从厂家到经销商到终端的顺利传导。未来提价仍将是公司重要的战略手段，分地区，分产品去逐步执行，根据各地区实际情况进行更有效的提价，逐步提升青岛啤酒的平均售价。

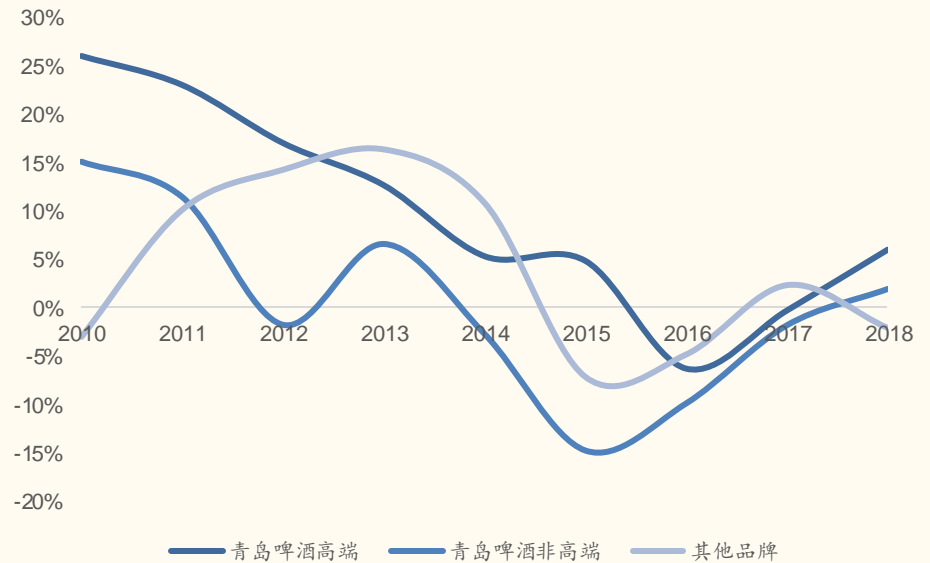
图表 65：公司 18 年提价情况

地区	产品	提价幅度
山东	崂山、汉斯、易拉罐、经典等产品	平均不超过 5%
全国	崂山啤酒 600 毫升装、绿兰莎啤酒 500 毫升装	零售价从 2 元涨至 2.5 元
全国	经典系列瓶装 500mL	批发价由 36 元/箱涨为 38 元/箱

来源：渠道调研、国金证券研究所

- **加快新特产品布局，强化高端形象：**年轻人求新求变，追求品质消费是大趋势，公司的新特系列产品就是顺应消费升级大趋势而推出的，新特产品既能助力公司进军更多核心高端渠道，又能提升青岛品牌形象。近几年高端产品占比逐年提升，战略地位不断提升，未来将继续帮助公司强化高端形象。
- **提升主品牌销售占比：**1+1 品牌占比指导下，公司将逐步砍掉非核心品牌，提升主品牌占比，特别是提升青岛啤酒主品牌的销量占比，推动整体产品销售结构自下向上转移。

图表 66：主品牌和高端产品收入提速



来源：WIND、国金证券研究所

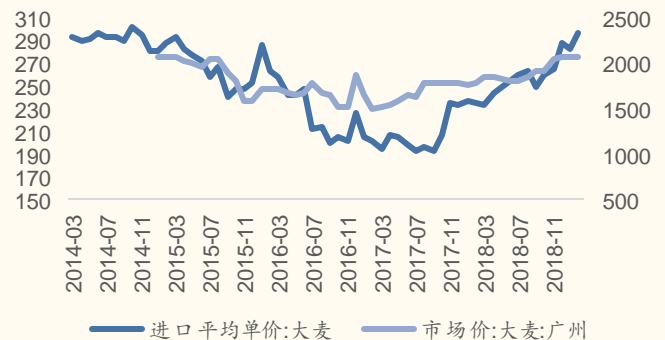
#### 4.2 进口大麦价格上涨空间有限，包材价格同比下降

- **享受进口大麦价格红利的时代一去不返：**国内啤酒酿造所用大麦主要为进口大麦，进口大麦自 2013 年起价格持续下滑，各啤酒酿造企业享受了较长一段时间的价格红利。受进口量减少、与国产大麦价差过大等原因，进口大麦价格自 2017 年 9 月开始持续上涨，商务部更是在 2018 年 11 月对澳大利亚进口大麦反倾销立案，进口大麦低价时代大概率一去不返。
- **进口大麦与国产大麦价差缩小，价格上涨空间有限：**进口大麦主要用于饲料和酿造，但饲料行业受猪瘟影响需求下降，并且进口大麦价格上涨后饲料企业成本端同样承压，部分企业选择玉米作为替代的饲料原料，总体来看饲料用进口大麦需求下降，使得酿造用进口大麦供给增加，供应商议价能力减弱。另一方面进口大麦经历了一年多的价格上涨，近期价格已处于近五年高位，与国产大麦的价差不断缩小，价格优势减弱。虽然国产啤酒仍处发展初期，但不排除会有啤酒企业因价格原因使用国产啤酒，这样也会对进口大麦形成一定的压力。结合供需和价格，我们认为进口大麦价格上涨空间有限，但具体仍需关注反倾销调查的结果。

图表 67：前几年进口大麦价格优势明显

	申请调查产品		国内同类产品	
	美元进口价格 (美元/吨)	变化幅度	销售价格 (元/公斤)	变化幅度
2014	288.72	-	2.14	-
2015	285.75	-1.03%	2.01	-6.07%
2016	215.25	-24.67%	1.96	-2.49%
2017	198.05	-7.99%	1.90	-3.06%

图表 68：进口大麦与国产大麦价差缩小



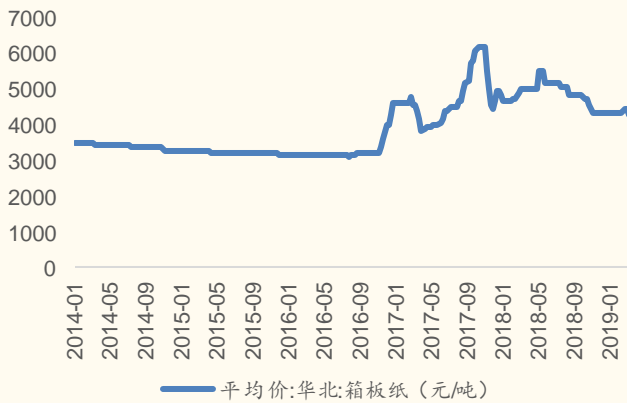
来源：《大麦产业反倾销调查申请书》、国金证券研究所

来源：WIND、国金证券研究所

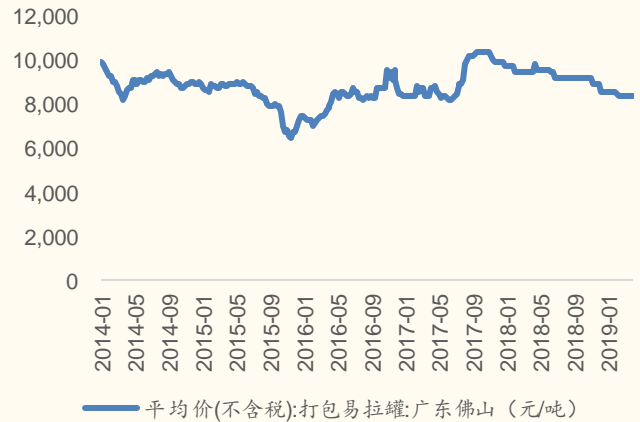
- **环保税实施一年后包装纸价格企稳，易拉罐和玻璃出现下降趋势：**纸类生产制造企业由于污水排放等原因近几年在环保等方面面临较大压力，2018 年 1 月实施的环保税法更是直接迫使各大制造企业成本上涨。包装纸价格 2017 年开始持续上涨，最高的时候单价超过 6000 元/吨，近期来看箱纸板价格趋于稳定，各企业也逐渐从这一轮环保整改危机中走出，未来预计价格将企稳。易拉罐和玻璃等包装材料价格也自 2017 年开始不断上涨，

2019 年一季度价格相较于 2018 年同期出现下降趋势，原材料价格压力也将逐步缓解。

图表 69：箱纸板价格趋于稳定



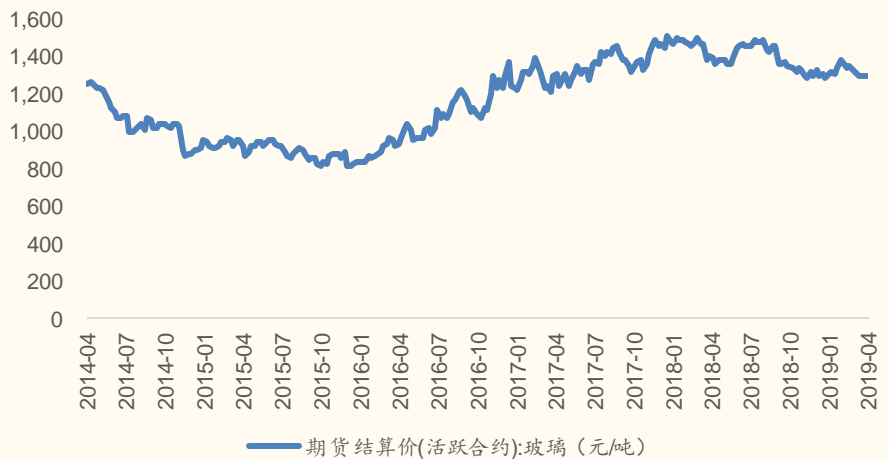
图表 70：易拉罐价格同比逐步下降



来源：WIND、国金证券研究所

来源：WIND、国金证券研究所

图表 71：玻璃价格同比趋于下降



来源：WIND、国金证券研究所

- 原材料价格波动对毛利率影响敏感性测算：**公司原材料中包材（包括玻璃、易拉罐和纸箱）和大麦占原材料的比重超过 60%，它们的价格波动对公司毛利率会产生直接的影响。我们以 2018 年公司毛利率为基准，测算两类核心原材料价格波动对公司毛利率的影响情况。结论是理想情况下若大麦和包装材料价格均下调 2 个百分点，则公司毛利率可增加至 38.5%，提升 0.8 个百分点，悲观情况下若大麦和包装材料价格均同比上调 5 个百分点，毛利率会降至 35.7%，下调 2 个百分点。我们预计近两年大麦价格上涨空间有限，包装材料已出现同比下滑趋势，所以原材料价格大幅提升的可能性不大，对毛利率的影响有限。并且我们的测算仅考虑了原材料价格对公司毛利率的影响而并未考虑结构升级等因素，所以公司整体毛利率大概率仍将继续提升。

图表 72：原材料价格变化对毛利率的影响测算

		包装材料							
		-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
大麦	-2%	38.5%	38.4%	38.3%	38.2%	38.1%	38.0%	38.0%	37.9%
	-1%	38.2%	38.1%	38.0%	37.9%	37.8%	37.7%	37.7%	37.6%
	0%	37.9%	37.8%	37.7%	37.6%	37.5%	37.4%	37.4%	37.3%
	2%	37.3%	37.2%	37.1%	37.0%	36.9%	36.8%	36.7%	36.7%

3%	37.0%	36.9%	36.8%	36.7%	36.6%	36.5%	36.4%	36.3%
4%	36.7%	36.6%	36.5%	36.4%	36.3%	36.2%	36.1%	36.0%
5%	36.3%	36.3%	36.2%	36.1%	36.0%	35.9%	35.8%	35.7%

来源：WIND、国金证券研究所

#### 4.3 中性估计下增值税调减预计助推净利率提升 1.24 个百分点

- 2019 年政府工作报告中明确提出，2019 年 4 月 1 日起下调增值税率，将制造业增值税率从 16% 下调至 13%。此次下调力度较大，预计对公司 19 年毛利和净利润都有较大的影响。我们简单的对增值税下调之后青岛啤酒净利润变化情况进行了测算。
- 此次增值税调减对公司上下游的业务都会有一定的影响，如果公司对于上游议价能力强，可以要求其不含税价格不变，增值税下调部分的收入由公司享受，反之则是公司含税成本不变，下调部分议价由原材料厂商享受；同时如果公司渠道优势明显，议价能力强，则可以对下游保证含税售价不变，享受增值税调减带来的利润，反之公司的不含税收入不变，增值税调减部分收入由下游经销商享受。我们以 18 年业绩为基准，分别为四种情况进行了测算，乐观情况下公司的净利率将提高 1.92 个百分点，悲观情况下会有 0.55 个百分点的下调。

图表 73：增值税调减敏感性测算

	营业收入变化	营业成本变化	毛利变化	增值税变化额	税金及附加变化额	净利润变化额	净利率变化
情景一（含税收入不变，不含税成本不变）	7.06	0.00	7.06	4.33	0.34	7.40	1.92%
情景二（含税收入不变，含税成本不变）	7.06	2.49	4.56	4.56	0.46	5.02	1.24%
情景三（不含税收入不变，不含税成本不变）	0.00	0.00	0.00	5.25	0.52	0.52	0.15%
情景四（不含税收入不变，含税成本不变）	0.00	2.49	-2.49	5.48	0.55	-1.95	-0.55%

来源：WIND、国金证券研究所

- 考虑到青岛啤酒在核心区域渠道优势明显，对经销商议价能力较强，上游原材料价格体系稳定，我们假设公司含税售价和原材料含税采购价均不变，以 2018 年业绩为基准，对增值税率下调后业绩弹性的影响进行详细测算。
- 我们将公司营业收入和营业成本中原材料部分支出以含税收入成本不变为原则，将增值税率从 16% 调减至 13%，所得增值税差额为 4.56 亿。另外税金及附加中城市维护建设税和教育费附加是以增值税为基数缴纳的，增值税减少相应的税金及附加也会减少 0.46 亿。考虑收入成本增加值和税金及附加减少值，粗略估算下公司归母净利润净增 3.76 亿，占公司总收入的 1.24%，即净利率增加 1.24%。

图表 74：增值税调减测算（中性）

增值税下调前		增值税下调后	
营业收入	265.75	营业收入	272.81
含税营业收入	308.27	含税营业收入	308.27
营业成本	165.56	营业成本	168.05
含税营业成本	183.64	含税营业成本	183.64
毛利	100.19	毛利	104.75
毛利增加值	4.56		
测算			
增值税减少额	4.56		
附加税税额减少额	0.46		
合计增加税前利润	5.02		
净利润增加额	3.76		
原净利润	14.22		
业绩弹性	26.46%		
下调后净利率	6.59%		
下调前净利率	5.35%	净利率变化	1.24%

来源：WIND、国金证券

- 我们考虑的是较为理想的情况，且未考虑公司将利润提升部分投入费用情况。公司在产业链中处于较为强势的地位，受上下游同时压制的可能性不大，所以增值税调低对利润端是明确的利好。预计对公司未来 1-2 年业绩弹性有较大的拉升。

## 5、风险提示

- **关厂压制利润的风险：**公司制定了 5 年 10 厂的关厂计划，关停落后产能长期来看有益于公司生产效率提升和利润增长，但由此产生的资产减值损失及职工安置费用短期内会对公司资产端和利润端形成压制，进而对公司业绩产生影响。
- **原材料价格上涨的风险：**商务部针对进口大麦的反倾销调查结果仍不明朗，进口大麦的价格红利预计将一去不返；环保严查又使得包材价格上涨，公司成本端承压。公司大麦和包材两大原材料未来仍存在上涨的风险，增加公司业绩增长的不确定性。
- **行业竞争加剧的风险：**啤酒行业目前仍在存量竞争期，各企业都在布局中高端市场，中高端市场的竞争格局预计将进一步白热化，竞争态势升级，公司也会面临一定的竞争压力。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>26,106</b>	<b>26,277</b>	<b>26,575</b>	<b>27,868</b>	<b>29,331</b>	<b>31,002</b>	货币资金	8,573	9,805	12,536	15,896	20,327	25,037
增长率	0.7%	1.1%	4.9%	5.2%	5.7%		应收款项	385	445	462	453	460	478
<b>主营业务成本</b>	<b>-15,265</b>	<b>-15,622</b>	<b>-16,556</b>	<b>-17,156</b>	<b>-17,902</b>	<b>-18,714</b>	存货	2,412	2,393	2,651	2,585	2,698	2,820
%销售收入	58.5%	59.5%	62.3%	61.6%	61.0%	60.4%	其他流动资产	1,240	1,429	2,111	2,257	2,414	2,571
<b>毛利</b>	<b>10,841</b>	<b>10,655</b>	<b>10,019</b>	<b>10,712</b>	<b>11,429</b>	<b>12,288</b>	流动资产	12,610	14,073	17,760	21,191	25,899	30,906
%销售收入	41.5%	40.5%	37.7%	38.4%	39.0%	39.6%	%总资产	41.9%	45.4%	52.1%	56.8%	61.8%	66.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2,231</b>	<b>-2,325</b>	<b>-2,327</b>	<b>-2,425</b>	<b>-2,552</b>	<b>-2,697</b>	长期投资	405	404	398	398	398	398
%销售收入	8.5%	8.8%	8.8%	8.7%	8.7%	8.7%	固定资产	11,642	11,194	10,707	9,881	8,986	8,121
<b>营业费用</b>	<b>-6,029</b>	<b>-5,769</b>	<b>-4,869</b>	<b>-5,016</b>	<b>-5,192</b>	<b>-5,425</b>	%总资产	38.7%	36.1%	31.4%	26.5%	21.5%	17.4%
%销售收入	23.1%	22.0%	18.3%	18.0%	17.7%	17.5%	无形资产	4,322	4,119	3,940	3,893	3,846	3,801
<b>管理费用</b>	<b>-1,341</b>	<b>-1,244</b>	<b>-1,406</b>	<b>-1,430</b>	<b>-1,487</b>	<b>-1,566</b>	非流动资产	17,468	16,902	16,314	16,102	15,981	15,695
%销售收入	5.1%	4.7%	5.3%	5.1%	5.1%	5.1%	%总资产	58.1%	54.6%	47.9%	43.2%	38.2%	33.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,240</b>	<b>1,317</b>	<b>1,418</b>	<b>1,842</b>	<b>2,199</b>	<b>2,600</b>	<b>资产总计</b>	<b>30,077</b>	<b>30,975</b>	<b>34,075</b>	<b>37,293</b>	<b>41,880</b>	<b>46,601</b>
%销售收入	4.7%	5.0%	5.3%	6.6%	7.5%	8.4%	短期借款	303	283	297	0	0	-21
<b>财务费用</b>	<b>257</b>	<b>370</b>	<b>497</b>	<b>399</b>	<b>516</b>	<b>653</b>	应付款项	8,596	8,735	9,923	12,742	15,556	18,138
%销售收入	-1.0%	-1.4%	-1.9%	-1.4%	-1.8%	-2.1%	其他流动负债	1,386	1,434	1,867	1,675	1,824	2,007
<b>资产减值损失</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-147</b>	<b>-80</b>	<b>-68</b>	<b>-51</b>	流动负债	10,285	10,452	12,087	14,416	17,380	20,125
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>54</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	长期贷款	1	1	1	1	1	1
<b>投资收益</b>	<b>151</b>	<b>58</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	其他长期负债	2,912	2,747	3,298	3,000	3,150	3,330
%税前利润	7.1%	2.8%	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	<b>负债</b>	<b>13,198</b>	<b>13,200</b>	<b>15,385</b>	<b>17,417</b>	<b>20,531</b>	<b>23,455</b>
<b>营业利润</b>	<b>1,640</b>	<b>1,992</b>	<b>2,376</b>	<b>2,737</b>	<b>3,223</b>	<b>3,778</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>16,314</b>	<b>17,145</b>	<b>17,970</b>	<b>19,044</b>	<b>20,395</b>	<b>22,056</b>
%营业利润率	6.3%	7.6%	8.9%	9.8%	11.0%	12.2%	少数股东权益	565	629	719	831	954	1,089
<b>营业外收支</b>	<b>483</b>	<b>113</b>	<b>2</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>30,077</b>	<b>30,975</b>	<b>34,075</b>	<b>37,293</b>	<b>41,880</b>	<b>46,601</b>
<b>税前利润</b>	<b>2,123</b>	<b>2,105</b>	<b>2,378</b>	<b>2,747</b>	<b>3,233</b>	<b>3,788</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	8.1%	8.0%	8.9%	9.9%	11.0%	12.2%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>所得税</b>	<b>-1,018</b>	<b>-723</b>	<b>-819</b>	<b>-907</b>	<b>-1,067</b>	<b>-1,269</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	47.9%	34.3%	34.4%	33.0%	33.0%	33.5%	每股收益	0.772	0.935	1.052	1.279	1.512	1.765
<b>净利润</b>	<b>1,106</b>	<b>1,382</b>	<b>1,560</b>	<b>1,841</b>	<b>2,166</b>	<b>2,519</b>	每股净资产	12.076	12.691	13.302	14.096	15.096	16.326
少数股东损益	62	119	139	112	123	135	每股经营现金净流	2.465	1.807	3.152	3.332	3.749	3.981
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,043</b>	<b>1,263</b>	<b>1,421</b>	<b>1,729</b>	<b>2,043</b>	<b>2,384</b>	每股股利	0.330	0.480	0.610	0.500	0.520	0.550
净利率	4.0%	4.8%	5.3%	6.2%	7.0%	7.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	6.40%	7.37%	7.91%	9.08%	10.02%	10.81%
							总资产收益率	3.47%	4.08%	4.17%	4.63%	4.88%	5.11%
							投入资本收益率	3.70%	4.73%	4.84%	6.21%	6.90%	7.47%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	-5.53%	0.65%	1.13%	4.86%	5.25%	5.70%
							EBIT增长率	13.19%	6.21%	7.69%	29.88%	19.38%	18.25%
							净利润增长率	-39.09%	21.04%	12.50%	21.65%	18.19%	16.70%
							总资产增长率	5.53%	2.98%	10.01%	9.44%	12.30%	11.27%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	1.7	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
							存货周转天数	54.9	56.1	55.6	55.0	55.0	55.0
							应付账款周转天数	55.5	48.3	47.7	48.0	48.0	48.0
							固定资产周转天数	160.1	152.7	141.8	124.8	107.7	91.7
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-48.99%	-54.30%	-71.92%	-86.53%	-101.78%	-114.66%
							EBIT利息保障倍数	-4.8	-3.6	-2.9	-4.6	-4.3	-4.0
							资产负债率	43.88%	42.62%	45.15%	46.71%	49.02%	50.36%

来源：公司年报、国金证券研究所 注：公司固定资产降低主要因为规划每年关闭 1-2 家落后产能，固定资产和无形资产都会略有下降

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	11	24	26	30
增持	0	10	12	12	15
中性	0	0	1	2	4
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.00</b>	<b>1.48</b>	<b>1.38</b>	<b>1.40</b>	<b>1.47</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

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%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明:**

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH