



## 核心观点

### ❖ 啤酒行业处于量稳价升机遇期，高端化为未来趋势

我国啤酒行业产销量趋于稳定，未来机遇在于产品高端化带来盈利改善。历经 20 多年的并购整合潮后，行业头部企业优势区域呈现割据特征。头部企业 CR5 销量市占率从 13 年的 65.2% 提升至 70.4%，但对比美国等成熟市场 85%+ 的集中度水平，未来仍存在持续提升空间。从啤酒细分市场来看，国内高端及超高端啤酒 13-18 年 CAGR 达到 +6.4%（同期啤酒行业整体增速为 -2.0%），高端化趋势持续强劲，预计 18-23 年 CAGR 仍将保持 +4.9% 的增长态势。从啤酒分品类消费渠道来看，2018 年中低端啤酒零售渠道占比 56.98%，高端及超高端啤酒餐饮渠道占比 80.32%，未来餐饮渠道为高端化增长引擎。

### ❖ 百年品牌底蕴，高品质叠加渠道深耕助力高端化战略蜕变

青岛啤酒自 1993 年上市以来，先后经历外延扩张期、内部整合期、品牌升级期，2017 年底复星国际战略入局有望逐步释放改革红利。2018 年以来公司进入战略高端期：1) 青啤拥有百年品牌底蕴，聚焦“青岛+崂山”双品牌战略，青岛啤酒以 1637.72 亿元的品牌价值连续 16 年蝉联中国啤酒行业首位；2) 青啤匠心酿造，青岛主品牌高端产品研发能力强劲，形成奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒等高端品类矩阵；3) 因地制宜推行“大客户+微观运营”的渠道模式，积极培育核心战略经销商，持续推进“大山东+沿黄+沿海”布局。

### ❖ 降费提效叠加产品高端化稳步推进，未来 ROE 有望稳步提升

短期来看，费用率逐步下行、成本端压力可控，整体的运营效率逐步提升；长期来看，产品高端化是公司持续保持行业领先地位的最优解，借鉴百威英博在中国市场高端化策略的成功路径，未来青啤应战略提升两大关键点：1) 丰富的高端品牌矩阵及大单品运营策略；2) 分品牌精准渠道定位及营销能力。

### ❖ 首次覆盖，给予公司“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 280.52、292.49、311.08 亿元；归母净利润分别为 17.75、20.98、24.82 亿元；EPS 分别为 1.31、1.55、1.84 元/股，对应当前 PE 分别为 32.49、27.50、23.24 倍。考虑到公司经营效率不断优化、产品高端化稳步推进，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**疫情持续时间拉长使得啤酒销量承压的风险；高端啤酒竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

#### 盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	26575.26	28052.00	29248.83	31107.75
+/-%	1.13%	5.56%	4.27%	6.36%
净利润(百万)	1422.20	1775.34	2097.64	2482.45
+/-%	12.60%	24.83%	18.15%	18.35%
EPS(元)	1.05	1.31	1.55	1.84
PE	40.56	32.49	27.50	23.24

资料来源：公司公告，川财证券研究所，盈利预测截止日期 2020/02/28

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部  
报告类别 | 公司深度  
所属行业 | 食品饮料  
报告时间 | 2020/02/28  
前收盘价 | 42.70 元

## 👤 分析师

欧阳宇剑  
证书编号：S1100517020002  
021-68595127  
ouyangyujian@cczq.com

## 👤 联系人

郭晓东  
证书编号：S1100119080011  
021-68595118  
guoxiaodong@cczq.com

## 📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一、量稳价升机遇期，高端化为未来趋势.....	5
1.1 短期调整后，啤酒产销量进入稳定期.....	5
1.2 啤酒行业呈现寡头垄断、区域割据格局.....	6
1.3 迎合产品升级，高端化为行业未来趋势.....	8
1.4 渠道格局稳固，餐饮为高端化增长引擎.....	10
二、青岛啤酒：百年品牌，高端复兴正当时.....	11
2.1 历经四大发展阶段，进入战略高端期.....	11
2.2 接棒朝日集团，复星成为第二大股东.....	13
2.3 百年底蕴，聚焦“青岛+崂山”双品牌.....	14
2.4 工艺优势保障品质，产品矩阵丰富.....	16
2.5 渠道端因地制宜，区域战略稳步推进.....	18
三、短期降费提效，长期聚力产品高端化.....	21
3.1 费用率逐步下行，成本端压力可控.....	22
3.2 产品高端化为提升盈利能力最优解.....	27
四、盈利预测与估值.....	31
4.1 盈利预测.....	31
4.2 估值分析.....	33
风险提示.....	34

## 图表目录

图 1:	1979 年以来我国啤酒产量及增长情况.....	5
图 2:	2018-2023 年啤酒行业消费量将呈现稳中有升.....	6
图 3:	2018 年按消费量计的中国市场份额.....	6
图 4:	中国 CR5 市场份额仍有提升空间.....	6
图 5:	中国啤酒市场呈现出区域割据的现象.....	8
图 6:	我国啤酒吨酒价提升空间大 (元/吨) .....	8
图 7:	亚太地区啤酒市场人均消费量相对人均 GDP.....	9
图 8:	未来 5 年高端及超高端啤酒占比有望提升至 20%.....	9
图 9:	高端啤酒消费量仍将保持稳定增长.....	10
图 10:	啤酒高端化将带动整体均价上移.....	10
图 11:	整体啤酒在餐饮渠道、零售渠道消费占比.....	10
图 12:	中低端啤酒零售渠道占比较高.....	11
图 13:	高端及超高端啤酒核心消费场景为餐饮渠道.....	11
图 14:	青岛啤酒历史发展阶段.....	13
图 15:	青岛啤酒股权结构.....	14
图 16:	青岛啤酒逐步聚焦“1+1”品牌战略.....	15
图 17:	青岛啤酒围绕“体育+音乐+文化”打造系列营销活动.....	16
图 18:	青岛啤酒广告宣传费用稳中有升.....	16
图 19:	青岛啤酒专利数行业领先.....	16
图 20:	青岛啤酒生产工艺流程.....	17
图 21:	2018 年分品牌青岛啤酒销量构成.....	17
图 22:	青岛啤酒“大客户+微观运营”渠道模式.....	19
图 23:	青岛啤酒渠道运作模式选择.....	19
图 24:	独家型模式下的分销模式.....	20
图 25:	青岛啤酒的工厂布局分布图.....	20
图 26:	2012-2018 年 4 家啤酒公司毛利率情况.....	21
图 27:	2012-2018 年 4 家啤酒公司净利率情况.....	21
图 28:	青岛啤酒销售费用率仍处于高位.....	22
图 29:	青岛啤酒管理费用构成 (可比口径) .....	22
图 30:	青岛啤酒运输费用率占比偏高.....	22
图 31:	青岛啤酒助销费用率逐步下降.....	22
图 32:	青岛啤酒管理费用率处于低位.....	23
图 33:	青岛啤酒管理费用率处于低位.....	23
图 34:	青岛、华润关厂减值费用对比.....	23
图 35:	产能利用率不断优化.....	24
图 36:	资本性开支处于历史低位.....	24
图 37:	主要啤酒企业人均创收水平 (万元/人) .....	24
图 38:	主要啤酒企业人均创利水平 (万元/人) .....	24
图 39:	2003-2018 年青啤酒吨酒价同比变动、吨成本同比变动、毛利率一览.....	25
图 40:	2018 年公司啤酒成本构成.....	26
图 41:	玻璃价格指数处于相对高位.....	26
图 42:	铝锭全国市场价趋于下降.....	26

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

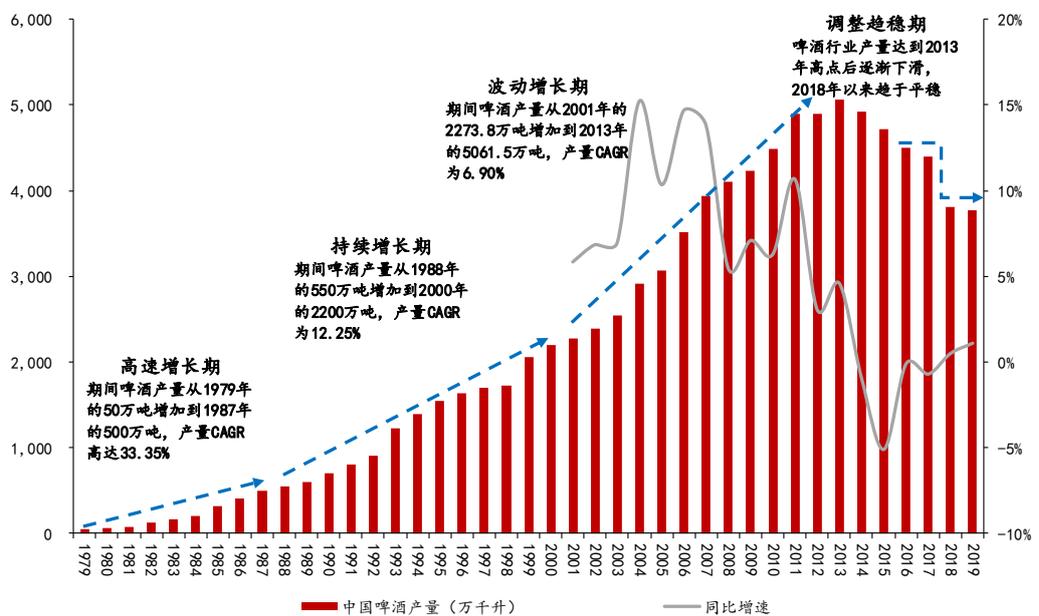
图 43:	瓦楞纸市场价处于历史相对低位.....	26
图 44:	进口大麦均价相对平稳.....	26
图 45:	主品牌青岛啤酒高端产品一览.....	27
图 46:	青岛主品牌高端产品占比稳步提升.....	27
图 47:	青岛主品牌、崂山等其他品牌出厂均价.....	27
图 48:	百威品牌矩阵涵盖各价位带及啤酒类别.....	28
图 49:	高端公司收入增速远高于百威英博整体收入增速.....	29
图 50:	渠道模式契合各类产品定位.....	30
图 51:	百威亚太销售费用率相对较高.....	30
图 52:	2019 年阿里线上渠道销量市占率.....	30
图 53:	2019 年阿里线上渠道销售额市占率.....	30
表格 1.	主要啤酒厂商外延并购情况一览.....	7
表格 2.	五大啤酒企业产品、优势区域一览.....	7
表格 3.	青岛啤酒品牌价值稳居啤酒行业首位.....	15
表格 4.	青岛啤酒产品矩阵.....	18
表格 5.	2012-2018 年 4 家啤酒上市公司杜邦财务拆分.....	21
表格 6.	青岛啤酒最近三轮提价情况一览.....	25
表格 7.	百威高端产品矩阵一览.....	28
表格 8.	青岛啤酒主营业务量价拆分及预测.....	32
表格 9.	分产品盈利预测.....	32
表格 10.	可比公司估值表一览.....	33

## 一、量稳价升机遇期，高端化为未来趋势

### 1.1 短期调整后，啤酒产销量进入稳定期

国内啤酒行业在经历短暂的调整后，当前总产量趋于稳定。从历史上我国啤酒产量的增长情况来看，1979-1987年为高速增长期，期间啤酒产量年均复合增速高达33.35%；1988-2000年为持续增长期，期间复合增速为12.25%；2001-2013年为波动增长期，之后2014年开始啤酒行业进入短暂的调整期，整体啤酒产量连续下滑，2018年以来啤酒行业产量止跌回稳，预计未来我国啤酒行业产量将处于稳中有升的趋势，以存量市场竞争为主。

图 1：1979 年以来我国啤酒产量及增长情况

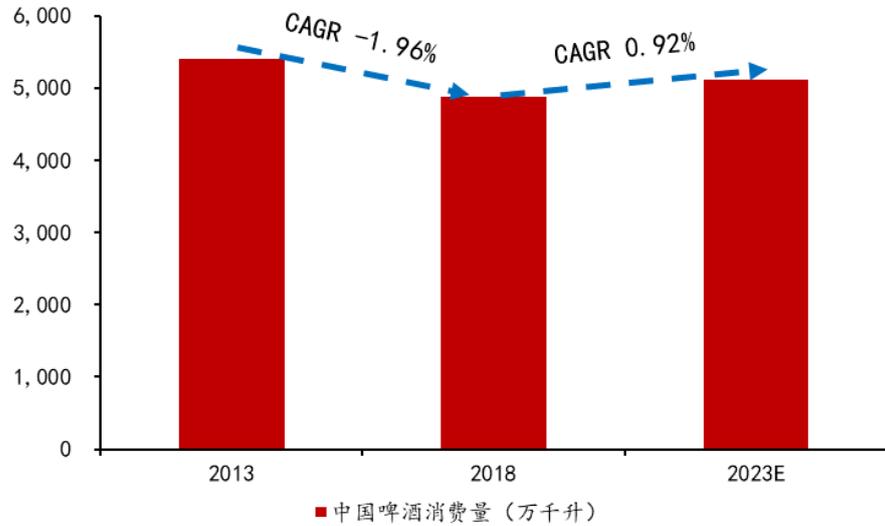


资料来源：国家统计局，川财证券研究所

国内啤酒消费量基本与产量变动同步，未来将基本呈现稳中有升的趋势。根据 Global Data 数据显示，我国啤酒市场消费量在 2013 年达到高点 5394 万千升之后开始下滑，到 2018 年我国啤酒消费量为 4880 万千升，占全球啤酒总消费量的 25%，仍为全球最大的啤酒消费市场。2018 年之后受整体经济增长复苏、营业税率下降及欠发达内陆地区的增长，预计未来 5 年中国啤酒市场有望实现稳中有升，预计 2018-2023 年年均复合增速为 0.92%，到 2023 年我国啤酒消费量达到 5115 万千升。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 2：2018-2023 年啤酒行业消费量将呈现稳中有升

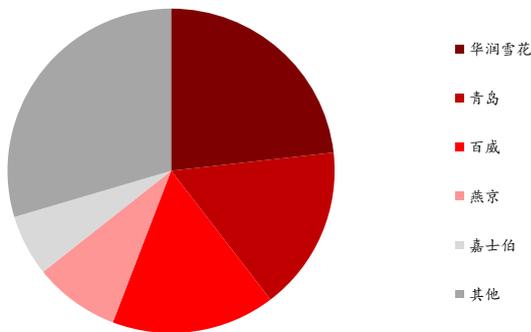


资料来源：GlobalData，川财证券研究所

### 1.2 啤酒行业呈现寡头垄断、区域割据格局

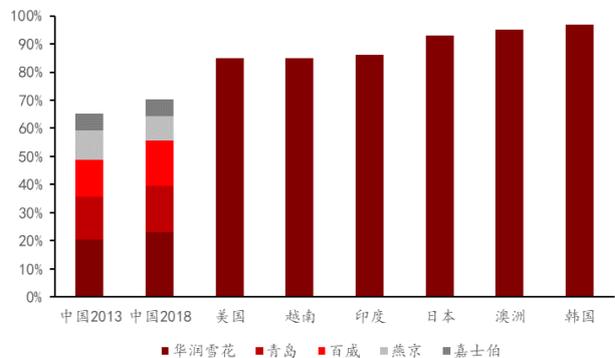
国内啤酒行业在经历整合并购潮之后，当前呈现寡头垄断竞争格局，2018 年 CR5 市占率高达 70.4%。啤酒行业在 20 世纪 90 年代后期开始了一波并购潮，并逐步形成华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒、嘉士伯五大啤酒厂商寡头垄断格局，CR5 市占率从 2013 年的 65.2% 提升至 2018 年的 70.4%。但与美国及主要亚太成熟市场 CR5 市占率维持在 85%+ 相比，未来仍有持续提升的空间。

图 3：2018 年按消费量计的中国市场份额



资料来源：GlobalData，川财证券研究所

图 4：中国 CR5 市场份额仍有提升空间



资料来源：GlobalData，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 1. 主要啤酒厂商外延并购情况一览

青岛啤酒		华润啤酒	
1994年	收购扬州啤酒厂	1993年	与原沈阳啤酒厂合作，成立沈阳华润雪花啤酒有限公司
1995年	合资成立青岛啤酒西安有限责任公司，占有55%的股份；收购蓝妹啤酒	1996年	通过股权转让，公司成为沈阳华润雪花的大股东
1997年	收购日照啤酒厂、北海啤酒厂	2000年	收购安徽圣泉啤酒
1998年	收购山东花王集团啤酒集团、平原啤酒厂、鸡西凯湖有限公司	2001年	收购大连棒棰岛啤酒
1999年	收购荣成东方啤酒厂、马鞍山市功勋啤酒厂、熔盛东方啤酒厂；收购南极洲集团；收购安丘市啤酒厂、黄石市啤酒厂、应城市啤酒厂；收购广东皇妹酿酒有限公司、黄梅酿酒厂；收购八仙生啤酒厂；收购滕州市啤酒厂、徐州市金波啤酒厂、广东维佳；收购芜湖大江啤酒厂	2001年	收购四川蓝剑62%股份
2000年	收购潍坊啤酒厂、资兴啤酒厂；收购金波啤酒厂；收购徐州汇福啤酒厂；收购廊坊啤酒厂、台儿庄麦芽厂；收购泰力啤酒厂、崂山啤酒厂；收购上海嘉士伯啤酒厂；收购龙泉啤酒有限公司、垫江啤酒有限责任公司有关资产、山东卢堡啤酒有限公司；收购浙江海尔波酒业股份有限公司、黑龙江玉泉啤酒总厂、哈尔滨金都啤酒有限公司	2004年	收购天津啤酒90%股份；9月收购狮王啤酒（苏锡常酒厂）
2001年	收购宿迁市啤酒厂、福建啤酒有限公司、江苏太仓啤酒厂、北京三环啤酒厂、随州啤酒厂、天门啤酒厂、南宁万泰啤酒厂	2006年	收购安徽相王啤酒、浙江银燕啤酒
2002年	收购厦门银城股份有限公司、五星公司62.64%外方投资者股权	2007年	收购四川蓝剑剩余38%股份、收购贵州蓝剑
2010年	收购山东新银麦啤酒有限公司	2010年	收购琥珀啤酒
2014年	收购嘉禾啤酒50%股权、新钟楼啤酒销售业务相关资产、宝鸡啤酒啤酒业务相关资产	2011年	收购西湖啤酒、奥克啤酒、西湖啤酒
2015年	收购绿兰莎啤酒55%股权和绿兰莎啤酒营销网络	2013年	收购金威啤酒

资料来源：Wind，川财证券研究所

寡头垄断格局下，国内啤酒企业呈现区域割据现象。具体来看，华润、青岛、百威实现了全国化布局，其中华润在四川、东北、华东等地区优势明显；青岛在山东、陕西等区域优势明显；百威在吉林、华南地区优势明显。此外，嘉士伯和燕京区域化属性更强，其中燕京在北京、内蒙古、广西优势较大，嘉士伯在西北地区优势较大。

表格 2. 五大啤酒企业产品、优势区域一览

酒企	主要品牌	核心产品	产品结构	优势区域
华润雪花	雪花	脸谱、纯生、黑啤、勇闯天涯、冰酷、清爽等	雪花（Snow）销量占比约90%	四川、东北地区、华东地区
青岛啤酒	青岛、崂山	奥古特、鸿运当头、经典1903、纯生等	青岛主品牌销量占比48.74%	山东、陕西
百威英博	百威、哈尔滨、科罗娜、时代等	纯生、清啤、黄啤等	哈尔滨、百威销量占比分别为42.1%、24.4%	吉林、华南地区
燕京啤酒	燕京、漓泉	纯生、鲜啤、清爽、原浆白啤	燕京主品牌销量占比70%	北京、内蒙古、广西
嘉士伯	嘉士伯、乐堡、1664、格林堡等	特醇、怡乐仙地等	高端产品增速8%	西北地区

资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 5：中国啤酒市场呈现出区域割据的现象

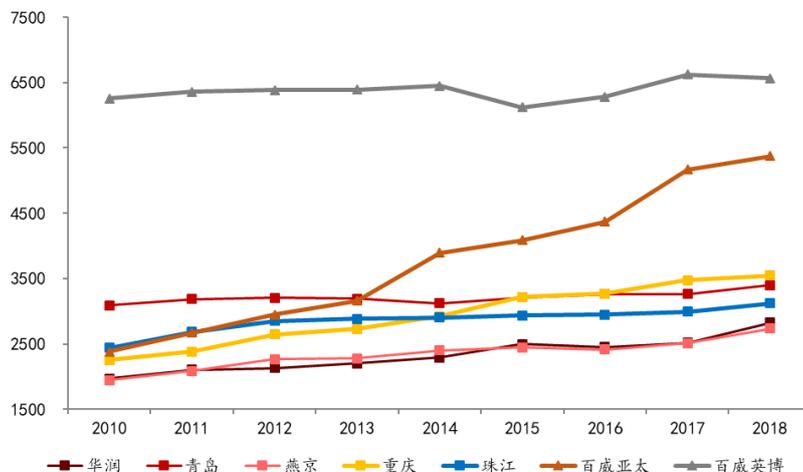


资料来源：渠道调研，啤酒网，川财证券研究所

### 1.3 迎合产品升级，高端化为行业未来趋势

国内主要啤酒企业近年来吨酒价稳中有升，但对比百威亚太仍然处于较低水平，未来随着人们生活水平的不断提高以及消费升级的拉动，啤酒高端化将稳步推进，整体吨酒价提升空间巨大。2018 年青岛、华润啤酒出厂吨酒价分别为 3398.39 元/吨、2823.84 元/吨，但对比百威亚太、百威英博出厂吨酒价分别达到 5371.06 元/吨、6563.87 元/吨，未来仍有较大提升空间。

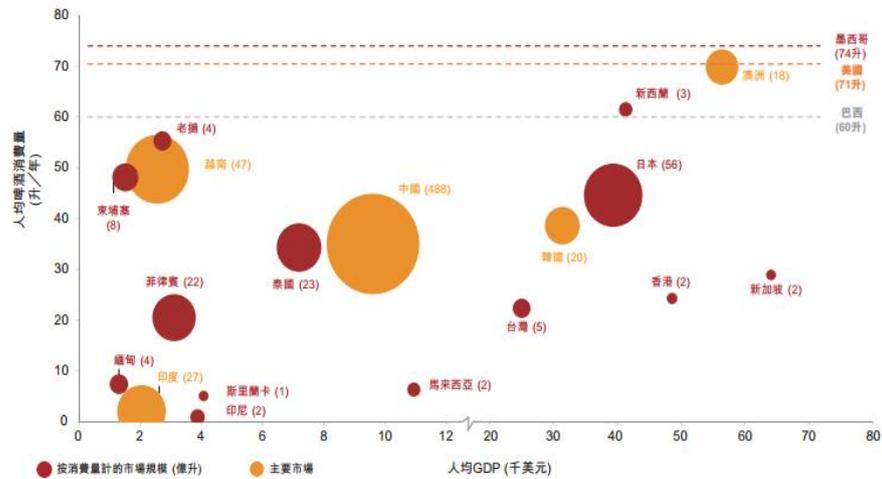
图 6：我国啤酒吨酒价提升空间大（元/吨）



资料来源：公司公告，川财证券研究所，注：青岛啤酒 2018 年吨酒价为还原会计准则修订值

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 7：亚太地区啤酒市场人均消费量相对人均 GDP

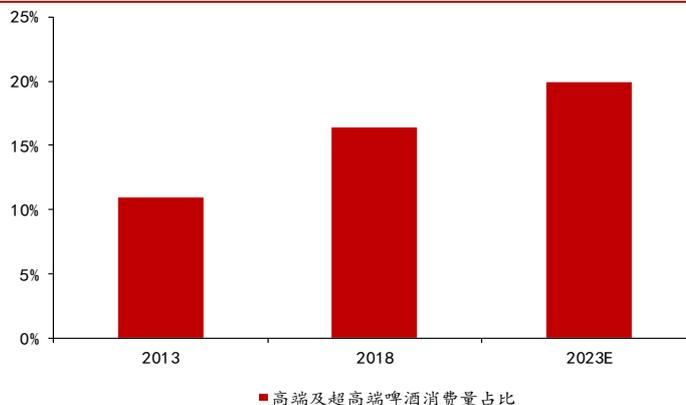


资料来源：GlobalData，川财证券研究所

当前啤酒行业整体经营策略已由销量驱动转向品牌驱动，这使得头部酒企加快产品高端化的推进速度。具体来看，国内啤酒市场高端及超高端啤酒的增速超过整体啤酒市场增速。2013-2018 年中国啤酒整体消费量年均复合增速为 2.0%，但高端及超高端啤酒消费量年均复合增速达到 6.4%；未来 5 年中国啤酒整体消费量将基本保持稳定水平，但高端及超高端啤酒仍将保持稳定增长，预计 2018-2023 年年均复合增速为 4.9% 左右。

对标美国高端啤酒占比情况，未来我国啤酒高端化率也有较大提升空间。中国高端及超高端啤酒消费量占比从 2013 年的 10.94% 上升至 2018 年的 16.44%，但相比美国 42.1% 的高端啤酒占比，未来高端啤酒增长空间巨大。此外，啤酒高端化趋势在中国市场更为突出，2018 年中国超高端啤酒价格为低端啤酒价格的 11.6 倍，同期印度、澳洲的差异则分别为 6.1 倍、1.6 倍。

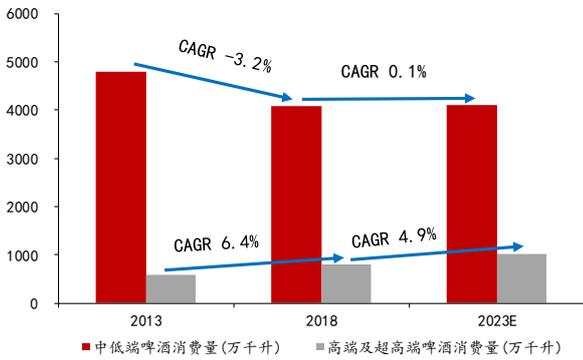
图 8：未来 5 年高端及超高端啤酒占比有望提升至 20%



资料来源：GlobalData，川财证券研究所

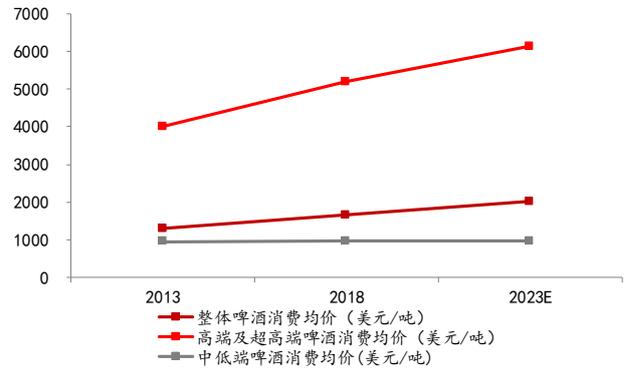
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 9： 高端啤酒消费量仍将保持稳定增长



资料来源：GlobalData，川财证券研究所

图 10： 啤酒高端化将带动整体均价上移

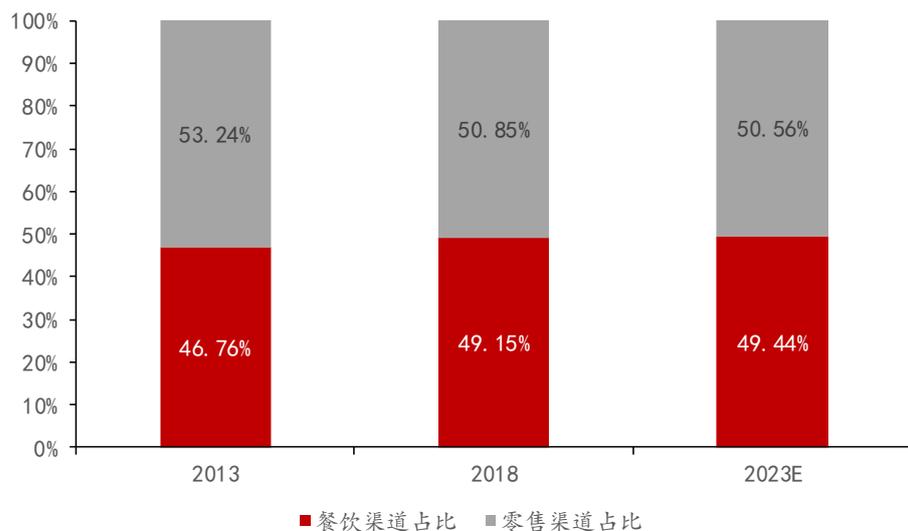


资料来源：GlobalData，川财证券研究所

### 1.4 渠道格局稳固，餐饮为高端化增长引擎

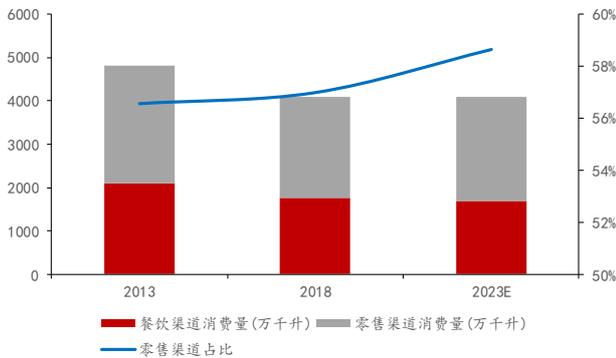
啤酒行业渠道格局相对稳固，未来以餐饮渠道为主流消费场景的高端啤酒仍将保持稳定增长。具体来看，啤酒行业餐饮渠道占比从 13 年的 46.76% 提升至 49.15%，同期零售渠道占比从 53.24% 下降至 50.85%，整体渠道格局相对稳固。从啤酒分品类消费渠道来看，18 年中低端啤酒零售渠道占比 56.98%，高端及超高端啤酒餐饮渠道占比 80.32%。考虑到未来 5 年高端及超高端啤酒销量仍将保持稳定增长，餐饮渠道仍将持续成为高端化增长引擎，预计到 23 年高端及超高端啤酒餐饮渠道占比进一步提升至 81.86%。

图 11： 整体啤酒在餐饮渠道、零售渠道消费占比



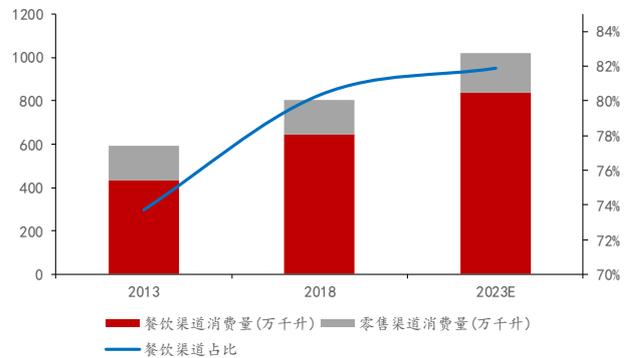
资料来源：GlobalData，川财证券研究所

图 12：中低端啤酒零售渠道占比较高



资料来源：GlobalData，川财证券研究所

图 13：高端及超高端啤酒核心消费场景为餐饮渠道



资料来源：GlobalData，川财证券研究所

## 二、青岛啤酒：百年品牌，高端复兴正当时

### 2.1 历经四大发展阶段，进入战略高端期

青岛啤酒 1993 年上市，根据上市后公司领导者经营战略的不同，大致可划分为四个阶段：

#### 1) 外延扩张期（1993-2001）：做大做强，外延并购规模化

青啤自 1986 年产量达到 10 万吨后，多年徘徊不前，最终选择股份制改制来转换经营体制，并于 1993 年先后在 H 股、A 股上市。但之后短短 3 年内青啤管理层频繁变动，并于 1995 年被燕京、中策啤酒超越。1996 年 6 月，决策能力突出的李桂荣出任公司董事长，擅长营销的彭作义出任公司总经理，青啤正式开启变革时代。在“彭作义时代”，青啤实施外延性扩张战略，以低成本迅速扩张企业规模。尤其是在 1999-2001 年青啤在全国快速扩张，3 年内共收购 36 家啤酒厂。到 2001 年，青啤工厂遍布全国 17 个省级单位，啤酒产量从 1996 年的 35 万吨增加到 2001 年的 251 万吨，基本实现泛全国化布局。

但由于该时期所收购的啤酒厂生产规模小、管理粗放，协同效应难以发挥，公司财务压力逐步加大。期间整体收入复合增速 22.38%，利润复合增速-9.36%。

#### 2) 内部整合期（2001-2012）：做强做大，资源整合再出发

粗放式扩张的后遗症逐步显现后，青啤再次面临战略调整。2001 年金志国出任公司董事长，公司战略由“做大做强”转向“做强做大”，从单纯依靠资源、追求扩张做大规模，转为依靠品牌和技术来强化企业的系统整合，培育核心竞争力来做强企业。2003 年品牌战略聚焦为“1+3”模式，主品牌为青岛，第二

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

品牌限定为崂山、汉斯、山水；通过事业部改革将公司总部定位更聚焦为品牌运营中心，各地并购的以及自建的工厂定位为生产中心，并在全国范围内设立 8 个营销公司，将先前独立运作的子公司按地区统一管理，统一产供销、市场及行政管理，共同使用运输、分销等系统实现资源共享；2009 年开始推行“大客户+微观运营”的渠道模式，因地制宜来提升渠道的运营效率。

该时期品牌协同效应逐步显现，新一轮扩张驱动下企业效益更为良性，整体收入复合增速 15.51%，利润复合增速 29.43%。

### 3) 品牌升级期 (2012-2018)：品牌新升级，产能逐步优化

随着行业增长逐步放缓，头部企业逐步从销量驱动转向品质升级，期间公司提出扩张与整合同步发展。总裁孙明波出身“酿酒师”，对产品的质量和品质有极高要求，任职期间青啤在技术方面取得很大提高。尤其是在产品多元化方面，公司逐步从玻璃瓶装和听装的传统青岛啤酒、崂山啤酒，创新推出奥古特、鸿运当头、经典 1903、全麦白啤、皮尔森、青岛啤酒 IPA 等高端产品。期间公司品牌战略经历多次调整，逐步将资源聚焦到“青岛+崂山”双品牌，推动产品升级和产能优化。

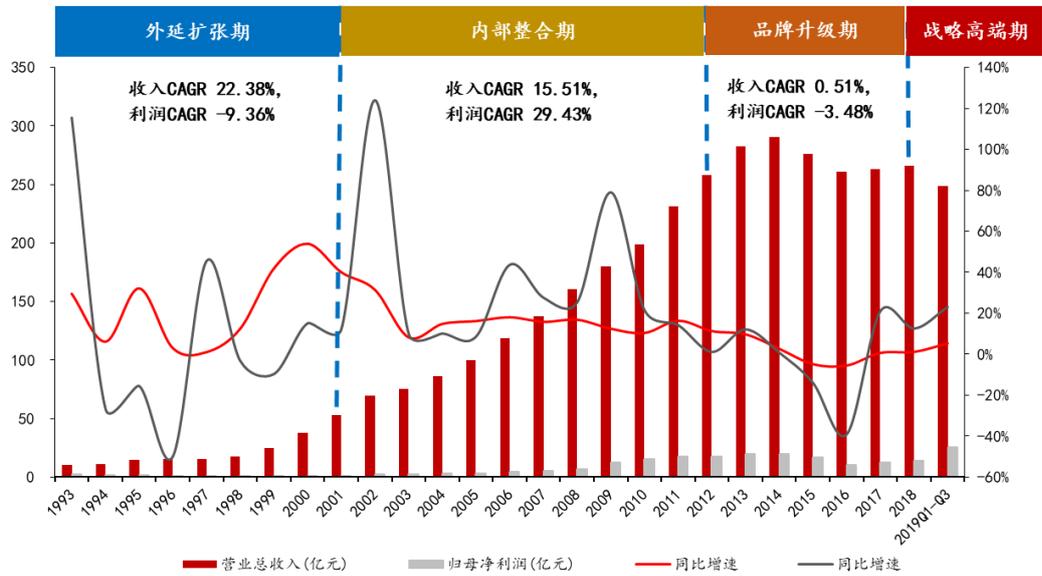
该时期公司在品牌新升级、产能优化方面均积极转型，但由于啤酒行业处于缩量调整期，公司经营业绩同步放缓，其中收入复合增速 0.51%，利润复合增速 -3.48%。

### 4) 战略高端期 (2018 至今)：立足品质，品牌高端化蜕变

黄克兴曾经为青啤战略发展总部部长，并帮助公司建立了战略管理体系，使战略管理走上了规范化、体系化建设之路。青啤致力于成为拥有全球影响力品牌的国际化大公司，2018 年底青岛啤酒再度携手奥运，继北京 2008 年奥运会官方赞助商之后，成为北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方赞助商，助力品牌高端化蜕变。期间公司重点聚焦主品牌青岛和第二品牌崂山，其中青岛主品牌高端产品将投入战略资源重点拓展，迎合行业高端化的发展机遇。

该时期公司从战略角度加快品牌高端化进程，整体盈利能力显著增强。2018 年公司实现营收 265.75 亿元，同比增长 1.13%，实现归母净利润 14.22 亿元，同比增长 12.60%；2019 年前三季度实现营收 248.97 亿元，同比增长 5.31%，实现归母净利润 25.86 亿元，同比增长 23.15%。

图 14：青岛啤酒历史发展阶段

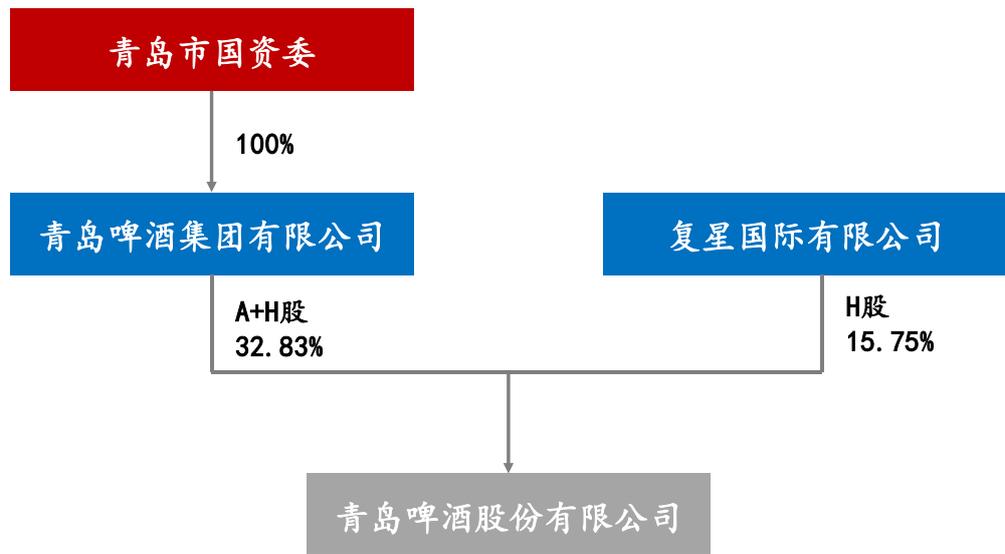


## 2.2 接棒朝日集团，复星成为第二大股东

公司实际控制人为青岛市国资委，2017 年底第二大股东实现易主，复星国际接棒朝日集团战略入股。具体来看，青岛啤酒为 A+H 股上市公司，其中青岛国资委为实际控制人，通过青岛啤酒集团持股 32.83%；复星国际接棒朝日集团成为第二大股东，最新持股 15.75%。

复星国际是一家科创驱动的家庭消费产业集团，深耕健康、快乐、富足三大业务，致力于为全球家庭客户提供高品质的产品和服务。公司综合实力雄厚，2018 年总收入高达 1113.36 亿元，净利润 134.06 亿元。复星战略入股将有助于青岛啤酒利用其在混合所有制改革、国际化、战略投资和产业运营及用户端等各方面资源，加快推动公司抓住新时代的战略机遇期，获得发展新动能并实现高质量发展。具体到激励机制创新方面，青岛啤酒大股东承诺公司 2020 年 6 月底前推进上市公司管理层长期激励计划，未来有望加快推动公司完善激励机制，构建多重激励机制，不断激发企业活力，释放改革红利。

图 15：青岛啤酒股权结构



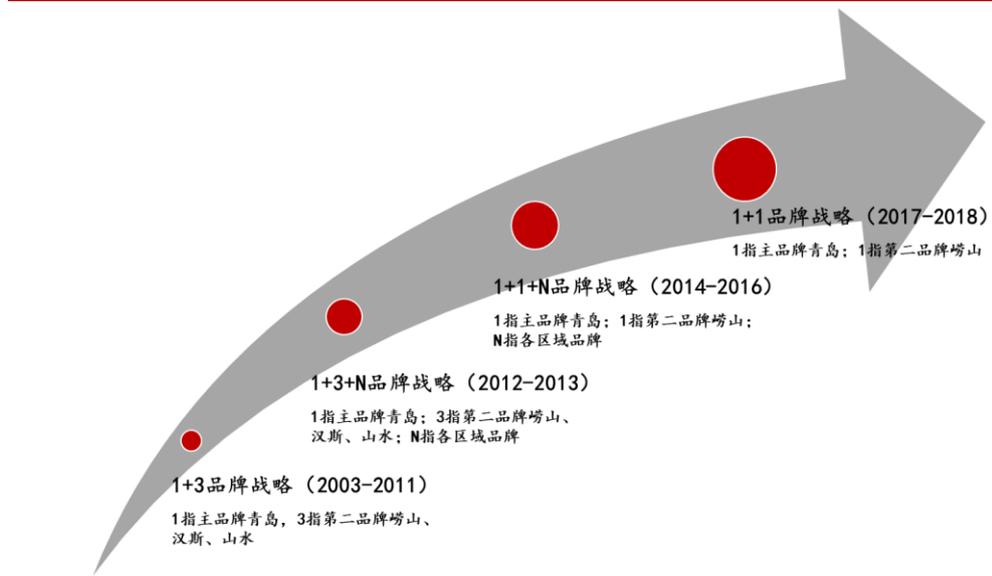
资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 2.3 百年底蕴，聚焦“青岛+崂山”双品牌

青岛啤酒为百年品牌企业，品牌价值稳居行业首位。青岛啤酒的前身是 1903 年 8 月由德国商人和英国商人合资在青岛创建的日耳曼啤酒公司，它是中国历史悠久的啤酒制造企业。世界品牌实验室发布的 2019 年《中国 500 最具价值品牌》排行榜，青岛啤酒以 1637.72 亿元的品牌价值连续 16 年蝉联中国啤酒行业首位。

回顾青岛啤酒的品牌发展史，经历了从多元到聚焦的品牌演变，逐步聚焦到“青岛+崂山”双品牌驱动。1996 年以来公司加快外延并购，品牌数量达到 50 多个；2001 年之后随着公司战略从“做大做强”转向“做强做大”，2003 年品牌战略聚焦为“1+3”模式，主品牌为青岛，第二品牌限定为崂山、汉斯、山水；2012 年公司进入整合后的再扩张阶段，为提升对新品牌的包容性，将“1+3”模式调整为“1+3+N”，其中 N 代表各区域市场拥有较好基础的品牌；2014 年受行业缩量调整的冲击，公司再次将“1+3+N”调整为“1+1+N”，将资源聚焦到副品牌崂山；2017 年以来，公司再次强化“1+1”品牌的核心地位，将资源战略聚焦到青岛+崂山双品牌。

图 16: 青岛啤酒逐步聚焦“1+1”品牌战略



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

表格 3. 青岛啤酒品牌价值稳居啤酒行业首位

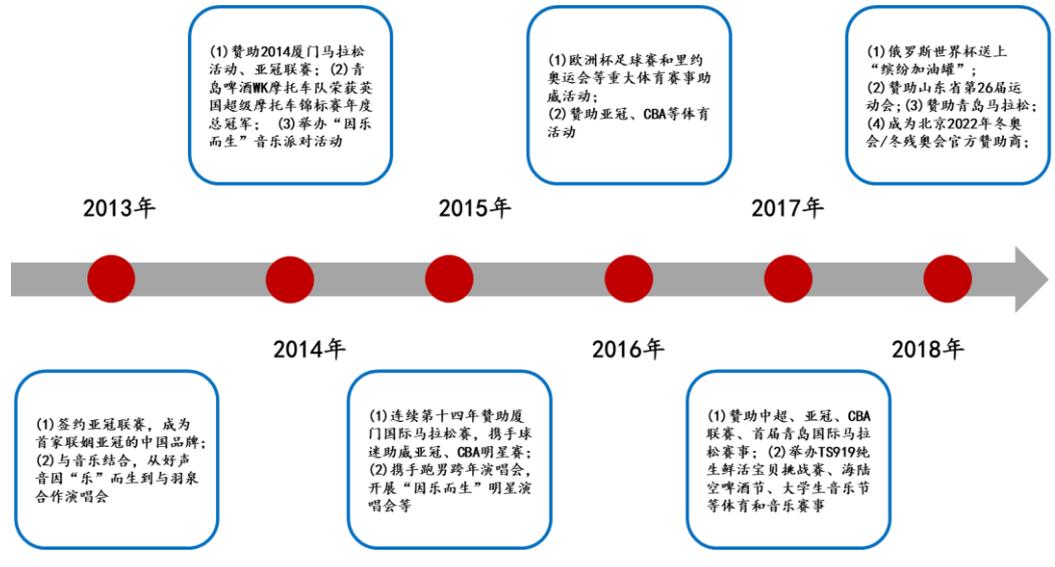
排名	品牌名称	品牌价值 (亿元)		品牌升值速度
		2018	2019	
1	茅台	1652.72	2185.15	32.22%
2	五粮液	1607.19	2165.98	34.77%
3	青岛啤酒	1455.75	1637.72	12.50%
4	雪花	1386.66	1570.35	13.25%
5	燕京	1106.65	1216.97	9.97%
6	崂山啤酒	272.58	327.09	20.00%
7	汉斯啤酒	170.45	206.67	21.25%
8	漓泉啤酒	148.18	181.62	22.57%
9	惠泉啤酒	102.68	136.52	32.96%

资料来源: World Brand Lab, 川财证券研究所

青岛啤酒围绕“体育+音乐+文化”持续打造系列营销活动, 支撑品牌价值不断提升。近年来公司积极围绕“四位一体”品牌传播模式, 通过体育、音乐、文化营销与消费者实现高频互动, 持续提升品牌影响力。2013年青啤签约亚冠联赛, 成为首家联姻亚冠的中国品牌; 2014年青啤WK摩托车队荣获英国超级摩托车锦标赛年度总冠军; 2015年青啤携手跑男跨年演唱会; 2016年青啤组织欧洲杯和里约奥运会等重大体育赛事助威活动; 2017年赞助中超、亚冠、CBA联赛、首届青岛国际马拉松赛事; 2018年底青岛啤酒再度携手奥运, 继北京2008年奥运会官方赞助商之后, 成为北京2022年冬奥会和冬残奥会官方赞助商。

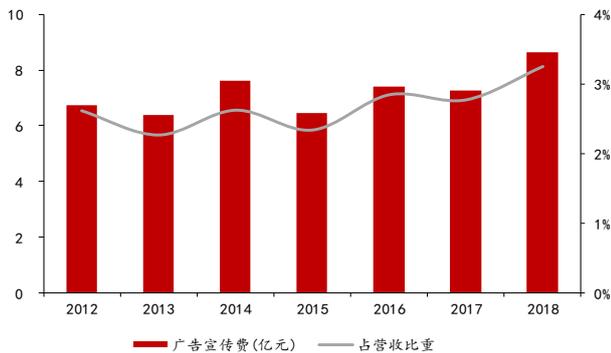
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 17： 青岛啤酒围绕“体育+音乐+文化”打造系列营销活动



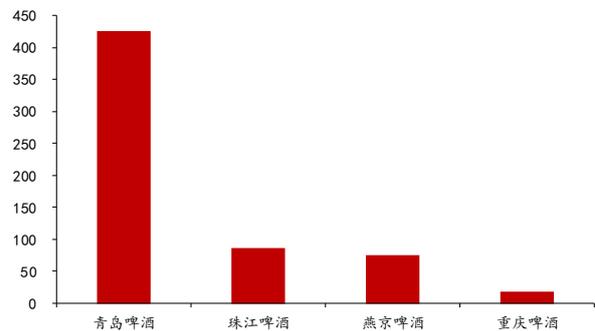
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 18： 青岛啤酒广告宣传费用稳中有升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 19： 青岛啤酒专利数行业领先



资料来源：Wind，川财证券研究所

## 2.4 工艺优势保障品质，产品矩阵丰富

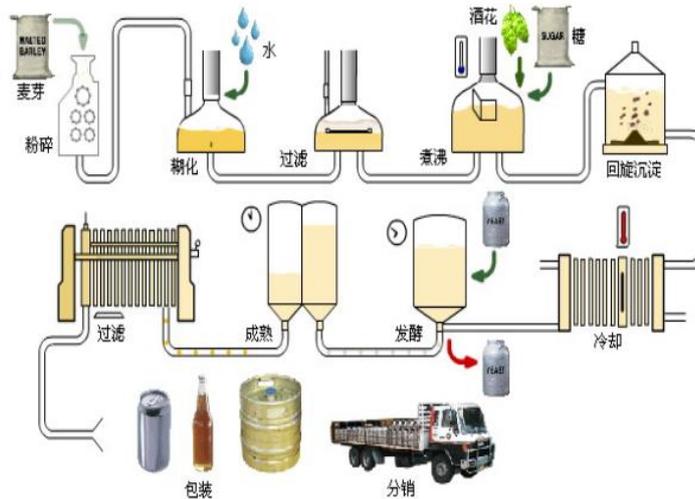
酒的品质很大程度上取决于原材料的品质，啤酒的原材料有麦芽、大米、啤酒花、水等。青啤所选用的麦芽是来自澳大利亚的优质大麦，使用的啤酒花是源自捷克的顶级啤酒花，发酵过程中使用的酵母菌的菌种源自 1903 年的德国，经过一百多年的培育，不断进化，形成了青啤现在所使用的独特菌种，这也正是青啤优质品质的核心所在。

具体来看，青岛啤酒的生产过程大致可分为糖化、发酵、过滤、包装四个部分。糖化：麦芽、大米、酒花经过糖糊化、过滤、沉淀、冷却呈麦芽汁，该过程中

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

需要把控好各种材料成分，过滤掉不需要的蛋白质；发酵：冷却的同时加氧气和酵母，这个过程中存在许多控制点，不同时间对温度要求不同，需要实时监测；过滤：根据工艺要求控制温度去除杂质，控制浓度；包装：瓶装、灌装、杀菌、贴标、装箱。

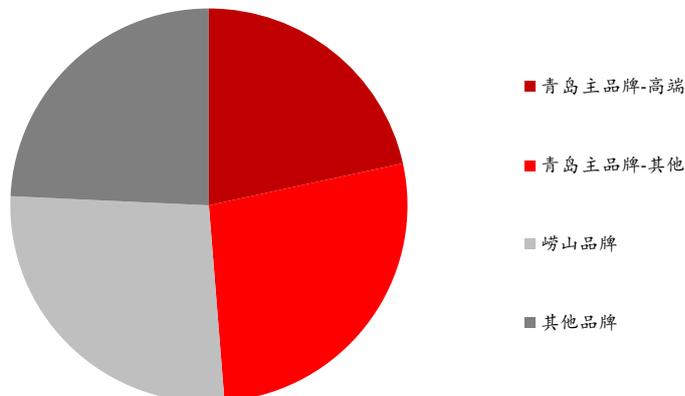
图 20：青岛啤酒生产工艺流程



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司产品聚焦青岛主品牌+崂山第二品牌，销量合计占比高达 75.74%，继续保持国啤酒行业高端市场的竞争优势。2018 年公司啤酒销量高达 803 万千升，其中青岛主品牌销量 391.4 万千升，崂山等其他品牌销量 411.6 万千升。分档次销量占比来看，青岛主品牌高端产品（奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒等）销量占比 21.58%，青岛主品牌其他产品销量占比 27.16%，崂山第二品牌销量占比 27.00%，其他品牌销量占比 24.26%。

图 21：2018 年分品牌青岛啤酒销量构成



资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 4. 青岛啤酒产品矩阵

系列	产品名称	规格	价格 (元/瓶)	产品展示
高端产品	青岛啤酒 IPA 精酿	330ml	16.5	
	青岛啤酒 鸿运当头	355ml	14.8	
	青岛啤酒 奥古特	330ml	5.2	
	青岛啤酒 皮尔森	330ml	5.75	
	青岛啤酒 黑啤	500ml	8.3	
	青岛啤酒 全麦白啤	500ml	6.25	
	青岛啤酒 经典 1903	500ml	6.6	
	青岛啤酒 纯生	500ml	6.1	
中低端产品	青岛啤酒 经典	500ml	4.6	
	青岛啤酒 冰醇	500ml	4.0	
	青岛啤酒 清爽	500ml	3.3	
	崂山啤酒 普崂	500ml	4.9	
	崂山啤酒 清爽	330ml	2.25	

资料来源：京东旗舰店，川财证券研究所

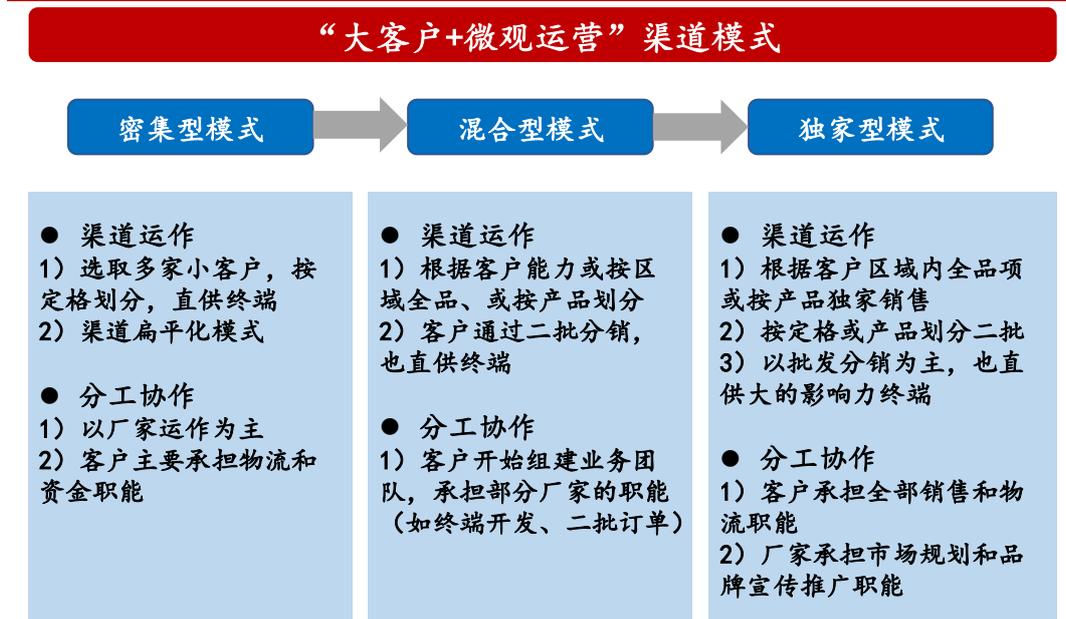
## 2.5 渠道端因地制宜，区域战略稳步推进

近年来公司加强营销体系的建设和完善，在全国市场不断深化和推广“大客户+微观运营”的营销模式，通过业务代表的有效拜访，改变终端销售行为，积极培育战略性经销商，使其营销管理能力和对市场的掌控能力进一步提升。一方面继续巩固和加强山东等基地市场的建设，精耕细作，使基地市场保持了良好的发展势头，并带动了周边区域市场的销量提升。另一方面聚焦资源，加大成长性市场的开发、整合力度，通过并购、新建和搬迁等方式扩大生产规模，进一步优化市场布局，持续推进省级基地市场及工厂所在地基地市场建设，发挥区域协同效应，有效提升产能利用率，并带动产品结构的升级。

目前发行人在全国市场已拥有 15,550 家经销商，建立了覆盖全国主要市场的庞大的销售网络。经过多年的探索，公司总结了“密集型”、“混合型”、“独家型” 3 种模式，并与对应的市场形势、经销商实力相结合，因地制宜归纳升级为“大客户+微观运营”的渠道模式。分区域来看，市占率低的积累市场（T<10%）适合采取密集型模式，通过选取多家小经销商，通过渠道扁平化直供终端，整体以厂家运作为主，小经销商主要承担物流和资金职能；市占率高的成熟市场（T>50%）适合采用独家型模式，根据大经销商区域内全品项或按产品独家销售，整体以大经销商承担全部销售和物流职能，厂家承担市场规划和品牌宣传推广职能；而市场率介于积累市场与成熟市场之间可采用混合型模式，其中经销商开始组建业务团队，承担部分厂家的职能。

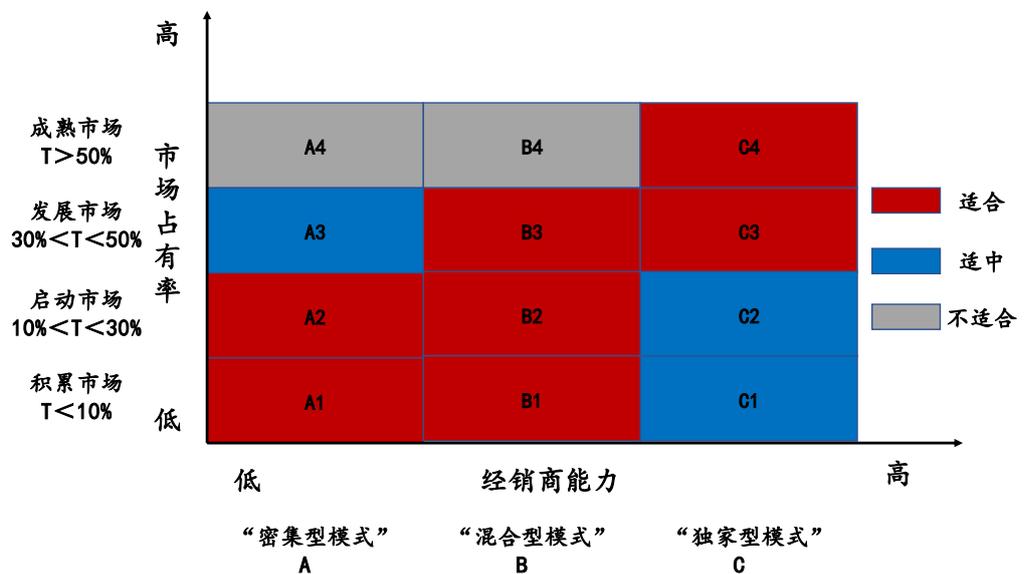
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 22：青岛啤酒“大客户+微观运营”渠道模式



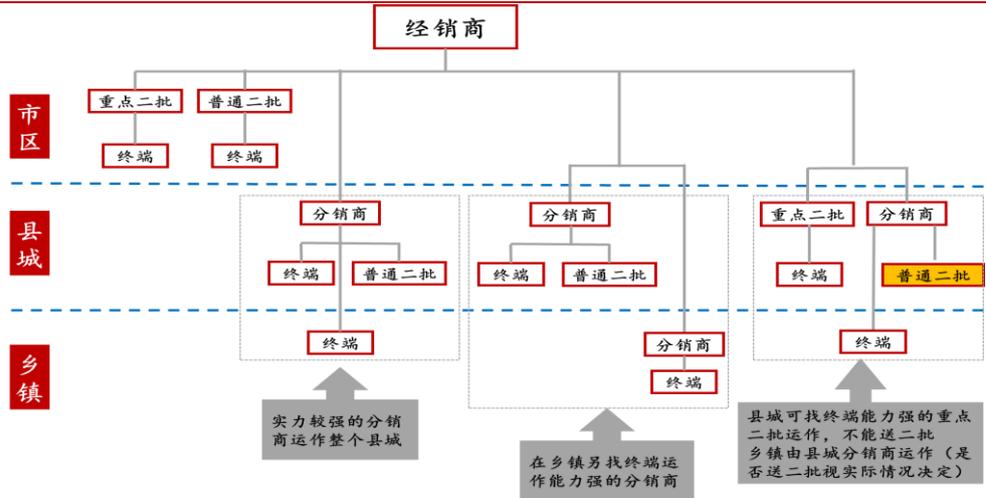
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 23：青岛啤酒渠道运作模式选择



资料来源：公司公告，川财证券研究所

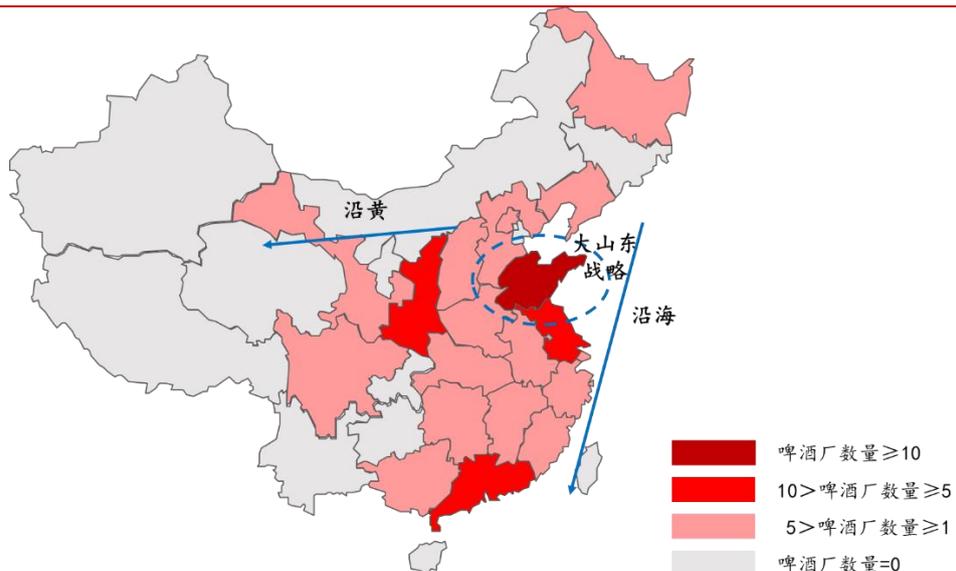
图 24：独家型模式下的分销模式



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司产能呈现全国化布局，未来将支撑“大山东+沿黄沿海”区域战略稳步推进。产能布局方面，青岛啤酒不断深耕其基地市场，同时向外不断扩大其覆盖区域。当前公司在全国 20 个省级单位拥有 62 家全资和控股的啤酒生产企业，其中山东、江苏、陕西、广东工厂数量位居前列，分别达到 13 家、6 家、5 家、5 家。区域战略方面，公司自 15 年以来积极推进山东大基地市场，并重点发展“沿海沿黄”两大战略带，其中公司在山东区域市占率高达 70%；“沿黄”为竞争优势区，以提升市占率和盈利能力为主；“沿海”地区华润、百威优势更为明显，主要以维持市场份额为主。

图 25：青岛啤酒的工厂布局分布图



资料来源：公司公告，啤酒网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

### 三、短期降费提效，长期聚力产品高端化

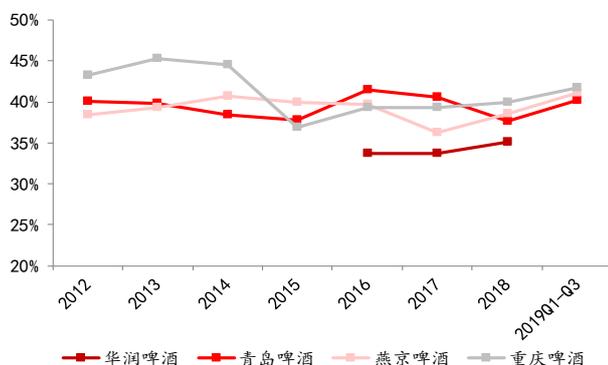
短期来看，公司费用率逐步下行、成本端压力可控，整体的运营效率逐步提升；长期来看，青岛主品牌高端化趋势向好，随着产品结构不断优化升级，高端产品占比会持续上升。短期效应与长期趋势叠加使得净利率水平有望稳步提升，进而为 ROE 水平打开提升空间。

表格 5. 2012-2018 年 4 家啤酒上市公司杜邦财务拆分

杜邦财务拆分	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
华润啤酒	ROE				4.44%	6.52%	5.24%
	净利率				4.86%	3.92%	3.03%
	资产周转率				0.66	0.73	0.81
	权益乘数				2.41	2.20	2.08
青岛啤酒	ROE	14.11%	14.07%	12.93%	10.41%	6.40%	7.37%
	净利率	7.16%	6.98%	6.95%	5.83%	4.24%	5.26%
	资产周转率	1.14	1.11	1.07	1.00	0.89	0.86
	权益乘数	1.85	1.97	1.77	1.76	1.78	1.74
燕京啤酒	ROE	6.32%	5.80%	5.93%	4.64%	2.44%	1.26%
	净利率	5.02%	5.68%	5.86%	5.00%	2.76%	1.54%
	资产周转率	0.75	0.74	0.71	0.67	0.63	0.62
	权益乘数	1.65	1.46	1.42	1.33	1.33	1.32
重庆啤酒	ROE	10.71%	10.34%	5.75%	-5.75%	14.72%	28.31%
	净利率	3.91%	3.00%	-0.99%	-4.62%	4.38%	10.27%
	资产周转率	0.76	0.75	0.77	0.87	0.90	0.92
	权益乘数	2.51	2.41	2.77	3.05	2.71	3.01

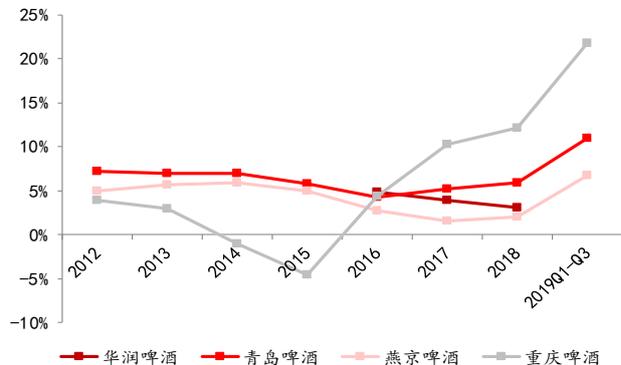
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 26: 2012-2018 年 4 家啤酒公司毛利率情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 27: 2012-2018 年 4 家啤酒公司净利率情况



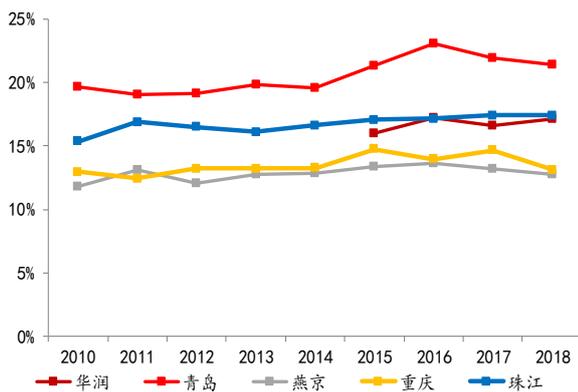
资料来源: Wind, 川财证券研究所

### 3.1 费用率逐步下行，成本端压力可控

青岛啤酒销售费用率处于行业高位，但呈现逐步下行趋势。具体来看，2010-2018 年青岛啤酒的销售费用率一直高于行业可比公司，在达到 2016 年高点的 23.10% 之后，2017、2018 年销售费用率分别为 21.95%、21.44%，整体逐步下行。从销售费用构成来看，占比较大的包括销售人员薪酬、运输费用、广告宣传费用、助销费用，其中较高的运输费用率和助销费用率使得公司整体销售费用率处于行业高位，2016-2018 年运输费用率从 4.61% 上升至 5.17%，同期助销费用率从 6.70% 下降至 3.82%，助销费率的快速下降使得整体销售费用率逐步下降。

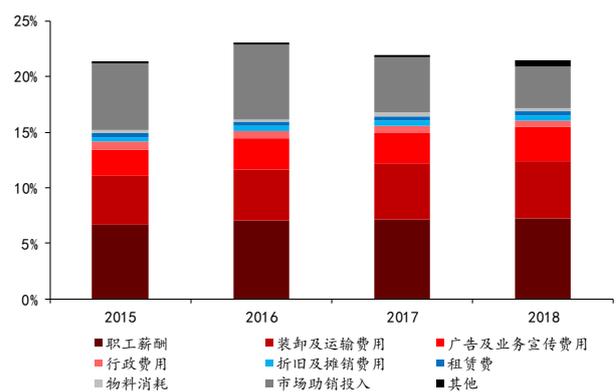
管理费用率稳定在 5% 左右，处于行业低位水平，体现了较高的管理效率。从管理费用构成来看，管理人员薪酬、折旧及摊销费用占比较高。

图 28：青岛啤酒销售费用率仍处于高位



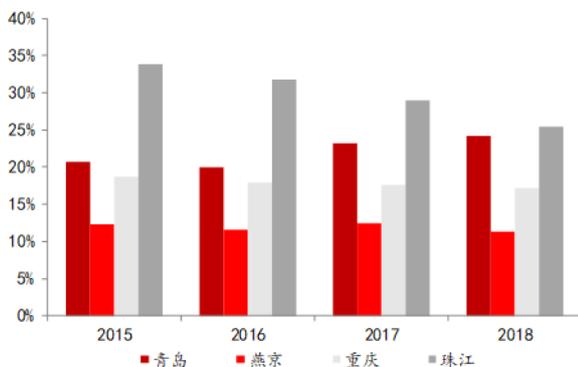
资料来源：Wind，川财证券研究所，注：青岛啤酒 2018 年青岛啤酒销售费用率为还原会计准则修订值

图 29：青岛啤酒管理费用构成（可比口径）



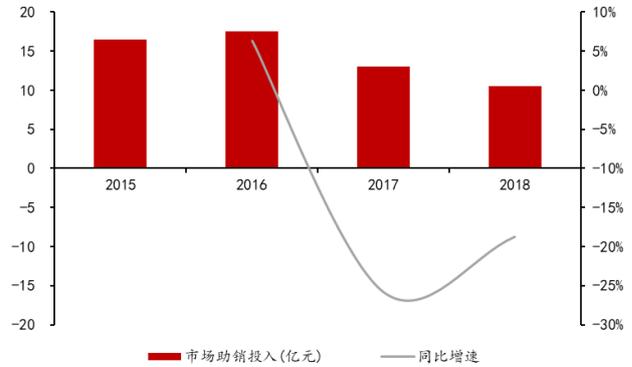
资料来源：Wind，川财证券研究所，注：青岛啤酒 2018 年管理费用率为还原会计准则修订值

图 30：青岛啤酒运输费用率占比偏高



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：青岛啤酒 2018 年青岛啤酒销售费用率为还原会计准则修订值

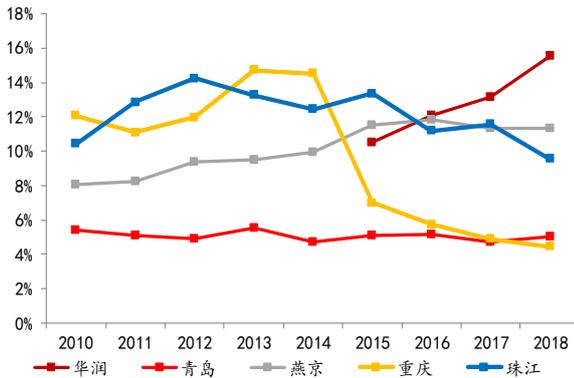
图 31：青岛啤酒助销费用率逐步下降



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：青岛啤酒 2018 年管理费用率为还原会计准则修订值

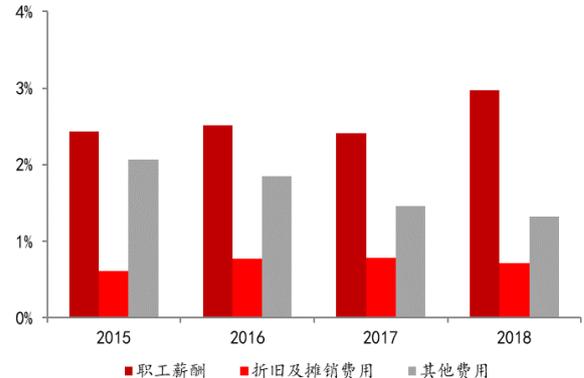
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 32： 青岛啤酒管理费用率处于低位



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：青岛啤酒 2018 年青岛啤酒销售费用率为还原会计准则修订值

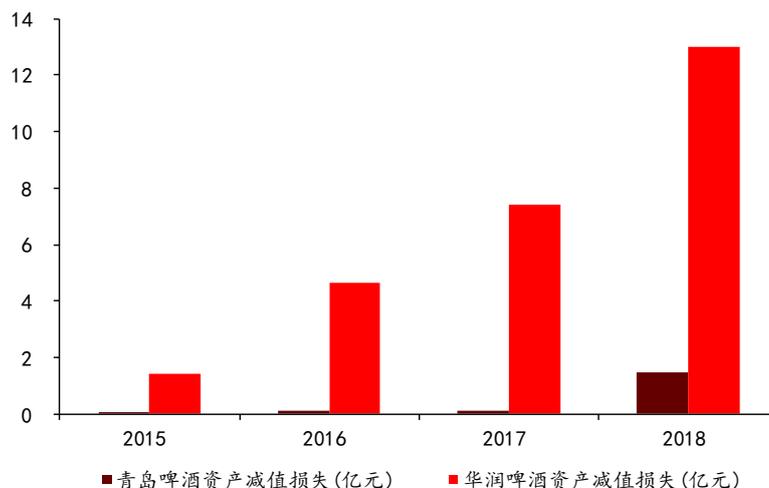
图 33： 青岛啤酒管理费用率处于低位



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：青岛啤酒 2018 年管理费用率为还原会计准则修订值

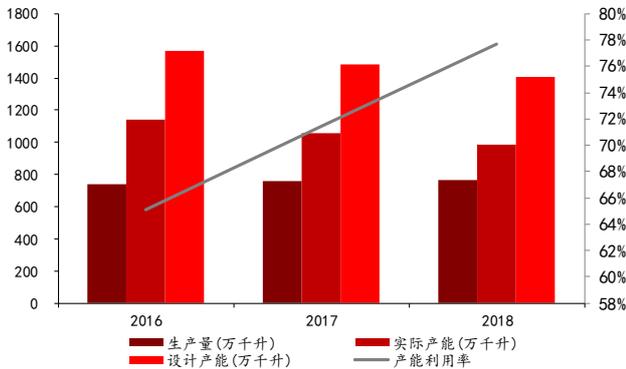
未来随着产能布局的逐步优化，人员薪资水平有望逐步优化，进一步提升人均创收和创利水平。公司 2018 年启动关厂提效，关停华东区域芜湖与杨浦两家公司，未来 5 年计划关厂 10 家，持续推进产能优化，短期可能仍会造成利润波动，但公司具备中高端品牌优势，且主品牌青岛全国市场布局，产能优化将加速产品结构升级以及毛利率提升，长期利于公司盈利能力改善。此外，对比行业内人均创收和创利水平，2018 年公司人均创收和人均创利水平分别为 67.59 万元/人和 3.62 万元/人，同期重庆啤酒人均创收和人均创利水平分别为 124.41 万元/人和 14.50 万元/人，未来仍存在较大提升空间。

图 34： 青岛、华润关厂减值费用对比



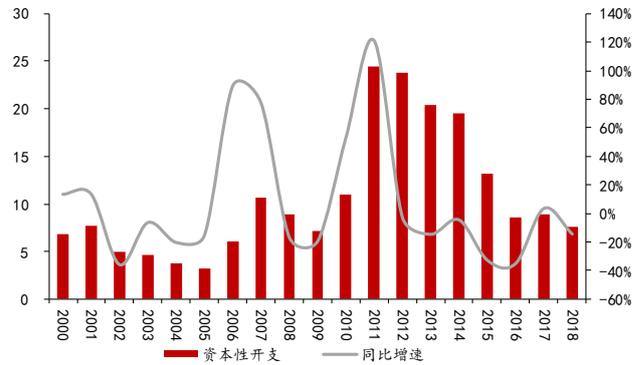
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 35： 产能利用率不断优化



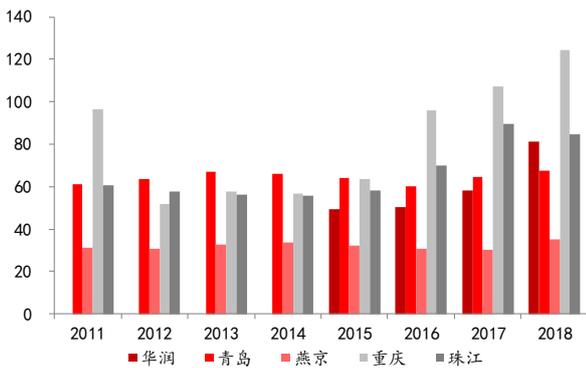
资料来源：GlobalData，川财证券研究所

图 36： 资本性开支处于历史低位



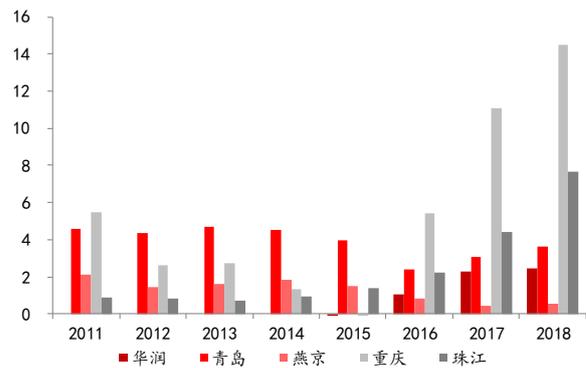
资料来源：GlobalData，川财证券研究所

图 37： 主要啤酒企业人均创收水平（万元/人）



资料来源：Wind，川财证券研究所

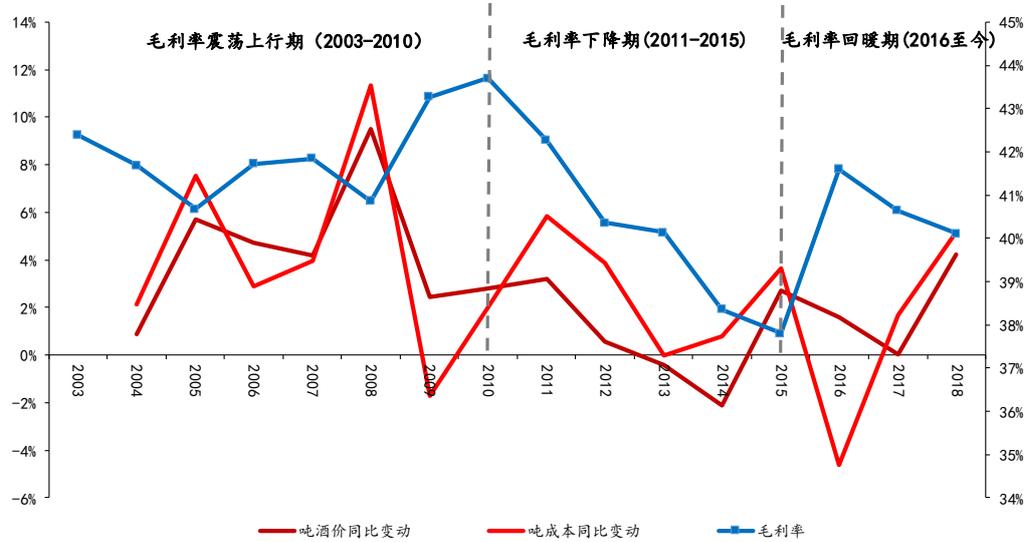
图 38： 主要啤酒企业人均创利水平（万元/人）



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司最近三轮产品提价主要是受到成本上升的驱动。具体来看，2003-2010 年毛利率处于震荡上行期，从 42.38% 波动上升至 43.69%，期间 07-08 年大麦、啤酒花等酿酒原材料成本明显上升，公司 08 年对青岛纯生平均提价 8%-10%；2011-2015 年毛利率处于回落下行期，从 42.26% 下降至 37.80%，期间进口大麦等酿酒原材料高企、人工成本不断上升，公司 11 年对主要品牌平均提价 10%；2016 年以来毛利率逐步回暖，但 17 年以来包材和原材料成本同步上涨，公司于 18 年初对山东区域崂山、汉斯、易拉、经典等产品平均提价不超过 5%，对全国崂山啤酒 600ml 装、绿兰莎啤酒 500ml 装零售价从 2 元涨至 2.5 元，对全国经典系列瓶装 500ml 批发价由 36 元/箱涨至 38 元/箱。

图 39：2003-2018 年青岛啤酒吨酒价同比变动、吨成本同比变动、毛利率一览



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：2018 年吨酒价、毛利率为还原会计准则修订值

表格 6. 青岛啤酒最近三轮提价情况一览

时间	地区	产品	提价幅度
<b>第一轮提价</b>			
2008年	青岛/广州	青岛纯生	平均提价8%-10%
<b>第二轮提价</b>			
2011年	全国	主要品牌	平均提价10%
<b>第三轮提价</b>			
2018年1月	山东	崂山、汉斯、易拉、经典等产品	平均提价不超过5%
2018年5月	全国	崂山啤酒600ml装、绿兰莎啤酒500ml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/箱涨至38元/箱

资料来源：公司公告，川财证券研究所

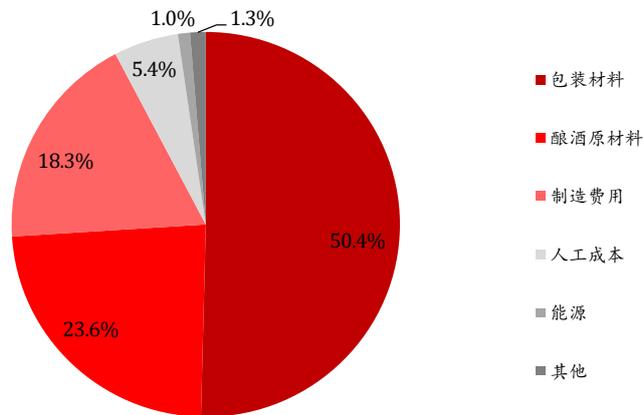
从啤酒成本构成来看，包装材料和酿酒原材料合计占比高达 74%，其中包装材料占比约 50%（玻璃瓶成本占比约 30%、铝罐 12%、纸箱 4%），酿酒原材料占比约 24%（麦芽成本占比约 12%、大米 5%）。

包装材料成本压力仍存，未来受益于灌装化率提升。18 年以来环保政策收紧叠加供给侧改革，玻璃价格指数维持高位，成本端压力仍存。近年来公司灌装啤酒产量快速增长，当前灌装化率约 30%，考虑到铝罐的采购成本较玻璃瓶低 40%左右，未来包装材料成本有望受益灌装化率提升大趋势。

大麦成本预计相对平稳，上涨空间有限。18 年以来受澳大利亚干旱减产影响，进口大麦成本持续增加。随着大麦进口国增多、澳洲大麦产量逐步恢复，预计整体成本将相对平稳。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 40：2018 年公司啤酒成本构成



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 41：玻璃价格指数处于相对高位



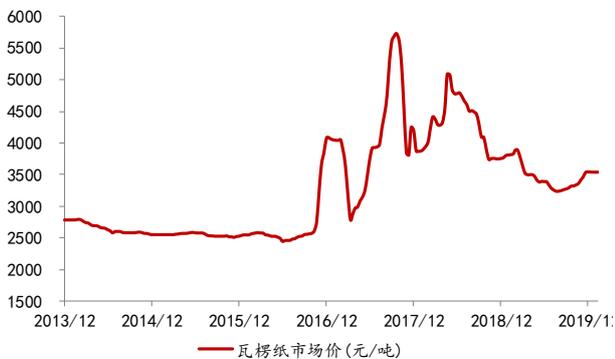
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 42：铝锭全国市场价趋于下降



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 43：瓦楞纸市场价处于历史相对低位



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 44：进口大麦均价相对平稳



资料来源：Wind，川财证券研究所

### 3.2 产品高端化为提升盈利能力最优解

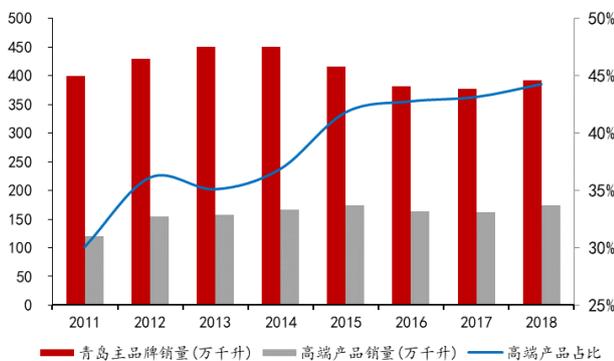
长期来看，产品高端化是公司持续保持行业领先地位的最优解。公司先后研发上市青岛纯生、青岛黑啤、奥古特、鸿运当头、经典 1903、全麦白啤、皮尔森、青岛啤酒 IPA 等高端产品，有力推动了产品结构优化和战略性新特产品布局。青岛主品牌高端产品占比从 2011 年的 30% 提升至 2018 年的 44%，2018 年青島主品牌销量 391.4 万千升，其中高端产品销量 173.3 万千升，未来在高端化发展机遇下有望保持稳定增长。

图 45：主品牌青岛啤酒高端产品一览



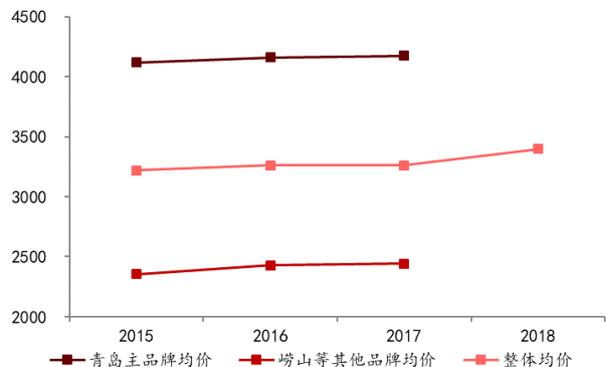
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 46：青岛主品牌高端产品占比稳步提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 47：青岛主品牌、崂山等其他品牌出厂均价



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

国内高端啤酒 CR5 市占率高达 78.4%，整体竞争格局稳固。其中百威市占率高居第一，达到 46.6%，青岛、华润市占率分别为 14.4%、11.0%，分列第二、三位。我们认为，青岛啤酒高端化基础好，未来应借鉴百威高端化成功路径，进一步提升在高端及超高端啤酒细分市场的市场份额。

百威英博在中国市场高端化策略的成功，主要有两大关键因素：丰富的高端品牌矩阵及大单品运营策略、分品牌精准渠道定位及营销能力。

百威英博品牌矩阵涵盖各价位带及啤酒类别，能够满足消费者的差异化需求。百威英博的啤酒根据品质和价格可分为高端及超高端品牌、核心及核心+品牌、实惠品牌三类，并通过设立高端公司专门负责高端产品的运营，战略资源聚焦下高端大单品快速增长带动整体收入实现稳定增长。年报显示 2017/2018 年高端公司营收增速分别为 25.6%/18.3%，远高于整体 5.1%/4.8% 的收入增速，其中大单品科罗娜全球收入增速分别为 19.9%/17.6%，成为高端公司增长的主要支撑。

表格 7. 百威高端产品矩阵一览

百威高端啤酒	优势定位	取得方式
福佳（精酿小麦）	中国最大的小麦及风味啤酒品类	2003 年从 Interbrew 收购中获得
Franziskaner（进口）	中国最大的德国进口啤酒品类	2003 年从 Interbrew 收购中获得
科罗娜（高端拉格）	中国最大的高端易饮拉格品类	2013 年从 Modelo 收购中获得
鹅岛（精酿艾尔）	中国最大的 IPA 品类	2016 年从鹅岛收购中获得
健力士（黑啤）	中国最大的黑啤品牌	2017 年从帝亚吉欧获得五年经销权

资料来源：Wind，川财证券研究所

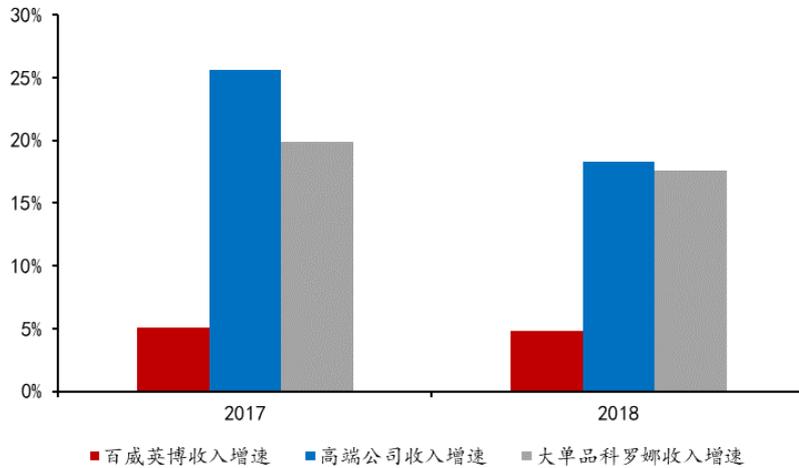
图 48：百威品牌矩阵涵盖各价位带及啤酒类别



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 49： 高端公司收入增速远高于百威英博整体收入增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

分品牌精准渠道定位及出色的营销能力，能够最大化品牌边际效应，持续扩大高端市场占有率。在中国区域，百威英博在夜店、娱乐渠道占据优势，并重点布局餐饮、电商渠道。国内啤酒消费场景以佐餐居多，百威英博利用哈尔滨品牌主要拓展大众餐饮渠道，百威品牌拓展高档餐饮渠道。

从进入中国市场以来，百威在高端渠道精心运营，通过建立扁平化销售网络进一步贴近终端消费需求。1995年百威在武汉设立公司正式开拓中国市场，逐步深入了解中国市场；2004年百威收购哈尔滨啤酒获得华北市场的竞争优势；2008年百威和英博合并从而确立了东南市场的优势地位；2011年以来百威英博启动核心城市战略，在北京、上海、广州、深圳、成都、香港6个核心城市依靠百威英博高端品牌优势，通过大商渠道模式买断夜场、高端餐饮等终端；2014年百威英博进一步建立深度分销体系，聚力打造科罗娜、Stella、福佳三大高端及超高端品牌；随着电商渠道崛起，百威英博建立以高端产品为主的直销电商体系，2018年以来整体延续高增长趋势。从阿里线上渠道市占率来看，百威、科罗娜、福佳、哈尔滨销量合计市占率高达37.31%，销售额合计市占率30.65%，电商渠道优势明显。

公司通过精准营销将特定高端品牌与饮用场景绑定，其中百威品牌定位于家居场合，科罗娜品牌定位海滩场合，用品牌理念、内容营销增强消费者粘性。由于高端品牌的定位，百威消费费用投入一直保持较高水平以确保品牌影响力的领先地位，2018年百威亚太和百威全球的销售费用率分别为26.8%、25.3%，显著高于青岛啤酒的21.4%、华润啤酒的17.2%。

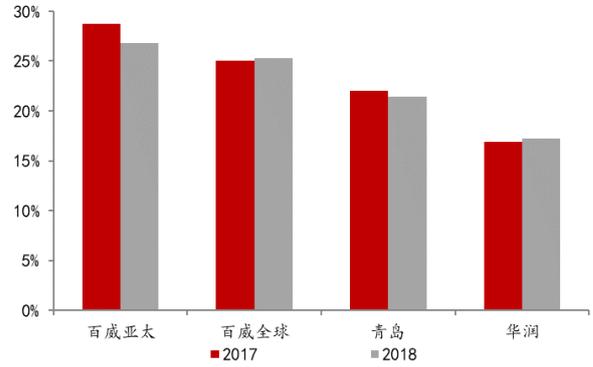
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 50：渠道模式契合各类产品定位



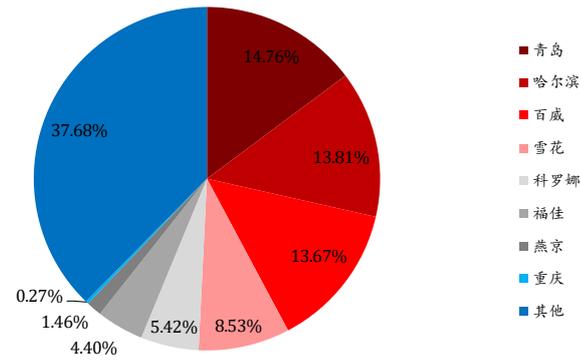
资料来源：百威官网，川财证券研究所

图 51：百威亚太销售费用率相对较高



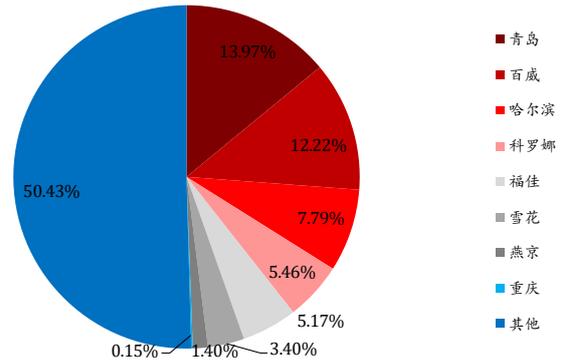
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 52：2019 年阿里线上渠道销量市占率



资料来源：淘数据，川财证券研究所

图 53：2019 年阿里线上渠道销售额市占率



资料来源：淘数据，川财证券研究所

## 四、盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

基于以上对公司的经营分析，在未来啤酒行业高端化稳定发展的背景下，公司仍将资源向“奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒”等青岛主品牌的高端产品倾斜，以期实现产品高端化的稳步提升。

#### (1) 青岛主品牌：

**销量：**一方面受疫情影响，青岛主品牌一季度销量下滑将拖累业绩增长；但另一方面今年为体育大年，预计疫情将于 4 月底前结束，届时消费需求将得到有效释放。整体来看，预计 2019-2021 年青岛主品牌高端产品销量分别为 183.70、192.88、200.60 万吨，同比增速分别为 6.00%、5.00%、4.00%；青岛主品牌其他产品销量分别为 226.82、226.82、235.90 万吨，同比增速分别为 4.00%、0.00%、4.00%。整体来看，预计 2019-2021 年青岛主品牌销量分别为 410.52、419.71、436.71 万吨，同比增速分别为 4.89%、2.24%、4.00%。

**吨价及吨成本：**考虑到包装材料成本压力仍存、酿酒原材料等价格预计相对平稳，叠加主产品结构持续优化，预计 2019-2021 年青岛主品牌吨价同比增速分别为 4.00%、5.00%、4.00%，吨成本同比增速分别为 2.00%、2.00%、2.00%。

#### (2) 崂山等其他品牌：

**销量：**疫情对崂山等其他品牌销量影响更大，预计整体呈现加速下滑趋势，预计 2019-2021 年崂山等其他品牌销量分别为 403.37、387.23、387.23 万吨，同比增速分别为-2.00%、-4.00%、0.00%。

**吨价及吨成本：**预计 2019-2021 年崂山等其他品牌吨价同比增速分别为 2.00%、3.00%、3.00%，吨成本同比增速分别为 2.00%、2.00%、2.00%。

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 280.52、292.49、311.08 亿元；归母净利润分别为 17.75、20.98、24.82 亿元；EPS 分别为 1.31、1.55、1.84 元/股，对应当前 PE 分别为 32.49、27.50、23.24 倍。

表格 8. 青岛啤酒主营业务量价拆分及预测

酒类详细拆分		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
青岛主品牌	销售收入 (百万)	15699.20	16118.69	17582.42	18874.59	20414.76
	增速		2.67%	9.08%	7.35%	8.16%
	销量 (万吨)	376.50	391.40	410.52	419.71	436.50
	增速		3.96%	4.89%	2.24%	4.00%
	吨价 (万元/吨)	0.42	0.41	0.43	0.45	0.47
	增速		-1.24%	4.00%	5.00%	4.00%
	毛利率	48.46%	45.99%	47.03%	48.54%	49.53%
崂山等其他品牌	销售收入 (百万)	10285.88	10115.46	10111.42	9998.17	10298.11
	增速		-1.66%	-0.04%	-1.12%	3.00%
	销量 (万吨)	420.50	411.60	403.37	387.23	387.23
	增速		-2.12%	-2.00%	-4.00%	0.00%
	吨价 (万元/吨)	0.24	0.25	0.25	0.26	0.27
	增速		0.47%	2.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	28.69%	24.50%	24.50%	25.23%	25.96%
啤酒合计	销售收入 (百万)	25985.08	26234.15	27693.83	28872.76	30712.87
	增速		0.96%	5.56%	4.26%	6.37%
	毛利率	40.64%	37.70%	38.80%	40.47%	41.63%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 9. 分产品盈利预测

		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
啤酒	收入 (百万)	25,985.08	26,234.15	27,693.83	28,872.76	30,712.87
	毛利率(%)	40.64	37.70	38.80	40.47	41.63
	同比	0.65%	0.96%	5.56%	4.26%	6.37%
其他	收入 (百万)	291.98	341.11	358.17	376.07	394.88
	毛利率(%)	32.79	37.75	37.75	37.75	37.75
	同比	1.35%	16.83%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入 (百万)	26277.06	26575.26	28052.00	29248.83	31107.75
	毛利率(%)	40.55	37.70	38.79	40.43	41.58
	同比	0.65%	1.13%	5.56%	4.27%	6.36%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 4.2 估值分析

啤酒行业长期产能扩张的背景下，一方面整体折旧摊销水平较高，另一方面高资产负债率使得利息支出较高，从而导致净利率通常低于整体现金流水平，为了更好的衡量啤酒行业的盈利能力，我们采用 PE 和 EV/EBITDA 两种方法进行估值。

从 PE 角度来看，青岛啤酒 19-21 年 PE 分别为 32.5、27.5、23.2 倍，低于行业整体 19-21 年 47.3、38.4、31.7 倍的平均水平；从 EV/EBITDA 角度来看，青岛啤酒 20 年 EV/EBITDA 为 15.1 倍，低于百威亚太 16.6 倍、华润啤酒 17.6 倍的估值。考虑到公司经营效率不断优化、产品高端化稳步推进，首次覆盖给予“增持”评级。

表格 10. 可比公司估值表一览

日期	2020/02/28	股价	总市值	EPS			EV/EBITDA			PE		
证券代码	证券简称	(元)	(亿元)	19E	20E	21E	19E	20E	21E	19E	20E	21E
1876.HK	百威亚太	23.4	3099.0	0.58	0.72	0.86	18.6	16.6	14.8	40.3	32.5	27.2
0291.HK	华润啤酒	36.1	1171.1	0.58	1.00	1.35	21.8	17.6	14.6	62.2	36.1	26.7
600132.SH	重庆啤酒	45.6	220.5	1.25	1.19	1.36	30.7	27.4	24.1	36.5	38.3	33.4
000729.SZ	燕京啤酒	5.9	164.9	0.08	0.10	0.12	15.4	14.5	11.1	69.1	58.9	47.6
002461.SZ	珠江啤酒	6.3	140.3	0.22	0.24	0.27	24.6	20.9	18.2	28.3	26.4	23.7
平均值							22.2	19.4	16.6	47.3	38.4	31.7
600600.SH	青岛啤酒	42.7	535.6	1.31	1.55	1.84	15.7	15.1	14.0	32.5	27.5	23.2

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 股价截止时间为 2020 年 02 月 28 日 (其中百威亚太、华润啤酒币种为港币, 青岛啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒币种为人民币)

## 风险提示

- 1) 疫情持续时间拉长使得啤酒销量承压的风险；
- 2) 高端啤酒市场竞争加剧的风险；
- 3) 啤酒原料、包装材料价格波动的风险；
- 4) 替代品侵蚀国内啤酒市场份额的风险。

报表预测

利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	26277.1	26575.3	28052.0	29248.8	31107.7
减:营业成本	15622.1	16555.8	17171.3	17422.5	18174.2
营业税金及附加	2325.0	2326.5	2300.3	2398.4	2550.8
营业费用	5768.9	4868.8	4993.3	5352.5	5692.7
管理费用	1244.3	1386.4	1402.6	1462.4	1555.4
财务费用	-370.0	-497.1	-472.7	-521.5	-569.7
资产减值损失	10.7	147.0	55.2	55.2	55.2
加:投资收益	58.0	20.5	20.0	20.0	20.0
公允价值变动损益	0.1	54.2	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	1992.2	2377.6	2622.1	3099.3	3669.1
加:其他非经营损益	112.6	2.2	0.0	0.0	0.0
利润总额	2104.8	2379.8	2622.1	3099.3	3669.1
减:所得税	722.6	818.8	650.5	769.8	912.3
净利润	1382.3	1561.0	1971.6	2329.5	2756.9
减:少数股东损益	119.2	138.8	196.2	231.9	274.4
归属母公司股东净利润	1263.0	1422.2	1775.3	2097.6	2482.5

资产负债表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	9805.5	12535.7	14972.1	17241.1	20254.8
应收和预付款项	648.4	338.1	541.0	370.9	595.5
存货	2392.9	2651.2	2580.4	2727.8	2809.5
其他流动资产	1226.2	2235.3	1937.5	1937.5	1937.5
长期股权投资	375.9	370.5	390.5	410.5	430.5
投资性房地产	27.3	27.9	20.4	12.8	5.2
固定资产和在建工程	11193.9	10706.6	9923.4	9130.6	8328.3
无形资产和开发支出	4083.3	3906.8	3686.6	3466.3	3246.1
其他非流动资产	1221.3	1303.2	79.0	62.4	62.4
资产总计	30974.7	34075.3	34130.8	35359.9	37669.9
短期借款	282.5	296.2	296.2	296.2	296.2
应付和预收款项	8734.9	8976.2	9528.3	9525.1	10329.9
长期借款	1.0	0.6	0.6	0.6	0.6
其他负债	4181.7	6112.3	2986.6	3011.0	3098.7
负债合计	13200.2	15385.3	12811.7	12832.9	13725.4
股本	1351.0	1351.0	1351.0	1351.0	1351.0
资本公积	3444.2	3444.2	3444.2	3444.2	3444.2
留存收益	12350.1	13175.3	14194.2	15398.0	16822.7
归属母公司股东权益	17145.2	17970.5	18989.4	20193.2	21617.9
少数股东权益	629.3	719.5	915.7	1147.6	1422.0
股东权益合计	17774.5	18690.0	19905.1	21340.8	23039.9
负债和股东权益合计	30974.7	34075.3	34130.8	35359.9	37669.9

现金流量表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	2223.5	3992.0	3099.1	3016.1	3865.4
投资性现金净流量	-503.7	-816.7	-200.0	-200.0	-200.0
筹资性现金净流量	-533.2	-640.7	-462.8	-547.1	-651.7
现金流量净额	1172.4	2551.4	2436.3	2269.0	3013.7

财务分析和估值指标

财务分析和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
毛利率	40.5%	37.7%	38.8%	40.4%	41.6%
销售净利率	5.0%	5.2%	7.0%	8.0%	8.9%
ROE	7.4%	7.9%	9.3%	10.4%	11.5%
ROA	4.7%	3.9%	6.2%	7.2%	8.1%
成长能力					
销售收入增长率	0.7%	1.1%	5.6%	4.3%	6.4%
净利润增长率	17.7%	7.2%	41.4%	18.2%	18.3%
资本结构					
资产负债率	42.6%	45.2%	37.5%	36.3%	36.4%
流动比率	1.3	1.5	2.0	2.3	2.4
速动比率	1.0	1.2	1.7	1.9	2.1
经营效率					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	6.5	6.2	6.7	6.4	6.5
业绩和估值					
EPS	0.9	1.1	1.3	1.6	1.8
BPS	12.7	13.3	14.1	14.9	16.0
PE	45.7	40.6	32.5	27.5	23.2
PB	3.4	3.2	3.0	2.9	2.7

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004