

2021年06月18日

证券研究报告·公司深度报告

青岛啤酒 (600600) 食品饮料

买入 (首次)

当前价: 109.03 元

目标价: 131.67 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

百年青啤栉风沐雨，结构升级乘风破浪

投资要点

- 推荐逻辑:** 1、啤酒行业寡头垄断格局初步形成，行业逻辑由量增转为价增，得益于消费升级和厂家主动优化产品结构，高端产品将继续保持快速增长，预计行业内未来三年高端啤酒营收将保持 10% 左右复合增速。2、百年历史铸就青啤强品牌力，产品矩阵丰富完备，渠道聚焦在三大市场战略带，优势渠道协同高端化逐步推进，利润池有望从山东地区扩大至华北地区。3、产品结构升级+去除低效产能+罐化率提升，助力公司业绩高增，未来三年公司利润复合增速有望达到 24%。
- 需求供给双轮驱动，高端化成行业主线。** 1、啤酒产量逐年下降，过去五年 CAGR 约为 -5%，人均消费量止跌企稳。存量博弈背景下，行业步入转型升级期。2、需求端受益于消费升级大趋势与差异化啤酒需求突显；供给端得益于酒企大力研发投入和资源持续向中高端产品倾斜，行业高端转型正当时。预计行业高端、中端、低端产品未来三年销量复合增速分别约为 7%/5%/-4%。3、行业竞争格局初步形成，寡头化趋势明显，CR5 已达 90%，业内竞争趋于理性。酒企持续加码中高端啤酒布局，过去五年行业吨价 CAGR 约为 4%，目前已至 2800-4300 元/吨，国际啤酒巨头亚太均价则在 4500-8000 元/吨，对比之下国内吨价仍有 30% 提升空间，吨价提升将成为行业长期趋势。
- 品牌、产品、渠道三管齐下，助力青啤高质量发展。** 青啤果断实施战略转型剑指高端。**品牌端:** 百年民族品牌底蕴深厚，四位一体营销卓有成效。广宣费用近三年 CAGR 为 9%，品牌价值长期雄踞行业第一。**产品端:** 产品矩阵丰富，青岛+崂山双品牌覆盖各档次消费群体；高端化转型提速迅猛，近三年高/中/低端啤酒销量年复合增速分别为 4.4%/0.2%/-0.9%；高端产品持续放量拉动公司主品牌吨价提升至 2020 年 4447 元/吨，与百威亚太吨价相近。**渠道端:** 专注培育优势市场，确立环山东基地市场圈+沿黄沿海市场战略带。其中公司在沿黄一带陕西、山西、河北省市占率领先，均在 40% 以上；在沿海市场产品结构十分理想，中高端占比超过 90%，高端化协同渠道优势，业绩有望实现爆发。
- 公司业绩将持续高增: 1、产品结构升级:** 产品+费用+产能三端发力助力高端产品快速扩容，2020 年高端产品销量仅贡献 23%，大量低端产品亟需升级，中高端产品高增长+低端产品升级，业绩弹性将显著增强。**2、优化低效产能:** 公司 2018 年来累计关厂 5 家，未来计划再关闭 5 家低效工厂，大额折旧逐步降低后，驱动业绩高弹性。**3、罐化率提升:** 公司业内远早于同行布局罐装产能，2020 年罐装产量已突破 200 万吨，且公司已确立“5 年内罐化率提至 50%”的目标，罐化率提升驱动盈利能力高增。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2021-2023 年归母净利润复合增长 24% 左右。考虑到公司未来产品结构升级顺利，经营效率提升，产能优化持续，给予公司 2021 年 63 倍估值，对应目标价 131.7 元，首次覆盖给予“买入”评级。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	277.60	302.89	320.71	338.69
增长率	-0.80%	9.11%	5.88%	5.61%
归属母公司净利润 (亿元)	22.01	28.47	35.47	42.47
增长率	18.86%	29.31%	24.61%	19.73%
每股收益 EPS (元)	1.61	2.09	2.60	3.11
净资产收益率 ROE	10.89%	12.94%	14.50%	15.51%
PE	68	52	42	35
PB	6.96	6.40	5.75	5.14

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

邮箱: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.64
流通 A 股(亿股)	6.96
52 周内股价区间(元)	62.75-111.1
总市值(亿元)	1,487.69
总资产(亿元)	429.78
每股净资产(元)	15.91

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

投资要件

关键假设

1) 公司高端化转型顺利, 以全麦白啤为代表的高端新品增速迅猛, 传统的两大主品牌大单品青岛纯生和经典 1903 仍将保持较强的业内竞争优势和良好的动销情况。同时 2020 年受疫情影响现饮渠道受挫明显, 高端啤酒销量小幅下降, 在低基数效应下, 预计 2021-2023 年公司主品牌啤酒品类销量同比增长 8.6%、4.0%、3.5%, 吨价保持 3.5% 年均增速, 毛利率分别为 49.3%、50.3%、51.3%。

2) 尽管行业内高端化成为主线, 低端啤酒销量持续下滑成为趋势, 但公司在沿黄市场以及山东基地市场圈仍有占比超 45% 总销量的其他品牌啤酒, 为公司沿黄市场带高市占率提供销量基础。公司低端产品结构升级正稳步推进中, 同时罐化率的持续提升为公司低端啤酒升级提供充足弹药。预计 2021-2023 年公司其他品牌啤酒品类销量同比下滑 0.5%、1.5%、1.5%, 吨价保持 4% 年复合增速, 毛利率分别为 30.5%、31.5%、32.5%。

3) 公司自 2017 年起销售费用降费提效收效显著, 同时自 2018 年以来不断优化淘汰落后产能, 预计公司经营效率将持续提升, 费用率有望边际递减。

区别于市场的观点

市场认为啤酒行业传统薄利多销的运营逻辑已经失效, 啤酒企业将加快低端啤酒产能出清, 专注于高端品牌培育, 青啤未来业绩提升幅度将主要取决于其高端产品动销情况。

我们认同市场对于行业的判断, 但青啤未来业绩增长不仅需要依靠高端产品拉动: 1) 低端产品结构成功升级将为公司释放大量利润弹性。从销量结构分析, 公司高中低端产品占比分别为 23%、27%、50%, 而啤酒企业高端化转型均离不开腰部产品的支持, 公司利用低端产品在华北地区占据绝对市占率和销量, 也为公司未来产品结构升级预留下巨大的提升空间。通过主动或被动提价等方式加速低端产品向腰部产品的转变, 将成为公司未来盈利增长的重大突破口。2) 降费增效的顺利实施为公司业绩增长提供隐形支撑。一方面公司注重高端化进程中费用投放的有效性, 在整体销售降费与保持高端啤酒宣传力度间实现了良好的平衡; 另一方面公司持续对落后产能进行优化, 提升经营效率的同时, 释放被折旧挤占的利润空间。3) 罐化率提升将全方位助力公司业绩增长。听装啤酒在提供更高毛利率的同时, 不仅降低单位产品运输成本, 还对整体产品结构升级大有裨益。综合以上有利因素, 叠加公司在产品、渠道和品牌端的竞争优势, 未来三年公司利润端有望维持 24% 左右增速。

股价上涨的催化因素

- 1) 高端产品销售超预期, 产品结构升级顺利;
- 2) 各区域提价顺利;
- 3) 夏季出现持续高温情况;
- 4) 欧洲杯等体育赛事促进啤酒销量增长;

估值和目标价格

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 28.5 亿元、35.5 亿元、42.5 亿元，对应估值分别为 52x、42x、35x；考虑到公司目前产品结构转型升级顺利，叠加控费提效后经营效率持续改善以及罐化率稳步提升等有利因素，给予公司 2021 年 63 倍 PE，对应目标价 131.7 元，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

1) 新冠疫情二次爆发风险。新冠病毒存在国内再度爆发风险，现饮渠道受限后公司高端啤酒销量或不及预期；

2) 市场竞争风险。若其他啤酒龙头加大对高端市场的投入力度，例如华润啤酒成功整合喜力在华业务并快速攻占高端市场份额，或百威渠道调整速度加快，则高端市场竞争将走向白热化，公司高端产品销量或不及预期，同时费用投放节奏被迫加速，挤压公司盈利空间。

3) 原材料涨价风险。目前受全球经济复苏推动和各国普遍实施宽松货币政策影响，大宗商品价格持续上涨。啤酒作为受上游原材料价格波动影响较大的商品，若原材料价格上涨持续，则公司成本端将承受较大压力，盈利空间或遭到明显挤占。

4) 替代品竞争风险。其他低度数酒精饮料如预调鸡尾酒、酒精苏打水或无醇啤酒等新式酒精饮料若在国内走红，则会掠夺大量消费者对于啤酒的需求，公司啤酒销量或不及预期。

目 录

1 百年历史风雨兼程，激励落地释放动能	1
2 行业分析：高端化大势已定，寡头格局日趋稳固	3
2.1 行业发展周期：行业步入成熟期，量增逻辑不再	3
2.2 需求供给双轮驱动，高端转型势在必行	7
2.3 寡头效应日渐稳固，高端化去产能并行不悖	12
3 品牌、产品、渠道齐发力，三驾马车拉动增长	18
3.1 品牌端：百年积淀啤酒龙头，品牌建设四位一体	18
3.2 产品端：产品矩阵优势显著，结构升级驱动增长	21
3.3 渠道端：渠道策略粗中有细，市场聚焦“一纵一横”	28
3.4 产能端：优化低效产能，提升经营效率	36
4 费用控制效果显著，盈利能力可圈可点	38
5 盈利预测与估值	39
5.1 盈利预测	39
5.2 绝对估值	40
5.3 相对估值	41
6 风险提示	42

图 目 录

图 1: 青岛啤酒发展历史	1
图 2: 公司股权架构	1
图 3: 公司 2013 年以来营业收入及增速	3
图 4: 公司 2013 年以来净利润及增速	3
图 5: 1978-2019 全国啤酒产量 (万吨) 及发展阶段	3
图 6: 1994-2002 青岛啤酒营收	4
图 7: 1998-2008 华润啤酒与青岛啤酒销量	4
图 8: 2000-2019 年主要啤酒企业并购数量	4
图 9: 2004-2012 啤酒行业固定资产投资完成额 (亿元)	5
图 10: 2013 年啤酒行业 CR5	5
图 11: 2006-2019 啤酒制造业总资产增长率	5
图 12: 2010-2019 年啤酒行业利润率	5
图 13: 2010-2019 啤酒行业收入及增速	6
图 14: 2010-2019 啤酒行业利税总额及增速	6
图 15: 2008 年以来中国人口结构变化	6
图 16: 2019 年主流经济体人均啤酒消费量对比 (升)	6
图 17: 2006-2017 葡萄酒与其他酒占整体饮料酒比重	7
图 18: 2006-2017 啤酒与白酒占整体饮料酒比重	7
图 19: 2010-2019 年中国人均啤酒消费量	7
图 20: 城镇居民人均可支配收入	8
图 21: 城镇居民人均消费支出:食品烟酒	8
图 22: 各渠道加价情况	8
图 23: 主流啤酒企业渠道情况	8
图 24: 2012-2019 精酿啤酒消费量及占啤酒比重	9
图 25: 精酿相关企业成立时间分布	9
图 26: 全国进口啤酒量以及增速	9
图 27: 进口啤酒额及单价	9
图 28: 啤酒总体成本结构	10
图 29: 啤酒生产成本结构	10
图 30: 大麦进口价格 (美元/吨)	10
图 31: 玻璃价格指数 (点)	10
图 32: 瓦楞纸价格 (元/吨)	11
图 33: 铝材价格指数 (点)	11
图 34: 各企业专利数量 (个)	11
图 35: 各企业研发费用 (亿元)	11
图 36: 2020 年销量口径下啤酒行业竞争格局	13
图 37: 2012-2020 行业集中度 CR5 变化	13
图 38: 主要啤酒厂商优势区域	13
图 39: 行业各档次啤酒销售额占比	14

图 40: 行业各档次产品销量结构及预测	14
图 41: 国际啤酒吨价 (元/吨)	15
图 42: 国内啤酒吨价 (元/吨)	15
图 43: 国内行业整体罐化率	17
图 44: 全球罐化率水平	17
图 45: 各大啤酒企业产能利用率	17
图 46: 各大啤酒企业关厂数量	17
图 47: 重啤折旧摊销费用占比下降	18
图 48: 各企业总资产周转率对比	18
图 49: 青岛啤酒经典 1903 国潮复古罐	19
图 50: 青岛经典 1903 夜猫子啤酒	19
图 51: 青岛啤酒品牌策略变迁	20
图 52: 公司销售费用、广告宣传费用情况	21
图 53: 公司品牌价值 (亿元)	21
图 54: 2014 年以来各档次产品销量 (万吨) 以及高端增速	23
图 55: 公司 2014 年以来高中低端产品占比 (销量口径)	23
图 56: 2011 年以来高端产品以及主品牌增速	23
图 57: 2010 年以来高端产品在主品牌以及整体销量中占比	23
图 58: 2016 年以来各品牌营收	24
图 59: 2016 年以来不同品牌营收占比	24
图 60: 2016 年以来各品牌吨价及增速	24
图 61: 2016 年以来各品牌毛利率	24
图 62: 公司 2012 年以来毛利率水平	25
图 63: 2020 年高端新品“琥珀拉格”	25
图 64: 2020 年高端新品“百年之旅”	25
图 65: 听装崂山新品“崂友记”	27
图 66: 听装崂山新品“玩啤”	27
图 67: 2018-2020 公司听装啤酒产量	28
图 68: 公司罐化率及预测	28
图 69: 公司渠道结构	29
图 70: 行业渠道结构	29
图 71: 公司不同渠道模式	29
图 72: 公司微观运营体系	30
图 73: 2019 第一季度啤酒线上销量占比: 500ml 装	31
图 74: 2016 与 2017 年京东线上啤酒销量排行	31
图 75: 公司经销商考核方面	31
图 76: 经销商数量与单个经销商覆盖销量	31
图 77: 公司各区域营收结构	32
图 78: 公司各区域销量结构	32
图 79: 2019 年全国产量排名前十省份啤酒产量	32
图 80: 山东地区啤酒市场竞争格局	32
图 81: 公司各地区毛利率	33

图 82: 公司各地区吨价 (元/吨)	33
图 83: 公司主要市场净利润结构 (亿元)	33
图 84: 山东市场产品结构 (销量口径)	33
图 85: 山东地区与公司整体销售费用率对比	34
图 86: 山东地区与公司整体营收 (亿元) 及增速对比	34
图 87: 华北地区主要省份啤酒产量 (万吨) 及增速	34
图 88: 华北主要省份市占率情况	34
图 89: 华北地区和山东地区公司产品结构对比	35
图 90: 华北地区与公司整体营收 (亿元) 及增速对比	35
图 91: 东北地区啤酒市场竞争格局	35
图 92: 沿海五省啤酒产量 (万吨) 与合计占全国产量比重	36
图 93: 沿海主要省份市场竞争格局	36
图 94: 沿黄市场与沿海市场销售费用率对比	36
图 95: 2015 年华南、华东、东南区域净利率	36
图 96: 公司资本性开支	37
图 97: 资产减值损失与其他辞退福利计提额	37
图 98: 机器设备当年计提折旧额	37
图 99: 折旧摊销费用及费用率	37
图 100: 公司实际产能、实际产量与产能利用率	38
图 101: 2016-2020 公司员工人均创收及增长率	38
图 102: 公司与行业销售费用率对比	38
图 103: 公司与行业管理费用率对比	38
图 104: 公司与同行业 ROE 对比	39

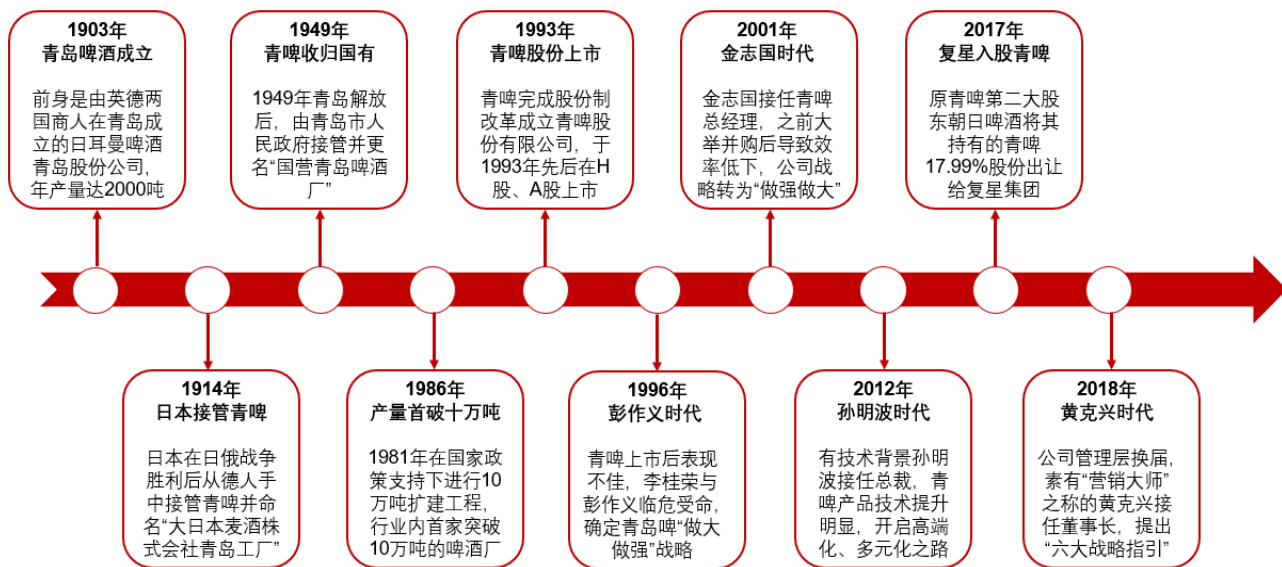
表 目 录

表 1: 2020 年公司限制性股票激励计划	2
表 2: 各啤酒厂商纯生产品对比	11
表 3: 各企业近期新增高端产能情况	12
表 4: 各啤酒企业优势市场区域	14
表 5: 各档次啤酒量价空间测算	15
表 6: 各啤酒企业品牌策略及高端占比	16
表 7: 各啤酒企业产品矩阵	16
表 8: 青岛啤酒部分所获奖项	18
表 9: 主流啤酒企业技术指标 (以各品牌中档酒为例)	19
表 10: 青岛啤酒传统营销案例	20
表 11: 青岛啤酒产品矩阵	22
表 12: 公司整体吨价及销量对 2021 年归母净利润的影响测算 (亿元)	26
表 13: 其他品牌毛利率及销量对 2021 年归母净利润的影响测算 (亿元)	27
表 14: 公司罐装产能布局情况	28
表 15: 公司关闭酒厂情况 (产能单位: 万千升)	37
表 16: 公司 ROE 拆分	39
表 17: 分业务收入及毛利率	40
表 18: 绝对估值假设条件	40
表 19: FCFF 估值结果	41
表 20: 可比公司估值	41
附表: 财务预测与估值	43

1 百年历史风雨兼程，激励落地释放动能

青岛啤酒成立于 1903 年，历经百年风雨现已发展成畅销海内外的国内啤酒龙头企业，目前拥有 60 家酒厂，产能遍布全国各地。公司旗下拥有全国性主品牌“青岛”，以及以“崂山”为代表的各区域品牌。公司在山东地区占据绝对优势，长期深耕沿黄河一带华北地区，同时在沿海城市群也拥有极高产品知名度。青岛啤酒以其公认的上佳口感深受全国消费者喜爱，目前公司市占率行业内排名第二。

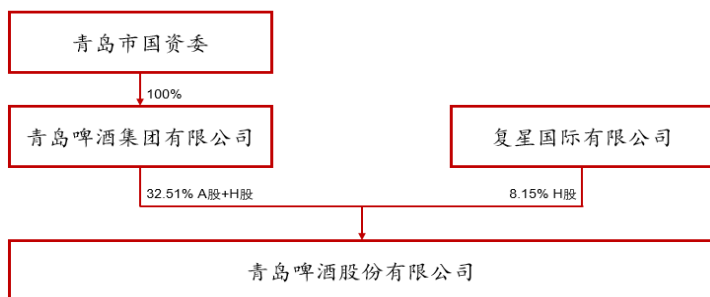
图 1：青岛啤酒发展历史



数据来源：公司公告，搜狐网，西南证券整理

国资控股稳固，引复星作战投。青岛啤酒实际控制人为青岛市国资委，累计持股比例32.51%。复星集团于2017年支付66亿港元自日本朝日啤酒取得青啤17.99%股权，成为公司第二大股东，目前持有8.15%公司股权。青啤与复星联姻可以在完善管理激励机制等方面吸取复星经验，并在体育、娱乐等营销领域加强与复星资源的对接。2020年2月，复星全球合伙人石琨当选公司非执行董事，双方战略合作仍将继续。

图 2：公司股权架构



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权激励落地，考核目标明确。公司限制性股票激励计划于 2020 年 3 月公布草案，拟向包括董事长、执行董事、公司高管以及其他核心管理人员、中层管理人员以及核心骨干人员在内的共 619 人授予 1350 万股限制性激励股票。该股权激励计划分三期解锁，解锁条件主要从三方面达成：1) 公司 ROE 在 2020/2021/2022 分别不低于 8.1%/8.3%/8.5%，且未来三年以 2016-2018 年净利润均值为基数净利润增长率不低于 50%/70%/100%；2) 同行业对比下公司 ROE 不能低于行业平均值或对标企业 75 分位值；3) 2021-2023 年公司主营业务收入占比不得低于 90%。考虑到公司 2018-2019 年间主动关厂导致相关费用支出较多，公司利润目标设置相对合理；同时加入与行业对比条款，体现了公司对未来长远发展的信心。公司 2020 年实现净利润 22 亿元，第一期限制性股票已成功解锁并授予相关激励对象。

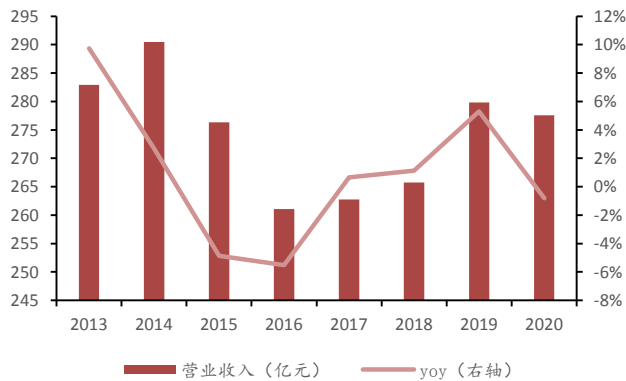
表 1：2020 年公司限制性股票激励计划

姓名	职务	授予额度 (万股)	获授权益占 授予总量比例	标的股票占 总股本比例	主要业绩考核目标
黄克兴	董事长、党委书记	15.00	1.11%	0.0111%	第一个归属期：1) 2020 年公司 ROE 不低于 8.1%；2) 以 2016-2018 年净利润均值为基数，净利润增长率不低于 50%；
于竹明	执行董事、财务总监	11.00	0.81%	0.0081%	
王瑞永	执行董事、副总裁	11.00	0.81%	0.0081%	
蔡志伟	营销总裁	13.00	0.96%	0.0096%	
姜宗祥	副总裁、供应链总裁	11.00	0.81%	0.0081%	第二个归属期：1) 2021 年公司 ROE 不低于 8.3%；2) 以 2016-2018 年净利润均值为基数，净利润增长率不低于 70%；
徐楠	副总裁、制造总裁、总酿酒师	11.00	0.81%	0.0081%	
王少波	副总裁	11.00	0.81%	0.0081%	
张瑞祥	董事会秘书	9.00	0.67%	0.0067%	
其他公司核心管理人员、中层管理人员、 核心骨干人员 (619 人)		1,228.00	90.96%	0.9090%	第三个归属期：1) 2022 年公司 ROE 不低于 8.5%；2) 以 2016-2018 年净利润均值为基数，净利润增长率不低于 100%； 共同考核条件：2020、2021、2022 年主营业务收入占营业收入的比重不低于 90%
预留部分		30.00	2.22%	0.0222%	
合计		1,350.00	100.00%	0.9993%	

数据来源：公司公告，西南证券整理

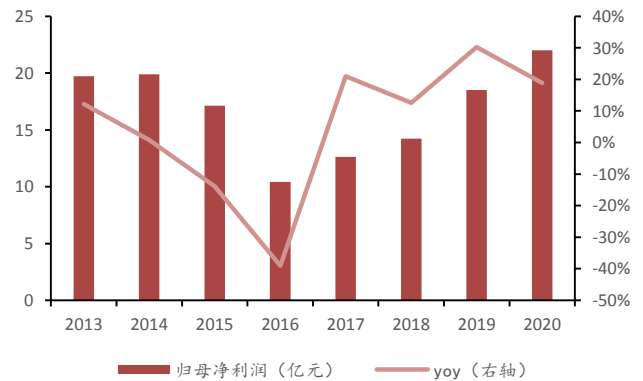
高端转型顺利，利润增速远超营收增速。2013 年行业进入向下拐点，公司收入于 2014 年达到顶点；2015-2017 三年调整期内，公司坚定不移开启高端化与产品结构升级之路。2017 年起公司营收增速止跌回升，2019 年实现营收 280 亿元，同比提升 5%；2020 年受疫情影响略微下滑 1%至 278 亿元。盈利能力方面，公司自 2017 年开启销售降费计划，并于 2018 年开始去除低效产能，2017-2020 年公司净利润 CAGR 达 19%，净利润增速显著优于营收增速，盈利能力表现突出。其中疫情影响下公司控费能力进一步提升，2020 年实现归母净利润 22 亿元，同比大幅提升 19%，疫情成为公司整体经营能力提升的磨刀石。

图 3：公司 2013 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2013 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

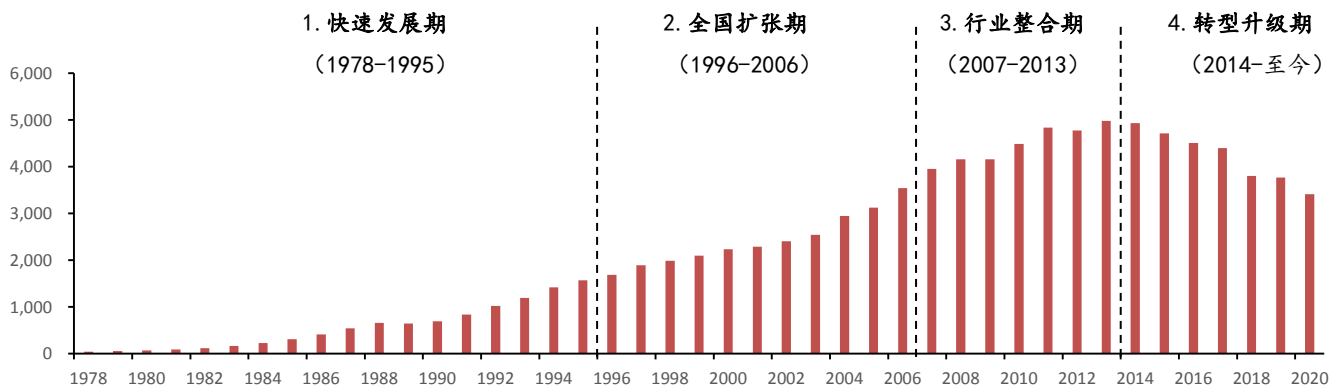
2 行业分析：高端化大势已定，寡头格局日趋稳固

2.1 行业发展周期：行业步入成熟期，量增逻辑不再

2.1.1 行业历史：从野蛮生长到转型升级

啤酒行业现已进入成熟期，产量逐年下滑，销售额增速疲软。自改革开放以来，啤酒行业可大致分为以下四个发展阶段：

图 5：1978-2019 全国啤酒产量（万吨）及发展阶段

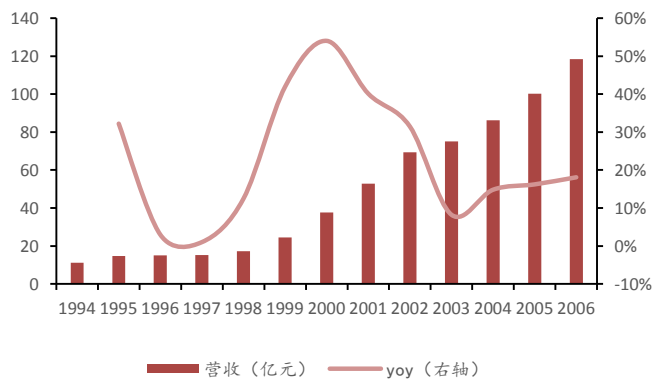


数据来源：国家统计局，西南证券整理

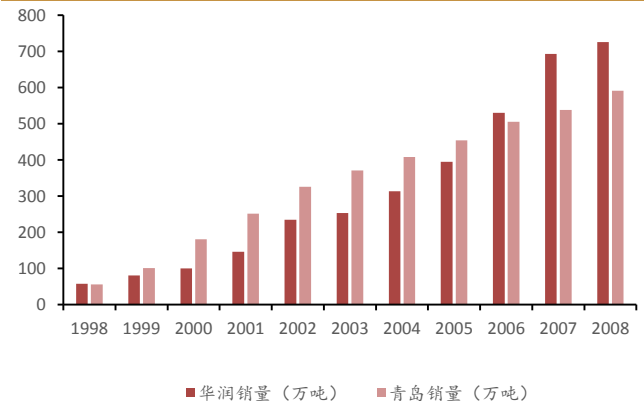
1) 1978-1995 **快速发展期**：受益于改革开放后居民购买力的提升，以及国家对于啤酒产业的政策扶持，全国各地如雨后春笋般新建啤酒厂，供需两侧共同增长，中国啤酒厂家数量在 1978-1988 年间从约 100 家增加至 813 家。一方面，中国啤酒市场的迅速扩张帮助部分地方酒厂在全国化进程中脱颖而出；另一方面，80 年代起受地方保护主义影响，政府有意限制行业内企业并购和市场竞争，一定程度上阻碍了行业的自然发展。

2) 1996-2006 **全国扩张期**：具有一定实力的区域性巨头开始其全国化扩张之路；与此同时，外资巨头借 2001 年中国“入世”春风也开启了其布局国内啤酒的并购风潮。通过直

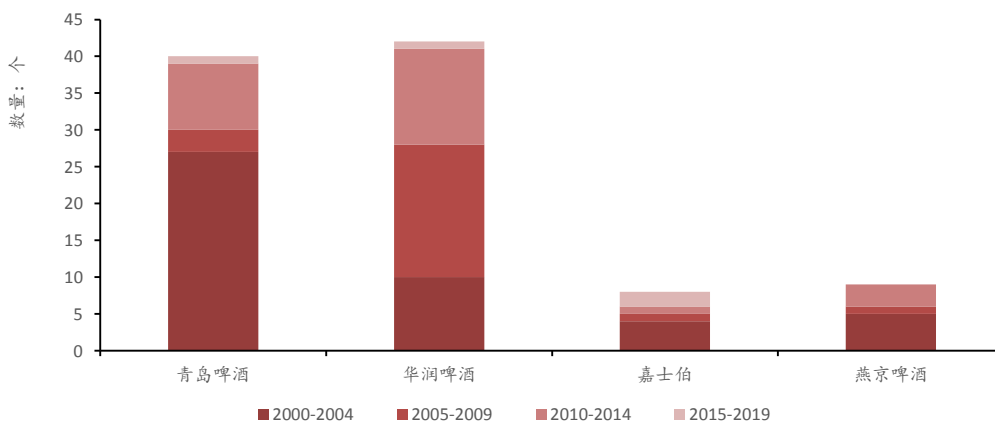
接收收购地方酒厂，啤酒企业不仅可以快速提升自身产能，并且能够有效将产品嫁接至地方酒企积累多年的销售渠道。青岛啤酒、华润啤酒先后通过大肆收购地方啤酒品牌完成从区域龙头向全国性龙头的转变，其中青啤于 1996-2002 年间收购 48 家啤酒企业；华润于 1996-2006 年间并购 44 家啤酒企业，并在 2006 年后居上，销量升至全国第一，实现对青啤的反超。

图 6：1994-2002 青岛啤酒营收


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：1998-2008 华润啤酒与青岛啤酒销量


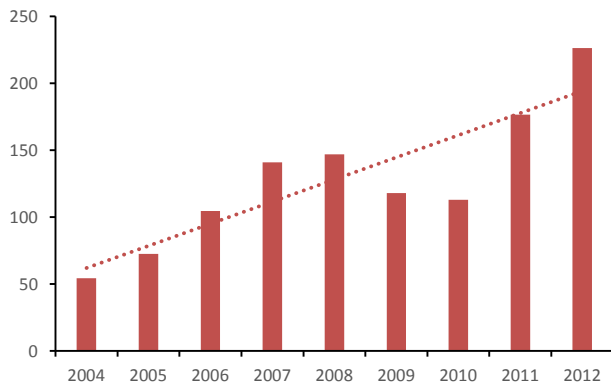
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2000-2019 年主要啤酒企业并购数量


数据来源：公司公告，西南证券整理

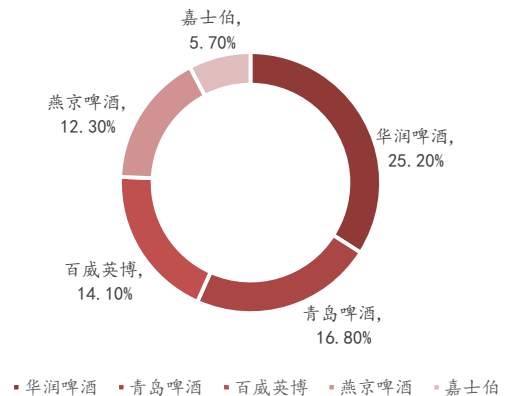
3) 2007-2013 行业整合期：这一阶段各龙头企业加速了跑马圈地扩张产能的步伐，经历多年的整合并购，国内已形成了以华润啤酒、青岛啤酒、百威啤酒、燕京啤酒和嘉士伯啤酒为主的五大集团，寡头格局逐渐形成。与此同时，中小型啤酒企业出现大面积亏损，行业整合进度加快。这一时期各企业啤酒产能建设有呈一定波动态势，但行业产量仍保持上升，并于 2013 年达到历史顶点 4983 万千升。

图 9：2004-2012 啤酒行业固定资产投资完成额（亿元）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 10：2013 年啤酒行业 CR5



数据来源：中国酒业协会啤酒分会，西南证券整理

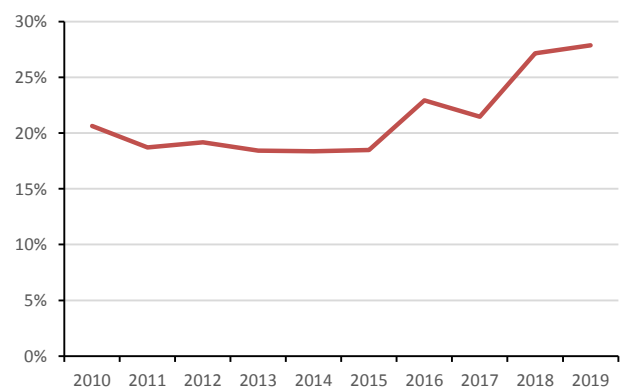
4) 2014-至今 **转型升级期**：中国啤酒产能在 2013 年出现拐点后逐年下滑，国内啤酒市场增量空间几近于无。自 2014 年起啤酒行业总资产增长率陡然下降，各企业纷纷放缓盲目扩张产能的脚步。此外多年的价格拉锯战和扩张兼并致使行业整体利润率和效率低下，各家企业均面临“大而不强”的困境。自 2015 年起啤酒行业收入增长陷入停滞，2016-2019 年行业收入端呈现持续下滑态势。从谋求量增到追求利润的转型期间，各巨头纷纷通过走高端化、调整产品结构以及清理低效产能等手段完成转型升级。自 2018 年起啤酒行业利润端扭转下降趋势，连续两年维持正增长。2019 年行业实现利润 440 亿元，同比增长 10%，再创历史新高。

图 11：2006-2019 啤酒制造业总资产增长率



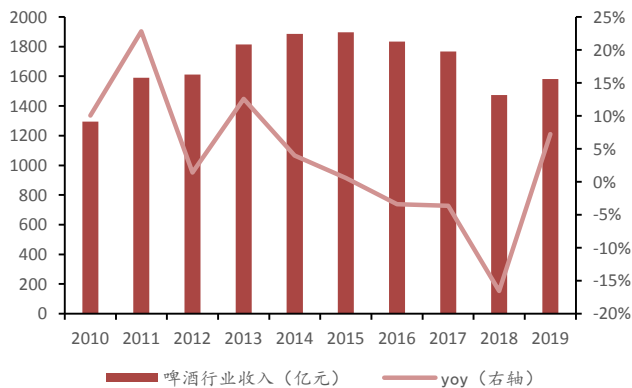
数据来源：国资委，西南证券整理

图 12：2010-2019 年啤酒行业利润率



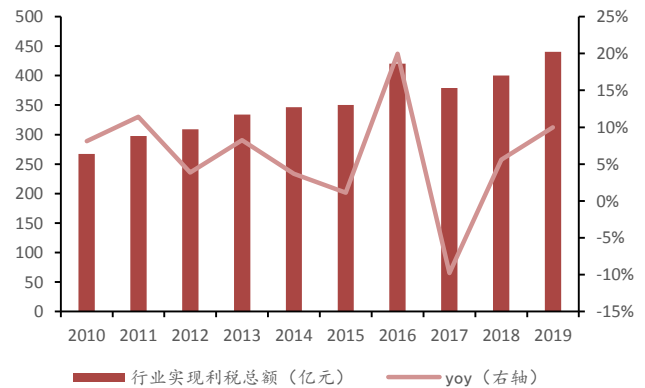
数据来源：中国酒业协会啤酒分会，西南证券整理

图 13: 2010-2019 啤酒行业收入及增速



数据来源: 中国酒业协会啤酒分会, 西南证券整理

图 14: 2010-2019 啤酒行业利税总额及增速

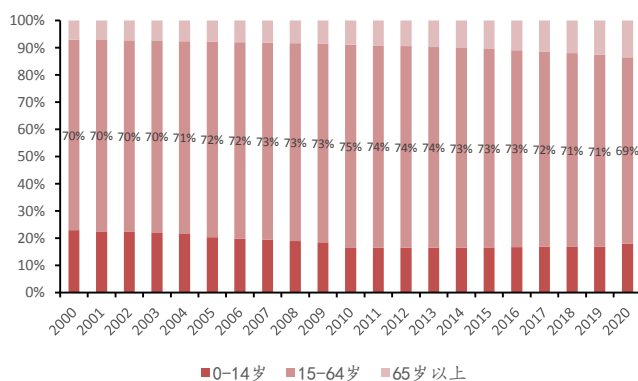


数据来源: 中国酒业协会啤酒分会, 西南证券整理

2.1.2 行业现状: 人口结构与消费习惯冲击, 行业进入存量博弈阶段

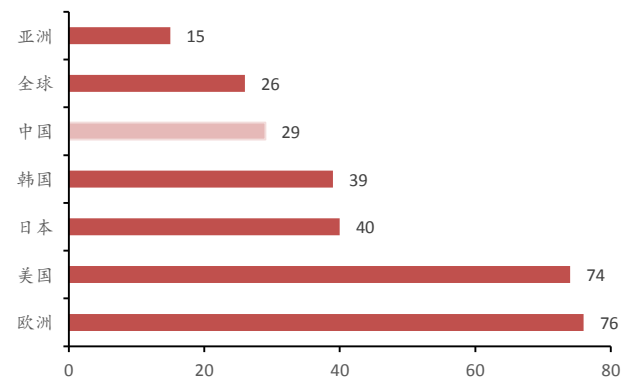
人口老龄化趋势加重, 啤酒难有量增空间。啤酒以其口感清爽, 含酒精含量较低等特点, 一直为中青年消费者所喜爱。然而自 2014 年起, 作为啤酒主力消费群体的中青年人口 (15-64 岁) 数量一直呈现下滑趋势, 啤酒主力消费人群面临萎缩困境。同世界其他经济体对比来看, 中国人均消费量已超越全球平均水平, 但相较文化水平相近的日韩等国仍有一定差距。

图 15: 2008 年以来中国人口结构变化



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

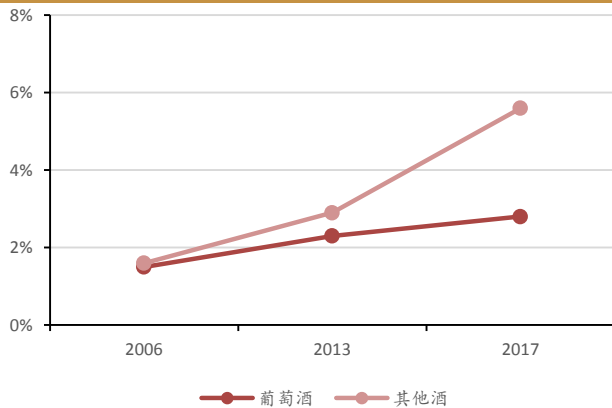
图 16: 2019 年主流经济体人均啤酒消费量对比 (升)



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

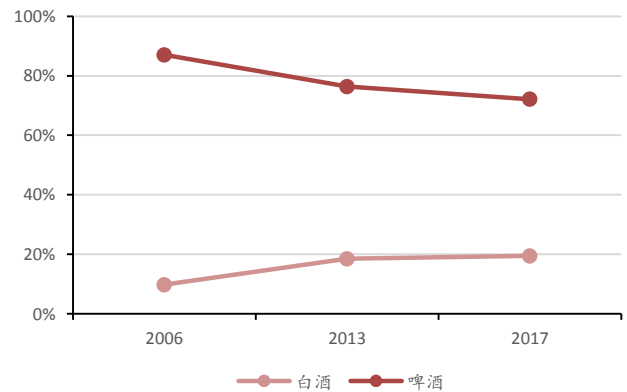
受居民健康意识觉醒和其他饮料酒冲击, 国内人均啤酒消费量止跌企稳。我国啤酒人均消费量自 2013 年后直至 2018 年间呈缓慢下降趋势, 2019 年起有所回升, 预计未来人均消费量将稳定在 30L 左右。啤酒在中国历经数十年的发展, 渗透率和人均消费量都已达到一定程度的瓶颈, 未来啤酒消费量变化将主要受人口结构和消费习惯变动影响。一方面, 健康饮酒概念成为消费者新风尚, 消费习惯逐渐向“少喝酒, 喝好酒”转变; 另一方面, 啤酒作为传统的酒精饮料, 其生存空间面临葡萄酒、预调鸡尾酒、含酒精气泡水等其他酒精饮料的侵蚀。

图 17: 2006-2017 葡萄酒与其他酒占整体饮料酒比重



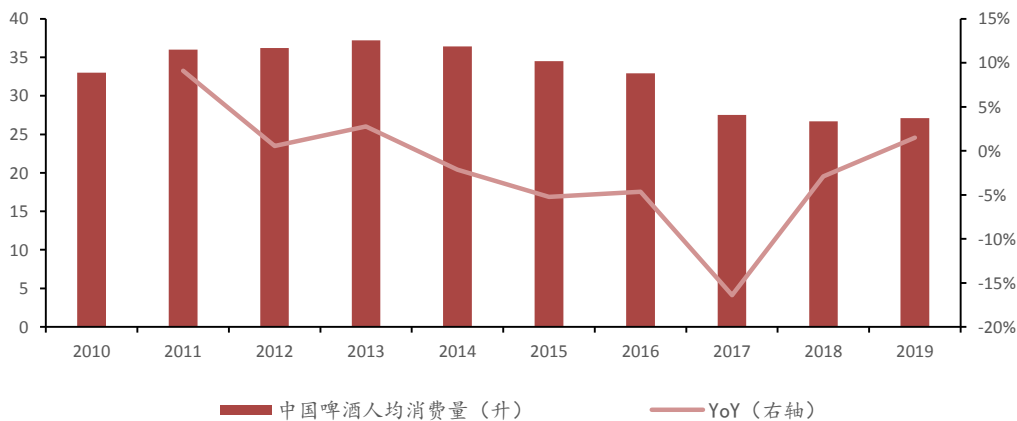
数据来源: 中国酒业协会啤酒分会, 西南证券整理

图 18: 2006-2017 啤酒与白酒占整体饮料酒比重



数据来源: 中国酒业协会啤酒分会, 西南证券整理

图 19: 2010-2019 年中国人均啤酒消费量



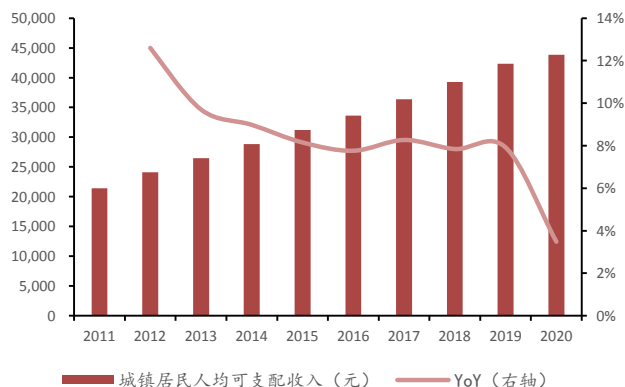
数据来源: 中国酒业协会啤酒分会, 西南证券整理

2.2 需求供给双轮驱动, 高端转型势在必行

2.2.1 需求端: 消费升级+现饮推动, 进口啤酒拓宽需求

随着中国经济的快速发展, 国民消费能力有明显提升。2020 年全国城镇居民人均可支配收入达到 4.2 万元, 近十年人均可支配收入的平均增速达到 9.5%; 2020 年城镇居民食品烟酒类的人均支出为 7733 元, 近十年城镇居民食品烟酒人均消费支出复合增速为 5.6%。日益增长的生活水平, 不仅增强了消费者在选择啤酒时的购买力, 也催生了对高品质啤酒的需求, 消费升级趋势明显。

图 20: 城镇居民人均可支配收入



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 21: 城镇居民人均消费支出:食品烟酒

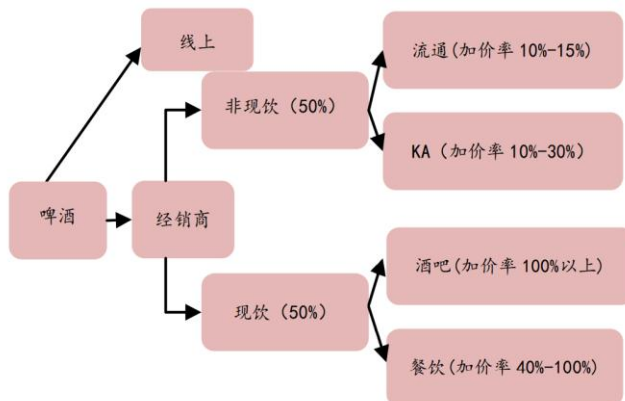


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

现饮渠道占比稳定, 助推啤酒高端化转型。现饮渠道在我国啤酒行业内占比长期维持在50%左右。2020年受疫情影响现饮渠道占比有所下滑,但随着疫苗的广泛接种和国内疫情的持续转好,预计未来现饮渠道占比将长期稳定在50%。从利润率来看,夜场渠道以销售超高端啤酒为主,加价率高达100%-200%;餐饮渠道以销售中高端啤酒为主,加价率保持在40%-100%;与之对比,非现饮渠道主要销售中低端啤酒,加价率较低均在30%以下。目前国内各酒企均发力开拓高端现饮渠道,例如珠江啤酒围绕琶醍啤酒文化创意园展开各类深度合作,并已建立5家精酿啤酒体验馆;青岛啤酒在全国范围内已正式运营超两百家青啤1903酒吧;百威已在国内开设8家精酿啤酒馆。

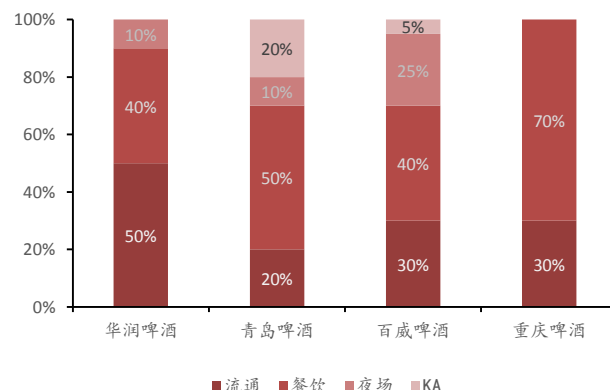
从消费方式看,国内消费者在现饮场景中不仅对价格敏感度较低,而且看重品牌价值。目前酒类产品在中国的消费方式仍以被动式或佐餐式的社交分享型为主,即在现饮消费场景下,酒被赋予一定程度的社交意义。因而消费者在高端餐饮或夜场等渠道能接受高额的加价幅度,并对啤酒品牌价值有较高要求。国内近年来西方传统的主动式个人享受型消费比例也逐渐提高,但尚未出现爆发式增长,在自斟自酌居多的消费场景下,消费者具有更高的啤酒品类粘性。

图 22: 各渠道加价情况



数据来源: 渠道调研, 西南证券整理

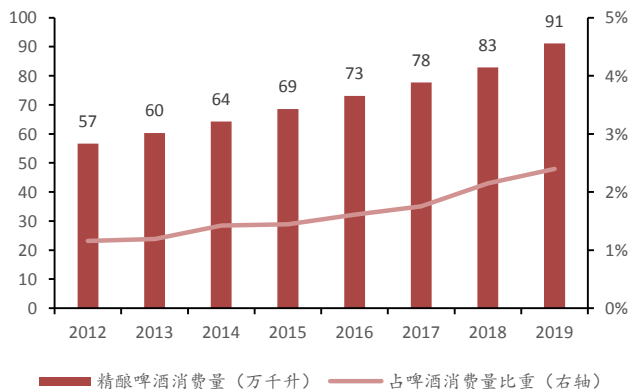
图 23: 主流啤酒企业渠道情况



数据来源: 渠道调研, 西南证券整理

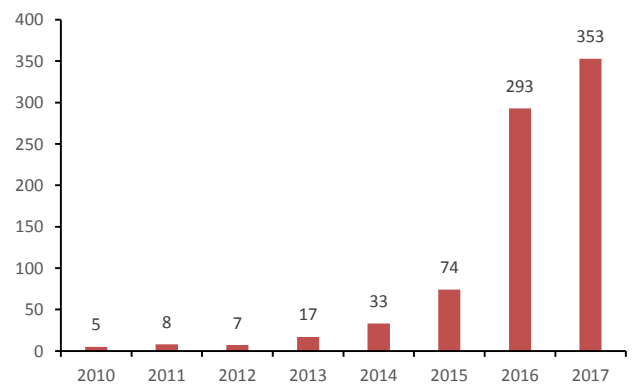
以精酿啤酒为代表的新型产品催生消费者的差异化需求。精酿啤酒以其更长的发酵时间和多样化的口感，与国内消费者长期饮用的传统工业拉格啤酒形成了鲜明对比。精酿啤酒自 21 世纪初登陆国内，经过十数年的发展与推广，已培育出相当程度的消费者认知与需求。精酿啤酒相关企业数量在 2009 年不足十家到 2019 年接近 2000 家，近十年精酿啤酒已步入行业快速发展期。国内精酿啤酒消费量从 2012 年起保持逐年上升的态势，其消费量占整体啤酒消费量比重也稳步提升。目前各大啤酒巨头都已针对精酿风潮做出相关布局，如百威 2017 年收购国内精酿品牌拳击猫，嘉士伯于 2019 年入股京 A。

图 24：2012-2019 精酿啤酒消费量及占啤酒比重



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

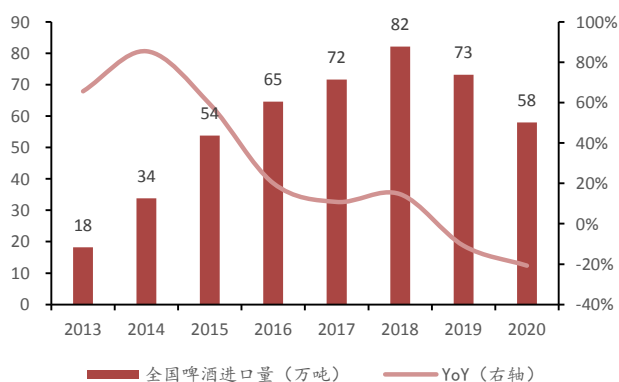
图 25：精酿相关企业成立时间分布



数据来源：前瞻产业研究院，VC SaaS，西南证券整理

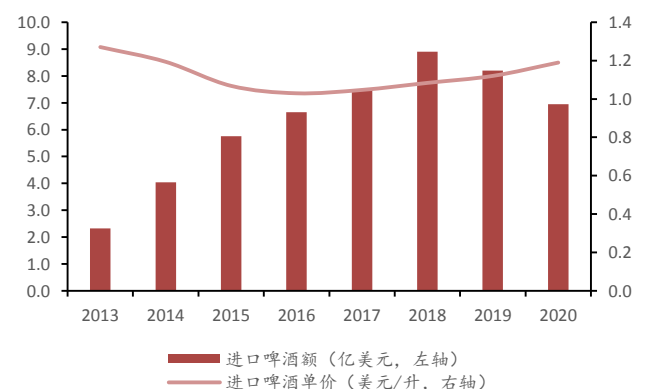
进口啤酒量连年高增，倒逼市场结构性变化。在国内啤酒产量呈现下滑趋势的大背景下，进口啤酒近年却维持相当高的增速，彰显消费者碎片化、细分化的消费需求。2012-2016 年为进口啤酒爆发增长期，五年 CAGR 高达 69%。一方面，啤酒作为现代工业舶来品，进口啤酒在消费者心中享有与生俱来的“高端”认知；另一方面，国内啤酒市场长期存在口味单一和结构单调的局面，无力抗衡进口啤酒丰富的产品层次。进口啤酒鲶鱼效应刺激下，国内啤酒企业近年来在产品矩阵和高端布局方面奋起直追。目前整体行业转型升级顺利，进口啤酒数量与金额自 2019 年起首次双双呈现下滑态势。

图 26：全国进口啤酒量以及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 27：进口啤酒额及单价

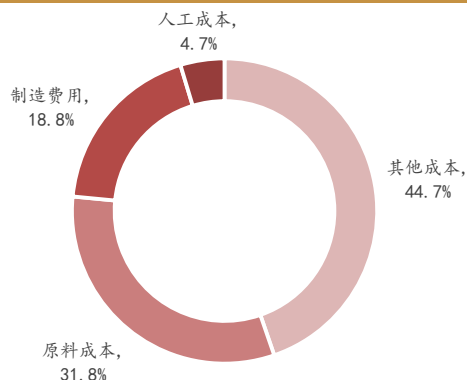


数据来源：中国酒业协会啤酒分会，西南证券整理

2.2.2 成本端：包材价格持续上涨，结构升级从容应对

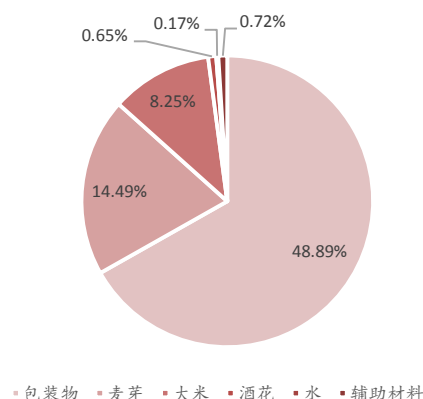
原材料占啤酒生产成本比重较大，传统低价高产模式难以为继。啤酒企业有着其重资产、高周转的属性，低端啤酒也存在利润空间较小的特点，因此啤企习惯利用规模效应提升销量以维持利润，并摊薄固定资产成本。分解啤酒生产整体成本来看，原料成本占总成本比重约为 32%。生产成本中包装物占比约 50%，麦芽和大米占比约 23%，合计在直接成本中占比约为 73%，故啤酒终端销售价格对于原材料价格变动较为敏感。

图 28：啤酒总体成本结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

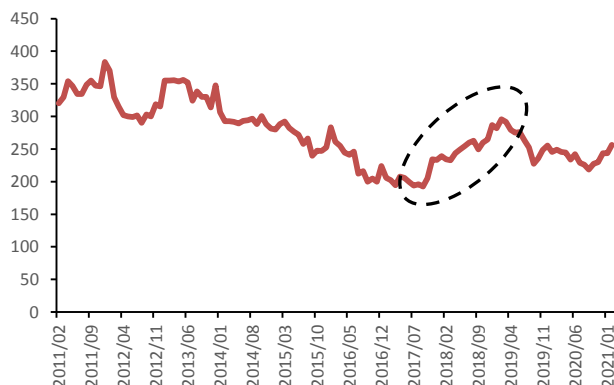
图 29：啤酒生产成本结构



数据来源：青岛啤酒年报，西南证券整理

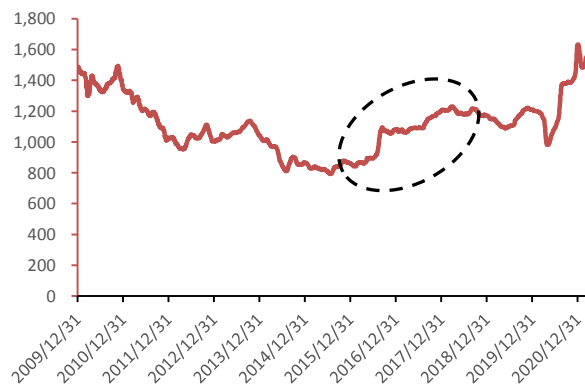
被动提价利润贡献微薄，结构升级从容应对波动。从最近两次行业提价历史来看，各啤企均因原材料涨价而被动提价。2016-2017 年受政府环保执法以及供给侧改革影响，不少中小型包材供应商被迫关停，供给短缺致使关键原材料如瓦楞纸、包装玻璃等价格飙升，啤酒企业迫于成本压力普遍提价；2018 年全球大麦减产影响，进口大麦均价上调超过 20%，行业性提价再次出现。传统低端啤酒销售单价与利润率偏低，且目标消费群体价格敏感度较高，啤酒企业难以直接在终端提价转嫁上游成本。通过产品结构转型升级以及高端产品的持续投放，酒企得以增厚啤酒单品利润空间，从容应对上游价格波动。

图 30：大麦进口价格（美元/吨）



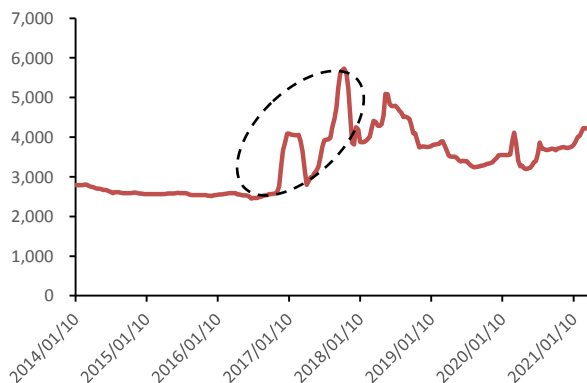
数据来源：海关总署，西南证券整理

图 31：玻璃价格指数（点）



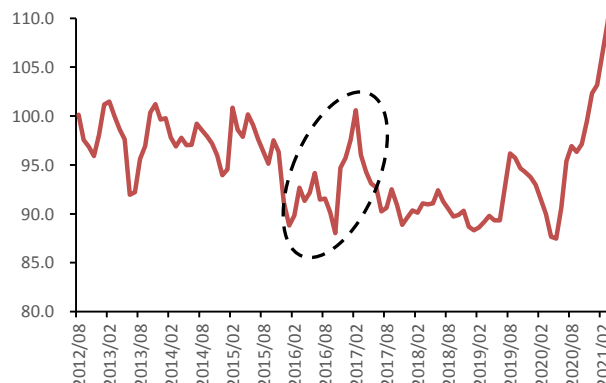
数据来源：中国玻璃信息网，西南证券整理

图 32: 瓦楞纸价格 (元/吨)



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 33: 铝材价格指数 (点)

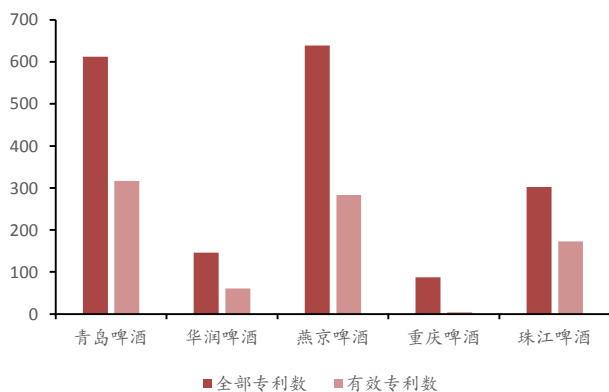


数据来源: Wind, 西南证券整理

2.2.3 供给端: 技术革新产能优化, 政策倾斜剑指高端

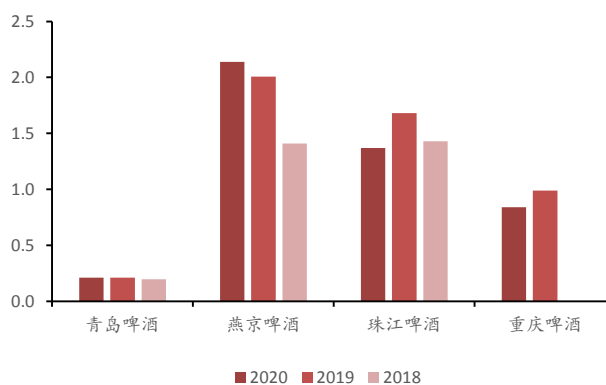
技术更新与研发投入为高端化转型保驾护航。高质量产品是啤酒行业高端化转型中不可或缺的一环, 啤酒生产可分为麦芽制造, 酿造工艺以及啤酒罐装三个步骤, 选用更优质的原料, 采用更先进的发酵工艺, 可以显著提升啤酒的口感与品质。目前各家啤企纷纷加大研发力度, 加强啤酒技术和产品储备, 为高端化转型保驾护航。

图 34: 各企业专利数量 (个)



数据来源: 中国专利信息中心, 西南证券整理

图 35: 各企业研发费用 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

以纯生啤酒为例, 目前各家啤酒企业纯生产品已在 8-10 元高端价格带站稳脚跟, 成为各家高端产品线的中坚力量。与普通啤酒采用高温杀菌不同, 纯生工艺采用无菌膜过滤杂菌, 在维持较长保质期的基础上避免了热损伤对啤酒香味的损害, 保持了原有的鲜味。纯生啤酒最早由珠江啤酒在国内生产, 目前珠江纯生销售额约占其整体营收的 40%, 青岛纯生销售量约占整体销量的 12%。纯生啤酒在国内已建立起较高的消费者认知度。

表 2: 各啤酒厂商纯生产品对比

	零售价 (元/500ml)	麦芽浓度 (°P)	酒精浓度 (%vol)
青岛纯生	8.8	8.0	3.1
雪花纯生	8.8	8.0	2.5
百威纯生	9.4	8.0	3.1

	零售价 (元/500ml)	麦芽浓度 (°P)	酒精浓度 (%vol)
燕京纯生	7.3	10.0	3.6
重庆纯生	7.5	9.0	3.3
珠江纯生	7.3	9.0	3.6

数据来源：京东商城，西南证券整理

高端产能布局进行时，新增产能匹配高端化需求。行业产能自 2013 年达到拐点以来，各家企业在去除落后低效产能的同时，也在不断布局高端产能满足日益高增的高端啤酒需求。出于风味一致性的考虑，即不同地区生产的同款啤酒存在口感上的差异，高端啤酒的发展往往受限于产能。以青岛啤酒为例，青岛纯生作为全国性大单品，只有 1/5 的工厂有生产能力；其他诸如奥古特、鸿运当头等超高端产品只能在青岛本地生产。尽管行业整体处于去产能的趋势下，啤酒企业仍在加速扩张高端产能。

表 3：各企业近期新增高端产能情况

公司名	时间	新增高端产能情况
青岛啤酒	2020	平度智慧产业示范园 100 万千升啤酒扩建； 青岛啤酒厂智能制造示范工厂扩建升级
华润啤酒	2020	运城新增 6 万听/小时的罐装啤酒生产线
	2021	成都投产 10 万吨听装和 2.3 万吨高端产能
燕京啤酒	2019	新增 2 万吨精酿啤酒生产线； 玉林公司易拉罐生产线竣工投产
重庆啤酒	2020	宜宾新增 15 万吨高端听装生产线
	2021	江苏新增 13 万吨高端啤酒生产线

数据来源：公司公告，中国国际啤酒网，搜狐网，西南证券整理

目前啤酒企业重心转为以高端化为导向，在产品结构、费用投放、考核指标等多方面支持**高端化转型**。产品结构方面，各厂商逐渐减少或取消低端产品线为产品结构升级拓展空间。例如嘉士伯入股重啤后，主动减少传统低端山城品牌份额，并用中高端重庆与乐堡品牌替代。各头部啤企也在费用投放方面主动向高端化倾斜，例如青岛啤酒将销售费用针对其高端产品投放，低端啤酒宣传费用投放大幅减少。另外各家酒企在设立经销商考核指标时，均加强对高端产品销售的额外奖励与返费，不再只以总销量确定激励。

2.3 寡头效应日渐稳固，高端化去产能并行不悖

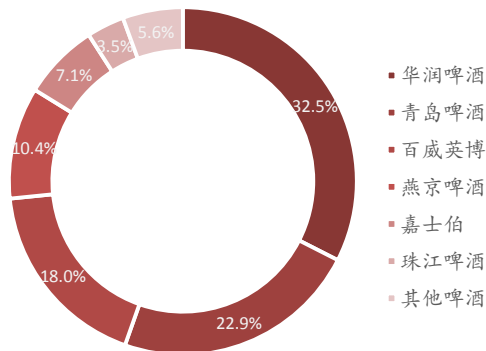
2.3.1 行业集中度提升明显，CR5 已至 90%

行业集中度不断提高，但与海外成熟市场仍有一定差距。自上世纪 90 年代末青岛啤酒率先开启全国化并购扩张以来，各大啤酒龙头纷纷跑马圈地划分市场，2010 年来中国啤酒行业逐渐确立以华润、青岛、百威、燕京和嘉士伯五大集团为首的竞争格局。2012-2020 年间啤酒行业 CR5 从 67%提升至 90%，寡头效应趋于稳固。同时由于啤酒产能进入平稳期，整体转为存量博弈，业内竞争回归理性。

海外啤酒市场行业集中度均处在较高水平，CR3 普遍在 80%以上。由于啤酒行业重资产的特性，头部企业在依托规模效应占据极大竞争优势的同时，也反哺其加速整合行业的进

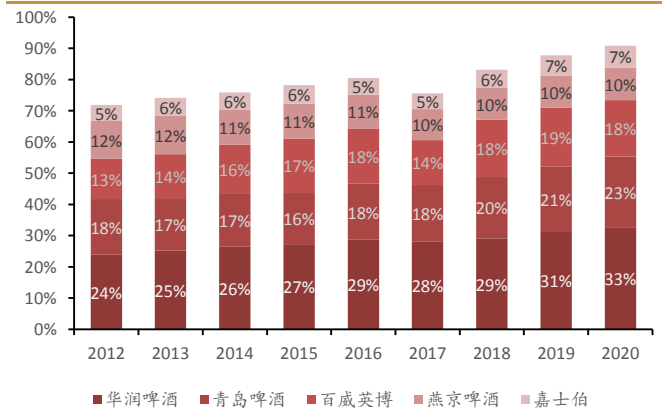
程。发达市场中美国、日本、加拿大等国 CR3 均超过 80%；新兴市场中，阿根廷、墨西哥和哥伦比亚寡头化趋势更加明显，CR3 接近 99%。目前国内啤酒行业 CR3 维持在 60%左右，未来不排除仍有巨头大手笔整合行业的情况出现。

图 36：2020 年销量口径下啤酒行业竞争格局



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：2012-2020 行业集中度 CR5 变化

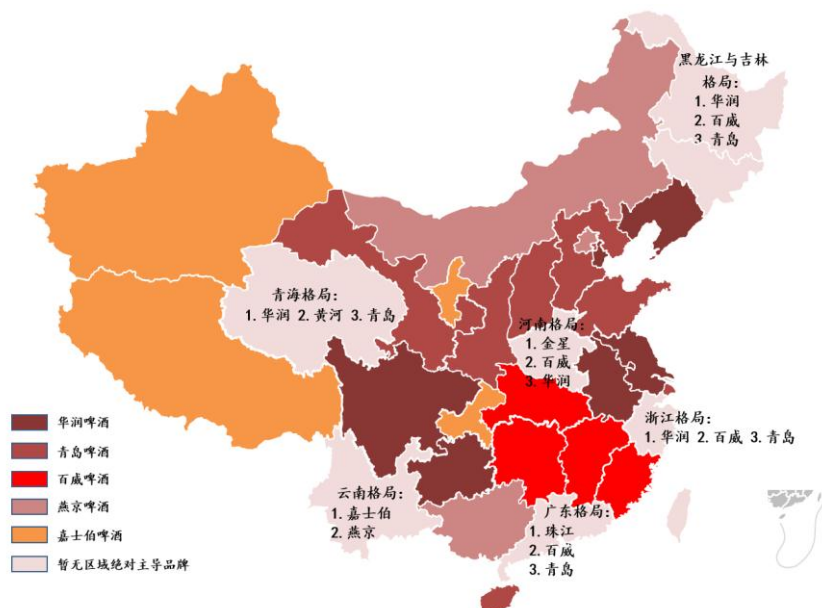


数据来源：中国酒业协会啤酒分会，公司公告，西南证券整理

2.3.2 坐拥垄断优势市场，五大集团割据一方

跑马圈地告一段落，各啤酒企业已确立优势地区。在过往的兼并扩张中，各啤酒企业通过收购本地强势品牌，从而在全国各地建立优势市场，形成群雄割据局面。除各企业传统根据地市场外，华润啤酒通过收购四川蓝剑啤酒将四川市场收入囊中；青岛啤酒借助收购陕西汉斯啤酒拿下了陕西市场；百威巨资收购了福建雪津啤酒帮助其在华南确立优势；嘉士伯收购了新疆、乌苏和重庆啤酒，在西部建立起较强影响力；燕京啤酒收购广西漓泉啤酒后在广西占据了绝对市场主导地位。

图 38：主要啤酒厂商优势区域



数据来源：酒业家，渠道调研，西南证券整理

表 4：各啤酒企业优势市场区域

	啤酒企业	实际控制人	城市
全国性啤酒品牌	华润啤酒	国务院国资委	辽宁、四川、安徽、江苏
	青岛啤酒	青岛市国资委	山东、山西、陕西、河北
	百威啤酒	百威英博集团	福建、江西、湖南、湖北
	燕京啤酒	北京市人民政府	北京、内蒙、广西
	嘉士伯啤酒	嘉士伯集团	重庆、西藏、宁夏
区域性啤酒品牌	珠江啤酒	广州市国资委	广东
	金星啤酒	家族企业控股	河南
	黄河啤酒	个人控股	青海

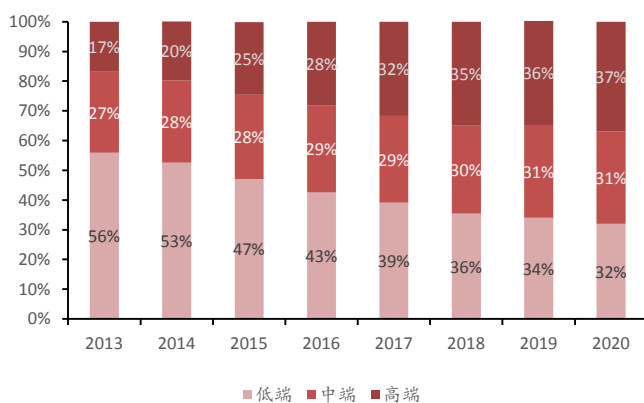
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3.3 高端化成主旋律，吨价上行空间大

行业高端化进程迅速，中高端产品占比持续提升。随着啤酒行业产能见顶并逐渐下滑，通过产品结构升级带动利润率提升已成为业内共识。销量结构方面来看，目前国内高端/中端/低端啤酒销量占比约为 20%/33%/47%。国内低端啤酒销售额占比自 2012 年 59%下降至 2020 年的 32%，与此同时中端与高端合计销售额占比从 41%提升至 68%，行业整体产品结构转型稳步进行中。

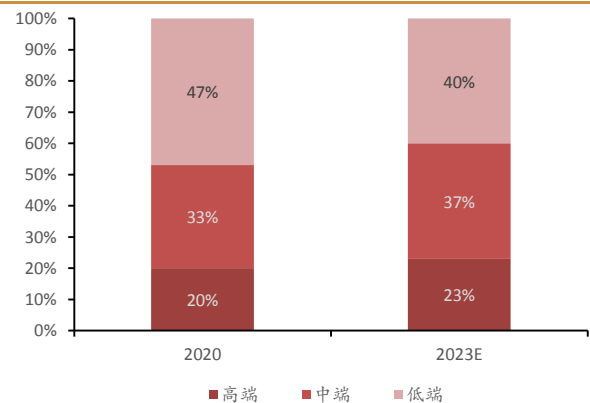
吨价保持上行趋势，对标国外仍有大幅上升空间。国内主要啤酒商吨价近六年复合增速保持在 2%-5%之间，且已达到 2800-4300 元的价格区间，目前行业平均吨价约为 3500 元。其中重庆啤酒以其高效的产品结构升级，吨价相对最高；华润啤酒则因其庞大的低端啤酒销量拖累高端化转型，吨价相对最低。在亚太地区，国外啤酒巨头吨价已在 4500-8000 元区间，随着整体行业高端化进程的推进，预期国内啤酒吨价仍有巨量增长潜力。

图 39：行业各档次啤酒销售额占比



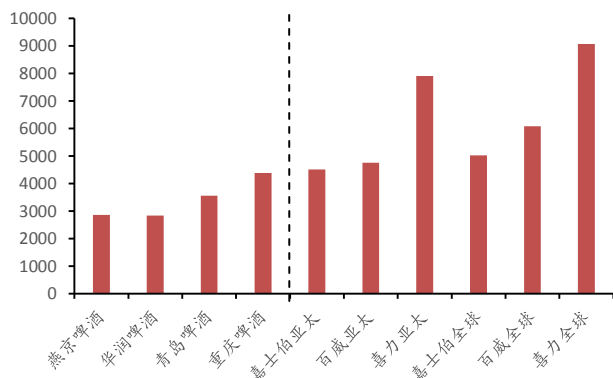
数据来源：欧睿，西南证券整理

图 40：行业各档次产品销量结构及预测



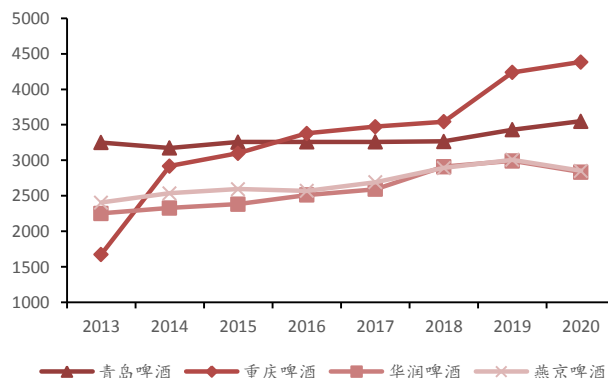
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41: 国际啤酒吨价 (元/吨)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 42: 国内啤酒吨价 (元/吨)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

随着消费升级趋势与各酒企主动推进产品结构升级, 预计各档次的啤酒吨价中枢均有所上移。其中高端啤酒量价齐升, 预计未来三年年均销量增长约 7%, 吨价提升约 2.3%, 营收复合增速约 9.5%; 中端啤酒持续扩容, 预计未来三年年均销量增长 4.8%, 吨价提升约 2%, 营收复合增速约 6.8%; 低端啤酒量跌价稳, 预计未来三年年均销量下降 3.9%, 吨价提升约 0.7%, 营收复合增速约-3.2%。产品结构升级成为行业大趋势, 未来三年高端啤酒营收仍有 30%以上增长空间。

表 5: 各档次啤酒量价空间测算

	2020 年	整体占比	2023E	整体占比	年均复合增速	累计增长
高端啤酒 (终端: 8 元以上)						
销量 (万吨)	670	20%	820	23%	7.0%	22.4%
单价 (元/吨)	7000		7500		2.3%	7.1%
销售额 (亿元)	469	38%	615	43%	9.5%	31.1%
中端啤酒 (终端: 5-8 元)						
销量 (万吨)	1131	33%	1300	37%	4.8%	14.9%
单价 (元/吨)	3300		3500		2.0%	6.1%
销售额 (亿元)	373	30%	455	32%	6.8%	21.9%
低端啤酒 (终端: 5 元以下)						
销量 (万吨)	1610	47%	1430	40%	-3.9%	-11.2%
单价 (元/吨)	2400		2450		0.7%	2.1%
销售额 (亿元)	386	31%	350	25%	-3.2%	-9.3%
合计						
销量 (万吨)	3411		3550		1.3%	4.1%
行业吨价 (元/吨)	3602		4001		3.6%	11.1%
销售额 (亿元)	1229		1420		5.0%	15.6%

数据来源: 公司公告, 渠道调研, 西南证券整理

品牌策略精简集中, 产品矩阵推陈出新。随着高端化成为行业共识, 各大啤酒商在品牌策略和产品矩阵方面都有所改变。品牌策略方面, 由于在过往全国化扩张过程中大肆收购地方品牌, 企业出现品牌体系臃肿, 营销重点分散等问题, 各企业品牌策略调整呈现出精简化

和集中化的特点。产品矩阵方面，消费升级大趋势下，消费者对于个性化高端啤酒的需求不断涌现，过去单一大单品畅销全国的盛况难以再现，因此各大啤酒商不断更新其高端产品线以满足消费者差异化需求，例如华润推出脸谱系列、马尔斯绿等高端啤酒，并于 2018 年收购喜力中国，进一步丰富其高端产品矩阵。

表 6：各啤酒企业品牌策略及高端占比

啤酒企业	青岛啤酒	华润啤酒	百威啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒
品牌策略	“1+1”品牌策略：全国性主品牌（青岛）+区域性地方品牌（崂山等）	“4+4”品牌矩阵：国产高端品牌+国际高端品牌（喜力）	多层次品牌矩阵：超高端国际品牌+核心品牌+实惠品牌（哈尔滨、雪津）	本地强势品牌（重庆、乌苏）+国际高端品牌（嘉士伯、1664）	“3+N”品牌策略：雪堡+纯生+珠江+特色品牌（N）
产品结构	高端/中端/低端 23%/27%/50%	高端/中端/低端 13%/32%/55%	高端/中端/低端 35%/25%/40%	高端/中端/低端 20%/60%/20%	高端/中端/低端(营收口径) 53%/37%/10%

数据来源：公司公告，渠道调研，西南证券整理

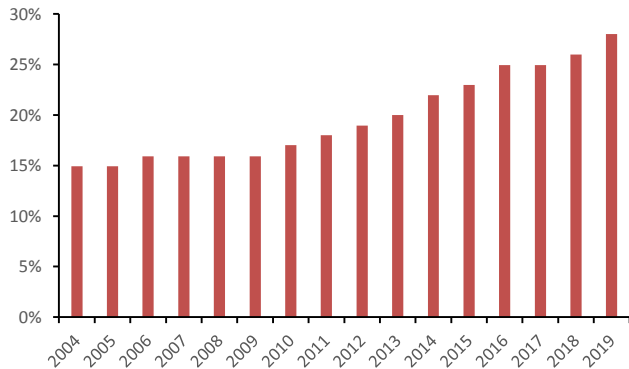
表 7：各啤酒企业产品矩阵

分类	价格	青岛啤酒	华润啤酒	燕京啤酒	重庆啤酒	珠江啤酒
超高端	12 元以上	琥珀拉格、百年之旅、奥古特、鸿运当头、皮尔森、IPA 精酿	黑狮白啤、拉维邦黑啤、老雪经典、喜力、脸谱系列、苏尔	原浆白啤、燕京八景、桂花精酿	1664 系列、嘉士伯、风花雪月、京 A 精酿、格林堡、布鲁克林	IPA 精酿、雪堡精酿系列
高端	8-12 元	青岛纯生、青岛 1903、全麦白啤、青岛黑啤	雪花纯生、马尔斯绿、喜力虎牌、匠心营造	燕京 U8、精酿白啤、燕京纯生、尚选红啤	重庆纯生、乐堡纯生、嘉士伯系列、乌苏	珠江 97 纯生、雪堡黄啤
中端	5-8 元	青岛经典、青岛 9 度	勇闯天涯、SuperX	燕京精品、无醇啤酒	重庆国宾、乐堡啤酒	珠江 0 度、9 度纯生
低端	5 元以下	崂山啤酒、汉斯啤酒	冰酷 9 度、清爽 8 度	漓泉啤酒、燕京 10 度	山城啤酒、33 系列	12 度原麦、金麦穗

数据来源：公司公告，京东商城，西南证券整理

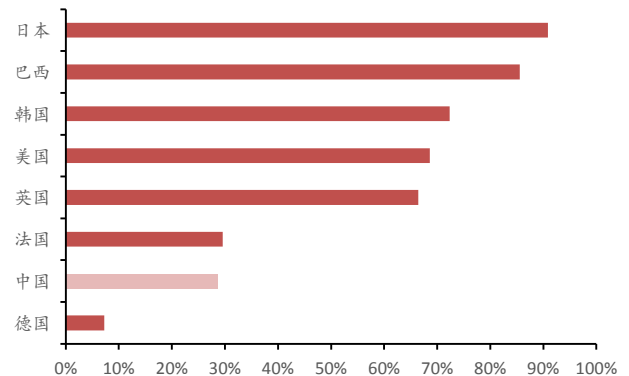
国内罐化率一直保持高速增长，与国外水平仍有较大差距。国内啤酒行业罐化率从 2004 年 15%提升到 2019 年 28%，近五年来年均保持两位数以上的增长率。罐化率提升主要得益于：1) 线上电商与线下便利店等非现饮渠道近年来发展迅速；2) 罐装毛利率高，各大酒企主动持续增加罐装产能；3) 传统流通渠道受疫情影响严重，2020 线上电商为代表的流通渠道占比显著提升，罐装啤酒需求显著提升。从国外主流啤酒市场来看，英美两国罐化率接近 70%，日本罐化率接近 90%，全球平均罐化率大约 50%；目前以国内不到 30%的罐化率来看，仍有大量提升空间。

图 43: 国内行业整体罐化率



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 44: 全球罐化率水平

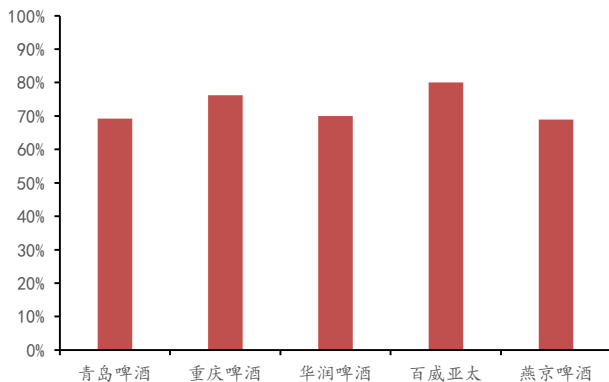


数据来源: 欧睿, 西南证券整理

2.3.4 产能优化正当时，关厂之风席卷行业

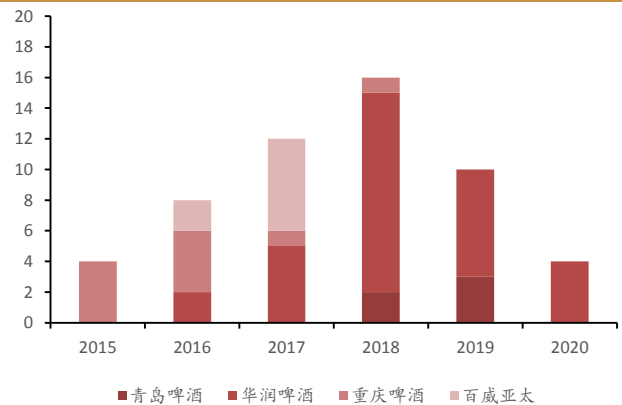
激进扩张积累落后产能，关厂增效成为龙头共识。头部啤酒商在过往的飞速扩张中，出现了产能增加但产能利用率不增反减的尴尬局面，且与百威亚太等国际巨头相比产能利用率差距较大。大举并购过程中累积的落后产能致使企业折旧占比较高，利润空间遭受挤占。在行业产能拐点已至增量空间所剩无几的情况下，各大啤酒商先后开启关厂增效之路优化低效产能，以期释放利润空间。

图 45: 各大啤酒企业产能利用率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (计算方法: 实际产能/设计产能)

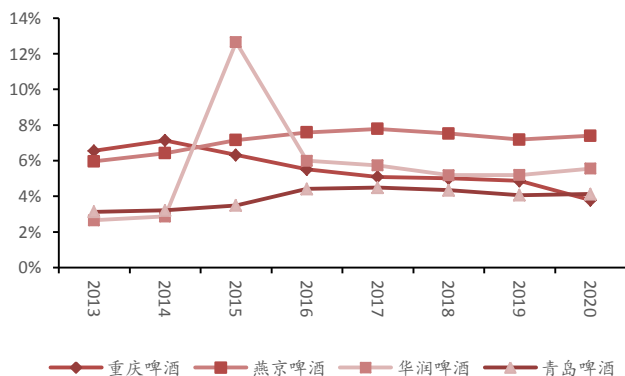
图 46: 各大啤酒企业关厂数量



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

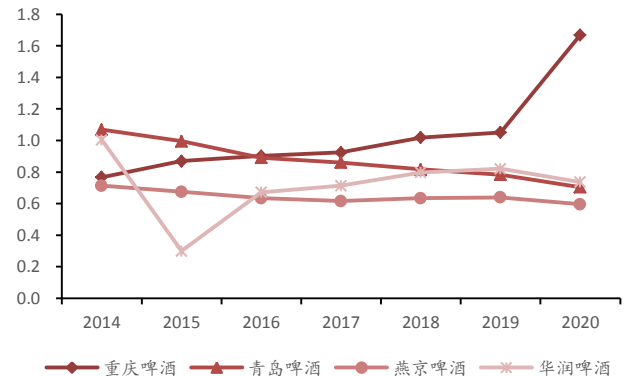
短期成本激增面临阵痛，长期盈利增强持续利好。执行关厂策略会在当期计提高额资产减值损失和大量职工安置费用，短期盈利能力下滑严重；但从长期角度，折旧与管理费用占比的显著降低得以帮助企业有效改善其盈利能力，提升估值空间。以重庆啤酒为例，2015年与2016共关闭8家啤酒厂，当期固定资产减值损失占营收比重较高，随后其管理费用率与折旧摊销占营收比重逐年下降。自2014年起重啤总资产周转率持续跃升，至2017年位居行业内第一并保持优势，关厂降费策略成效显著。

图 47: 重啤折旧摊销费用占比下降



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 48: 各企业总资产周转率对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 品牌、产品、渠道齐发力，三驾马车拉动增长

3.1 品牌端：百年积淀啤酒龙头，品牌建设四位一体

3.1.1 品牌传承逾百年，美誉流传海内外

公司品牌迄今已有 118 年历史，品牌优势得天独厚。公司前身是由德英两国商人于 1903 年合资在青岛创建的日耳曼啤酒青岛股份公司，而后日本赢得青岛战役接手青岛啤酒，直至 1949 年新中国成立收归国有。青岛啤酒自创立伊始即选用优质崂山矿泉水和坚守严苛的德国酿酒工艺，百年时间在国内揽下众多奖项，逐步从家喻户晓的民族品牌发展为享誉海外的国家名片，背后其优良的啤酒品质和厚重的品牌底蕴缺一不可。在啤酒行业逐渐从渠道驱动转型为品牌导向的当下，青岛啤酒百年积淀下的强大品牌力占据了得天独厚的竞争优势。

表 8: 青岛啤酒部分所获奖项

奖项类别	事件展示
国际奖项	1906 年荣获德国慕尼黑国际博览会金奖
	1981-1987 年间三获美国国际啤酒评比会冠军
	1991 年荣获比利时布鲁塞尔蒙顿国际评比大赛金质奖
	1993 荣获新加坡国际饮品博览会最高荣誉金奖
	1997 年荣获第 23 届国际金星奖——“杰出公司形象和质量国际金奖”
	2018、2019 年两获“世界啤酒锦标赛”金奖
国内奖项	1950 年荣获武汉市首届工业展览会优秀奖
	1963 年荣获全国评酒金质奖
	1984 年荣获轻工部颁发的质量金奖
	1988 年荣获中国食品博览会金质奖
	1991 年入选中国首批驰名商标
	2002 年荣获全国质量管理奖

数据来源: 公开资料, 西南证券整理

优质工艺与精良口感铸就青岛品牌硬实力。青岛啤酒在继承传统德式酿酒工艺基础上，运用现代一罐法的酿造工艺，在减少二氧化碳损失的同时增加酒体泡沫细腻程度；采用独特的低温长时间后贮技术，相较传统工业啤酒 2-3 周的发酵时间，青岛啤酒约六周的后熟虽然成本更高，但也带来了更高的发酵度，更加成熟稳定的风味，其酒花与麦芽香气也更突出。青岛品牌的有口皆碑，与公司对啤酒酿造始终如一的高标准要求相辅相成。

表 9：主流啤酒企业技术指标（以各品牌中档酒为例）

啤酒企业	酿造工艺	平均酿造时间（天）	原麦汁浓度	苦度（IBU）
青岛啤酒	两段法低温慢熟工艺	40	10° P	15
华润啤酒	动态煮沸工艺	19	8° P	10
百威啤酒	山毛榉木发酵工艺	30	9.7° P	12
燕京啤酒	二次添加酒花酵母工艺	20	10° P	18
重庆啤酒	进口丹麦酿造工艺	15	9.5° P	14

数据来源：Untappd，新浪网，糖酒网，佳酿网，京东商城，西南证券整理

3.1.2 以消费者为中心，品牌宣传卓有成效

深厚国货底蕴为纲，创新年轻营销为目，百年国潮正当时。啤酒作为深受年轻人喜爱的饮品，能否受到年轻消费群体的青睐将是品牌宣传的重中之重。公司坚定不移的开启年轻化、时尚化品牌营销之路，将品牌历史底蕴与创新年轻潮流完美融合，百年民族品牌“返老还童”。2019 年公司推出经典 1903 复古国潮包装，不仅在产品包装上复刻上世纪初青岛啤酒火爆海报的经典商标，同时在瓶身设计中添加现代时尚元素，突出青岛啤酒百年间一直勇立“潮”头的品牌形象，激发消费者怀旧情结与民族情感。2018 公司与天猫联手推出夜猫子系列啤酒，通过发布精心制作的《夜猫子的歌》以及 MV，与知名说唱歌手 ICE 合作等营销方式，结合激发年轻人情感共鸣的夜猫子形象，成为公司年轻化营销的经典案例。

图 49：青岛啤酒经典 1903 国潮复古罐



数据来源：闪电新闻，西南证券整理

图 50：青岛经典 1903 夜猫子啤酒



数据来源：数英网，西南证券整理

精简品牌体系，营销有的放矢。公司在过往十余年的全国化扩张并购过程中，将各大地区的强势本地品牌纳入了自己的品牌体系，为公司销量提升做出极大贡献。但在当下啤酒行业量增逻辑失效，低端啤酒利润空间微薄的情况下，集中营销资源发展中高端产品已成为行业共识。公司不断进行品牌体系瘦身，逐步将各区域品牌（汉斯、山水等）抽离核心品牌策略，为公司未来实现产品结构优化升级提供品牌端的支持。

图 51：青岛啤酒品牌策略变迁



数据来源：公司公告，西南证券整理

四位一体增添营销厚度，三维度发力拓宽宣传广度。公司四位一体品牌推广模式意为以消费者为中心，通过品牌传播、产品销售、消费者互动、粉丝互动“四位一体”的营销方式，增强公司在品牌推广中与消费者联系的紧密程度。在改变传统营销仅有公司单方面输出的低效局面的同时，给予消费者沉浸式的消费体验。为此公司大力推进各式消费者互动平台的建设，线上层面公司在抖音、微博等主流平台均有超 40 万粉丝；线下层面公司持续举办各类活动，例如一年一度的青岛国际啤酒节已举办 30 届，青岛啤酒博物馆年均接待人次超 120 万，青岛 1903 酒吧目前全国已有 200 余家，公司中期目标为 500-800 家，长期目标在全国范围内运营超 1000 家 1903 酒吧。在传统营销方面，公司从“体育赛事、音乐营销、IP 联名”三个维度发力品牌塑造，多角度投放资源实现品牌价值的稳定输出。

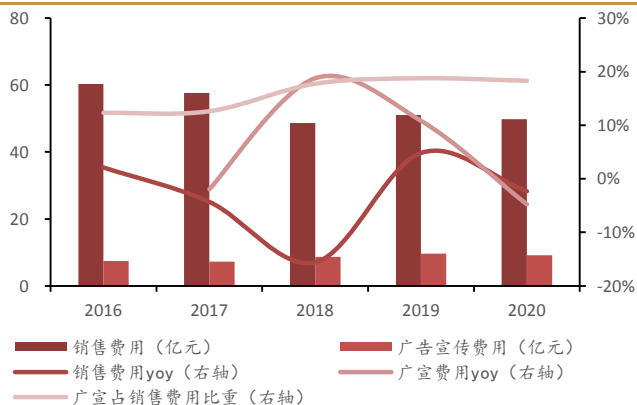
表 10：青岛啤酒传统营销案例

营销维度	时间	营销案例
体育赛事	2005	成为北京 2008 年奥运会官方赞助商
	2012	成为 CBA 联赛官方合作伙伴
	2013	成为亚冠联赛首家中国赞助商
	2018	成为北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方赞助商
音乐营销	2013	开启因“乐”而生夜场音乐派对全国巡演
	2017	赞助中国大学生音乐节，冠名“尖叫之夜”演唱会
	2019	独家冠名福建摩尔音乐节
	2020	独家冠名天空音乐节
IP 联名	2016	与“魔兽世界”IP 合作并推出专属魔兽罐
	2017	签约“战狼”“深夜食堂”两大 IP 并推出专属战狼罐和深夜罐
	2019	延续“夜猫子”IP，邀请华晨宇担任品牌大使
	2020	联合梵高超级 IP，推出限量珍藏全麦白啤罐

数据来源：公开资料，搜狐网，西南证券整理

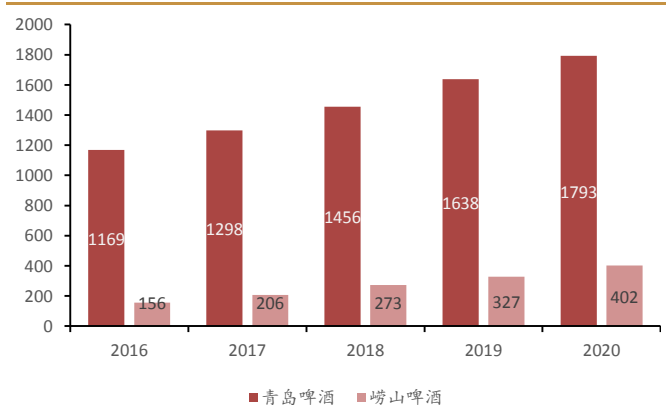
降费背景下广告宣传费用不减，品牌价值与日俱增。公司自 2017 年起开始降费提效，销售费用从 2016 年 60 亿元下降至 2019 年 51 亿元，三年复合下降率 5.4%。但销售费用优化并不影响公司在广告宣传方面的费用投放，广宣费由 2016 年 7.4 亿元增长至 2019 年 9.6 亿元，其中 2018、2019 年分别同比增加 19%和 11%，2020 年受疫情影响广宣费同比下降 5%。广宣费占比由 2016 年 12%提升至 2020 年 18%，持续不断的广宣费用投放帮助公司实现品牌价值的稳步上升。青岛啤酒 2020 年品牌价值高达 1793 亿元，且自 2003 年起公司品牌价值始终雄踞中国啤酒行业第一。

图 52：公司销售费用、广告宣传费用情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 53：公司品牌价值（亿元）



数据来源：世界品牌实验室，西南证券整理

3.2 产品端：产品矩阵优势显著，结构升级驱动增长

3.2.1 品牌组合定位清晰，产品储备完整丰富

主品牌青岛+第二品牌崂山，品牌组合定位清晰。青岛啤酒自 2016 年起将品牌组合精简，专注于“1+1”品牌策略，即青岛啤酒作为全国性主品牌，主要覆盖中端和高端产品；崂山啤酒作为全国性第二品牌，主要覆盖面向大众的低端啤酒系列；同时公司针对青岛主品牌提出了“1+1+N”的产品策略，即以纯生系+经典系两大拳头系列作为主力产品，带动其他新特高端产品例如奥古特、皮尔森、全麦白啤等共同发展。针对崂山品牌，公司则发力培育大单品。公司产品矩阵完整丰富，针对不同价格带均有强势产品布局，其中：

超高端（12 元以上）代表产品：奥古特、鸿运当头。公司超高端档次产品丰富，高端啤酒品类已接近 20 种。奥古特是青岛啤酒实行高端化后推出首只产品，于 2010 年上市，2020 年销量接近 10 万吨，占公司主品牌销量 3% 左右。鸿运当头于 2013 年推出，瓶身设计采用经典中国红以及传统祥云图案，极具高端辨识度。

高端（8-12 元）代表产品：青岛纯生、青岛 1903、全麦白啤。青岛纯生作为颇具消费者知名度的经典大单品，是青啤高端产品矩阵的中流砥柱，青岛纯生在整个啤酒行业纯生类别中拥有非常明显的领先优势。2020 年青岛纯生销量约为 100 万吨，占主品牌销量 25%，公司未来仍将继续发力纯生大单品，扩大其领先优势。青岛 1903 是公司于 2014 年推出的卡位 8 元价格带的新品，包装上采用经典设计并突出“1903”彰显青啤百年底蕴，2020 年实现销量约 15 万吨，占主品牌销量 4%。全麦白啤是公司针对高端啤酒细分品类于 2015 年所推出的高端啤酒，近年来增速远超预期，2020 年实现销量约 5 万吨，占主品牌销量的 2%。

中端（5-8 元）代表产品：青岛经典。青岛经典作为公司卡位中端价格带的畅销产品，已成为全国消费者的家喻户晓的啤酒大单品；同时经典系产品作为主品牌旗下两大主力产品之一，为公司发力腰部啤酒提供产品端支持。公司也计划逐渐以中端青岛经典对完成对低端其他品牌啤酒的替换。2020 年青岛经典累计销量约 250 万吨，约占主品牌销量比重 62%。

低端（2-5 元）代表产品：崂山啤酒、汉斯啤酒、银麦啤酒。崂山啤酒作为青岛啤酒全国性第二品牌，是青啤主打低端价格带的大单品。2020 年崂山啤酒共实现销量 310 万吨，

占整体销售量的 40%。汉斯啤酒和银麦啤酒作为公司在陕西和山东收购的本地知名品牌，在当地具有较高的消费者忠诚度；2020 年分别实现销量 60 万吨和 40 万吨，占公司主品牌以外啤酒销售量的 15%和 10%。

表 11：青岛啤酒产品矩阵

定位	价格带	产品	价格	规格	麦芽度
超高端	12 元以上	IPA 精酿	18.00	330ml	14.0
		逸品纯生	16.25	218ml	9.0
		琥珀拉格	21.58	330ml	13.8
		鸿运当头	14.83	355ml	11.0
		奥古特	13.78	500ml	12.0
		皮尔森	13.16	500ml	10.5
高端	8-12 元	青岛纯生	8.80	500ml	8.0
		经典 1903	8.00	500ml	10.0
		全麦白啤	8.25	500ml	10.0
中端	5-8 元	青岛经典	5.10	500ml	10.0
低端	2-5 元	崂山啤酒 9 度	4.00	500ml	9.0
		汉斯干啤	2.88	330ml	8.0
		银麦啤酒	4.54	330ml	8.0

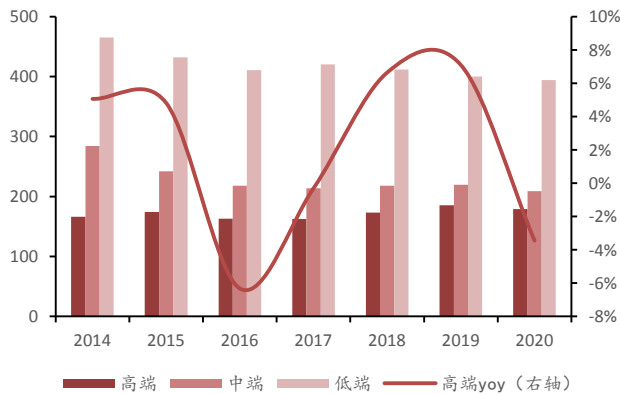
数据来源：公司公告，京东商城，西南证券整理

3.2.2 高端啤酒表现亮眼，整体吨价稳步提升

高端产品比重持续扩大，高端增速优于主品牌增速，高端化转型初见成效。公司自 2012 年实施高端化转型以来，不断加快向听装以及精酿啤酒为代表的高附加值产品的升级进程。受疫情影响，在 2020 上半年高端餐饮以及夜场等现饮渠道萎缩严重的情况下，高端产品仍表现优异。高端啤酒 2014 年至 2020 年间销量从 166 万吨提升至 179 万吨，近三年高端销量 CAGR 为 3.3%，其占整体销量比例也由 18%升至 23%，其中超高端产品（12 元以上）约占 2020 年总销量的 5%。2013 至今公司高端产品增速始终高于主品牌增速；高端啤酒在主品牌啤酒销量中的占比也从 2010 年 28%迅速增加至 2020 年 46%，公司高端化转型正稳步进行中。

中端产品比重略微下滑，低端产品比重保持稳定，产品结构升级仍有空间。从销量结构上看，中端产品（5-8 元）占比逐步下降，从 2014 年 31%下滑至 2020 年 27%。低端产品（2-5 元）占比保持稳定，由 2014 年 51%降至 2020 年 50%。从目标消费群体来看，中端产品所针对的 5-8 元价格带的消费者对啤酒品质有较高的要求，且其购买力优于对价格十分敏感的低端价格带消费者。在推广高端啤酒的过程中，大量潜在高端啤酒消费者是由原中端啤酒目标群体升级转化而来，中端产品受高端啤酒影响而出现占比下滑。另一方面，对于占比过半的低端啤酒，公司多采取例如更换包装和以听装代替瓶装等被动提价方式，积极推进低端产品结构升级。

图 54：2014 年以来各档次产品销量（万吨）以及高端增速



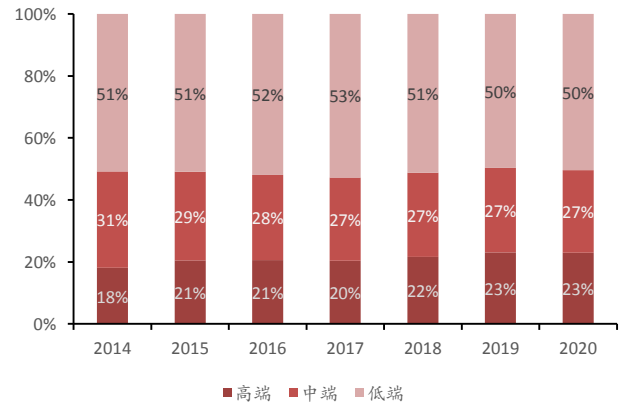
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 56：2011 年以来高端产品以及主品牌增速



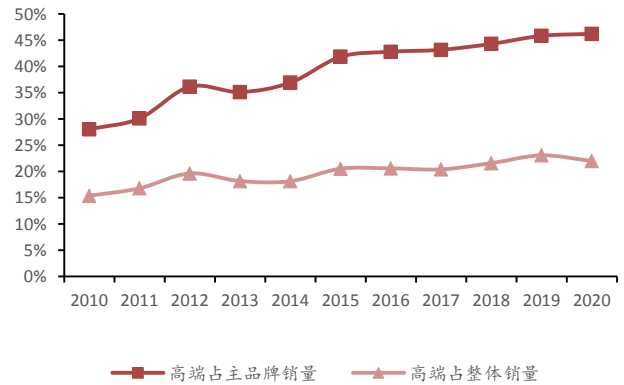
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 55：公司 2014 年以来高中低端产品占比（销量口径）



数据来源：公司公告，西南证券整理

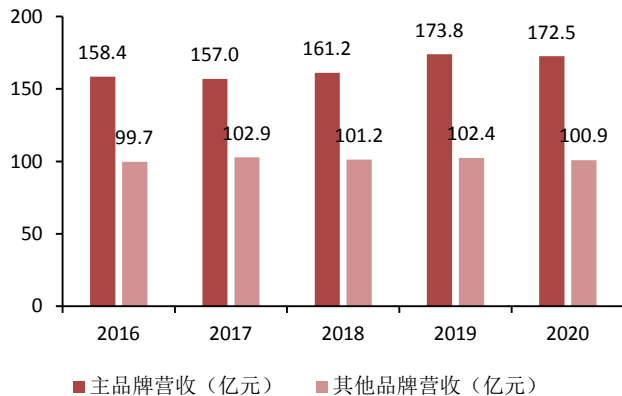
图 57：2010 年以来高端产品在主品牌以及整体销量中占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

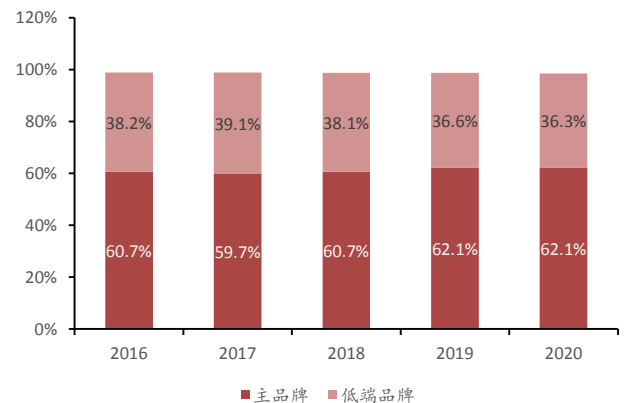
中高端营收占比持续上行，收入贡献已逾六成。公司主品牌包括定位中端及以上的产品，而其他品牌包含崂山等定位低端的地方品牌啤酒。2020 年主品牌实现营收 172.5 亿元，同比下降 1%，三年复合增长率 3%；同期其他品牌实现营收 100.9 亿元，同比下降 1%。从整体营收结构来看，主品牌在与其他品牌销量几乎相同的情况下，2020 年主品牌对收入的贡献比其他品牌贡献高出 70%，显示出以中高端为主的主品牌盈利能力显著强于以低端为主的其他品牌，产品结构优化已见成效。

图 58: 2016 年以来各品牌营收



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

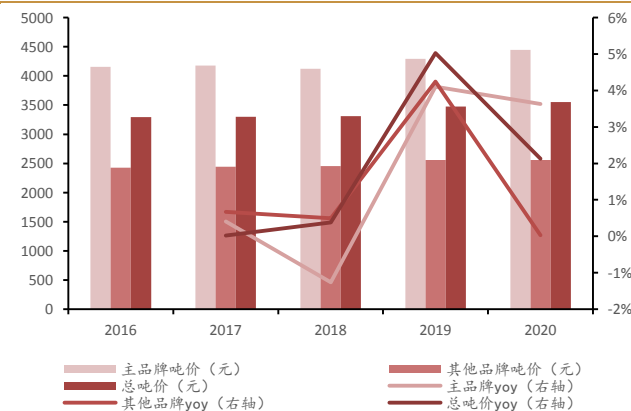
图 59: 2016 年以来不同品牌营收占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

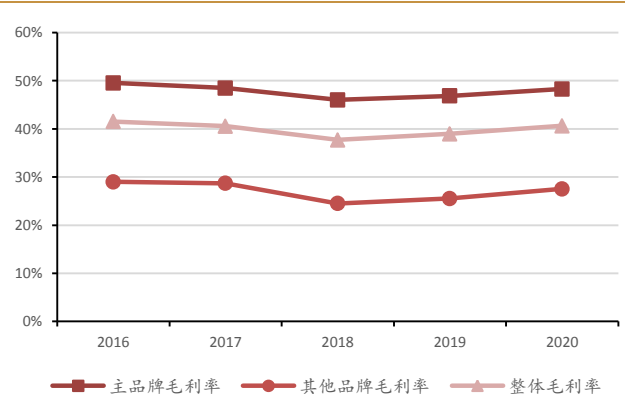
整体吨价稳中有升, 主品牌吨价与毛利率占优。公司自 2017 年确立“1+1”双品牌聚焦策略后, 不断优化产品结构, 逐步用中高端青岛品牌取代低端其他品牌。公司整体吨价自 2015 年 3259 元提升至 2020 年 3550 元, 五年复合增长率 2.5%; 主品牌吨价 2020 年达到 4447 元, 远超行业平均吨价水平, 与百威亚太吨价相近。毛利率方面, 2020 年主品牌毛利率为 48%, 比其他品牌毛利率高出 21%。未来伴随公司推进产品结构升级, 预计整体毛利率将随主品牌占比提高而保持上行。

图 60: 2016 年以来各品牌吨价及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

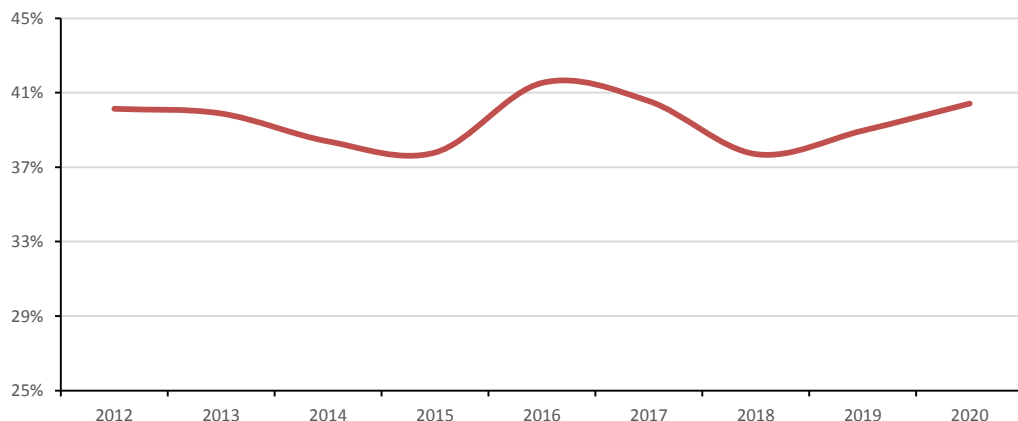
图 61: 2016 年以来各品牌毛利率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

毛利率水平基本保持平稳, 产品盈利能力稳定。2014-2015 年受行业性减产影响, 毛利率呈下滑趋势; 2016 年毛利率提升明显的原因系公司收购上海投资公司, 交易模式由外购模式变为内部交易带动营业成本大幅下降; 2018 年因上游原材料普遍涨价, 公司毛利率出现小幅下滑。公司自 2018 年开始大范围提价, 2019 年毛利率升至 39%。2020 年受疫情影响, 流通渠道相关营销费用降低的同时, 公司高端啤酒仍维持了较高增速, 推动 2020 年毛利率升至 40.4%。

图 62: 公司 2012 年以来毛利率水平



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2.3 产品结构升级路径明确, 罐化率提升驱动盈利高增

产品结构升级将成为公司未来业绩增长的主要驱动力。当下行业已进入存量时代, 在整体销量难有较大增量空间的现状下, 未来利润端的增长将取决于存量产品的升级情况。公司未来将从高端扩容、低端升级以及罐化率提升三个方面推进整体产品结构的升级:

➤ 高端啤酒扩容稳扎稳打

产品、费用、产能三端发力, 未来高端放量可期: 1) 产品端: 公司持续推出新品完善高端产品矩阵, 满足消费者日趋差异化与个性化的需求, 2020 年共推出新品 22 款、储备产品 33 款; 2) 费用端: 加强对高端产品的费用倾斜, 预计 90% 左右营销、激励等相关费用将投放于高端啤酒; 渠道方面加强对经销商高端销量的考核, 以针对性返利鼓励经销商销售高端产品。3) 产能端: 持续增加高端产能投放以匹配消费者不断增加的高端啤酒需求, 公司后期新建产能均以高端产能为主。预计 2021 年公司高端产品销量增速将突破 10%, 主品牌销量增速将达到 8%。

图 63: 2020 年高端新品“琥珀拉格”



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 64: 2020 年高端新品“百年之旅”



数据来源: 搜狐网, 西南证券整理

高端占比持续提升助推整体吨价上行。目前公司以奥古特、经典 1903 为代表的高端啤酒吨价约已上探至 7000-8000 元区间，已经和百威、嘉士伯等国际啤酒巨头海外成熟市场吨价相差无几，但公司受庞大的低端啤酒销量拖累，整体吨价仅在 3500 元左右。目前公司吨价水平处于国内啤酒行业第三的位置，相较国际啤酒巨头亚太区吨价仍有 30% 左右提升空间。根据吨价对归母净利润的敏感性分析，在其他条件保持不变的情况下，若整体吨价提升 4%，销量提升 2%，则公司归母净利润提升 25% 至 28 亿元左右；若整体吨价提升至 4500 元国际巨头水平，则公司归母净利润有望翻倍至 50 亿元左右。

表 12：公司整体吨价及销量对 2021 年归母净利润的影响测算（亿元）

2021 年公司整体归母净利润									
整体吨价		3550 (+0%)	3692 (+4%)	3834 (+8%)	3976 (+12%)	4118 (+16%)	4260 (+20%)	4402 (+24%)	4544 (+28%)
销量 (万吨)	782 (+0%)	23.30	26.52	29.74	32.97	36.19	39.41	42.64	45.86
	790 (+1%)	24.10	27.36	30.61	33.87	37.13	40.38	43.64	46.89
	798 (+2%)	24.91	28.20	31.48	34.77	38.06	41.35	44.64	47.92
	805 (+3%)	25.71	29.03	32.35	35.67	39.00	42.32	45.64	48.96
	813 (+4%)	26.52	29.87	33.23	36.58	39.93	43.28	46.63	49.99
	821 (+5%)	27.33	30.71	34.10	37.48	40.86	44.25	47.63	51.02
	829 (+6%)	28.13	31.55	34.97	38.38	41.80	45.22	48.63	52.05

数据来源：公司公告，西南证券整理

➤ 低端升级潜力不可小觑

低端销量占比过半，短期仍将维持较高销量。2020 年公司其他品牌销量占比为 50%，贡献 37% 营收。自 2015 年起，公司低端产品的销量呈现缓慢下降趋势，年均下滑 3% 左右。尽管高端化已成为行业主流趋势，但对于全国性大体量啤酒企业，高端化转型需要 3-5 年时间，短期来看低端产品仍将继续维持较高销量：**1）消费者对本地品牌忠诚度较高**，公司低端产品主要集中于崂山、汉斯等区域品牌，已形成大量忠实消费者；**2）低端啤酒主流消费群体价格敏感度高**，对啤酒质量的要求远低于对价格的要求，强行提价会导致大量消费者流失；**3）公司低端啤酒主要在华北地区销售**，人均收入低于经济更发达的华东、华南地区。公司针对低端产品结构升级主要采用间接提价，即以听装代替瓶装或减量不减价等方式，公司去年已上新 4 款听装崂山，2021 年还将继续推出四款崂山听装；公司规划听装崂山销量在 3-5 年内超过崂山品牌整体销量的 50%。

图 65: 听装崂山新品“唠友记”



数据来源: 京东商城, 西南证券整理

图 66: 听装崂山新品“玩啤”



数据来源: 搜狐网, 西南证券整理

低端产品升级对盈利贡献可观, 升级潜力不容小觑。2020 年公司其他品牌毛利率同比提升 2pp 至 27.5%, 低端产品盈利能力正持续改善中。根据其他品牌对 2021 年公司整体归母净利润的敏感性分析, 在保持其他相关条件不变的情况下, 若 2021 年其他品牌毛利率增加 3%, 销量下降 1%, 则 2021 年公司整体归母净利润将提升约 2 亿元至 24.4 亿元, 同比提升约 10%。

表 13: 其他品牌毛利率及销量对 2021 年归母净利润的影响测算 (亿元)

2021 年公司整体归母净利润									
其他品牌毛利率		24.5%	25.5%	26.5%	27.5%	28.5%	29.5%	30.5%	31.5%
销量 (万吨)	-3.0%	19.74	20.45	21.15	21.85	22.56	23.26	23.96	24.66
	-2.0%	19.92	20.63	21.34	22.05	22.76	23.47	24.18	24.89
	-1.0%	20.10	20.82	21.53	22.25	22.97	23.69	24.40	25.12
	394(0%)	20.28	21.00	21.73	22.45	23.18	23.90	24.62	25.35
	+1.0%	20.46	21.19	21.92	22.65	23.38	24.11	24.85	25.58
	+2.0%	20.63	21.37	22.11	22.85	23.59	24.33	25.07	25.81
	+3.0%	20.81	21.56	22.30	23.05	23.80	24.54	25.29	26.04

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

罐化率提升驱动盈利高增

听装产品毛利率显著优于瓶装, 罐化率已成为啤酒企业利润提升关键因素。从成本端来看, 单只易拉罐的成本约为 0.5 元, 单个玻璃瓶成本在 1 元左右, 但是在经过 7-8 次回收后, 玻瓶与拉罐成本上并无差别。但在销售端方面: 1) **罐装定价更高**: 一级经销商听装啤酒拿货价格约比瓶装高出 20%, 而在便利店等终端内两者价差更高, 约在 30% 以上; 并且流通渠道中罐装产品可以拆开按听售卖, 相较瓶装啤酒按箱售卖的价格高出近 15%; 2) **瓶装收入相对更低**: 瓶装啤酒在给经销商的价格中需要扣除玻璃瓶自身的价格; 3) **罐装运输成本更低**: 听装啤酒重量更轻, 运输费用更低且易于储存; 4000 箱玻瓶啤酒与 7000 箱听装重量相同。综合各种因素, 听装啤酒毛利率比瓶装啤酒高约 15%-20%, 目前行业内玻瓶啤酒毛利率在 35% 左右, 而罐装啤酒毛利率接近 50%。

公司罐化布局时间早，先发优势明显。公司听装酒布局最早开始于 2014 年，主要规划可分为三个方向：1) 听装扩容：传统听装酒容量为 330ml，相比传统瓶装酒 500ml 容量稍小，公司罐化重心转向 500ml 大瓶听装啤酒，利润贡献更高；2) 全产品线覆盖：公司目前全产品线已实现听装酒与瓶装酒同类产品的上市；3) 增加罐化产能：公司后期新建的 100 万吨产能，罐装占比超 70%。公司罐化布局时间明显早于主要竞争对手，近年来公司把握住便利店和夜场快速发展的机遇，在 KA 和流通渠道中攫取了大量听装酒市场份额。

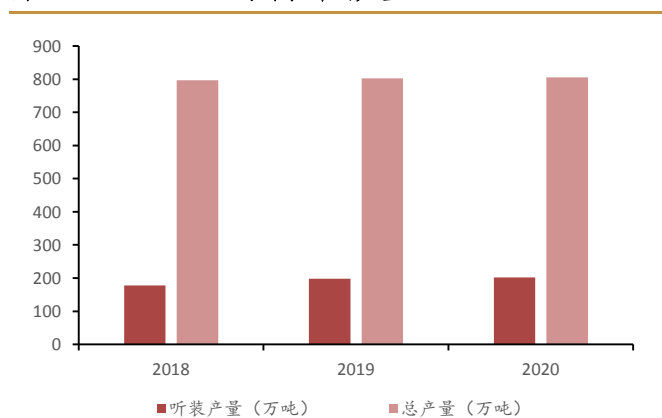
表 14：公司罐装产能布局情况

时间	听装产能布局情况
2017 年 5 月	青岛啤酒（应承）有限公司 2.4 万听/小时听装啤酒生产线正式投产
2018 年 4 月	青岛啤酒（扬州）有限公司 2.4 万听/小时听装啤酒生产线正式投产 青岛啤酒（珠海）有限公司 2.4 万听/小时听装啤酒生产线正式投产
2018 年 5 月	青岛啤酒（太原）有限公司 3.6 万听/小时听装啤酒生产线正式投产
2018 年 6 月	青岛啤酒（马鞍山）有限公司 3.6 万听/小时听装啤酒生产线正式投产
2019 年 7 月	青岛啤酒（日照）有限公司 3.6 万听/小时听装啤酒生产线正式投产
2019 年 8 月	青岛啤酒（张家口）有限公司 2.4 万听/小时听装啤酒生产线正式投产

数据来源：公司公告，中安在线，新浪财经，中国国际啤酒网，西南证券整理

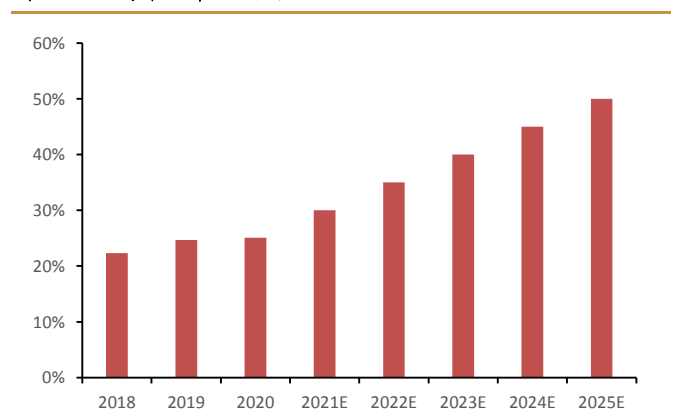
听装产品产量稳步上升，罐化带来利润释放可期。在 2020 年公司整体销量下滑 3.7% 的前提下，实现听装啤酒产量约 200 万吨，同比提升 5.7%，目前公司罐化率约为 25%，处于行业平均水平。随着公司罐装产能的持续补充，公司 2019 年提出未来每年提升约 5% 罐化率，5 年之内提升至 50% 左右的目标，为公司利润持续释放提供动力。

图 67：2018-2020 公司听装啤酒产量



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 68：公司罐化率及预测



数据来源：公司公告，西南证券整理

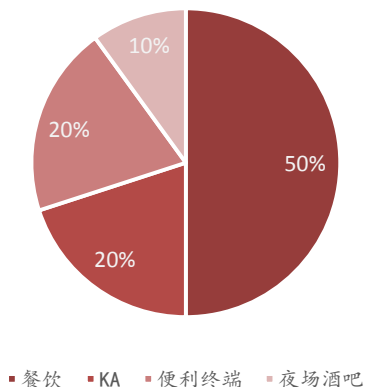
3.3 渠道端：渠道策略粗中有细，市场聚焦“一纵一横”

3.3.1 渠道策略：“大客户+微观运营”，因地制宜布局全国

公司现饮渠道约占六成，易于产品结构升级。现饮渠道中餐饮渠道约 50%，酒吧等夜场渠道约 10%；非现饮渠道中，KA 与便利终端约各占 20%。与行业对比，公司现饮渠道占比

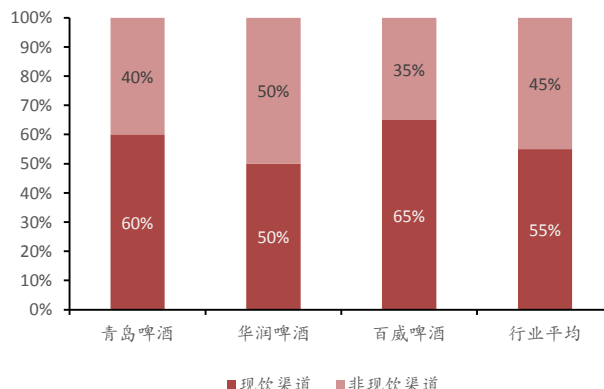
高于华润啤酒 50%和行业平均 55%的水平。现饮渠道中啤酒产品加价率更高且消费者价格敏感程度更低，更有利于公司产品结构优化的实施。

图 69：公司渠道结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

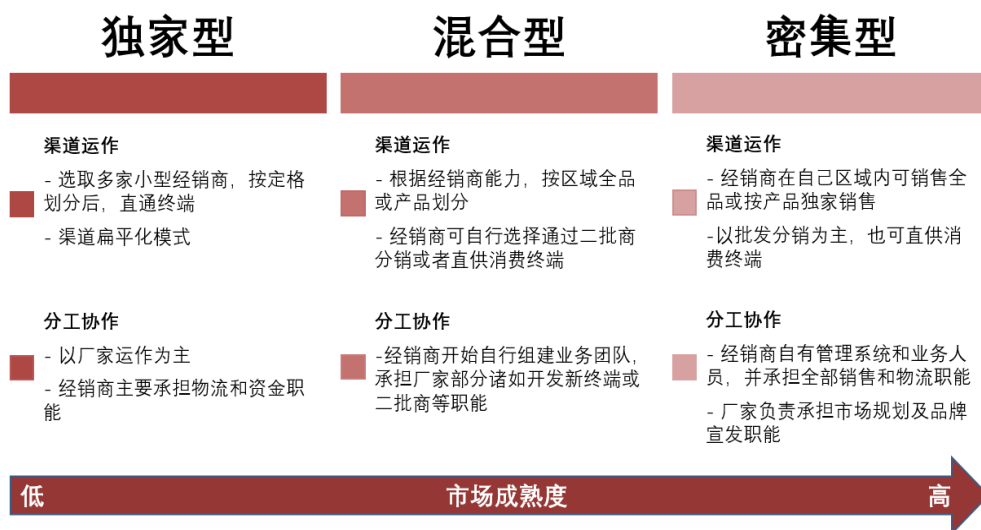
图 70：行业渠道结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

根据不同市场占有率，因势利导制订渠道策略。按照不同市场下自身品牌占有率和经销商能力，公司渠道模式按照市场成熟度从高到低可分为“密集型”、“混合型”、“独家型”三种。在市占率 60%以上的优势成熟市场，单个大客户能力不足以覆盖整个市场需求，公司多采用深度分销模式与众多包括大客户在内的分销商合作，即“密集型”渠道模式。在市占率 30%-60%的中等竞争市场，公司采用“混合型”渠道模式，公司对于经销商的干涉相较成熟市场更少，例如单个二批商负责配送终端数量会高出 50%以上。对于市占率低于 30%的初期市场，公司采用“独家型”渠道模式，借助大商自身的营销资源与区域优势提升产品市占率。

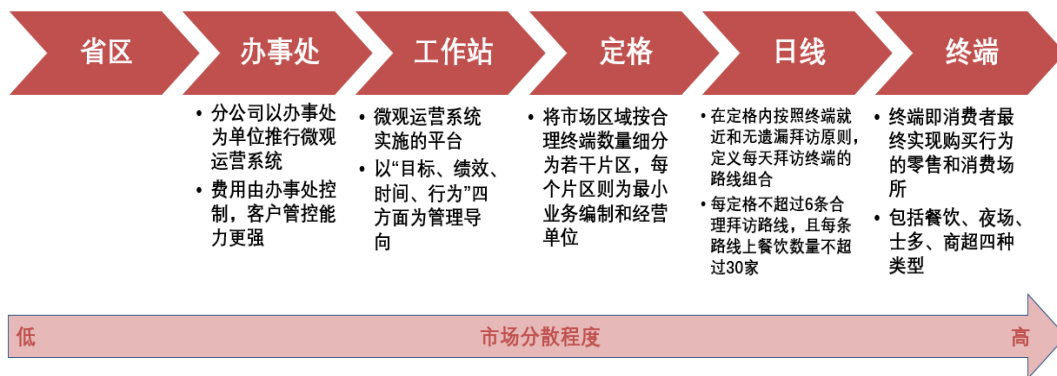
图 71：公司不同渠道模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

“大客户+微观运营”粗中有细，降费同时提升终端掌控力。大客户模式指公司在营销过程中，主动选择并培养客户使其成长为特定区域内的大客户，借助大客户在资金、人力和社会关系等当地资源优势，减少公司销售人员和销售费用的投放。微观运营则是公司通过办事处对一线销售业务员进行目标行动指引和绩效追溯，例如地区办事处要求片区业代定期拜访销售终端并完成反馈考核，有效加强公司对渠道的管控。公司自 2008 年正式确立“大客户+微观运营”模式并沿用至今，将传统意义上管理较为粗放的大商制与微观层面上的精细运营有机结合，帮助公司在渠道经营中降低渠道费用的同时增强渠道掌控力，形成竞争优势。

图 72：公司微观运营体系

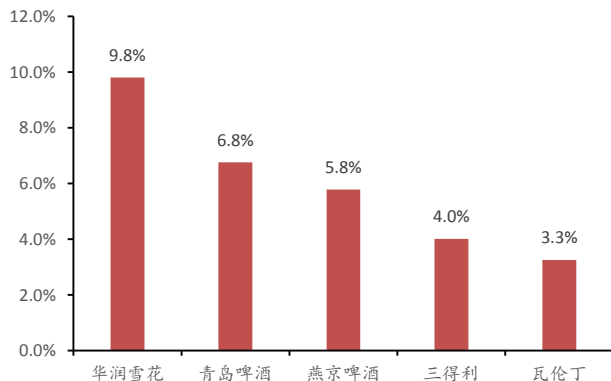


数据来源：公司公告，西南证券整理

重视渠道创新，构建立体渠道。公司在专注传统渠道的同时，长期重视互联网发展中涌现的各式新兴渠道并积极进行布局。早在 2014 年公司率先在淘宝京东等第三方平台开设官方旗舰店，同年“青岛啤酒官方商城”上线微信商城，成为首家布局移动购物领域的中国啤酒企业。2015 年公司上线移动端“青岛快购”APP，建立了啤酒行业首家 O2O 平台，目前青啤快购 APP 已覆盖全国 40 多个城市。公司在业内已率先构建起“网上超市+官方旗舰店+授权分销专营店+微信商城”的电商渠道体系，并搭建起“电商+门店+厂家直销”的立体销售平台。

根据京东联合 21 世纪经济研究院发布的 2017/2018 年《线上酒业消费报告》，青岛啤酒已连续两年位居京东平台线上啤酒销量前二；中国市场信息调查业协会发布的《2019 第一季度啤酒线上市场分析》显示，青岛啤酒在 2019 年一季度线上 500ml 装啤酒销量排名第二，以总销量计则公司排名第三。公司通过积极创新开拓新兴渠道，不断满足互联网时代下消费者日新月异的消费需求。

图 73：2019 第一季度啤酒线上销量占比：500ml 装



数据来源：中国市场信息调查业协会，西南证券整理

图 74：2016 与 2017 年京东线上啤酒销量排行



数据来源：京东 BD 研究院，西南证券整理

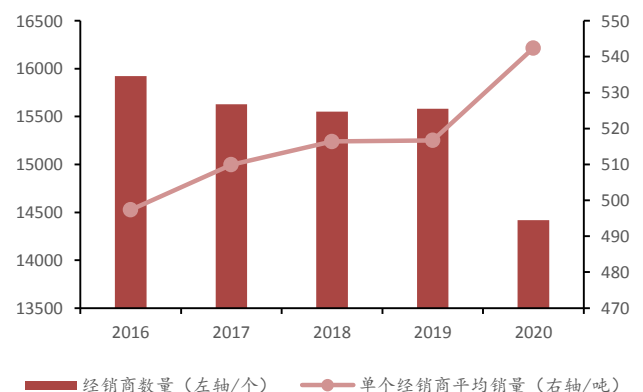
经销商考核细化，渠道费用投放精准。公司自 2017 年起开始针对高端升级改革考核机制，主要体现在 1) **销量考核细化**：从以往只考核总销量变为分低端、中端、高端以及超高端四档进行考核；2) **费用投放精准化**：逐步取消对低端产品的费用支持，并加强对高端产品的费用倾斜，例如对纯生以上的高端产品渠道返利力度加大。另一方面，公司逐步精简经销商数量，2020 年经销商数量同比下降 7%，2020 年单个经销商销量同比提升 5%，经销商运营效率得到进一步优化。

图 75：公司经销商考核方面



数据来源：渠道调研，西南证券整理

图 76：经销商数量与单个经销商覆盖销量

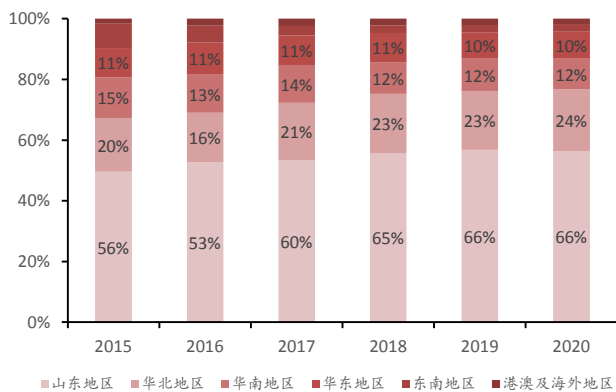


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3.2 市场策略：基地市场保驾护航，一纵一横崭露锋芒

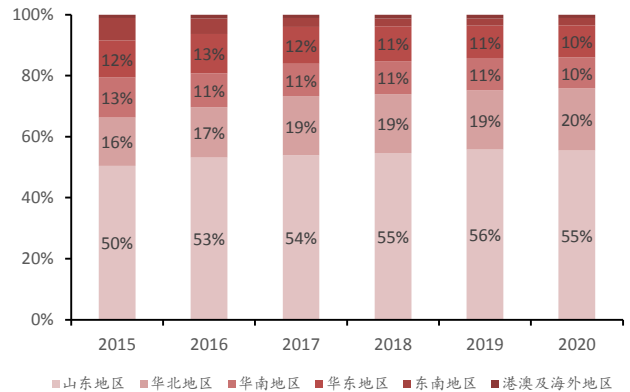
集中市场策略，专注优势区域。随着啤酒行业竞争格局趋向稳定，过往跑马圈地+多点开花式全国性扩张策略不再适应当前情况，行业追求从销量转为利润。自 2015 年起公司实施聚焦区域市场的策略，着力发展传统优势区域。通过建设沿海沿黄河战略带，构建“一纵一横”战略市场布局。沿黄战略带主要包括甘肃、陕西、山西以及河北等公司传统强势的北方市场；沿海战略带则包括华东、华南以及东南等公司长期布局的沿海市场。2018 年公司提出大力发展城市基地市场圈，依托核心山东基地市场，以点带面辐射带动环山东周边市场的增长。在行业增量空间所剩无几的形势下，公司及时调整市场重心倾向，集中资源深耕渠道和市占率占优的传统优势区域，在当下进入存量博弈的啤酒市场竞争中占得先机。

图 77: 公司各区域营收结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (不考虑分部间抵销额)

图 78: 公司各区域销量结构

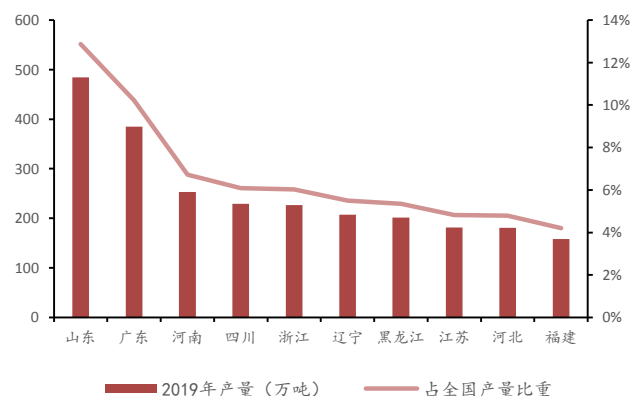


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (不考虑分部间抵销额)

➤ 做深山东基地市场圈

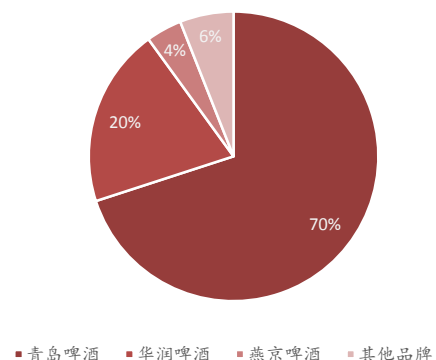
山东地区作为公司核心基地市场, 营收销量贡献过半。山东是我国啤酒生产第一大省, 2019 年啤酒产量为 484 万吨, 占全国啤酒产量的 13%。2020 年公司在山东实现啤酒销量 514 万吨, 收入 183 亿元, 分别占公司整体销量和收入的 56% 和 66%。公司深耕山东地区多年, 市场占有率已超 70%, 在省内占据绝对优势地位。

图 79: 2019 年全国产量排名前十省份啤酒产量



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

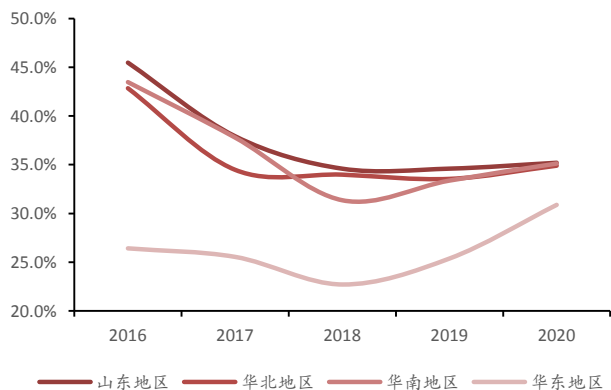
图 80: 山东地区啤酒市场竞争格局



数据来源: 渠道调研, 西南证券整理

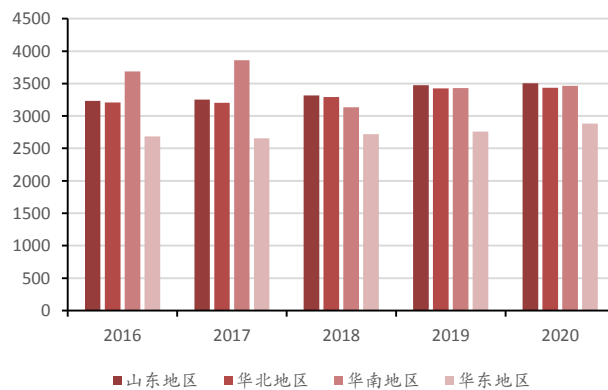
盈利能力突出, 高端化进程领先。2020 年山东地区吨价为 3505 元/吨, 同比去年上升 1%, 且均高于其他地区吨价; 毛利率为 35.2%, 略高于公司其他地区毛利水平。盈利能力方面, 山东地区 2020 年实现净利润 13 亿元, 贡献 59.6% 净利润, 盈利能力远超其他地区。产品结构方面, 山东地区高端啤酒约占 5% 左右, 中高端产品合计约占整体销量的 33%。随着公司未来加强对产品结构的优化升级, 预计山东地区盈利能力仍将持续上行。

图 81: 公司各地区毛利率



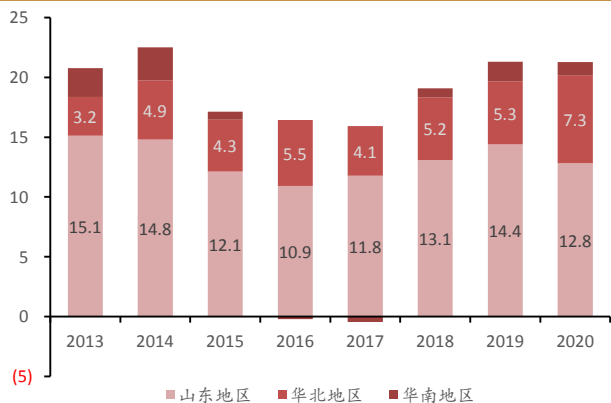
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 82: 公司各地区吨价 (元/吨)



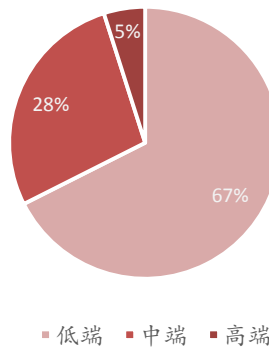
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 83: 公司主要市场净利润结构 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

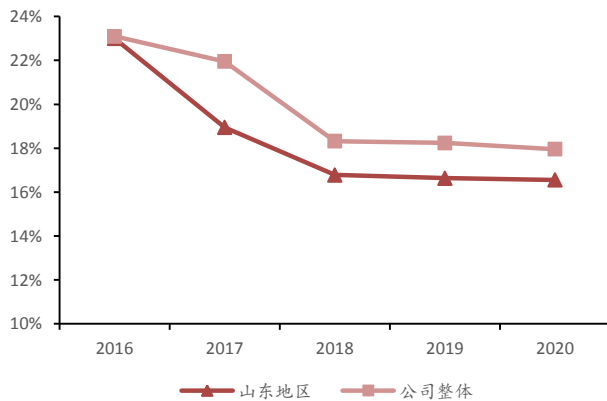
图 84: 山东市场产品结构 (销量口径)



数据来源: 渠道调研, 西南证券整理

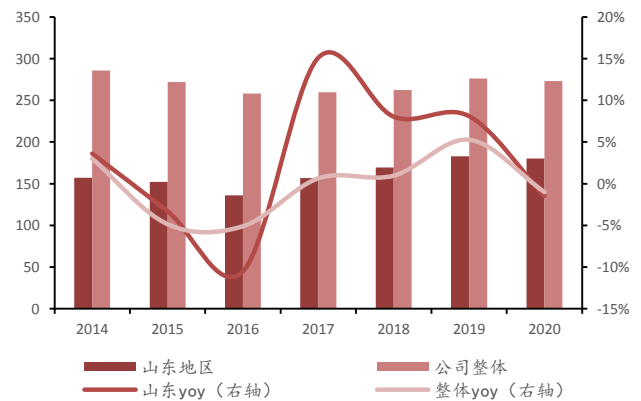
山东基地市场作为青啤的优质护城河, 具备以下核心竞争优势: **1) 成本端:** 运输费用低, 成本优势明显。啤酒销售半径小, 本地化工厂可以有效缩减高额的运输费用; **2) 品牌端:** 本地消费者对青岛品牌忠诚度高, 外来品牌难以与之抗衡; **3) 渠道端:** 青啤深耕基地市场数十年, 可以有效控制对经销商和销售费用的投放。山东地区销售费用率自 2017 年起持续下降, 但营收仍保持增长; **4) 收入端:** 山东基地作为利润池市场, 不仅贡献较多利润, 并且易于提价。提价一般先在基地市场实施, 随后逐渐辐射至周边省市。青啤在山东地区自 18 年起连续两次提价, 低端产品价格提升近 20%。随着公司继续实施做深山东基地市场圈的战略, 预计山东市场未来能为公司高端化转型和产品结构升级提供更大支持。

图 85: 山东地区与公司整体销售费用率对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 86: 山东地区与公司整体营收 (亿元) 及增速对比

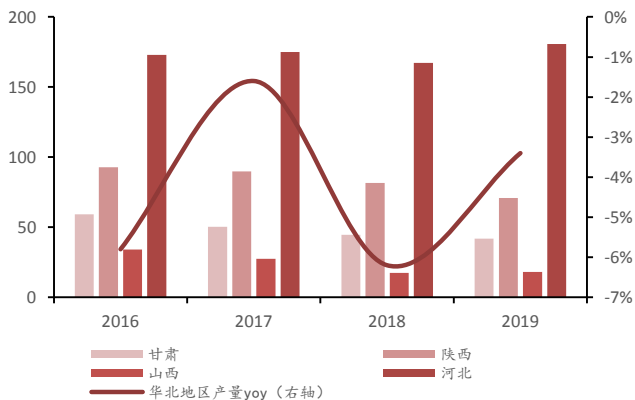


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

➤ 做强“沿黄”战略带

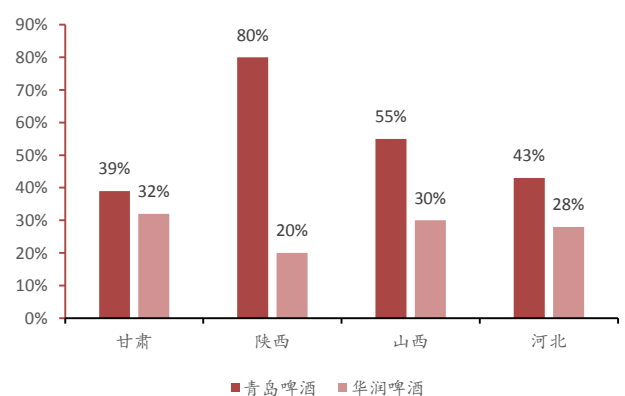
公司在华北地区具备传统优势, 市占率全面领先。“沿黄”市场带主要包括甘肃、陕西、山西以及河北等黄河流域城市, 公司布局华北多年, 在产能建设、渠道掌控等方面具备深厚底蕴。华北地区 2019 年啤酒产量实现 380 万吨, 同比下降 3%, 其占全国啤酒产量一直稳定在 10% 左右。公司在华北主要城市中市占率均排名第一, 其中在陕西和山西分别以约 80% 和 55% 的占有率确立了稳固的市场竞争优势。

图 87: 华北地区主要省份啤酒产量 (万吨) 及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

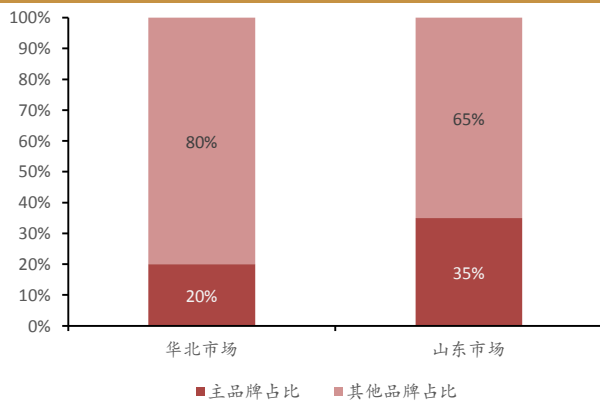
图 88: 华北主要省份市占率情况



数据来源: 渠道调研, 酒业家, 西南证券整理

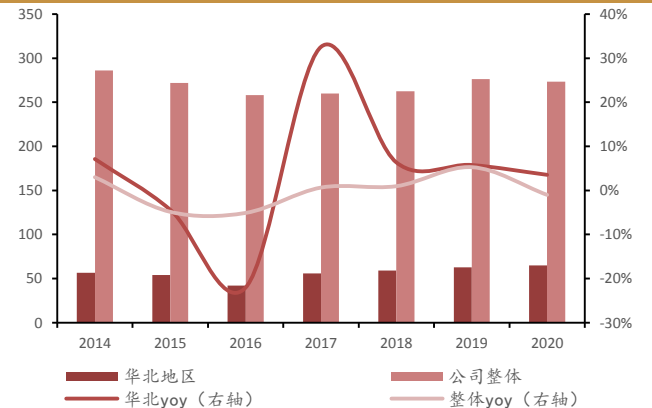
营收销量位居第二, 产品结构仍有广阔优化空间。华北地区 2020 年实现营收 65 亿元, 占公司总营收的 24%, 同比增长 4pp, 2016-2020 年复合增速 11%; 实现净利润 7.4 亿元, 贡献净利润同比提升 5pp 至 34%。伴随公司市场策略向沿黄城市群聚焦, 华北地区未来有望从优势市场转变为利润池市场。从销量结构上看, 华北地区 2020 年实现销量 189 万吨, 占总销量的 20%, 2016-2020 年复合增速 10% 左右; 华北市场销量快速提升主要由低端啤酒支撑, 低端品牌占比约为 80%。若公司将山东市场低端产品转型升级经验在沿黄战略带成功复制, 则在公司沿黄地区高销量基数下, 预期华北市场产品结构顺利升级将会给公司释放大量利润弹性。

图 89：华北地区和山东地区公司产品结构对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

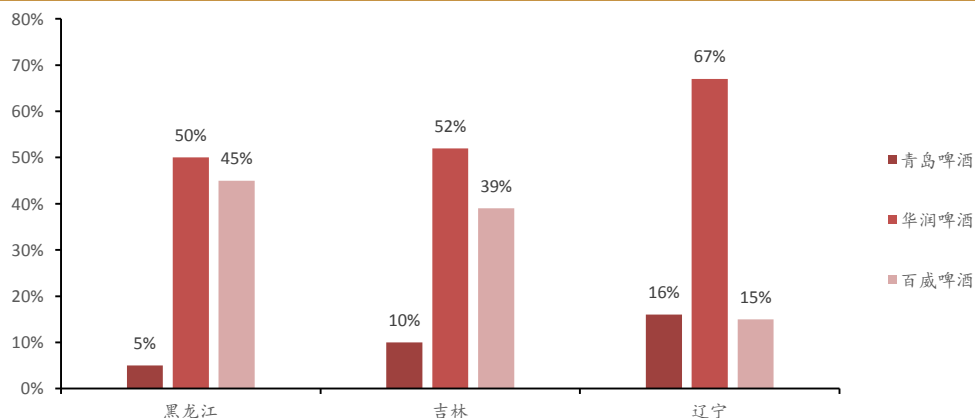
图 90：华北地区与公司整体营收（亿元）及增速对比



数据来源：渠道调研，西南证券整理

加强东北市场渗透，主动出击以攻代守。 华润啤酒近年来加强山东市场的渗透和侵蚀，山东地区华润啤酒占有率已从 10% 提升至 20% 左右。东北市场作为华润啤酒核心腹地，华润啤酒市占率在黑龙江三省均超 50%。面对华润进攻，公司加快发力东北市场，近两年在东北地区增速约在 15%-20%，2020 年公司在东北三省销量约在 70-80 万吨，占整体销量的 10% 左右。公司在东北优异表现的原因主要有 1) 华润近年在东北提价；2) 公司以中端产品进攻对手低端市场，价格相对占优；3) 依托山东优质产能，运输成本 and 产品质量均有优势。预计未来青啤在东北地区销量有望达到 100 万吨，市占率有望升至 20% 以上。

图 91：东北地区啤酒市场竞争格局

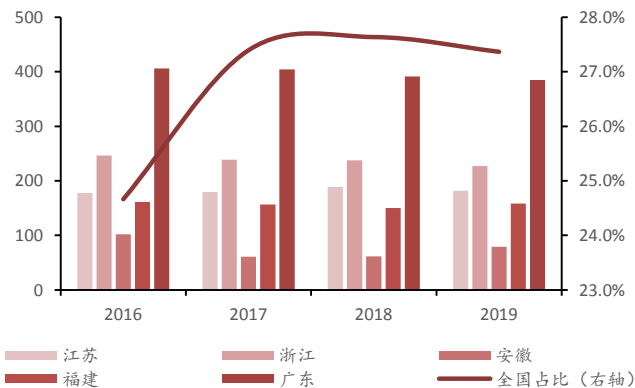


数据来源：酒业家，西南证券整理

➤ 做大“沿海”战略带

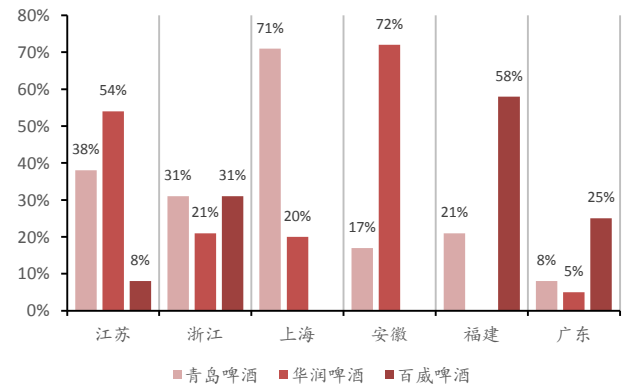
沿海城市群啤酒消费量大，各大品牌并驱争先。 公司沿海战略带包括以上海为核心的江浙皖，以及沿海的福建、广东。沿海五省 2019 年合计啤酒产量 1030 万吨，占全国产量的 27%。沿海城市消费者人均收入较高，十分有利于龙头企业推进高端化进程，因此各大酒企在华东竞争激烈。市场格局方面，公司在上海以 71% 市占率占据绝对优势，在江苏和浙江市占率也都位居前列，但与其他品牌差距较小。华润啤酒在安徽和江苏市占率均超过 50%，而福建则是百威啤酒的核心腹地，市占率约 58%。

图 92: 沿海五省啤酒产量 (万吨) 与合计占全国产量比重



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

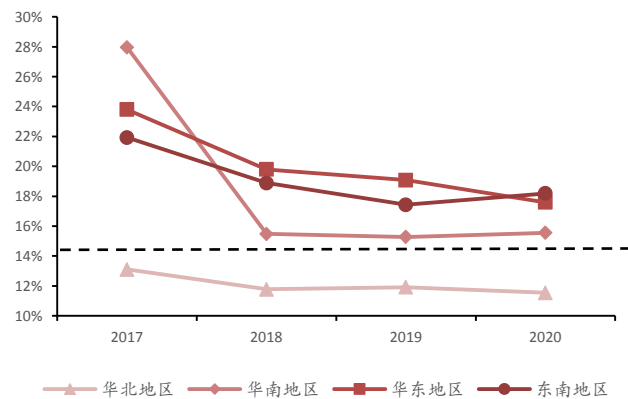
图 93: 沿海主要省份市场竞争格局



数据来源: 酒业家, 渠道调研, 西南证券整理

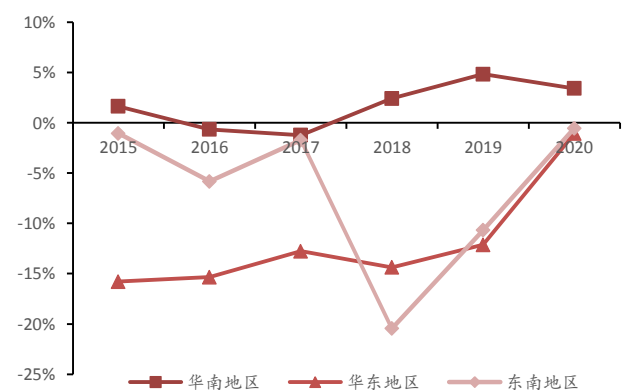
产品结构升级顺利, 降费盈利并驾齐驱。公司在沿海市场均以中高端产品为主, 低端啤酒已逐渐退出沿海市场带。青啤自 2018 年实施降费, 华南/华东/东南大区销售费用率分别从 2017 年的 28%/24%/22% 下降至 2020 年 16%/18%/17%, 两年内沿海三大区整体降费约 35%, 但与华北大区平均 12% 左右销售费用率相比还有 5% 左右的下降空间。从盈利能力来看, 华南大区自 2018 年扭亏为盈, 2020 年实现净利润 1.1 亿元; 华东和东南大区 2020 年虽仍处于亏损但额度显著收窄, 净亏损分别同比去年大幅减少 91% 和 95%。随着公司聚焦沿海市场带战略, 加之沿海地区均以中高端为主的良好产品结构, 预计公司未来沿海市场盈利水平将有大幅上行空间。

图 94: 沿黄市场与沿海市场销售费用率对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 95: 2015 年华南、华东、东南区域净利率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

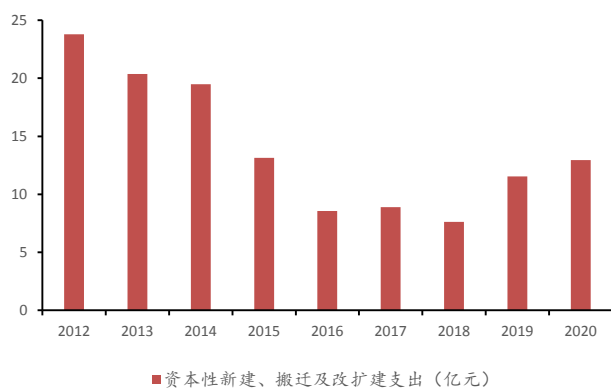
3.4 产能端: 优化低效产能, 提升经营效率

公司清理低效产能, 短期阵痛在所难免。公司计划自 2018 起五年内关闭十家工厂, 其中 2018 年关闭了芜湖、杨浦两家工厂, 2019 年公司关闭浙江台州等三家工厂, 2020 年疫情影响下公司响应国家号召暂缓关厂, 未来预计仍将继续关闭南方地区部分落后低效的小型工厂。关厂导致公司短期内计提高额资产减值损失和员工安置费用, 2018-2019 年公司资产减值损失分别激增至 1.4/1.2 亿元, 因解除劳动关系导致的辞退福利上升至 0.5/0.6 亿元, 两项费用合计约占净利润 13%/9%, 预计公司关厂阶段内公司关厂相关费用仍将维持较高水平。

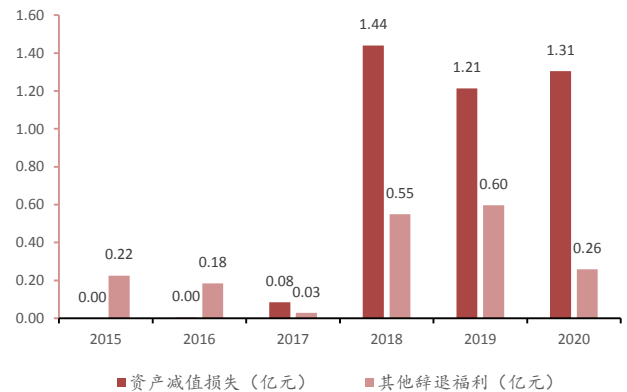
表 15: 公司关闭酒厂情况 (产能单位: 万千升)

时间	关闭酒厂名称	总设计产能	总实际产能
2017	取消收购河北嘉禾啤酒 50% 股权	1482	1,058
2018	安徽芜湖公司、上海杨浦公司	1408	987
2019	浙江台州公司、北京五星公司、福建漳州公司	1356	953

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

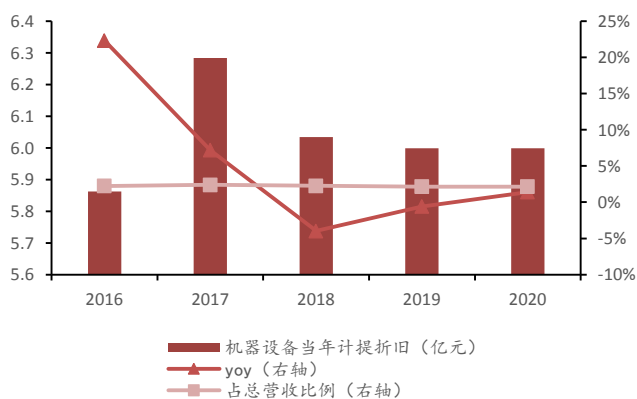
图 96: 公司资本性开支


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

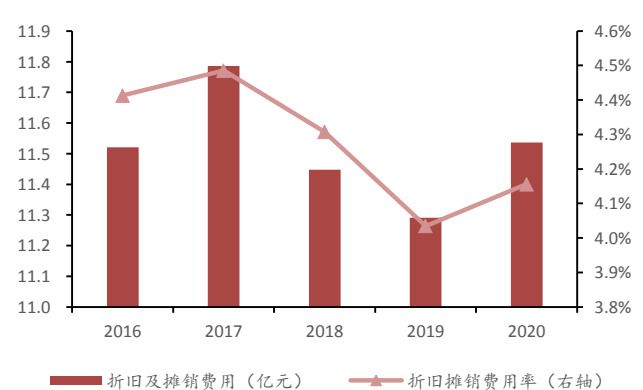
图 97: 资产减值损失与其他辞退福利计提额


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

经营效率持续向好, 关厂降费成效初显。低效产能剥离后, 公司机器设备折旧额 2018-2019 年间同比下降 4%/2%, 折旧及摊销费用率 2020 年相比 2017 年下降 0.4pp, 费用控制已见成效。产能利用率从 2017 年 71.5% 提升至 2020 年 81.5%, 公司经营效率持续改善。人员精简收效显著, 2020 年公司总员工数量相较 2017 年减少 5132 名, 其中生产人员与销售分别减少 1812/852 名; 人均创收实现 78 万, 同比上升 6%。伴随公司关厂计划继续实施, 关厂红利将在费用支出以及经营效率方面持续释放, 公司盈利仍有上行空间。

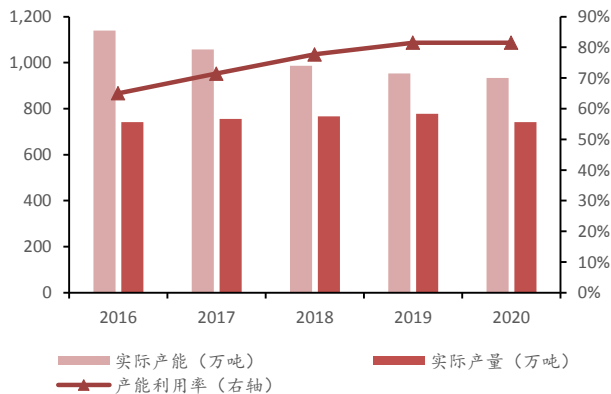
图 98: 机器设备当年计提折旧额


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 99: 折旧摊销费用及费用率


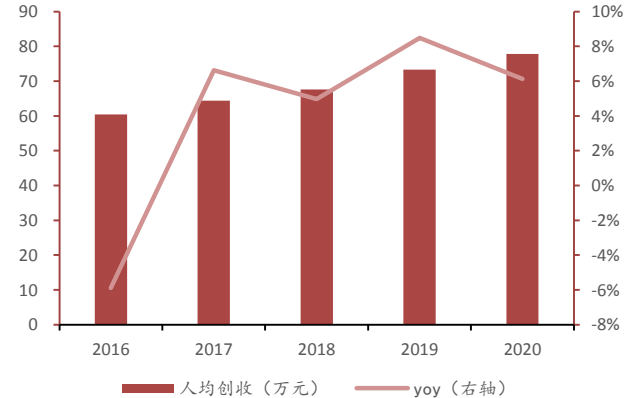
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 100: 公司实际产能、实际产量与产能利用率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (产能利用率=实际产量/实际产能)

图 101: 2016-2020 公司员工人均创收及增长率

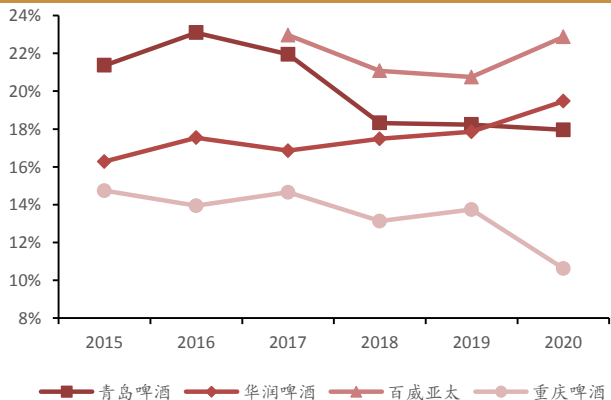


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 费用控制效果显著, 盈利能力可圈可点

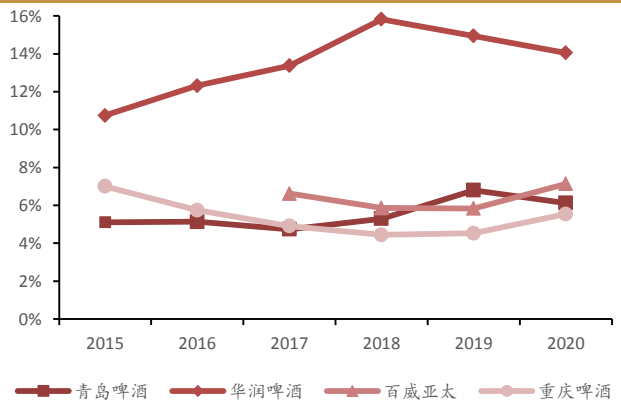
销售费用降费明显, 管理费用率保持低位。2020 年公司销售费用率为 18%, 自 2017 年开始降费以来下降约 4%, 公司对销售费用的控制卓有成效。行业对比来看, 2020 年公司销售费用率低于同属全国性啤酒龙头的华润和百威, 但远高于区域性巨头重啤 11% 和燕啤 13% 的水平, 公司销售费用仍有改善空间。管理费用方面, 包括公司在内的各大酒企均处于相对较低的水平, 而华润啤酒由于近年关厂策略激进导致管理费用高企。公司在关厂降费方面稳扎稳打, 管理费用率基本维持稳定在 6% 左右。

图 102: 公司与行业销售费用率对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

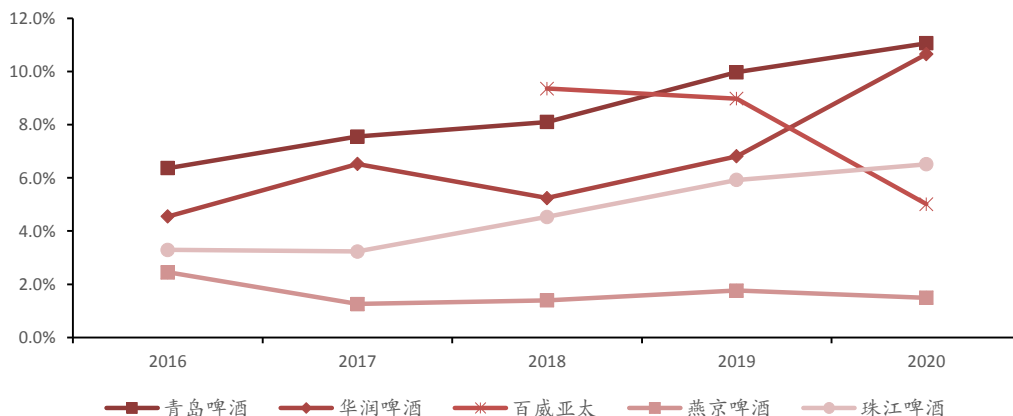
图 103: 公司与行业管理费用率对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

行业内横向对比, 公司 ROE 保持领先地位。净资产收益率可以体现公司运营自有资金的效率, 同时反映出公司资产管理、财务控制以及盈利方面能力。选取行业内四家企业: 华润啤酒、百威亚太、燕京啤酒、珠江啤酒作为对比, 公司自 2016 年起净资产收益率逐年提升, 长期处于行业第二的位置, 仅次于完成关厂降费后的重庆啤酒。2020 年疫情冲击下公司 ROE 仍保持上涨, 盈利能力十分稳定。

图 104：公司与同行业 ROE 对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

销售净利率稳步提升带动 ROE 增长。拆分 ROE 来看，公司 ROE 提升主要受销售净利率上升驱动，总资产周转率缓慢下降，权益乘数稳中有升。销售净利率提升主要受益于：1) 公司中高端产品结构升级顺利，主品牌啤酒净利润贡献显著优于低端啤酒；2) 公司成本控制凸显成效，自 2017 年起控制销售费用，同时 2018 年起公司逐渐关停低效产能，各项费用支出均有明显下降，经营效率持续改善。

表 16：公司 ROE 拆分

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
净资产收益率	13.53%	10.76%	6.37%	7.55%	8.10%	9.97%	11.06%
因素分解：							
销售净利率	6.95%	5.83%	4.24%	5.26%	5.87%	6.89%	8.38%
资产周转率	1.07	1.00	0.89	0.86	0.82	0.78	0.70
权益乘数	1.85	1.74	1.79	1.82	1.85	1.92	1.98

数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

1) 公司高端化转型顺利，以全麦白啤为代表的高端新品增速迅猛，传统的两大主品牌大单品青岛纯生和经典 1903 仍将保持较强的业内竞争优势和良好动销情况。同时 2020 年受疫情影响现饮渠道受挫明显，高端啤酒销量小幅下降，在低基数效应下，预计 2021-2023 年公司主品牌啤酒品类销量同比增长 8.6%、4.0%、3.5%，吨价保持年均 3.5% 增速，毛利率分别为 49.3%、50.3%、51.3%。

2) 尽管行业内高端化成为主线，低端啤酒销量持续下滑成为趋势，但公司在沿黄市场以及山东基地市场圈仍有占比超 45% 总销量的其他品牌啤酒，为公司沿黄市场带高市占率提供销量基础。公司低端产品结构升级正稳步推进中，同时罐化率的持续提升为公司低端啤酒

升级提供充足弹药。预计 2021-2023 年公司其他品牌啤酒品类销量同比下滑 0.5%、1.5%、1.5%，吨价保持年均 4% 增速，毛利率分别为 30.5%、31.5%、32.5%。

3) 公司自 2017 年起销售费用降费提效收效显著，同时自 2018 年以来不断优化淘汰落后产能，预计未来公司经营效率将持续提升，费用率有望边际递减。

基于以上假设，预计公司 2021-2023 年分业务收入成本如下：

表 17：分业务收入及毛利率

		2020A	2021E	2022E	2023E
主品牌	收入 (亿元)	172.5	193.9	208.7	223.5
	增速	-0.7%	12.4%	7.6%	7.1%
	销量 (万吨)	387	421	438	453
	增速	-4.2%	8.6%	4.0%	3.5%
	吨价 (元/吨)	4447	4603	4764	4931
	增速	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
	毛利率	48.3%	49.30%	50.30%	51.30%
其他品牌	收入 (亿元)	100.9	104.4	106.9	109.5
	增速	-1.5%	3.5%	2.4%	2.4%
	销量 (万吨)	394	392	386	380
	增速	-1.5%	-0.5%	-1.5%	-1.5%
	吨价 (元/吨)	2560	2663	2769	2880
	增速	0.0%	4.0%	4.0%	4.0%
	毛利率	27.5%	30.50%	31.50%	32.50%
其他业务	收入 (亿元)	4.2	4.6	5.1	5.6
	增速	15.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	27.8%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入 (亿元)	277.6	302.9	320.7	338.7
	增速	-0.8%	9.1%	5.9%	5.6%
	毛利率	40.4%	42.5%	43.7%	44.9%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 303 亿元 (+9.1%)、321 亿元 (+5.9%) 和 339 亿元 (+5.6%)，归母净利润分别为 28.5 亿元 (+29.3%)、35.5 亿元 (+24.6%) 和 42.5 亿元 (+19.7%)，EPS 分别为 2.09 元、2.60 元和 3.11 元。

5.2 绝对估值

表 18：绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	20%

估值假设	数值
永续期增长率	3.2%
无风险利率 Rf	3.2%
市场组合报酬率 Rm	7.0%
有效税率 Tx	25.0%
β 系数	0.88
债务资本比重 Wd	0.28%
股权资本成本 Ke	6.54%
WACC	6.52%

数据来源：西南证券

表 19: FCFF 估值结果

FCFF 估值	2021E (亿元)
FCFF	38.52
PV(FCFF)	36.16
核心企业价值	1235.58
净债务价值	(198.50)
股票价值	1434.08
每股价值 (元)	105.10

数据来源：西南证券

从绝对估值来看，公司每股内在价值约 105.10 元。考虑近期啤酒板块市场情绪较为活跃，采用相对估值法更适合当下的市场投资环境，故不采用绝对估值。

5.3 相对估值

选取国内啤酒行业内市占率排名前五的公司作为青岛啤酒的估值参考，其中华润啤酒、百威亚太与青岛啤酒均早已实现全国化布局，重庆啤酒在嘉士伯在华资产注入后也初步成为全国化品牌，而珠江啤酒与燕京啤酒则是泛区域性优势啤酒品牌，公司体量相对较小。

表 20: 可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
0291.HK	华润啤酒	1936	71.45	0.68	0.99	1.31	1.65	93	60	45	36
1876.HK	百威亚太	2706	24.65	0.04	0.08	0.10	0.10	85	41	33	31
600132.SH	重庆啤酒	880	181.91	2.23	2.16	2.65	3.45	53	86	70	54
000729.SZ	燕京啤酒	215	7.64	0.07	0.12	0.15	0.18	122	61	50	41
002461.SZ	珠江啤酒	254	11.50	0.26	0.31	0.37	0.41	42	37	31	28
平均值								79	57	46	38
600600.SH	青岛啤酒	1488	109.03	1.61	2.09	2.60	3.11	62	52	42	35

数据来源：Wind，西南证券整理（预测值除青啤外均采用万得一致预期，数据截至 2021 年 6 月 18 日）

公司作为市占率第二的龙头在行业内直接对标市占率第一的华润啤酒，华润近年由于关厂降费步伐激进利润承压明显，但市场普遍认为华润在其庞大的销量基础与高效战略执行能力加持下，高端化逻辑能兑现，因此华润享有较高估值。从行业平均水平来看，2021-2023 年行业平均 PE 分别为 57x、46x 和 38x，公司 PE 略低于行业平均水平。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 28.5 亿元、35.5 亿元、42.5 亿元，对应估值分别为 52x、42x、35x；考虑到公司目前产品结构转型升级顺利，叠加控费提效后经营效率持续改善以及罐化率稳步提升等有利因素，给予公司 2021 年 63 倍 PE，对应目标价 131.7 元，首次覆盖给予“买入”评级。

6 风险提示

1) 新冠疫情二次爆发风险。新冠病毒在国内有再度爆发风险，现饮渠道受限后公司高端啤酒销量或不及预期；

2) 市场竞争风险。若其他啤酒龙头加大对高端市场的投入力度，例如华润啤酒成功整合喜力在华业务并快速攻占高端市场份额，或百威渠道调整速度加快，则高端市场竞争将走向白热化，公司高端产品销量或不及预期，同时费用投放节奏被迫加速，影响盈利空间。

3) 原材料涨价风险。目前受全球经济复苏推动和各国普遍实施宽松货币政策影响，大宗商品价格持续上涨。啤酒作为受上游原材料价格波动影响较大的商品，若原材料价格上涨持续，则公司成本端将承受较大压力，盈利空间或遭到明显挤占。

4) 替代品竞争风险。其他低度数酒精饮料如预调鸡尾酒、酒精苏打水或无醇啤酒等新式酒精饮料若在国内走红，则会掠夺大量消费者对于啤酒的需求，公司销量或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	277.60	302.89	320.71	338.69	净利润	23.27	30.09	37.50	44.90
营业成本	165.41	174.08	180.53	186.73	折旧与摊销	11.23	11.78	12.19	12.80
营业税金及附加	22.19	22.72	23.41	24.05	财务费用	-4.71	-5.63	-6.22	-6.51
销售费用	49.85	53.01	54.52	55.88	资产减值损失	-1.31	-0.50	-0.50	0.00
管理费用	16.78	18.17	17.64	16.93	经营营运资本变动	15.65	4.70	-14.06	-15.59
财务费用	-4.71	-5.63	-6.22	-6.51	其他	5.41	0.06	-0.11	-0.58
资产减值损失	-1.31	-0.50	-0.50	0.00	经营活动现金流净额	49.53	40.51	28.80	35.02
投资收益	0.25	0.25	0.25	0.25	资本支出	-3.91	-4.00	-13.00	-15.00
公允价值变动损益	0.55	0.50	0.50	0.50	其他	-10.97	-1.25	-1.25	-1.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-14.88	-5.25	-14.25	-16.25
营业利润	32.50	41.79	52.08	62.35	短期借款	4.32	-7.03	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.11	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	32.40	41.79	52.08	62.35	股权融资	2.44	0.00	0.00	0.00
所得税	9.13	11.70	14.58	17.46	支付股利	-7.43	-8.81	-11.39	-14.19
净利润	23.27	30.09	37.50	44.90	其他	-2.89	2.81	6.22	6.51
少数股东损益	1.26	1.62	2.02	2.42	筹资活动现金流净额	-3.56	-13.03	-5.17	-7.68
归属母公司股东净利润	22.01	28.47	35.47	42.47	现金流量净额	30.86	22.22	9.38	11.08
资产负债表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	184.67	206.89	216.27	227.36	成长能力				
应收和预付款项	3.65	3.55	3.87	3.96	销售收入增长率	-0.80%	9.11%	5.88%	5.61%
存货	32.81	34.53	35.81	37.04	营业利润增长率	20.47%	28.59%	24.61%	19.73%
其他流动资产	25.15	24.92	25.27	25.63	净利润增长率	20.62%	29.31%	24.61%	19.73%
长期股权投资	3.74	3.74	3.74	3.74	EBITDA 增长率	17.22%	22.88%	21.08%	18.25%
投资性房地产	0.27	0.27	0.27	0.27	获利能力				
固定资产和在建工程	106.41	100.74	103.66	107.98	毛利率	40.42%	42.53%	43.71%	44.87%
无形资产和开发支出	38.11	36.08	34.06	32.03	三费率	22.30%	21.64%	20.56%	19.58%
其他非流动资产	20.32	22.24	24.15	26.06	净利率	8.38%	9.93%	11.69%	13.26%
资产总计	415.14	432.96	447.11	464.08	ROE	10.89%	12.94%	14.50%	15.51%
短期借款	7.03	0.00	0.00	0.00	ROA	5.61%	6.95%	8.39%	9.67%
应付和预收款项	48.26	49.59	51.81	53.64	ROIC	33.46%	56.85%	64.54%	56.63%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.06%	15.83%	18.10%	20.27%
其他负债	146.17	150.81	136.63	121.05	营运能力				
负债合计	201.46	200.40	188.44	174.70	总资产周转率	0.70	0.71	0.73	0.74
股本	13.64	13.64	13.64	13.64	固定资产周转率	2.71	3.02	3.24	3.34
资本公积	36.75	36.75	36.75	36.75	应收账款周转率	86.75	93.61	90.67	90.93
留存收益	156.22	175.88	199.96	228.24	存货周转率	5.11	5.16	5.13	5.12
归属母公司股东权益	206.22	223.47	247.56	275.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.17%	—	—	—
少数股东权益	7.46	9.09	11.11	13.53	资本结构				
股东权益合计	213.68	232.56	258.67	289.38	资产负债率	48.53%	46.29%	42.15%	37.64%
负债和股东权益合计	415.14	432.96	447.11	464.08	带息债务/总负债	3.49%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.59	1.75	1.98	2.29
					速动比率	1.38	1.53	1.73	2.00
					股利支付率	33.75%	30.93%	32.10%	33.41%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	39.02	47.94	58.05	68.64	每股收益	1.61	2.09	2.60	3.11
PE	67.57	52.25	41.93	35.02	每股净资产	15.66	17.05	18.96	21.21
PB	6.96	6.40	5.75	5.14	每股经营现金	3.63	2.97	2.11	2.57
PS	5.36	4.91	4.64	4.39	每股股利	0.54	0.65	0.83	1.04
EV/EBITDA	32.57	25.85	21.15	17.70					
股息率	0.50%	0.59%	0.77%	0.95%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn