

推荐 (维持)

高端战略赋能，推动百年青啤再上行

风险评级：中风险

青岛啤酒 (600600) 深度报告

2021年8月18日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

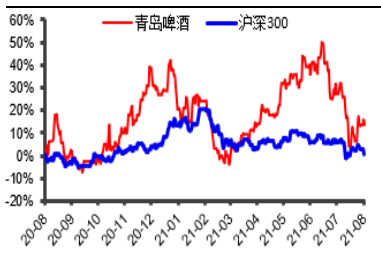
电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2021年8月17日

收盘价(元)	86.88
总市值(亿元)	1,185.46
总股本(亿股)	13.64
流通股本(亿股)	6.96
ROE(TTM)	12.38%
12月最高价(元)	114.81
12月最低价(元)	69.40

股价走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

- 公司是我国啤酒行业龙头。公司成立于1903年，总部位于山东省青岛市，百年的发展使公司在市场中形成了一定的品牌影响力。2021年世界品牌500强中，青岛啤酒的品牌价值为1985.66亿元，连续18年位居中国内地啤酒行业首位。受疫情影响，2020年公司业绩有所下滑。今年以来，行业逐步复苏回暖，公司业绩表现超市场预期。2021Q1，公司实现营业收入89.28亿元，同比增长41.87%；实现归母净利润10.22亿元，同比增长90.26%。截至2021年8月17日，公司的总市值达973.26亿元，仅次于在港股上市的百威亚太和华润啤酒，在我国内地啤酒市场中排名第一。
- 行业传统量增逻辑难以为继，产品层级上移势在必行。伴随着消费结构升级以及消费者健康观念的提高，啤酒行业传统的量增逻辑难以为继。2013年以来，我国啤酒行业的产销量均呈现下降趋势。2013-2020年，我国规模以上企业的啤酒产量从4983万千升减少至3411万千升；我国规模以上企业的啤酒销量从5028.7万千升减少至4048.0万千升。在消费结构升级、啤酒消费主力年龄层占比下降、现饮消费愈受欢迎等多因素催化下，啤酒产品层级上移势在必行。
- 我国高端啤酒市场未来发展潜力大，预计量价有进一步上行的空间。根据GlobalData预测，按照消费量计，2018-2023年我国啤酒市场规模的年均复合增速为0.9%。按照价值计，2018-2023年我国啤酒市场规模年均复合增速为4.7%。而在消费升级、现饮消费愈受欢迎等多重因素的催化下，高端啤酒市场的增速或将快于行业平均水平。按照消费量计，我国高端啤酒市场规模2018-2023年年均复合增速为4.9%。按照价值计，我国高端啤酒市场规模2018-2023年年均复合增速为4.7%。虽然啤酒行业传统的量增逻辑遭遇瓶颈，但我国高端啤酒市场较好的迎合了市场发展需要，高端啤酒市场未来发展潜力较大。
- 公司高端战略清晰，多维布局激发增长潜力。近年来，公司积极布局高端化战略，加快向听装酒和精酿产品为代表的高附加值产品转型，以更好的满足市场的需求。2020年，公司推出百年之旅、琥珀拉格等超高端新产品，实现以“基础质量+特色质量”向“魅力质量”转变。此外，公司通过短期关厂的方式提高整体的产能利用率，创新设立1903酒吧丰富消费场景，采用体育、音乐、联名IP等多样化的营销方式对公司的产品进行宣传，提高品牌影响力。
- 投资建议：公司高端化逻辑清晰，利润弹性有望进一步释放，维持对公司的“推荐”评级。随着居民可支配收入的增加以及健康意识的增强，“少喝酒、喝好酒”的消费观念逐渐被越来越多的消费者接受认可，低端啤酒在市場中的份额逐步萎缩，高端啤酒愈受消费者欢迎，啤酒行业

高端化趋势已势在必行。作为啤酒行业的龙头，公司产品结构优化升级的策略清晰，致力于以青岛主品牌与崂山第二品牌为主线，通过体育营销、音乐营销、IP联名与明星代言等方式持续塑造品牌的魅力。随着公司高端化战略持续推进，利润弹性有望进一步释放。预计公司2021/2022年每股收益分别为2.05元和2.45元，对应PE估值分别为43.26倍和36.26倍，维持对公司的“推荐”评级。

- **风险提示：**高端化推进不及预期，原材料价格上涨，行业竞争加剧，食品安全问题，宏观经济影响。

目 录

1、青岛啤酒系我国啤酒行业龙头	5
1.1 公司发展历程	5
1.2 公司啤酒生产工艺	7
1.3 复星强势入局，股权激励彰显发展信心	8
1.4 打造青岛啤酒主品牌与崂山啤酒第二品牌	10
2、产品层级上移势在必行，高端市场量价有望齐升	12
2.1 啤酒行业产业链	12
2.2 我国啤酒行业传统量增逻辑难以为继	13
2.3 短期发展逻辑：关闭经营不善的酒厂，重塑经营活力	14
2.3 长期发展逻辑：多因素催化，产品层级上移势在必行	15
2.4 我国高端啤酒市场未来潜力大，量价具备上行空间	17
2.5 寡头垄断竞争格局，龙头企业有望受益	18
3、公司战略清晰，多维布局提升增长潜力	19
3.1 高端战略布局，吨价稳步上行	19
3.2 关厂提效，产能利用率有望进一步改善	21
3.3 以山东为中心的黄河流域系公司的优势区域	22
3.4 线上线下齐发力，新场景迎合年轻高端化需求	23
3.5 多元营销手段，塑造品牌魅力	26
3.6 成本上涨，提价预期增加	27
4、财务指标分析	29
4.1 盈利能力分析	29
4.2 经营活动现金流净额分析	33
5、投资建议	34
6、风险提示	35

插图目录

图 1：青岛啤酒的总市值位居我国内地啤酒行业第一（截至 2021 年 8 月 17 日）	5
图 2：青岛啤酒不同发展阶段的营业收入（亿元）	7
图 3：青岛啤酒发展历程	7
图 4：公司啤酒生产工艺流程	8
图 5：公司股权结构（截至 2021 年 3 月 31 日）	8
图 6：公司各品类销量（万千升）	12
图 7：公司主品牌销量占比（%）	12
图 8：啤酒行业产业链	13
图 9：2020 年全球啤酒消费量区域分布情况	13
图 10：我国啤酒产量（万千升）	14
图 11：我国啤酒销量（万千升）	14
图 12：我国人均可支配收入与增速	15
图 13：我国各层级淡啤市场份额占比（%）	15
图 14：我国啤酒市场消费群体占比（%）	16
图 15：我国人口结构变化（%）	16
图 16：我国啤酒现饮与非现饮销售额占比变化（%）	16
图 17：我国啤酒现饮与非现饮均价变化（元/升）	16
图 18：2019 年我国与世界主要国家吨酒终端价格对比（元/千升）	17

图 19：我国啤酒市场规模	18
图 20：我国高端啤酒市场规模	18
图 21：2020 年我国啤酒行业 CR5	18
图 22：2017-2020 年我国啤酒行业 CR5（%）	19
图 23：2018 年部分国家啤酒 CR5（%）	19
图 24：公司各产品销量占比（%）	20
图 25：公司产品吨价（元/吨）	20
图 26：2020 年主要啤酒公司吨价对比（元/千升）	20
图 27：2016-2020 年公司产能利用率（%）	21
图 28：公司各地区营业收入（亿元）	22
图 29：公司各地区营收占比（%）	22
图 30：主要啤酒公司优势区域	22
图 31：2019-2020 年公司线下各消费场景销量占比（%）	23
图 32：2020 年 6 月-2021 年 5 月部分啤酒公司线上渠道销量占比（%）	24
图 33：TSINGTAO1903 青岛啤酒吧	25
图 34：公司部分 IP 联名款产品	27
图 35：公司与部分明星代言人合作	27
图 36：公司 2020 年成本结构（%）	28
图 37：玻璃现货价（元/平方米）	28
图 38：铝锭市场价（元/吨）	28
图 39：进口大麦平均单价（美元/吨）	28
图 40：2016-2021Q1 公司毛利率（%）	30
图 41：2020 年主要啤酒公司毛利率对比（%）	30
图 42：2016-2021Q1 公司费用率（%）	31
图 43：2016-2021Q1 公司净利率（%）	32
图 44：2020 年主要啤酒公司净利率对比（%）	32
图 45：公司经营活动现金流净额（亿元）	33
图 46：2020 年主要啤酒公司净现比对比	33

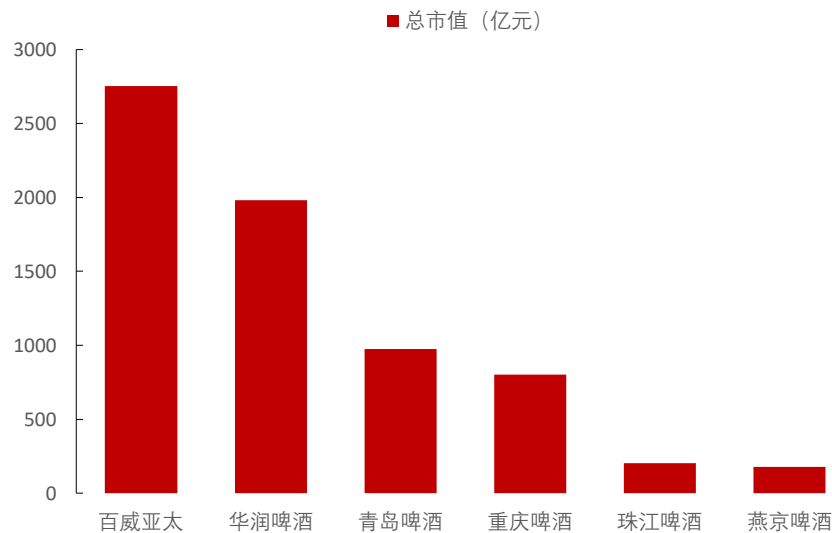
表格目录

表 1：公司出台的股权激励计划业绩考核指标	9
表 2：公司品牌战略演变过程	10
表 3：公司产品矩阵	10
表 4：我国主要啤酒公司关厂数量、产能利用率与净利率变化	14
表 5：公司实行多元化的营销手段	26
表 6：公司提价历程	29
表 7：2020 年主要啤酒公司费用率对比（%）	32
表 8：公司盈利预测简表	34

1、青岛啤酒系我国啤酒行业龙头

青岛啤酒是我国啤酒行业龙头。公司成立于 1903 年，总部位于山东省青岛市，百年的发展使公司在市场中形成了强大的品牌影响力。目前，公司的产品远销美国、加拿大、英国等世界 100 多个国家和地区，是世界第五大啤酒厂商。在 2021 年世界品牌实验室发布的世界品牌 500 强中，青岛啤酒的品牌价值为 1985.66 亿元，连续 18 年位居中国内地啤酒行业首位。同时，公司在全国拥有 60 多家啤酒生产企业，每年生产约 180 亿瓶啤酒，啤酒总量可绕地球 119 圈。截至 2021 年 8 月 17 日，公司的总市值达 973.26 亿元，仅次于在港股上市的百威亚太和华润啤酒，在我国内地啤酒市场中排名第一。

图 1：青岛啤酒的总市值位居我国内地啤酒行业第一（截至 2021 年 8 月 17 日）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

1.1 公司发展历程

根据公司的实际情况，我们将公司的发展分为五个阶段，分别是初步发展期（1903 年-1992 年）、收购扩张期（1993 年-2001 年）、优化整合期（2002 年-2013 年）、调整期（2014 年-2017 年）与战略升级期（2018 年至今）。

初步发展期（1903 年-1992 年）：酒厂由不同主体相继接手。由青岛政府接管后，酒厂产量突破十万吨。1903 年，德国和英国商人合资在青岛创建日耳曼啤酒公司青岛股份公司，此时公司的年产量约为 2000 吨。1914 年日俄战争胜利后，日本开始接管青岛啤酒，并将其命名为大日本麦酒株式会社青岛工厂。1949 年新中国成立后，酒厂由青岛市人民政府接管，更名为国营青岛啤酒厂。此后，公司不断增资扩产，酒厂初具规模。1986 年，酒厂产量突破十万吨，率先成为行业内首家产量过十万吨的啤酒厂。

收购扩张期（1993 年-2001 年）：公司上市后，积极收购啤酒厂提高市场份额。1993 年，公司相继在香港联合交易所与上海证券交易所上市，成为我国内地第一家在港股

上市的企业，同时也是我国首家在两地同时上市的公司。1994年，公司收购扬州啤酒厂，开创了我国啤酒行业跨地区收购啤酒厂的先例。同年，公司的销量突破一百万吨。1996年，公司董事长换届，新任领导人针对公司的实际情况制定了“做大做强”的战略方针，拟继续通过收购的方式提高公司的市场份额。在此阶段，公司共在17个省完成了47家酒厂的收购，公司的产量从1996年的35万吨增加至2001年的251万吨。随着收购酒厂的稳步推进，公司的营业收入实现较快增长。1993-2001年，公司的营业收入从10.49亿元增加至52.77亿元，年均复合增速达22.38%。但在收购的过程中，公司的一系列费用支出明显增加，拖累公司的归母净利润从1993年的2.26亿元减少至2001年的1.03亿元，归母净利润的年均复合增速为-9.35%。

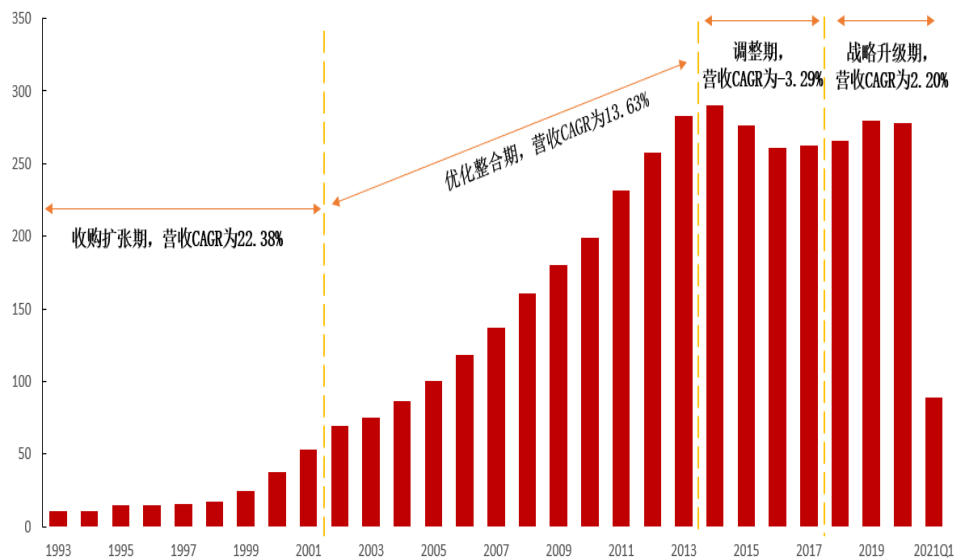
优化整合期（2002年-2013年）：公司发展战略转变为“做强做大”与“内涵式扩大再生产”，净利润大幅改善。公司2002年起实施战略转型，发展战略由“做大做强”转变为“做强做大”，以及由“外延式扩大再生产”转变为“内涵式扩大再生产”。基于以上发展战略，公司将此前收购的酒厂优化整合，品牌矩阵持续精简。2003年，公司推出了“1+3”的品牌战略，即以青岛啤酒为主品牌，以崂山、汉斯、山水为第二品牌，致力于提高重点品牌的影响力。为提高公司整体的运营效率，2009年公司推出了“大客户+微观运营”的运营模式。该模式在稳固优质大客户的基础上，针对公司在不同地区的市占率，采用不同的经销商运作模式。如在市占率10%以下的市场，公司采用“密集型模式”，按区域选取多家小经销商，产品直接销售给终端消费者；在市占率10%-50%的市场则选用“混合型模式”，根据经销商的实力划分销售区域，经销商可以通过二批商进行分销，也可以直接将产品销售给终端消费者；在市占率50%以上的市场，公司选用“独家型模式”，即由经销商负责区域内的产品销售，主要以批发分销为主，也会有部分产品直供影响力大的终端客群。随着公司业务不断优化理顺，公司的营业收入从2002年的69.37亿元增加至2013年的282.91亿元，年均复合增速为13.63%；归母净利润较此前大幅改善，从2002年的2.31亿元增加至2013年的19.73亿元，年均复合增速达21.55%。

调整期（2014年-2017年）：行业进入缩量调整期，公司业绩增速放缓。2013年我国啤酒行业的产量见顶后，增速整体放缓，进入缩量调整期。在此期间，公司的业绩亦受到一定的冲击。2014-2017年，公司的营业收入290.49亿元减少至262.77亿元，年均复合增速为-3.29%；归母净利润从19.90亿元减少至12.63亿元，年均复合增速为-14.06%。为应对行业缩量压力，公司开始逐步提升产品结构，相继推出全麦白啤、IPA等高端产品迎合市场发展的需要。

战略升级期（2018年至今）：聚焦青岛主品牌与崂山第二品牌，高端化进程持续推进，品牌影响力不断扩大。2018年5月，公司新任董事长提出“品牌引领、创新驱动、质量第一、效益优先、结构优化、协调发展”的六大战略指引，为公司未来发展提供了方向。公司在青岛主品牌与崂山第二品牌的品牌战略基础上，持续推进高端化进程。在此阶段，公司推出百年之旅、琥珀拉格等超高端新品，高端产品销量占比稳步提升。2018-2020年，公司青岛主品牌中的高端产品销量占比从21.54%增加至22.89%。在推进高端化进程的同时，公司积极进行品牌推广，通过体育、音乐、联名

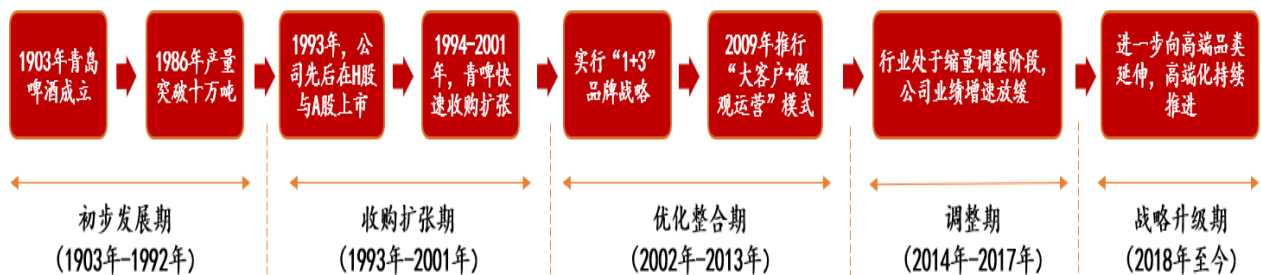
IP 等多种营销手段提升自身的品牌影响力。随着产品结构的优化与品牌影响力的提高，公司业绩企稳回升。2018-2020 年，公司的营业收入从 265.75 亿元增加至 277.60 亿元，年均复合增速为 2.20%；归母净利润从 14.22 亿元增加至 22.01 亿元，年均复合增速为 24.41%。今年以来，随着疫情影响逐步释放，啤酒产品的市场需求复苏回暖。2021Q1，公司实现营业收入 89.28 亿元，同比增长 41.87%；实现归母净利润 10.22 亿元，同比增长 90.26%，业绩表现超市场预期。与 2019Q1 相比，公司营业收入增长 6.00%，归母净利润增长 12.47%。

图 2：青岛啤酒不同发展阶段的营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 3：青岛啤酒发展历程



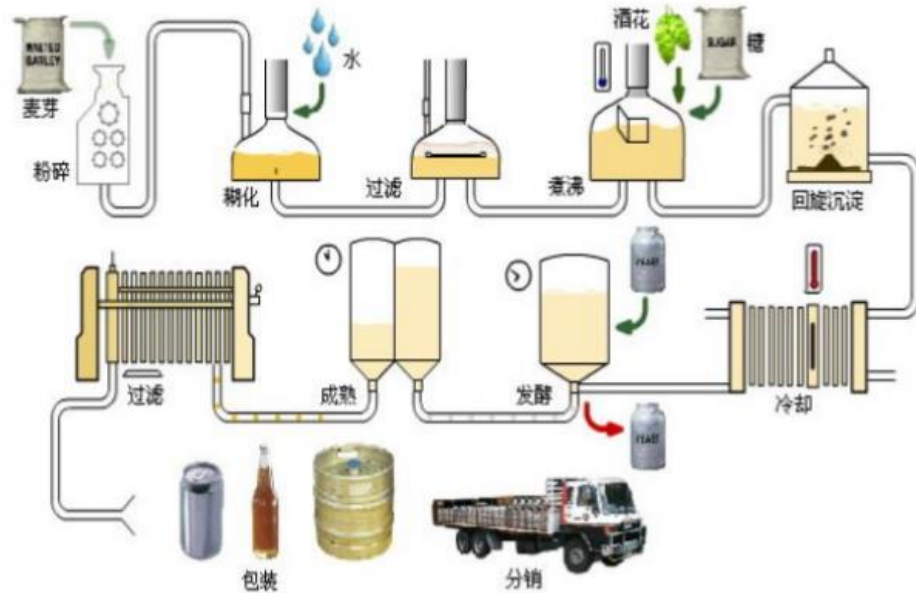
数据来源：东莞证券研究所

1.2 公司啤酒生产工艺

公司啤酒的生产工艺可以分为糖化、发酵、过滤、包装四个过程。公司在生产啤酒时，采用优质的麦芽与啤酒花作为原料，使用百年的酵母菌对啤酒进行发酵，确保产成品的口感与品质。目前，公司生产啤酒的工艺可以分为糖化、发酵、过滤、包装四个过程。其中，糖化是利用麦芽制造麦芽汁的过程。麦芽汁包含了麦芽溶解于水中的全部

营养物质，为酵母所利用，是啤酒发酵的基础。发酵则是将冷却后的麦芽汁添加酵母送入发酵池或发酵罐中进行发酵，发酵而成的啤酒称为嫩啤酒。嫩啤酒口感粗糙，二氧化碳含量低，不宜饮用。过滤即将发酵而成的啤酒在低温下过滤澄清，使啤酒透明，成为可出售的产品。在经历糖化、发酵、过滤后，最后将啤酒进行包装，面向市场销售。

图 4：公司啤酒生产工艺流程

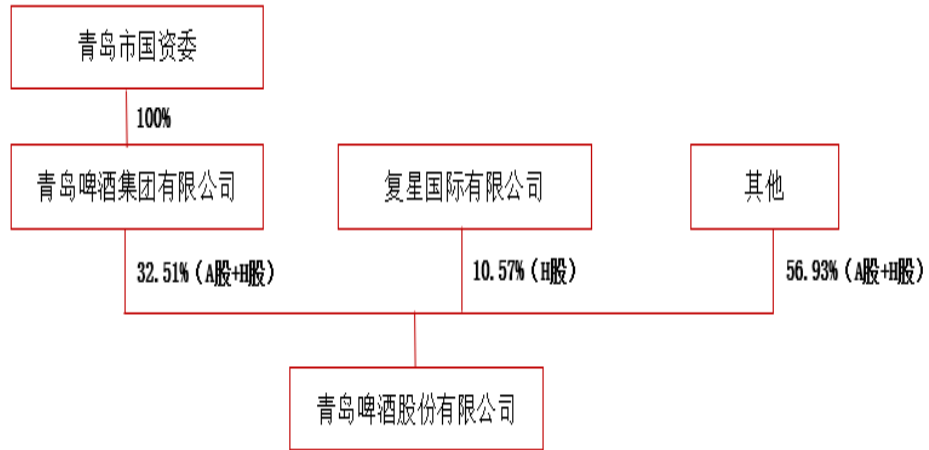


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

1.3 复星强势入局，股权激励彰显发展信心

公司的实际控制人为青岛市国资委，复星强势入局。截至 2021 年 3 月 31 日，青岛市国资委通过青岛啤酒集团有限公司间接持有公司共 32.51% 的 A 股与 H 股，是公司的第一大股东。复星国际于 2017 年底宣布从日本朝日集团手中收购其持有的公司 2.43 亿 H 股，交易总规模约 66 亿港元。截至 2021 年 3 月 31 日，复星国际有限公司持有公司 10.57% 的 H 股。在复星的强势加持下，预计公司的管理水平将得到改善，公司的竞争力有望进一步提高。

图 5：公司股权结构（截至 2021 年 3 月 31 日）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

股权激励方案出台，彰显公司发展信心。2020年3月，公司出台了自上市以来的首次股权激励计划草案，拟向包括公司董事（不含非执行董事与独立董事）、高级管理人员、其他公司核心管理人员、中层管理人员与核心骨干人员在内的总计不超过660名员工授予1350万股，授予价格为21.73元/股。在该方案中，公司设置了三个解除限售期，分别对公司的主营业务收入、净利润与ROE做出了要求。主营业务收入方面，规定公司2020年/2021年/2022年的主营业务收入占营业收入的比重分别不低于90%/90%/90%。净利润方面，以2016-2018年的净利润均值为基数，规定公司2020年/2021年/2022年的净利润增长率分别不低于50%/70%/90%。ROE方面，规定公司2020年/2021年/2022年的净资产收益率分别不低于8.1%/8.3%/8.5%。公司设置的股权激励计划，建立健全了公司的长效激励机制，有效的绑定了核心工作人员与公司的利益。在股权激励的加持下，公司内部的工作积极性将进一步提高，进而助力公司业绩稳步向好。

表 1：公司出台的股权激励计划业绩考核指标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	(1) 2020年主营业务收入占营业收入的比重不低于90%； (2) 以2016-2018年净利润均值为基数，公司2020年净利润增长率不低于50%，且当年度净利润较2016-2018年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和； (3) 2020年公司净资产收益率不低于8.1%，且不低于同行业平均值或对标企业75分位值。
第二个解除限售期	(1) 2021年主营业务收入占营业收入的比重不低于90%； (2) 以2016-2018年净利润均值为基数，公司2021年净利润增长率不低于70%，且当年度净利润较2016-2018年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和； (3) 2021年公司净资产收益率不低于8.3%，且不低于同行业平均值或对标企业75分位值。
第三个解除限售期	(1) 2022年主营业务收入占营业收入的比重不低于90%； (2) 以2016-2018年净利润均值为基数，公司2022年净利润增长率不低于90%，且当年度净利润较2016-2018年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和； (3) 2022年公司净资产收益率不低于8.5%，且不低于同行业平均值或对标企业75分位值。

资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.4 打造青岛啤酒主品牌与崂山啤酒第二品牌

公司致力于打造青岛啤酒主品牌与崂山啤酒第二品牌。公司在发展的过程中，不断探索适合自身发展的品牌战略，品牌结构逐步优化。2003年，公司提出了“1+3”的品牌战略，即以青岛啤酒为主品牌，崂山、汉斯与山水作为第二品牌。此后，公司分别在2012年与2014年提出了“1+3+N”与“1+1+N”的品牌战略。“1+3+N”即青岛啤酒主品牌+崂山、汉斯、山水第二品牌+区域品牌，“1+1+N”即青岛啤酒主品牌+崂山第二品牌+汉斯、山水等区域品牌。2017年，公司将品牌战略调整为“1+1”，致力于打造青岛啤酒主品牌与崂山啤酒第二品牌，品牌矩阵进一步精简优化。

表 2：公司品牌战略演变过程

时间	品牌战略	战略内容
2003年	“1+3”战略	青岛啤酒主品牌+崂山、汉斯、山水第二品牌
2012年	“1+3+N”战略	青岛啤酒主品牌+崂山、汉斯、山水第二品牌+区域品牌
2014年	“1+1+N”战略	青岛啤酒主品牌+崂山第二品牌+汉斯、山水等区域品牌
2017年	“1+1”战略	青岛啤酒主品牌+崂山第二品牌

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司产品价格带齐全，青岛主品牌以中高端产品为主，崂山第二品牌以中低端产品为主。在“1+1”品牌战略下，公司形成了较为齐全的产品价格带，能够为不同消费能力的购买者提供多元选择，较好的满足了市场需求。公司的青岛主品牌主要以中高端产品为主，崂山第二品牌则以中低端产品为主。我们将每升16元以上的产品定位为超高端，每升12-16元以上的产品定位为高端，每升10-12元的产品定位为中端，每升10元以下的产品定位为低端。在青岛主品牌中，目前超高端的啤酒有IPA精酿、琥珀拉格、鸿运当头、奥古特、皮尔森等产品。其中，琥珀拉格的产品单价最高，达到175.76元/升。青岛主品牌中的高端啤酒主要有经典1903、纯生、全麦白啤等产品，产品单价在13-15元/升之间。而青岛主品牌的经典啤酒定位中端，产品单价约为10.34元/升。在崂山第二品牌中，中端啤酒以崂友记为代表，产品单价约为11.50元/升；低端产品以崂山啤酒（清爽）为代表，产品单价约为6.82元/升。

表 3：公司产品矩阵

品牌	产品定位	产品名称	产品图片	产品规格	产品价格	产品单价（元/L）
青岛主品牌  青島啤酒	超高端 (每升16元以上)	IPA 精酿		330ml	17.3元	52.42
		逸品纯生		218ml	16.25元	32.50

		青岛啤酒原浆		5l	248 元	49.60
		琥珀拉格		355ml	58 元	175.76
		奥古特		480ml	14.83 元	30.90
		黑啤		296ml	8.13 元	27.47
		皮尔森		450ml	13.17 元	29.26
		鸿运当头		355ml	14.8 元	41.69
	高端 (每升 12-16 元)	经典 1903		500ml	7.08 元	14.16
		纯生		500ml	7.72 元	15.44
		全麦白啤		500ml	7.42 元	14.84
		欢动		316ml	4.13 元	13.07
	中端 (每升 10-12 元)	青岛经典		330ml	5.40 元	10.34

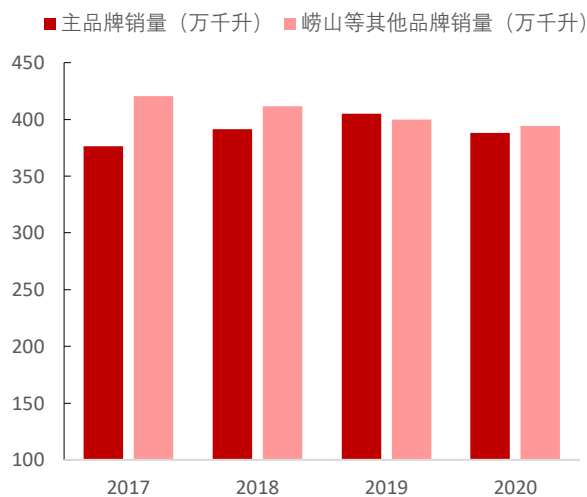
崂山第二品牌  崂山啤酒	中端 （每升 10-12 元）	崂友记		500ml	5.75 元	11.50
	低端 （每升 10 元以下）	崂山啤酒（清爽）		330ml	2.25 元	6.82

资料来源：公司官网，京东商城，东莞证券研究所

注：京东商城数据为 2021/8/16

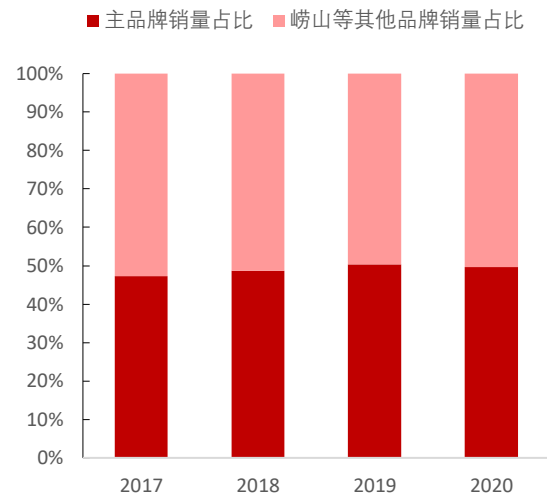
产品层级上移，青岛主品牌销量占比稳中有升。公司近几年紧跟啤酒市场的发展趋势，不断优化产品结构，推动产品层级上移。在发展的过程中，以中高端产品为主的青岛主品牌影响力不断扩大，销量占比稳中有升。2017-2020 年，公司青岛主品牌的销量从 376.5 万千升增加至 387.9 万千升，销量占比从 47.24% 增加至 49.60%。相比之下，崂山等其他品牌销量占比有所下降，从 2017 年的 52.76% 下降至 2020 年的 50.40%。受疫情影响，2020 年公司的青岛主品牌与崂山等其他品牌销量均出现一定幅度的下滑，分别同比下降 4.25% 与 1.45%。为应对疫情带来的冲击，公司主要以中低端产品补齐销量缺口，致使以中高端产品为主的青岛主品牌销量下滑幅度大于以中低端产品为主的崂山第二品牌。随着疫情逐步好转，预计中高端产品的销量有望企稳回升，公司的产品结构有望得到大幅改善。

图 6：公司各品类销量（万千升）



数据来源：公司年报，东莞证券研究所

图 7：公司主品牌销量占比（%）



数据来源：公司年报，东莞证券研究所

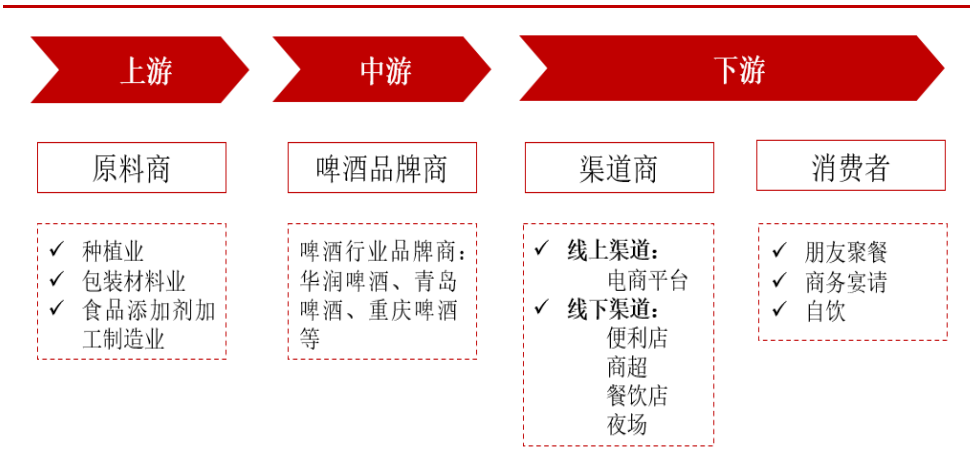
2、产品层级上移势在必行，高端市场量价有望齐升

2.1 啤酒行业产业链

在啤酒行业的产业链中，上游由原料商构成，中游由品牌商构成，下游由渠道商与消费者构成。啤酒上游的原料商包括种植业、包装材料业与食品添加剂加工制造业等；中游的品牌商由青岛啤酒、重庆啤酒等公司构成；下游的渠道商通过线上与线下销售

相结合的方式将产品销售给终端消费者。消费者可以通过商超、餐饮店、夜场等线下渠道消费产品，也可通过电商等线上平台购买产品。

图 8：啤酒行业产业链



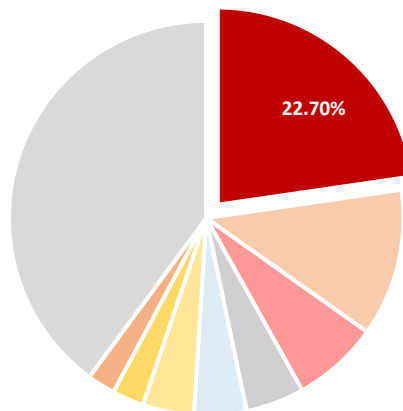
数据来源：东莞证券研究所

2.2 我国啤酒行业传统量增逻辑难以为继

我国是全球最大的啤酒消费国。根据 Euromonitor 数据显示，2020 年我国啤酒消费量约占全球的 22.70%，高出啤酒消费量位居第二的美国约 10.60 个百分点，是目前全球最大的啤酒消费国。

图 9：2020 年全球啤酒消费量区域分布情况

■ 中国 ■ 美国 ■ 巴西 ■ 德国 ■ 墨西哥 ■ 俄罗斯 ■ 日本 ■ 越南 ■ 其他

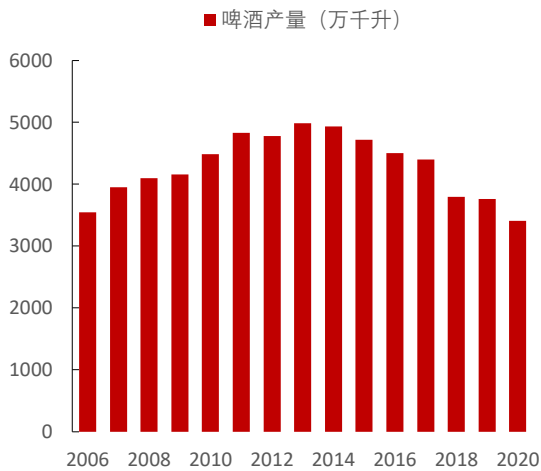


数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

我国啤酒行业传统的量增逻辑遭遇瓶颈。啤酒作为我国的舶来品，发展至今已成为了消耗量排名居前的饮料饮品，在行业中具有较为庞大的消费群体。在居民生活水平提高、消费结构升级以及消费者健康观念不断增强的背景下，啤酒行业的销量自 2013 年见顶后持续下滑。2013-2019 年，我国规模以上企业的啤酒销量从 5028.7 万千升减少至 4500.0 万千升。受疫情影响，餐饮、酒吧等线下消费场景受到巨大冲击，啤酒销量出现明显下滑。2020 年，我国规模以上企业的啤酒销量为 4048 万千升，同比下降

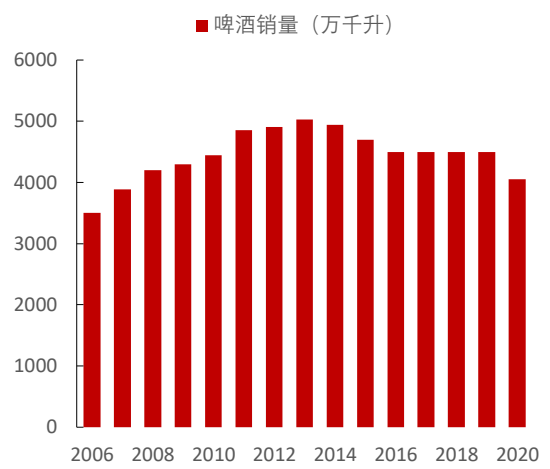
10.04%。在啤酒销量整体缩量的背景下，啤酒的产量亦同步趋缓。2013-2020年，我国规模以上企业的啤酒产量从4983万千升减少至3411万千升。在我国啤酒行业产销量均出现下滑的背景下，仅仅依靠增产获得利润与市场份额的逻辑难以为继。

图 10：我国啤酒产量（万千升）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 11：我国啤酒销量（万千升）



数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

注：2011年起，规模以上工业企业起点标准由原来的年主营业务收入500万元提高到年主营业务收入2000万元。

2.3 短期发展逻辑：关闭经营不善的酒厂，重塑经营活力

关闭经营不善的酒厂，重塑经营活力。在我国啤酒行业蓬勃发展阶段，行业中的中大型公司通过收购小工厂的方式扩大自身的市场份额。2013年后，随着我国啤酒行业发展趋缓，行业中的公司开始陆续关闭生产效率低、生产设备老化等经营不善的工厂，重新进行产能布局、优化产业链，旨在提高整体的生产效率与盈利水平。华润啤酒在2016-2020年陆续关厂约38家，产能利用率从53%提高至59%，净利率从4.86%增加至6.45%。青岛啤酒在2016-2020年陆续关厂约4家，关厂后公司的产能利用率与净利率均有较大幅度的改善。2016-2020年，公司的产能利用率从65%提高至79%，净利率从4.24%提高至8.38%。重庆啤酒受益于嘉士伯的强势入驻，公司的经营效率、盈利水平等均有大幅提升。2016-2020年，重庆啤酒关厂约6家，产能利用率从66%提高至107%，净利率从4.38%增加至16.02%。

关闭经营不善的酒厂是啤酒行业破局的短期逻辑。虽然关闭经营不善的酒厂可以在短期内优化公司的产能利用率，重塑企业的经营活力。但此举仅从公司的内部角度进行考虑，没有结合我国啤酒市场的实际发展情况进行战略布局，因此不能成为行业内公司可持续发展的根本方法。

表 4：我国主要啤酒公司关厂数量、产能利用率与净利率变化

		华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒
2016年	关厂数量	7	0	4
	产能利用率	53%	65%	66%

	净利率	4.86%	4.24%	4.38%
2017年	关厂数量	5	0	1
	产能利用率	54%	71%	64%
	净利率	3.92%	5.26%	10.27%
2018年	关厂数量	13	2	1
	产能利用率	54%	78%	79%
	净利率	3.03%	5.87%	12.15%
2019年	关厂数量	7	2	0
	产能利用率	56%	82%	68%
	净利率	3.88%	6.89%	20.34%
2020年	关厂数量	6	0	0
	产能利用率	59%	79%	107%
	净利率	6.45%	8.38%	16.02%

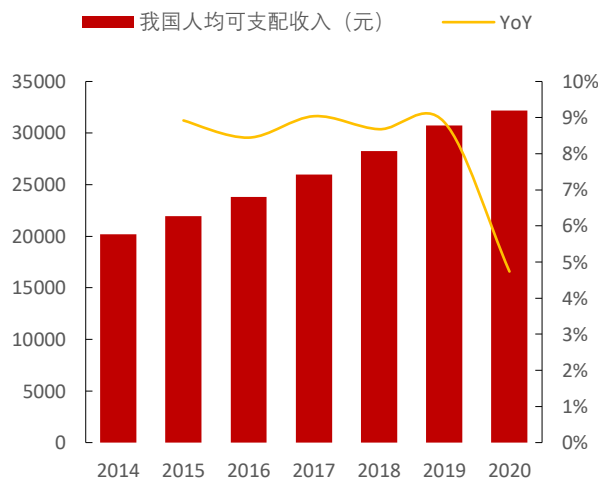
资料来源：公司年报，东莞证券研究所

注：青岛啤酒与重庆啤酒的产能利用率为产量/实际产能；华润啤酒的产能利用率为销量/实际产能

2.3 长期发展逻辑：多因素催化，产品层级上移势在必行

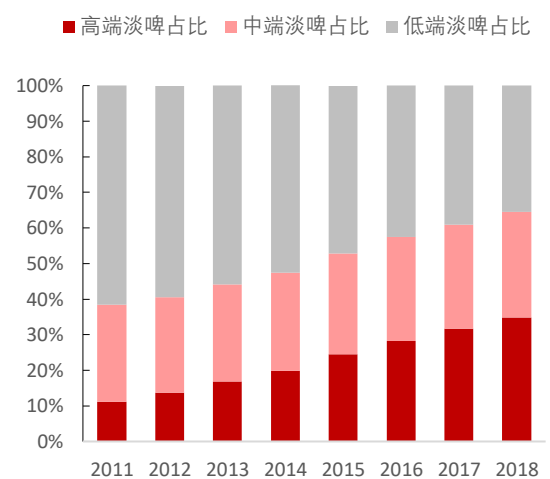
消费结构升级，推动啤酒产品向高端化迈进。在经济快速发展的背景下，我国人均可支配收入逐年提高。2014-2020年，我国人均可支配收入从20167元增加至32189元，年均复合增速为8.1%。随着居民可支配收入的增加以及健康意识的增强，“少喝酒、喝好酒”的消费观念逐渐被越来越多的消费者接受认可，低端啤酒在市场中的份额逐步萎缩，中高端啤酒愈发受消费者欢迎。分品类看，淡啤是我国啤酒市场中的主要品类，其销量基本维持在94%左右。近几年，我国低端淡啤的市场份额逐年下降，中端淡啤的市场份额小幅提高，高端淡啤的市场份额增速较快。根据Euromonitor数据显示，2011-2018年，我国低端淡啤的市场份额从61.60%下降至35.50%，中端淡啤的市场份额从27.20%增加至29.65%，高端淡啤的市场份额从11.20%增加至34.85%。在消费结构不断升级的背景下，我国啤酒品类逐步向高端化迈进。

图 12：我国人均可支配收入与增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 13：我国各层级淡啤市场份额占比 (%)

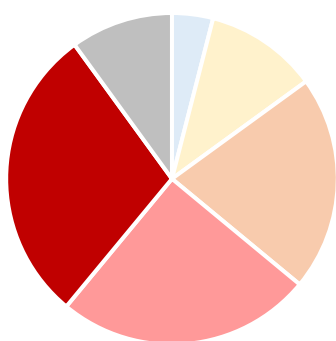


数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

啤酒消费主力的年龄层占比下降，潮流化、时尚化的高端优质啤酒品类愈发受年轻消费群体青睐。在我国，啤酒消费的年龄层级主要分布在 15-64 岁。而在该消费年龄段中，以 20-35 岁的消费群体居多。受人口政策、生育观念等多方面因素的影响，我国啤酒消费主力的年龄层占比呈下降趋势。2011-2019 年，我国 15-64 岁人口占比从 74.40% 下降至 70.60%，65 岁及以上的人口占比从 9.10% 增加至 12.60%。随着经济社会的发展，在现有的啤酒消费主力群体中，消费者对啤酒价格的考虑因素逐步淡化，啤酒品质、口味多样化以及产品潮流化越来越成为消费者购买啤酒时的重要衡量标准。与此同时，年轻人越来越享受微醺时刻，消费者愿意为高质量、高颜值的啤酒付出更高的溢价，多样化、个性化的产品或逐步成为啤酒未来发展的趋势。因此，在我国啤酒主要消费群体的相对规模出现缩量的情况下，行业中的公司应准确把握主力消费群体的消费特点，积极开发新品，提升企业在市场中的竞争力。

图 14：我国啤酒市场消费群体占比（%）

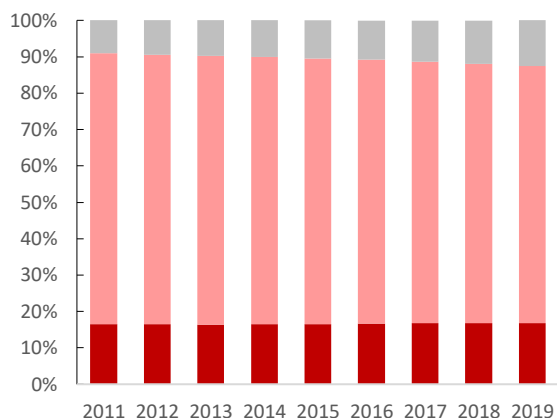
60前 60后 70后 80后 90后 00后



数据来源：2020年CTR央视市场调研数据，东莞证券研究所

图 15：我国人口结构变化（%）

0-14岁占比 15-64岁占比 65岁及以上占比

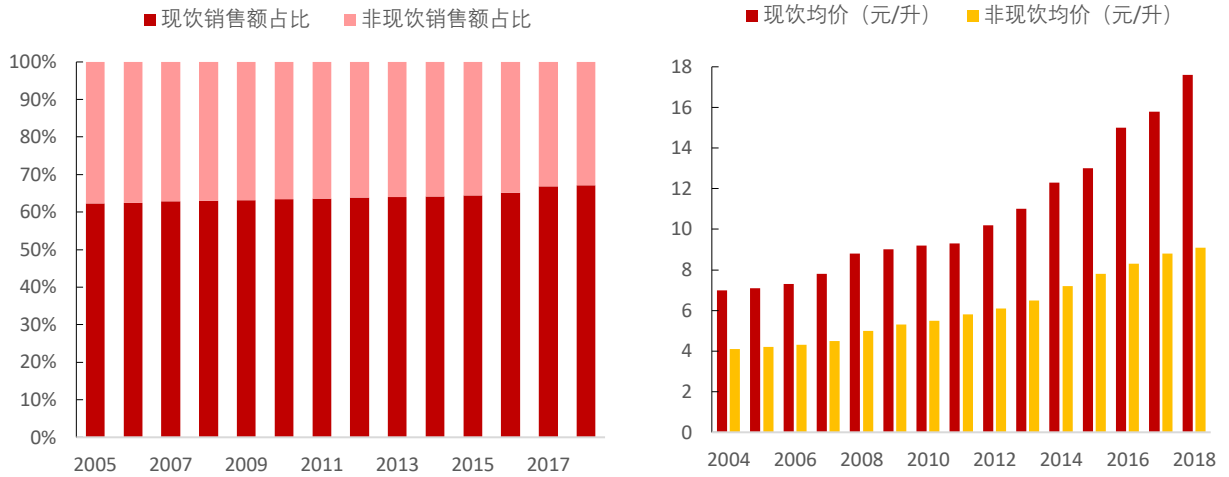


数据来源：Wind，东莞证券研究所

现饮消费愈受欢迎，产品升级趋势加速。啤酒的现饮消费场景主要包括餐饮、酒吧、夜场等，其中餐饮是现饮的主要消费场景。近几年，多样化的现饮消费场景愈发受年轻一代欢迎，啤酒的现饮消费市场持续扩容。2005-2018 年，我国啤酒现饮销售额占比从 62.30% 增加至 67.20%。受消费习惯、产品新鲜度等多因素影响，现饮啤酒的均价普遍高于非现饮产品，且价格增速明显快于非现饮产品。2004-2018 年，我国啤酒现饮均价从 7.0 元/升提高至 17.6 元/升，年均复合增速为 7.35%；我国啤酒非现饮均价从 4.2 元/升提高至 9.1 元/升，年均复合增速为 6.13%。随着餐饮、酒吧等现饮消费场景逐步复苏回暖，预计我国啤酒市场中现饮消费的占比有望稳增。在此背景下，行业中的公司可借助现饮消费渠道积极布局，进一步优化产品结构。

图 16：我国啤酒现饮与非现饮销售额占比变化（%）

图 17：我国啤酒现饮与非现饮均价变化（元/升）



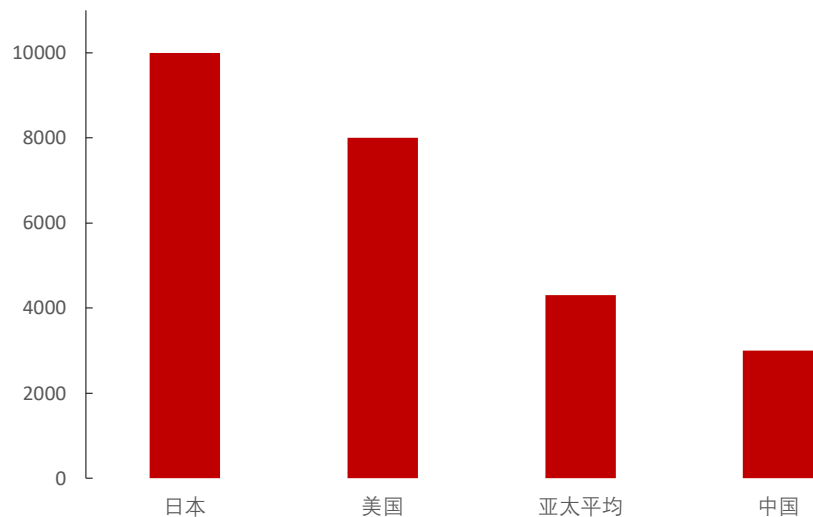
数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

2.4 我国高端啤酒市场未来潜力大，量价具备上行空间

我国啤酒吨价有较大的提升空间。2019 年我国啤酒吨酒终端价格为 3000 元/千升，日本和美国的啤酒吨酒终端价格分别为 10000 元/千升与 8000 元/千升，亚太平均吨酒终端价格为 4300 元/千升。在居民生活水平提高与消费升级的背景下，我国啤酒吨价有较大的提升空间。

图 18：2019 年我国与世界主要国家吨酒终端价格对比（元/千升）

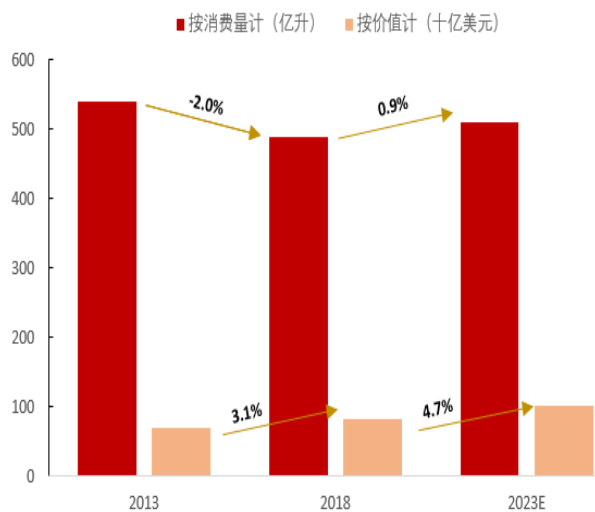


数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

预计我国高端啤酒市场的量价有进一步上行的空间。根据 GlobalData 预测，按照消费量计，2018-2023 年我国啤酒市场规模的年均复合增速为 0.9%。预计到 2023 年，按照消费量计算的啤酒市场规模将达 511.5 亿升。按照价值计，2018-2023 年我国啤酒市场规模年均复合增速为 4.7%。预计到 2023 年，按照价值计算的啤酒市场规模将

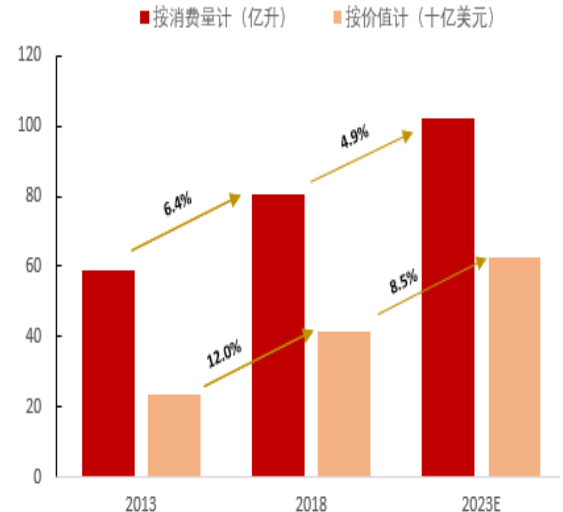
达 1029 亿美元。而在居民生活水平提高、消费升级、现饮消费愈受欢迎等多重因素的催化下，高端啤酒市场的增速或快于行业平均水平。根据 GlobalData 预测，按照消费量计，我国高端啤酒市场规模 2018-2023 年年均复合增速为 4.9%，预计到 2023 年按照消费量计算的高端啤酒市场规模将达 102 亿升。按照价值计，我国高端啤酒市场规模 2018-2023 年年均复合增速为 4.7%，预计到 2023 年按照价值计算的高端啤酒市场规模将达 627 亿美元。虽然啤酒行业传统的量增逻辑遭遇瓶颈，但我国高端啤酒市场较好的迎合了市场发展需求。我国高端啤酒市场未来发展潜力大，量价有进一步上行的空间。

图 19：我国啤酒市场规模



数据来源：GlobalData，东莞证券研究所

图 20：我国高端啤酒市场规模



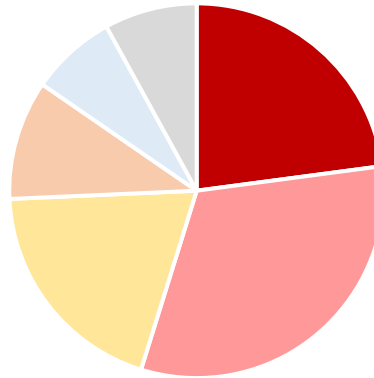
数据来源：GlobalData，东莞证券研究所

2.5 寡头垄断竞争格局，龙头企业有望受益

我国啤酒行业形成了寡头垄断的竞争格局。我国啤酒行业经过不断的发展，目前形成了寡头垄断的竞争格局。2020 年我国啤酒行业的 CR5（华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒与嘉士伯）为 92.00%。其中，华润啤酒的市场份额最高，为 31.90%。青岛啤酒市场份额为 22.90%，位居行业第二。

图 21：2020 年我国啤酒行业 CR5

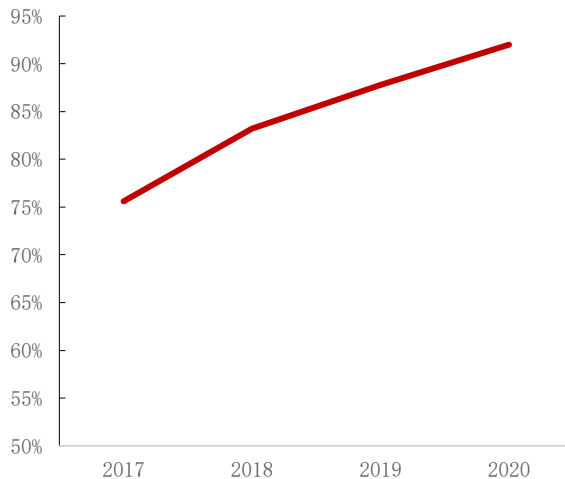
■ 青岛啤酒 ■ 华润啤酒 ■ 百威英博 ■ 燕京啤酒 ■ 嘉士伯 ■ 其他



数据来源：中国酒业协会，东莞证券研究所

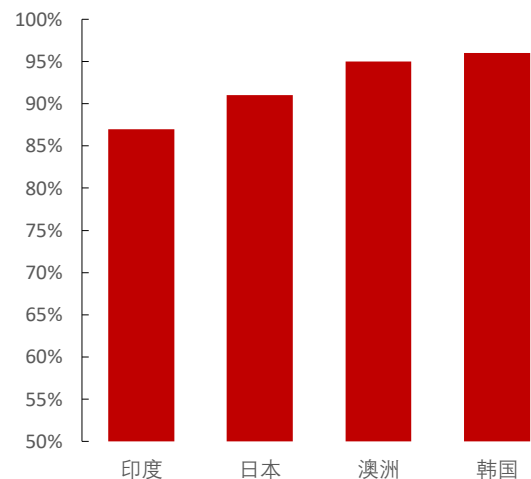
我国啤酒行业 CR5 稳步提升，市场份额有望进一步向龙头企业靠拢。近几年，我国啤酒行业的集中度稳中有升。2017-2020 年，我国啤酒行业的 CR5 从 75.60% 增加至 92.00%。与其他国家相比，2018 年印度、日本、澳洲、韩国的啤酒行业 CR5 已分别达到 87.00%、91.00%、95.00% 和 96.00%。总体而言，虽然我国啤酒行业的集中度有所提升，但 2020 年 CR5 仍低于 2018 年澳洲、韩国水平，略高于日本。在行业优化整合的背景下，预计啤酒市场份额将进一步向龙头企业靠拢。

图 22：2017-2020 年我国啤酒行业 CR5（%）



数据来源：中国酒业协会，东莞证券研究所

图 23：2018 年部分国家啤酒 CR5（%）



数据来源：GlobalData，东莞证券研究所

3、公司战略清晰，多维布局提升增长潜力

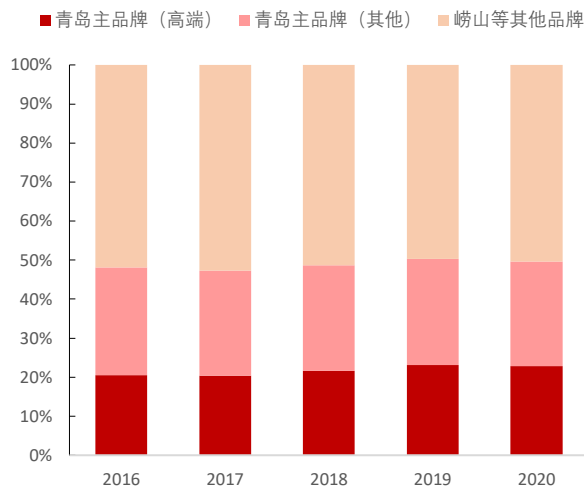
3.1 高端战略布局，吨价稳步上行

高端战略布局，高端产品销量占比增加。公司近几年积极进行高端化战略布局，加快向听装酒和精酿产品为代表的高附加值产品转型，以更好的满足市场需求。近几年，

公司相继推出 IPA 精酿、百年之旅、琥珀拉格等超高端新品，实现以“基础质量+特色质量”向“魅力质量”转变，公司青岛主品牌中的高端产品销量占比稳步提升。2016-2020 年，公司青岛主品牌中的高端产品销量占比从 20.58% 增加至 22.89%。相比之下，公司中低端产品的销量占比有所下降。2016-2020 年，其他青岛主品牌产品销量从 27.53% 下降至 26.73%，崂山等其他品牌产品销量从 51.89% 下降至 50.38%。

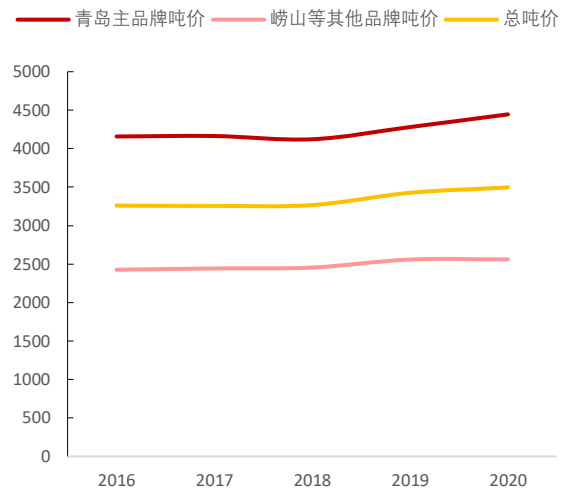
产品结构上移，推动吨价稳步上行。随着高端产品销量占比增加以及高端新品的推出，公司青岛主品牌吨价稳步上行。2020 年，公司青岛主品牌的吨价为 4445.88 元/吨，同比增长 3.85%。2016-2020 年，公司青岛主品牌的吨价从 4158.53 元/吨增加至 4445.88 元/吨，年均复合增速为 1.68%。青岛主品牌吨价的上行，拉动了公司整体的吨价水平。2016-2020 年，公司产品的吨价从 3259.97 元/吨增加至 3496.16 元/吨。

图 24：公司各产品销量占比（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

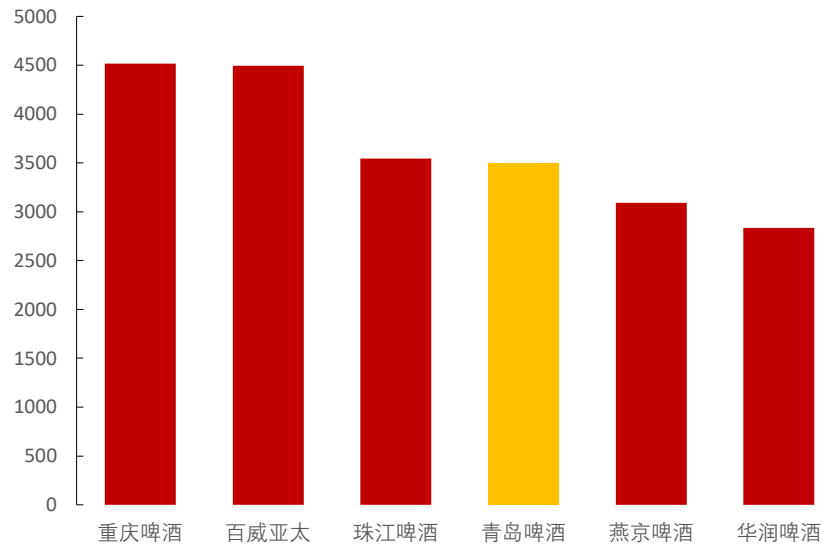
图 25：公司产品吨价（元/吨）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司产品吨价有进一步提升的空间。公司与可比公司相比，吨价仍有进一步提升的空间。重庆啤酒被嘉士伯收购后，产品高端化进程稳步推进。2020 年，重庆啤酒的吨价为 4514.62 元/千升，位居可比公司首位。百威亚太、珠江啤酒的高端产品占比较高，吨价分别为 4494.98 元/千升与 3542.81 元/千升。青岛啤酒 2020 年的吨价为 3496.16 元/千升，高于燕京啤酒与华润啤酒的水平，处于可比公司的中位。伴随着公司产品结构逐步优化，预计公司产品的吨价将进一步上行。

图 26：2020 年主要啤酒公司吨价对比（元/千升）

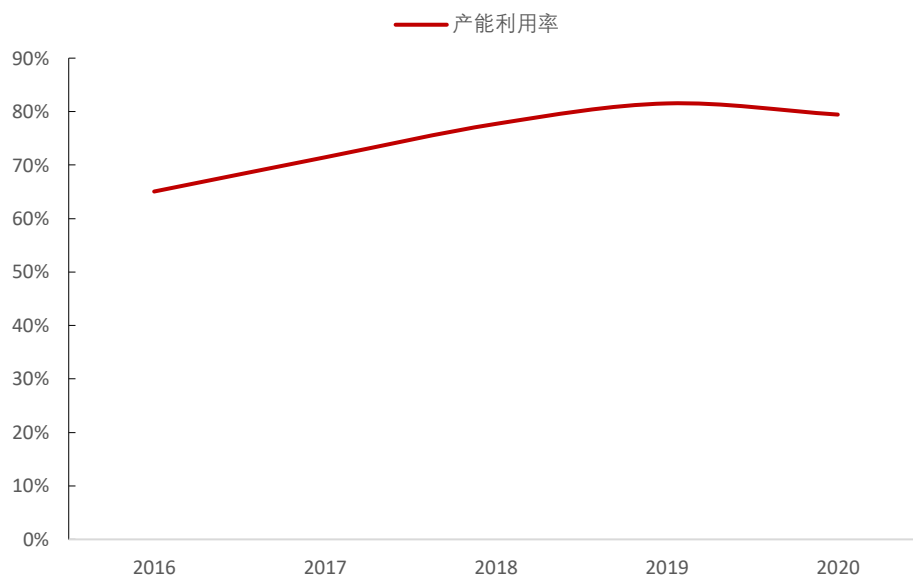


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

3.2 关厂提效，产能利用率有望进一步改善

公司关厂提效，产能利用率提高。目前，公司在全国共有 60 家生产基地，分布在 20 个省市。在近几年啤酒行业传统的量增逻辑难以为继的背景下，公司陆续关闭经营不善、生产线老化的工厂，减少无效产能以提高产能利用率。2016-2019 年，公司陆续关闭 4 家工厂，产能利用率得到较大幅度的改善，从 65.06% 提高至 81.53%。2020 年公司的产能利用率为 79.44%，同比下降 2.09 个百分点，主要系受疫情影响公司的产量下降所致。2019 年，公司指出计划在未来 3-5 年内关闭整合 10 家工厂。去年疫情使公司关厂进程有所放缓。随着疫情影响逐步释放，预计公司关厂将稳步进行，公司的产能利用率有望进一步提高。

图 27：2016-2020 年公司产能利用率（%）

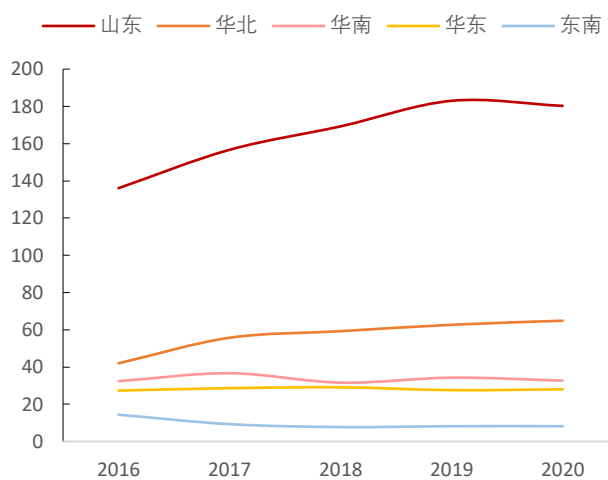


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

3.3 以山东为中心的黄河流域系公司的优势区域

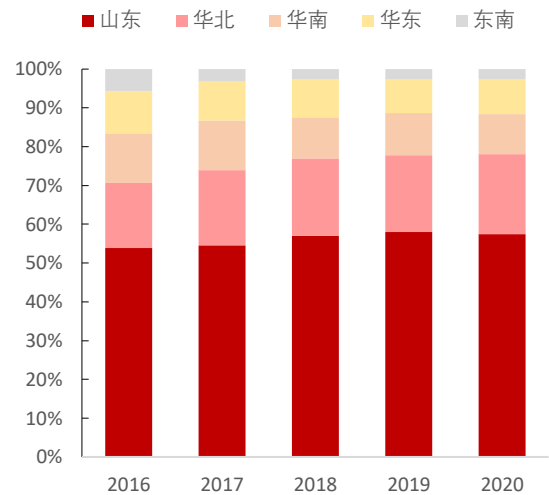
山东地区是公司的主要创收区域，营收占比稳步增加。公司凭借总部位于山东省青岛市的地理优势，聚焦山东市场，目前已在山东地区占据了主要的啤酒市场份额。2016-2020年，公司在山东地区的营收从136.07亿元增加至180.26亿元，年均复合增速为7.28%。量增的同时，公司在山东地区的营收占比稳步增加，区域竞争优势进一步显现。2016-2020年，公司在山东地区的营收占比从53.93%增加至57.39%。除山东地区外，华北地区是公司目前第二大业务区域，近几年实现较快发展。2016-2020年，公司在华北地区的营收从42.03亿元增加至64.90亿元，年均复合增速为11.47%，营收占比从16.66%增加至20.66%。

图 28：公司各地区营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

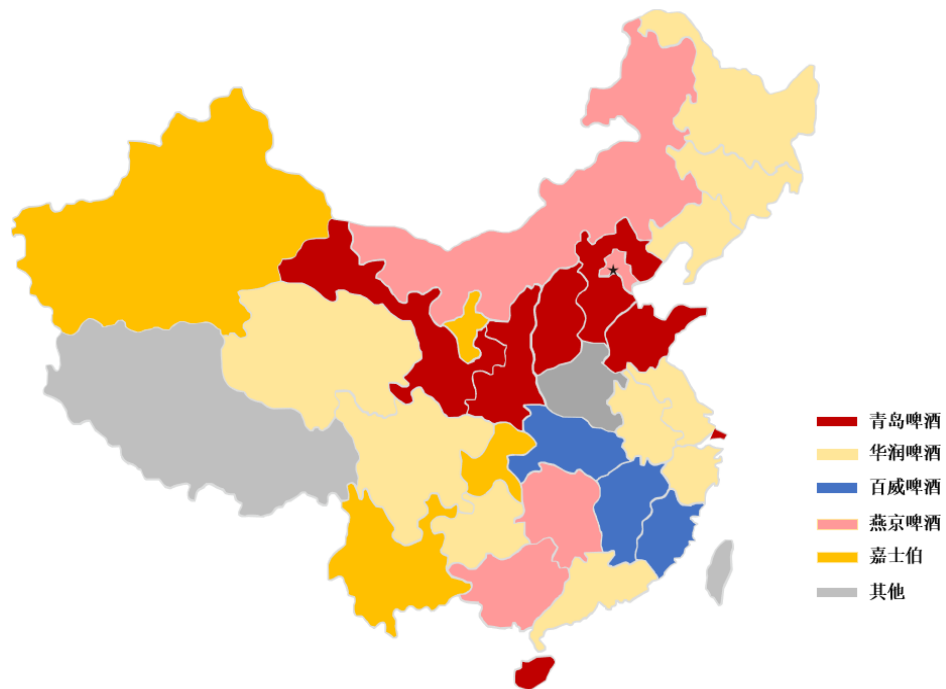
图 29：公司各地区营收占比（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

与可比公司相比，以山东为中心的黄河流域系公司业务的主要优势区域。在发展的过程中，啤酒公司会根据自身的实际情况与发展战略，打造出独特的优势区域。公司在山东地区的基础上，重点布局黄河流域省份。目前，公司已在黄河流域建有 28 家啤酒生产工厂和 1 家麦芽厂，并设立 7 家省级销售业务单位，河北、山西、陕西与甘肃地区均为公司的优势区域。华润啤酒全国市场化布局相对完善，在广东、东北、浙江、江苏等地均具有一定的区域优势。百威的市场则主要集中在华南地区，江西、福建等地的市场份额占比亦较高。嘉士伯以重庆为中心，市场辐射至云南、新疆等地。而总部位于北京的燕京啤酒，优势区域主要集中在北京、内蒙古、广西等地。

图 30：主要啤酒公司优势区域

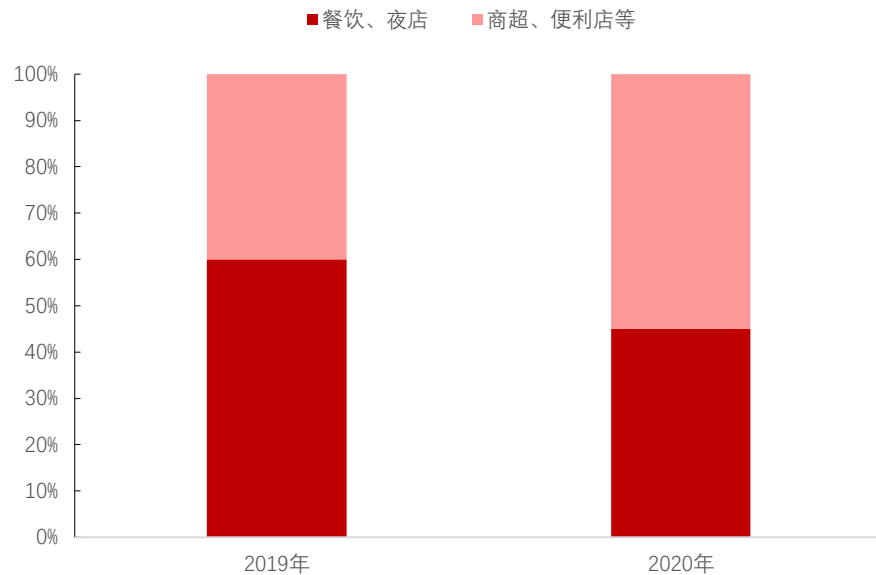


数据来源：前瞻产业研究院，澄泓研究，东莞证券研究所

3.4 线上线下齐发力，新场景迎合年轻高端化需求

剔除疫情影响因素，公司线下以餐饮等现饮消费为主。一般而言，啤酒的消费场景可以分为现饮与非现饮。而在现饮消费中，餐饮、酒吧、夜店等是主要的消费场景。若以此作为参考依据，剔除疫情的影响因素，在线下的销售渠道中，餐饮、夜店等即饮市场是公司的主要消费场景。2019年，公司餐饮与夜店的销量占比为60%，商超、便利店等销量占比为40%。受疫情影响，公司的餐饮、夜店等现饮消费受到较大的冲击，2020年公司的餐饮、夜店等现饮消费销量占比下降至45%，商超、便利店等销量占比增加至55%。随着疫情基本可控，餐饮、夜店等门店逐步复苏，预计公司的现饮销量占比将回升。

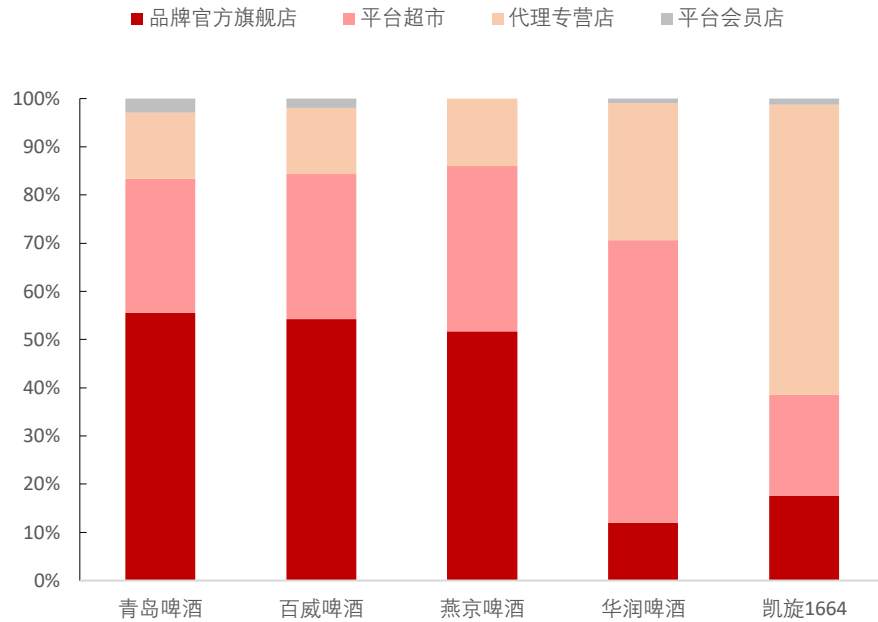
图 31：2019-2020 年公司线下各消费场景销量占比（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司线上以品牌官方旗舰店为主。公司的品牌官方旗舰店在市场中的认可度较高，与其他公司相比具有一定的优势。根据 2021 年啤酒行业线上分析报告显示，2020 年 6 月-2021 年 5 月，公司的线上产品销售以品牌官方旗舰店为主，销量占比为 55.60%，在可比公司中占比最高。天猫等平台超市是公司线上的第二大销售渠道，销量占比为 27.80%。相比之下，百威与燕京啤酒的线上渠道与公司类似，品牌官方旗舰店是线上的主要销售渠道，销量占比分别为 54.20%与 51.70%。由于华润啤酒中低端产品的占比较高，销量贡献更多的来自快速走量的平台超市，2020 年 6 月-2021 年 5 月，华润啤酒的线上平台超市的销量占比为 58.60%。而凯旋 1664 属于进口品牌，产品主要依赖于代理专营店进行销售，代理专营店的销量占比高达 60.20%。

图 32：2020 年 6 月-2021 年 5 月部分啤酒公司线上渠道销量占比 (%)



数据来源：2021 年啤酒行业线上分析报告，东莞证券研究所

推出新场景，迎合年轻高端化市场需求。基于传统的销售渠道，公司不断拓宽消费场景，开拓健康饮品与时尚酒吧等新兴业务，以消费者体验为中心，迎合年轻高端化的市场需求。“TSINGTAO1903 青岛啤酒吧”是公司目前重点打造的消费场景，主要定位高端化、个性化与时尚化，可以满足消费者多层次的消费需求。在该场景下，消费者可以体验专属的啤酒杯、定制的酒桶与定制礼品，给予消费者全新升级的体验。除此之外，“TSINGTAO1903 青岛啤酒吧”可以为主题聚餐、主题团建、主题派对等提供个性化的定制服务。目前，公司已在全国开设 200 多家“TSINGTAO1903 青岛啤酒吧”，覆盖 20 个省份与 62 座城市，主要以一二线城市为主。公司计划今年新增 100 家门店。预计到 2023 年，此类酒吧在全国将达到 400-500 家。“TSINGTAO1903 青岛啤酒吧”拓展了公司的消费场景，在满足消费者年轻化个性化的同时，可以带动公司现饮消费比例的提升，与公司布局高端化的战略相契合。

图 33：TSINGTAO1903 青岛啤酒吧



数据来源：百度，东莞证券研究所

3.5 多元营销手段，塑造品牌魅力

公司实行多元化的营销手段，提升品牌影响力。公司在打造青岛啤酒主品牌与崂山啤酒第二品牌的过程中，实行多元化的营销手段，不断提高公司的品牌影响力。目前，公司主要通过体育营销、音乐营销、IP 联名与明星代言等方式，对公司的产品进行宣传推广，通过沉浸式的品牌体验持续塑造品牌魅力。体育营销方面，公司在 2008 年成为奥运会的官方赞助商。此后，公司相继与 NBA 的迈阿密热火队合作，并在 2012 年底成为 CBA 的官方合作伙伴。2018 年，公司成功成为 2022 年冬奥会与冬残奥会的官方赞助商。音乐营销方面，公司多次赞助草莓音乐节，2017 年冠名“尖叫之夜”演唱会，并在 2020 年与网易云音乐创新跨域合作定制歌单，联手 VAC 电音节。2021 年，公司联手创天空音乐节，进一步拓宽了公司在音乐营销的活跃范围。此外，公司紧跟时代潮流，开展跨界联名 IP 活动，以实现多方共赢。2016 年，公司与魔兽世界 IP 合作推出魔兽罐；2017 年与战狼和深夜食堂两大 IP 合作推出战狼罐与深夜罐；2020 年，公司与梵高 IP 合作推出限量珍藏全麦白啤罐。通过 IP 联名，公司可以较好的迎合当下年轻人关注的热点。与此同时，公司与流量明星合作，紧抓消费者眼球，利用粉丝效应进一步提高公司的品牌知名度与影响力。2020 年，华晨宇成为青岛纯生的代言人，公司与华晨宇合作推出花花瓶。2021 年，孟美岐成为公司冬奥会的形象代言人。

表 5：公司实行多元化的营销手段

营销手段	营销内容
体育营销	成为 2008 年奥运会官方赞助商
	2011 年底与迈阿密热火队达成战略合作
	2012 年底成为 CBA 官方合作伙伴
	2013 年成为亚冠联赛首家中国赞助商
	成为 2022 年冬奥会与冬残奥会官方赞助商
音乐营销	多次赞助草莓音乐节
	2017 年冠名“尖叫之夜”演唱会

	2020 年与网易云音乐创新跨界合作定制歌单
	2020 年联手 VAC 电音节
	2021 年联手创天空音乐节
IP 联名	2016 年与魔兽世界 IP 合作推出魔兽罐
	2017 年与战狼和深夜食堂两大 IP 合作推出战狼罐与深夜罐
	2019 年延续夜猫子 IP
明星代言	2020 年与梵高 IP 合作推出限量珍藏全麦白啤罐
	2016 年黄晓明成为青岛纯生的代言人
	2020 年华晨宇成为青岛纯生代言人，推出花花瓶
	2021 年孟美岐成为公司冬奥形象代言人

资料来源：公司公告，百度，东莞证券研究所

图 34：公司部分 IP 联名款产品



数据来源：百度，东莞证券研究所

图 35：公司与部分明星代言人合作



数据来源：百度，东莞证券研究所

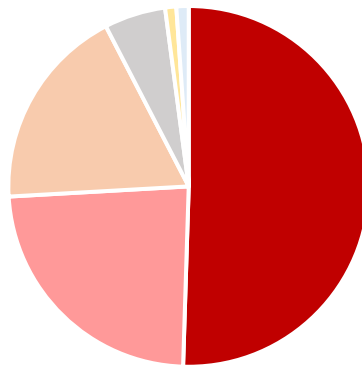
3.6 成本上涨，提价预期增加

上游原材料面临成本上涨压力。啤酒是以麦芽、酒花、水为主要原料，经酵母发酵酿制而成的富含二氧化碳的低酒精度酒，素有“液体面包”之称。上游的大麦、包材等是生产啤酒主要的原材料。在公司 2020 年的成本结构中，粮食等酿酒原材料占比约

23.60%，包装材料占比约 50.50%。自 2020 年 4 月以来，我国玻璃价格持续走高。2021 年 8 月 16 日，玻璃的现货价为 38.62 元/平方米，同比增长 68.28%，维持在近五年的高位水平。铝锭的市场价格与玻璃类似，自 2020 年 4 月开始攀升。2021 年 8 月 10 日，铝锭的市场价为 19874.30 元/吨，同比增长 34.53%。公司目前大麦主要依赖进口，进口大麦的均价自 2020 年 9 月以来亦稳步提高。2021 年 6 月，进口大麦均价为 294.74 美元/吨，同比增长 21.85%。在玻璃、铝锭、进口大麦等价格上涨的情况下，公司上游原材料成本承压。

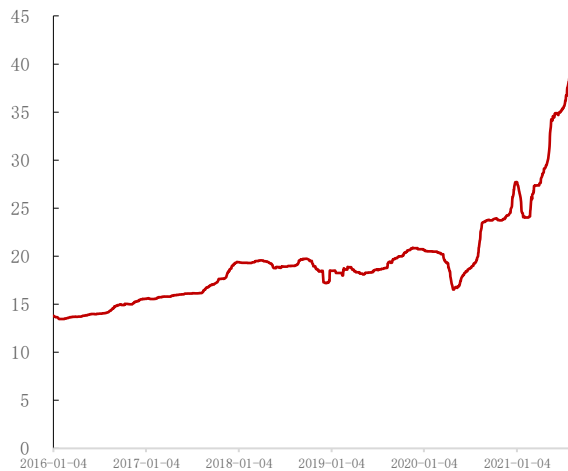
图 36：公司 2020 年成本结构（%）

■ 包材 ■ 酿酒原材料 ■ 制造费用 ■ 直接人工 ■ 能源 ■ 其他原料



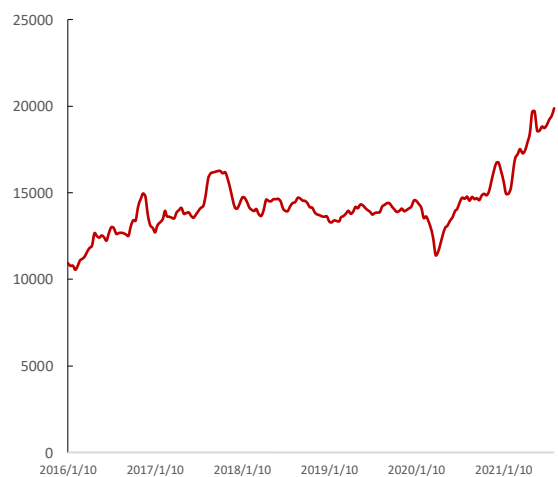
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 37：玻璃现货价（元/平方米）



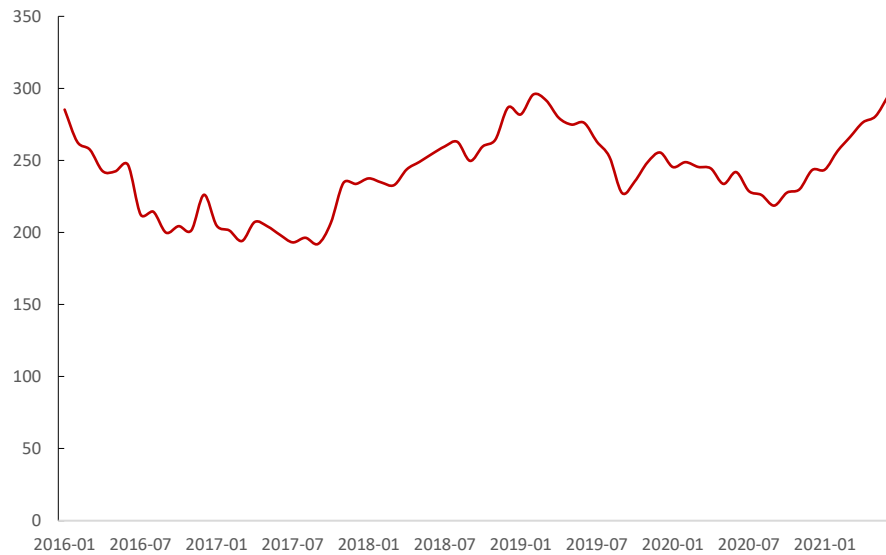
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 38：铝锭市场价（元/吨）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 39：进口大麦平均单价（美元/吨）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

成本上涨或增加公司提价预期。从公司近几年的提价历程看，公司产品提价很大程度上与上游原材料成本上涨有关。2007-2008年，大麦等原材料价格上涨明显，公司在2008年对青岛纯生提价8%-10%左右。此后，针对原材料成本上涨的情况，公司相继在2011年与2012年对主要产品进行提价，提价幅度分别为10%与5%。2016-2018年，为应对成本上涨的压力，公司在2018年再次采用提价的措施，分别在1月与5月针对不同产品进行提价。在目前玻璃、进口大麦等原材料成本上涨的背景下，预计公司的提价预期有所增加。

表 6：公司提价历程

提价时间	提价产品	提价幅度	提价原因
2008	青岛纯生	8%-10%	大麦等原材料价格上涨
2011	主要品牌	10%	大麦等原材料价格上涨
2012	中高端产品	5%	大麦等原材料价格上涨
2018.1	崂山、汉斯、经典等产品	<5%	大麦等原材料价格上涨
2018.5	优质品牌	批发价涨2元/箱	大麦等原材料价格上涨
2018.5	崂山啤酒600ml等产品	零售价涨0.5元/瓶	大麦等原材料价格上涨
2019.3	纯生、经典1903等产品	6%-10%	厂家主动提价
2020.5	白啤、经典、崂山等产品	白啤提价5%；经典瓶装系列提价8%	厂家主动提价

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

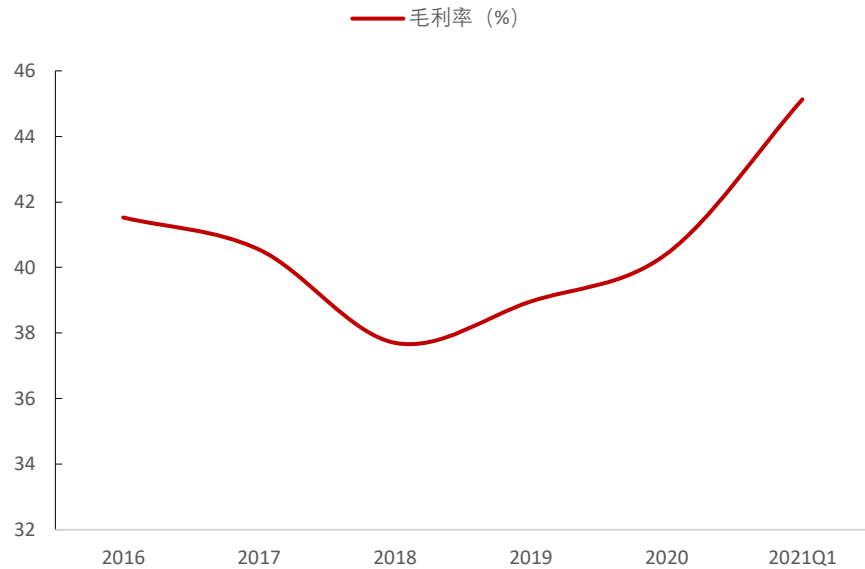
4、财务指标分析

4.1 盈利能力分析

产品优化升级推动公司盈利水平显著提升。2016-2018年，在上游原材料价格上行的背景下，公司的毛利率从41.53%下滑至37.70%。为应对成本上涨的压力，公司在2018

年针对不同产品共提价 2 次，并推出 IPA 等超高端产品进一步优化产品结构。公司提价与升级产品的举措，使公司的毛利率水平显著提升。2018-2020 年，公司的毛利率从 37.70%增加至 40.42%。2021Q1，公司的毛利率为 45.13%，同比增加 5.07 个百分点，公司的盈利能力稳步提升。

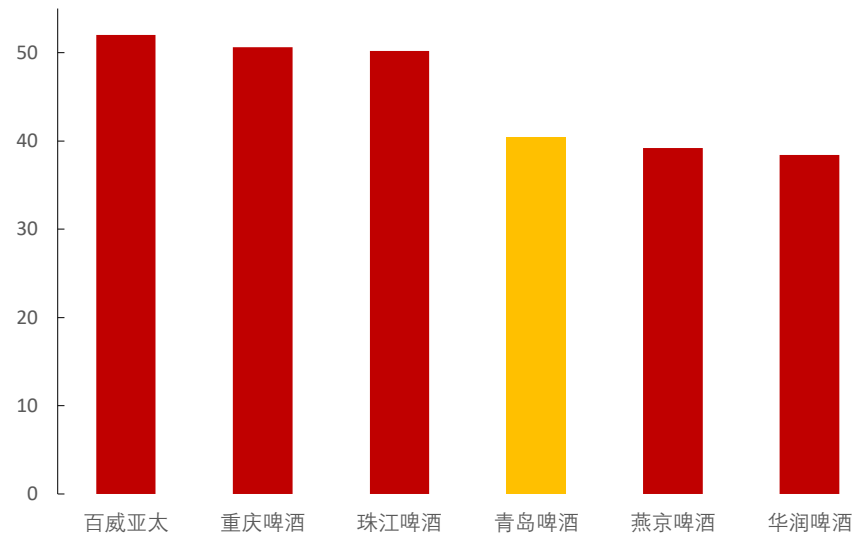
图 40：2016-2021Q1 公司毛利率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

青岛啤酒毛利率处于可比公司中位。啤酒公司的毛利率很大程度上受产品吨价水平的影响。由于百威亚太、重庆啤酒与珠江啤酒的高端产品占比较高，吨价高于青岛啤酒，因此百威亚太、重庆啤酒与珠江啤酒的毛利率相比青岛啤酒具有一定的竞争优势。2020 年，百威亚太的毛利率为 52.02%，位居可比公司首位。重庆啤酒与珠江啤酒的毛利率分别为 50.61%与 50.19%。相比之下，公司 2020 年的毛利率为 40.42%，高于燕京啤酒与华润啤酒的毛利率，处于可比公司的中位水平。虽然近几年产品结构优化升级使公司的毛利率有所提升，但与可比公司相比，公司的毛利率有进一步提升的空间。随着高端化进程的持续推进，预计公司的盈利能力将稳步向好。

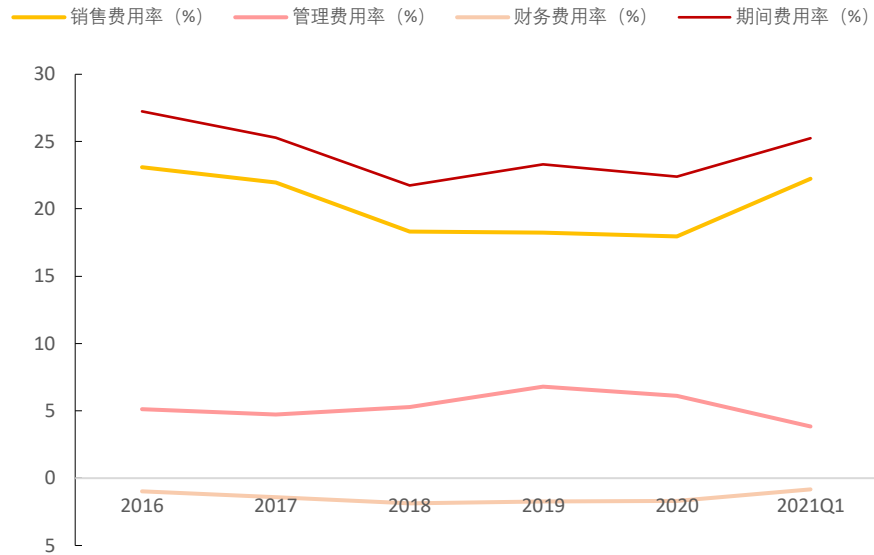
图 41：2020 年主要啤酒公司毛利率对比（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

公司费用率基本可控。公司在发展过程中，会根据自身的实际情况对费用进行灵活调整。公司目前的费用率基本可控，期间费用率稳中有降。2016-2020年，公司的期间费用率从27.24%下降至22.38%。其中，公司的销售费用率从23.10%降至17.96%；管理费用率从5.13%增加至6.12%；财务费用率从-0.99%降至-1.70%。公司的销售费用率在2017年与2018年出现不同幅度的下降，主要系在上游原材料成本上涨的背景下，公司的广告宣传费用减少所致。2018年公司的销售费用率下降幅度较大还在一定程度上受增值税率下调的影响。2021Q1，公司的期间费用率为25.26%，同比增加1.91个百分点；销售费用率22.25%，同比增加0.93个百分点；财务费用率-0.83%，同比增加0.99个百分点；管理费用率3.84%，同比下降0.02个百分点。公司的销售费用率增加主要是物流费用增加、品牌投入增加以及职工薪酬费用增加所致。作为2022年北京冬奥会的赞助商，预计公司今年将持续加大广告宣传的投入力度，提高品牌影响力。公司2021Q1财务费用率增加主要是公司开展结构性存款业务，收入计入公允价值变动收益所致。与可比公司相比，2020年公司的销售费用率为17.96%，低于华润啤酒与重庆啤酒水平，高于百威亚太、珠江啤酒与燕京啤酒。公司管理费用的管控力度相对较好，管理费用率在可比公司中最低，2020年为6.12%。

图 42：2016-2021Q1 公司费用率 (%)



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

表 7: 2020 年主要啤酒公司费用率对比 (%)

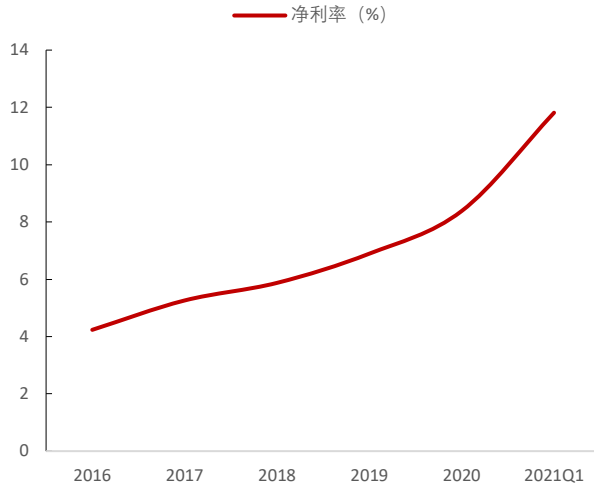
	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)
青岛啤酒	17.96	6.12	-1.70
百威亚太	8.15	7.10	0.07
华润啤酒	18.86	13.61	0.19
重庆啤酒	21.06	7.02	0.06
珠江啤酒	17.49	11.67	-4.70
燕京啤酒	12.65	13.63	-0.74

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

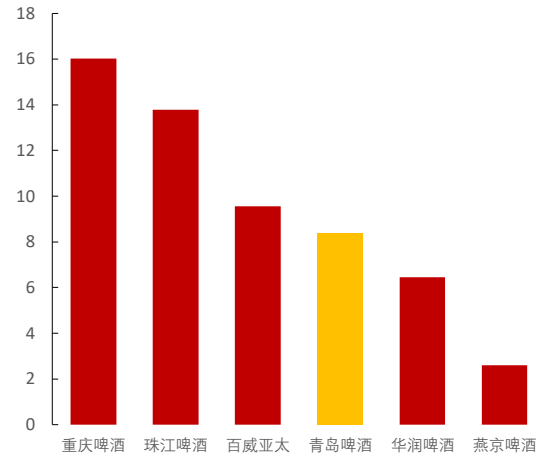
公司净利率水平持续向好,与可比公司相比有进一步提升的空间。产品结构持续优化、产能利用率提高与费用可控,推动公司的净利率水平持续向好。2016-2020年,公司的净利率从4.24%提高至8.38%。2021Q1,公司的净利率为11.81%,同比增加3个百分点,公司的利润弹性持续释放。与可比公司相比,2020年公司的净利率水平高于华润啤酒与燕京啤酒,与高端产品占比较高的重庆啤酒、珠江啤酒与百威亚太相比有一定的差距。伴随着产品层级上移与关厂稳步进行,预计公司的净利率将进一步提升。

图 43: 2016-2021Q1 公司净利率 (%)

图 44: 2020 年主要啤酒公司净利率对比 (%)



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

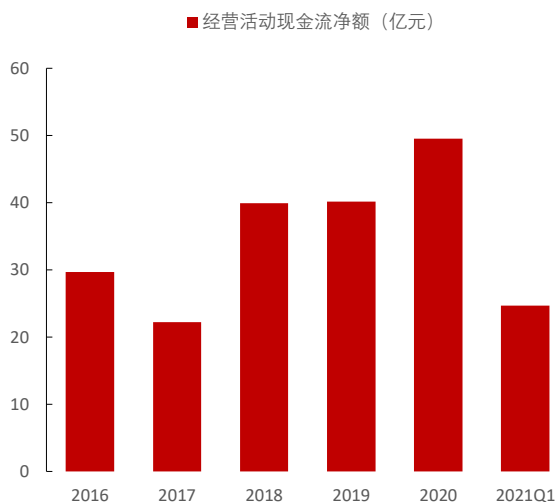


数据来源: Wind, 东莞证券研究所

4.2 经营活动现金流净额分析

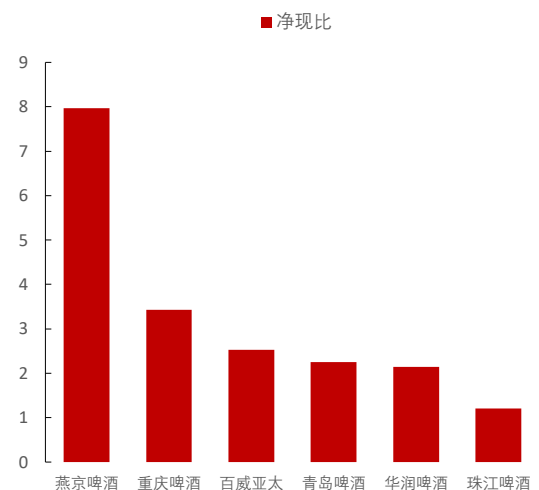
公司现金流相对充裕。公司近几年经营活动现金流净额整体稳中有升。2016-2020年, 公司的经营活动现金流净额从 29.71 亿元增加至 49.53 亿元。2017 年公司的经营活动现金流出现下降, 主要系公司购买商品、接受劳务支付现金同比增加所致。2020 年, 公司的经营活动现金流同比增长 23.30%, 主要系受疫情影响购买商品接受劳务支付的现金同比减少所致。分季度看, 2020 年公司的经营活动现金流主要集中在二季度。2020Q2, 公司的经营活动现金流达 43.45 亿元, 同比增长 110.72%, 主要是公司在二季度采取压货冲销量的方式缓解疫情对业绩产生的冲击。随着疫情影响释放, 公司今年以来现金流大幅回暖。2021Q1, 公司实现经营活动现金流净额 24.66 亿元, 同比增长 298.38%, 与 2019 年相比, 增长 18.50%。与可比公司相比, 2020 年公司的净现比为 2.25, 现金流相对充足。

图 45: 公司经营活动现金流净额 (亿元)



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

图 46: 2020 年主要啤酒公司净现比对比



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

5、投资建议

2020年受疫情影响，啤酒行业受到一定冲击。今年以来，随着疫情影响逐步释放，啤酒行业呈现复苏回暖态势。2021Q1，公司实现营业收入89.28亿元，同比增长41.87%；实现归母净利润10.22亿元，同比增长90.26%，业绩表现超市场预期。与2019Q1相比，公司营业收入增长6.00%，归母净利润增长12.47%。展望二季度与下半年，我们认为：

（1）短期来看，公司二季度销量或面临一定的承压。公司在去年二季度主要采取压货冲销量的方式缓解疫情对业绩产生的冲击。2020Q2，公司实现销量277.6万吨，销量处于历史高位。因此，在去年高基数的基础上，预计公司2021Q2或面临一定承压。

（2）长期来看，公司的产品结构有望持续优化。2020年，公司通过中低端产品补齐一定的销量缺口，以中高端产品为主的青岛主品牌销量下滑幅度大于以中低端产品为主的崂山第二品牌。今年以来，随着疫情逐步好转，预计公司的高端产品销量将稳步回暖，产品结构有望持续优化。

公司高端化逻辑清晰，利润弹性有望进一步释放，维持对公司的“推荐”评级。随着居民可支配收入的增加以及健康意识的增强，“少喝酒、喝好酒”的消费观念逐渐被越来越多的消费者接受认可，低端啤酒在市場中的份额逐步萎缩，高端啤酒愈受消费者欢迎，啤酒行业高端化趋势已势在必行。作为啤酒行业的龙头，公司产品结构优化升级的策略清晰，致力于以青岛主品牌与崂山第二品牌为主线，通过体育营销、音乐营销、IP联名与明星代言等方式持续塑造品牌的魅力。随着公司高端化战略持续推进，利润弹性有望进一步释放。预计公司2021/2022年每股收益分别为2.05元和2.45元，对应PE估值分别为43.26倍和36.26倍，维持对公司的“推荐”评级。

表 8：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	27,760	30,419	32,366	34,081
营业总成本	24,973	26,936	28,366	29,180
营业成本	16,541	17,710	18,474	19,000
营业税金及附加	2,219	2,373	2,589	2,761
销售费用	4,985	5,524	5,942	6,135
管理费用	1,678	1,764	1,780	1,704
财务费用	-471	-450	-430	-430
研发费用	21	15	10	10
公允价值变动净收益	55	58	60	62
资产减值损失	(131)	(91)	(81)	(68)
营业利润	3,250	3,950	4,549	5,476
加：营业外收入	15	18	14	14
减：营业外支出	25	15	13	12
利润总额	3,240	3,953	4,549	5,478
减：所得税	913	1,040	1,074	1,369
净利润	2,327	2,914	3,476	4,108
减：少数股东损益	126	117	139	152

归母公司所有者的净利润	2201	2797	3337	3957
摊薄每股收益(元)	1.61	2.05	2.45	2.90
PE（倍）	54.96	43.26	36.26	30.58

资料来源：Wind，东莞证券研究所

6、风险提示

- （1）高端化推进不及预期。
- （2）原材料价格上涨。
- （3）行业竞争加剧。
- （4）食品安全问题。
- （5）宏观经济影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn