

青岛啤酒 (600600.SH)

行业高端化发展成共识，百年青啤正当时

投资要点：

行业竞争格局稳定，达成啤酒高端化发展共识，未来在价、效、费均能持续改善盈利。以销量统计，2015-2020年CR5保持73%左右，各品牌拥有各自难以被抢占的强势市场，未来主流啤酒厂商大概率持续良性竞争，注重强势市场关于高端啤酒消费的教育以及盈利改善。**提价上**，与城镇人均可支配收入对比，经济增长带来的人均可支配收入增长幅度基本超过8%，啤酒价格仅2018年部分时间提价幅度超过人均可支配收入的增长幅度；与酒类CPI对比，2019年以来，啤酒厂商提价略低于其他酒类。啤酒整体提价空间仍然较大，未来随着高端啤酒教育的提升，提价接受度有望提高。**提效上**，华润啤酒计划3年内每年关闭3-5家工厂，青岛啤酒计划3-5年内关闭10家工厂。根据头部啤酒公司目前关于无效产能的清理执行情况，我们看好啤酒行业未来提效持续的执行力。**降费上**，与高端啤酒发展相对成熟的百威相比（销售费用率8.15%），销售费用率普遍在15%左右的国内主流啤酒厂家均有下降空间。因此，整体来看，未来啤酒行业的盈利改善仍有空间。

青岛啤酒历经百年，复星入驻为公司发展外添活力，约束合理的股权激励释放公司发展的内生动力。青啤前身是1903年由德国和英国商人合资创建的日耳曼啤酒公司青岛股份公司，公司历经百年，现以黄克兴董事长提出的“品牌引领、创新驱动、质量第一、效益优先、结构优化、协调发展”的六大战略指引作为发展方向。复兴集团于2017年成为公司第二大股东，根据复星集团在混改、国际化、战略投资、产业运营等各方面的资源与经验，预计复星集团入股有利于推动公司机制改革，加快公司海内外业务的拓展和渗透。公司股权激励于2020年落地，整体业绩考核标准合理，目前取得实质性进展，2020全年、2021年上半年完成净利润22.01、24.16亿元，ROE均超过11%，基本超过限制条件。

青岛啤酒在产品布局、品牌宣传、渠道铺设跟上年轻化、潮流化，高端化成效可期。产品上，10元以上产品布局奥古特、琥珀拉格、IPA，青岛品牌中的高端产品占比从2016年的43.35%增长至2020年的46.19%，销量达到179.2万千升。品牌上，精酿酒吧助力品牌形象提升，音乐、体育活动塑造品牌年轻化、潮流化。渠道上，公司持续保山东和河北基地市场，拓展“沿黄”“沿海”的以点带面，同时多元化发展线上渠道应对疫情。

► **盈利预测：**我们预计公司2021-2023年收入分别31,173/34,892/37,770百万元，同增12.30%/11.93%/8.25%；归母净利润分别2,844/3,601/4,122百万元，同增29.20%/26.61%/14.46%；对应PE为40.20/31.75/27.74倍。

风险提示：原材料成本上涨过快；疫情反复影响啤酒消费场景；高温天气较少影响需求量；行业竞争恶化。

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	27,984	27,760	31,173	34,892	37,770
增长率(%)	5.30	-0.80	12.30	11.93	8.25
净利润(百万元)	1,852	2,201	2,844	3,601	4,122
增长率(%)	30.23	18.86	29.20	26.61	14.46
EPS(元/股)	1.37	1.63	2.08	2.64	3.02
市盈率(P/E)	36.60	61.07	40.20	31.75	27.74
市净率(P/B)	3.54	6.52	4.79	4.37	4.00

数据来源：公司公告、华福证券研究所

审慎推荐(首次评级)

当前价格：83.80元
目标价格：89.20元

基本数据(数据以 20211008 为准)

总股本/流通股本(百万股)	1,364/696
流通A股市值(百万元)	58,318
每股净资产(元)	16.26
资产负债率(%)	49.25
一年内最高/最低(元)	118.11/72.46

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 赖靖瑜
执业证书编号：S0210520080004
电话：021-20655283
邮箱：lly2652@hfzq.com.cn

相关报告

正文目录

一、	啤酒行业：竞争格局稳定，提价提效助力盈利改善	4
1.1	行业总量、竞争格局基本稳定，主流啤酒厂盈利质量改善	4
1.1.1	受啤酒主流消费人口的制约，啤酒行业总产量预计维持 3300-3700 万千升 ...	4
1.1.2	主流啤酒厂彰显经营把控力、改革魄力，当前格局稳定、盈利改善有支撑 ...	6
1.2	啤酒厂商改革仍有空间，看好主流啤酒厂商盈利持续改善	9
1.2.1	主流产品向 6 块钱以上升级，啤酒厂商未来定价、提价向上仍有空间	9
1.2.2	关闭无效工厂计划进行中，费用投放效率提高，盈利改善可期	14
二、	青岛啤酒：青啤百年复兴，“品质产品+年轻化”品牌迎机遇	17
2.1	基本情况：股权激励激活青啤活力，百年品牌再出发	17
2.2	产品：“超高端+高端”产品矩阵基本完整，高端化销量稳步提升	19
2.3	品牌：“青岛+崂山”品牌矩阵清晰，精酿酒吧提升高端品牌形象	21
2.4	渠道：“稳住基地+开拓‘沿黄’‘沿海’”，精耕、多元发展渠道	22
三、	盈利预测	24
四、	风险提示	25

图表目录

图表 1：2001-2020 年中国啤酒产量及其增速情况	4
图表 2：2001-2018 年中国啤酒新增产能情况	4
图表 3：中国啤酒人均消费量变化情况	5
图表 4：中国啤酒主流消费人群变化情况	5
图表 5：中国、日本、美国啤酒产量自高点至今下滑情况对比	5
图表 6：日本啤酒人均消费量变化情况	6
图表 7：日本啤酒主流消费人群变化情况	6
图表 8：美国啤酒人均消费量变化情况	6
图表 9：美国啤酒主流消费人群变化情况	6
图表 10：2003-2020 年主要上市公司营收及归母净利润复合增速分段表现	7
图表 11：2016-2020 年啤酒主要上市公司营收增长情况	7
图表 12：2016-2020 年啤酒主要上市公司归母净利润增长情况	7
图表 13：2003-2020 年啤酒上市公司毛利率情况	8
图表 14：2003-2020 年啤酒上市公司净利率情况	8
图表 15：2015-2020 年啤酒行业市场格局变化	8
图表 16：2020 年啤酒市场竞争格局（以销量计）	8
图表 17：当前主要啤酒企业的市场分布情况	9
图表 18：当前主要啤酒上市公司高端化策略梳理	10
图表 19：当前主要啤酒公司高端化产品及核心产品情况	11
图表 20：啤酒分类	11
图表 21：啤酒成本构成（以青岛啤酒 2013 年年报披露数据为参考）	12
图表 22：进口大麦价格波动情况	13
图表 23：玻璃价格波动情况	13
图表 24：铝价格波动情况	13
图表 25：瓦楞纸价格波动情况	13
图表 26：城镇人均可支配收入增速及啤酒价格增速对比情况	13
图表 27：酒类 CPI 及啤酒价格同比增速对比	13
图表 28：2018 年前国内主要啤酒企业收购情况	14
图表 29：2015 年以来主流啤酒企业关厂情况	15

图表 30: 主要上市公司固定资产/总资产情况	15
图表 31: 啤酒企业销售传导图	16
图表 32: 主要上市公司销售费用情况	17
图表 33: 主要上市公司管理费用情况	17
图表 34: 青岛啤酒发展历史	17
图表 35: 青岛啤酒股权结构	18
图表 36: 青岛啤酒股权激励情况	18
图表 37: 啤酒上市公司 ROE 一览表	19
图表 38: 青岛啤酒产品矩阵	20
图表 39: 青岛品牌及其高端产品的销量及增速	20
图表 40: 青岛 vs 崂山品牌吨位价情况	20
图表 41: 青岛啤酒吨位价与其他品牌对比	21
图表 42: 青岛啤酒品牌矩阵情况	21
图表 43: 品牌营销活动	22
图表 44: 精酿啤酒对品牌的塑造	22
图表 45: 青岛啤酒市场竞争格局	23
图表 46: 青岛啤酒收入 (按地区划分)	23
图表 47: 青岛啤酒毛利率 (按地区划分)	23
图表 48: 盈利预测	24
图表 49: 财务预测摘要	26

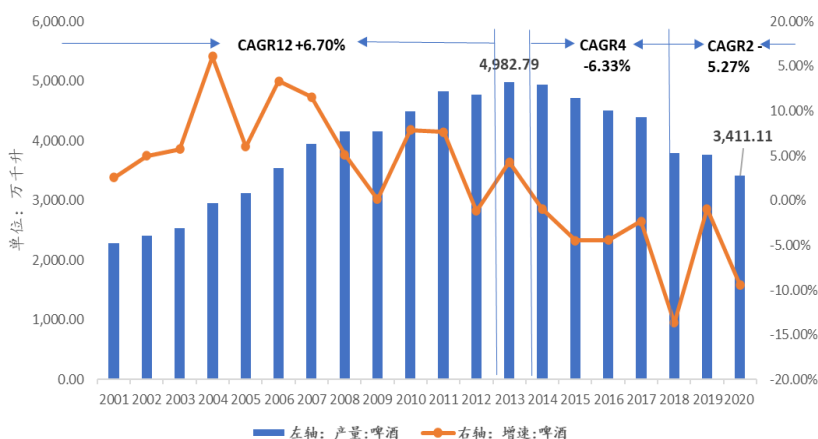
一、啤酒行业：竞争格局稳定，提价提效助力盈利改善

1.1 行业总量、竞争格局基本稳定，主流啤酒厂盈利质量改善

1.1.1 受啤酒主流消费人口的制约，啤酒行业总产量预计维持 3300-3700 万千升

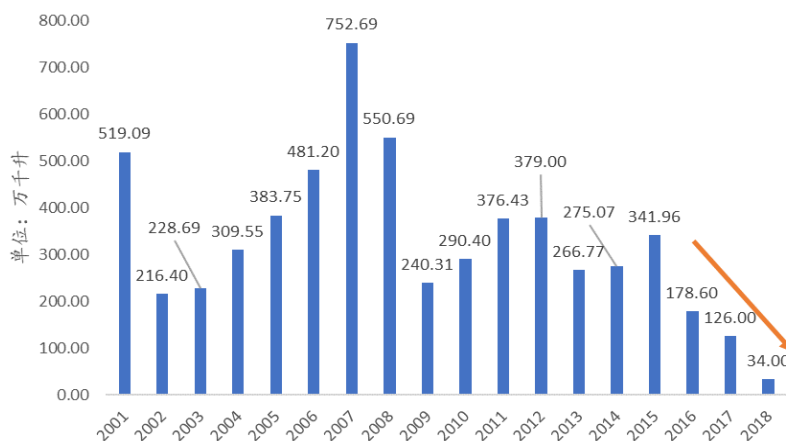
纵观中国啤酒生产历史,从 2001 年起,中国啤酒市场开启十年以上的快速增长,总产量于 2013 年见顶,达到 4,982.79 万千升。自 2014 年以来,啤酒总产量快速下滑,至 2020 年啤酒总产量为 3,411.11 万千升,期间新增产能也随之下滑。但是,总产量的下滑速度收窄,2014-2018CAGR4 为-6.33%,2018-2020CAGR2 为-5.27%,剔除 2020 年疫情对啤酒主要消费场景制约较大的影响,2018-2020CAGR2 预计原收窄至-4%至-3%。

图表 1：2001-2020 年中国啤酒产量及其增速情况



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

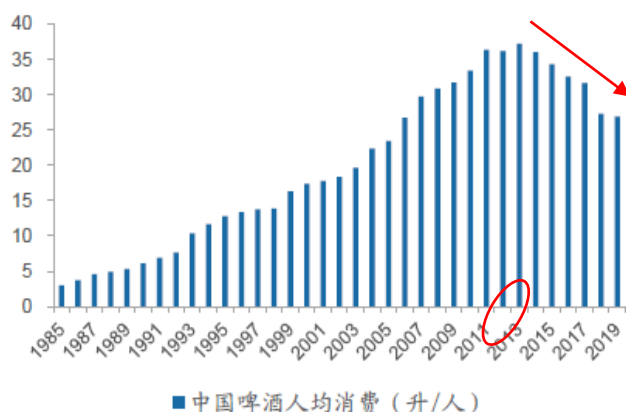
图表 2：2001-2018 年中国啤酒新增产能情况



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

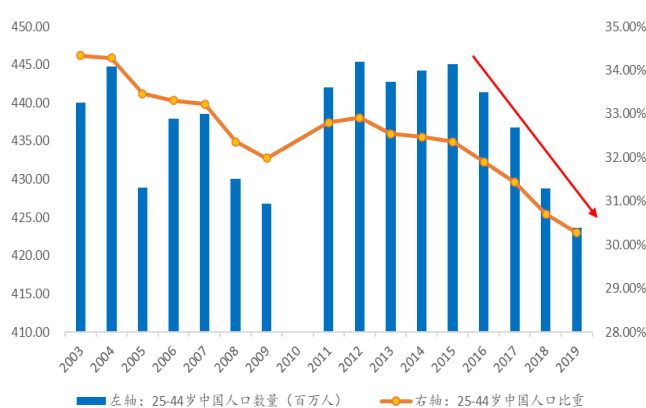
主力消费人群数量下降及消费人群对健康意识的提升影响啤酒市场总量增长。其中，健康意识的提升不可逆转，啤酒主流消费人口数量是市场维持的主要动力。2003-2013 年，中国 25-44 岁的啤酒主要消费人口基本保持在 440 百万人以上，叠加啤酒产能迅速铺开，人均消费量从 19.66 万千升提升至 37.22 万千升。但是，自 2013 年以来，25-44 岁的啤酒主要消费人群的数量由 442.72 百万人下降至 423.67 百万人，在整体人口结构中的比例由 32.36% 下降至 30.28%，叠加健康意识不断普及，中国啤酒人均消费量从 37.22 下滑至 26.89 万千升。

图表 3：中国啤酒人均消费量变化情况



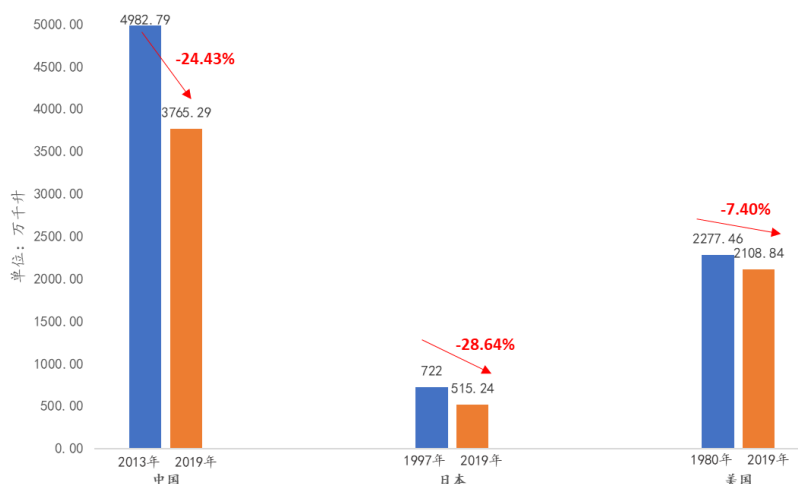
数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 4：中国啤酒主流消费人群变化情况



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 5：中国、日本、美国啤酒产量自高点至今下滑情况对比



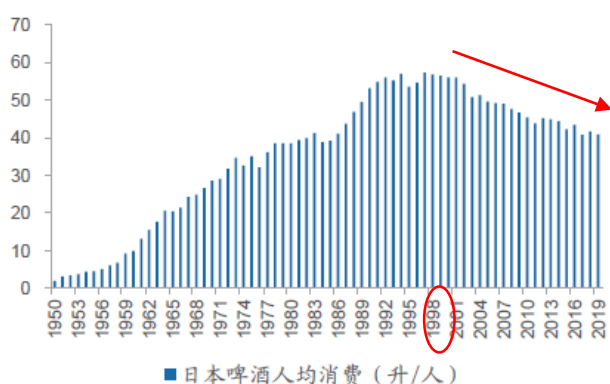
数据来源：国家统计局，日本统计局，美国经济分析局，华福证券研究所

对比日本和美国啤酒市场的情况，日本啤酒市场于 1997 年产量见顶达 722.00 万千升，至 2019 年产量大幅下滑 28.64% 至 515.24 万千升，期间，日本啤酒人均消费量从 57.23 升/人下降至 40.84 升/人，日本 25-44 岁人口从 33.72 百万人下降至 29.38 百万人，在日本整体人口比例中由 26.75% 下滑至 22.88%。美国啤酒市场产量

于1980年见顶达2277.46万千升,至2019年产量仅下滑7.40%至2108.84万千升,期间,美国啤酒人均消费量从100.23万千升下降至64.25万千升,美国25-44岁人口从62.72百万人增长至87.60百万人,在美国整体人口比例中由27.54%仅下降至26.66%。由此可见,25-44岁人口数量的增长是美国啤酒市场下滑明显低于中国和日本的原因。

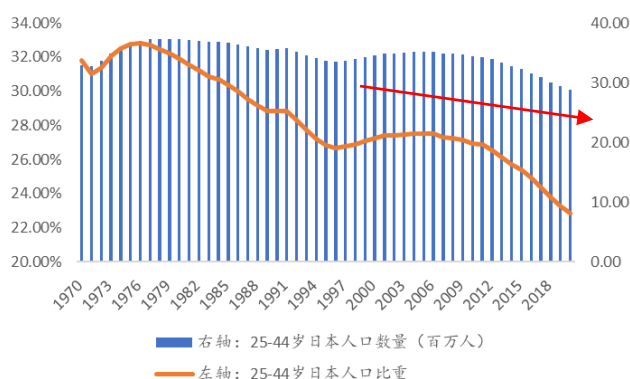
以人口发展相似的日本作参考,出生率破1%的中国往老龄化社会发展的趋势确定性高,25-44岁人口数量下滑预计将持续,因此中国啤酒市场空间扩大有限。根据2019年经济社会常态化运行的啤酒产量情况(不考虑2020年疫情对啤酒产量的非常态化下滑),我们预计啤酒市场未来的产量将基本稳定在3300-3700万千升。

图表6: 日本啤酒人均消费量变化情况



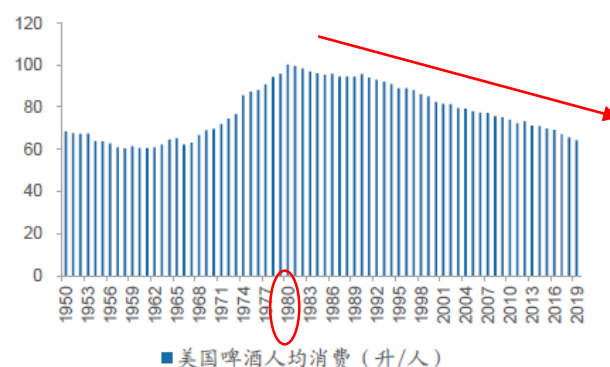
数据来源: 日本统计局, 华福证券研究所

图表7: 日本啤酒主流消费人群变化情况



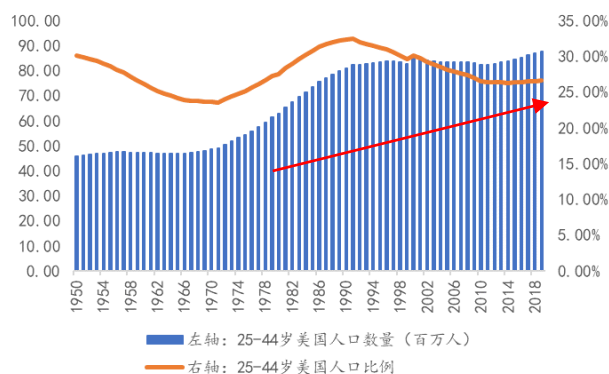
数据来源: 日本统计局, 华福证券研究所

图表8: 美国啤酒人均消费量变化情况



数据来源: 美国经济分析局, 华福证券研究所

图表9: 美国啤酒主流消费人群变化情况



数据来源: 美国商务部普查局, 美国经济分析局, 华福证券研究所

1.1.2 主流啤酒厂彰显经营把控力、改革魄力, 当前格局稳定、盈利改善有支撑

复盘主要啤酒上市公司的经营发展情况, 2003-2013年, 大部分啤酒上市公司营收CAGR10超过10%, 但是盈利质量较差, 毛利率、净利率均呈下滑趋势。2014-2016年, 大部分啤酒上市公司经历营收下滑、利润恶化以及逆境反思, 行业逐渐达成完成

中国啤酒高端化以及维护市场良好的竞争秩序的共识。**2017-2020 年**，主流啤酒厂家开始逐步对内调整产品结构、提效降费，对外减少恶性竞争，因此，2017-2020 年主流啤酒上市公司营收从下滑收窄到实现微增的趋势，归母净利润 CAGR4 实现 20% 以上，毛利率、净利率显著提高。整体来看，目前百威亚太、重庆啤酒的毛利/净利显著高于行业水平，体量前二的华润股份、青岛啤酒在产品结构及经营效率上仍然有优化空间。

在疫情影响下，主流啤酒厂彰显其经营把控力和改革践行能力。2020 年华润啤酒/青岛啤酒/百威亚太/重庆啤酒/燕京啤酒收入增速分别为 -3.85%/-0.80%/-14.69%/+7.14%/-4.71%，归母净利润增速分别为 +59.60%/+18.86%/-42.76%/+3.26%/-14.32%，毛利率分别达到 38.40%/40.42%/52.02%/50.61%/39.19%，净利率分别达到 6.45%/8.38%/9.55%/16.02%/2.61%（百威亚太下滑速度较快主要受韩国、印度疫情严重影响）。未来，啤酒行业产品结构高端化和提价对毛利率的优化、提效降费所带来的净利润和净利率改善仍然是行业跟踪的重点。

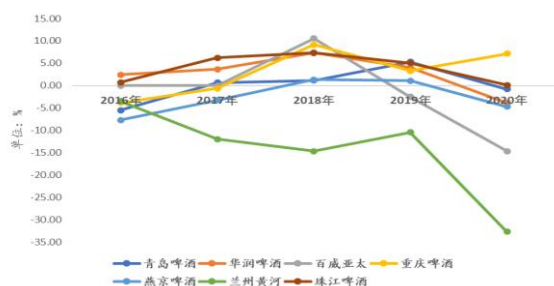
图表 10：2003-2020 年主要上市公司营收及归母净利润复合增速分段表现

	营业收入			归母净利润		
	2003-2013 CAGR10	CAGR4	CAGR2	2003-2013 CAGR10	CAGR4	CAGR2
重庆啤酒	13.63%	36.03%	77.64%	11.07%	56.18%	63.27%
珠江啤酒	0.95%	4.65%	2.57%	-15.71%	49.52%	24.64%
青岛啤酒	14.19%	1.55%	2.20%	22.76%	20.52%	24.41%
华润啤酒	12.14%	2.69%	0.01%	-0.33%	35.08%	46.40%
燕京啤酒	14.90%	-1.42%	-1.85%	10.90%	-10.88%	4.63%
百威亚太			-11.07%			-28.58%
兰州黄河	13.43%	-17.98%	-22.35%	14.62%	4.47%	-33.49%

（备注：1、由于嘉士伯 2020 年将资产包完全注入重庆啤酒，因此 2020 年收入、归母净利润增长较多，导致 CAGR4 和 CAGR2 的业绩较快；2、珠江啤酒数据起始 2005 年，复合增速取 8 年。）

数据来源：wind，华福证券研究所

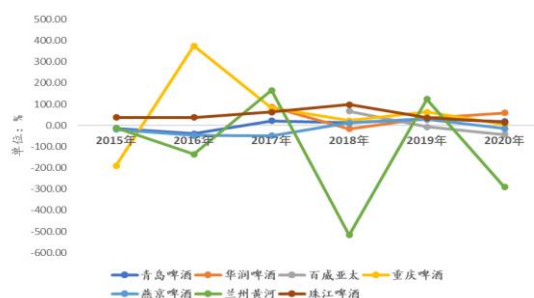
图表 11：2016-2020 年啤酒主要上市公司营收增长情况



（备注：由于部分公司 2015 年以前资产剥离或进行并购等，我们取 2015 年以后数据为准）

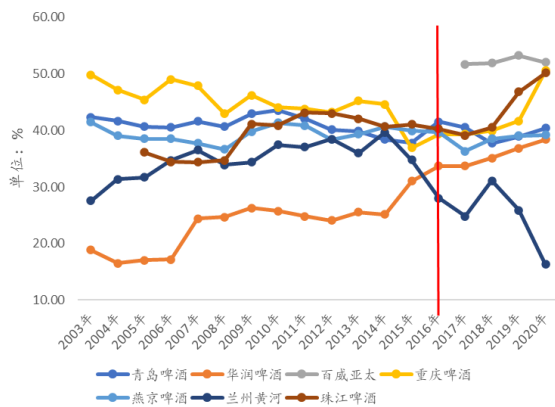
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 12：2016-2020 年啤酒主要上市公司归母净利润增长情况



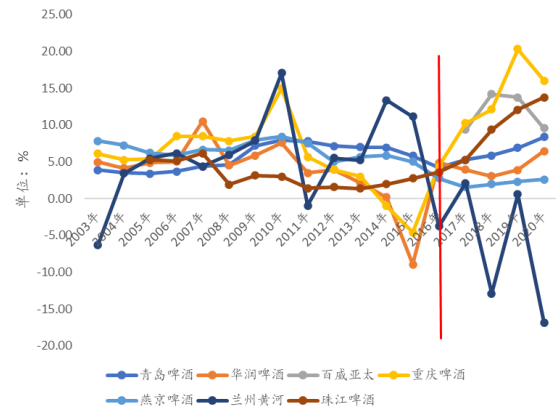
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 13：2003-2020 年啤酒上市公司毛利率情况



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 14：2003-2020 年啤酒上市公司净利率情况

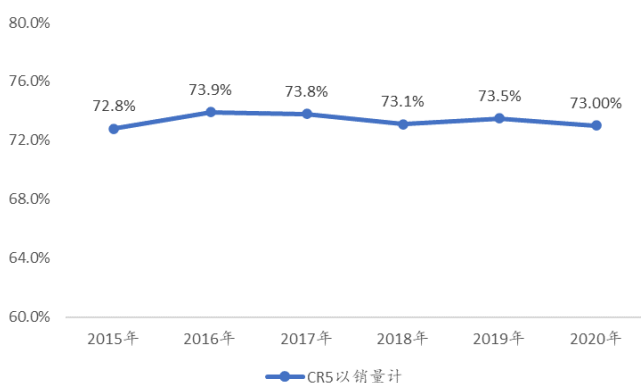


数据来源：wind，华福证券研究所

当前中国啤酒市场格局稳定，国内各地区也基本由 1-2 家酒企占据主要市场份额。以销量统计，2015-2020 年 CR5 保持 73%左右，2020 年华润啤酒/青岛啤酒/百威英博/燕京啤酒/嘉士伯市场份额分别实现 25.10%/18.00%/15.20%/8.30%/6.40%。其中，华润啤酒渠道遍布全国，多地市场份额占据第一和第二；青岛啤酒市场主要为华北、华东部分地区；百威英博市场主要为华南、华东部分地区；燕京啤酒市场主要为华北地区及西北、西南、华南零星地区；重庆啤酒（嘉士伯）市场主要为西北、西南地区。

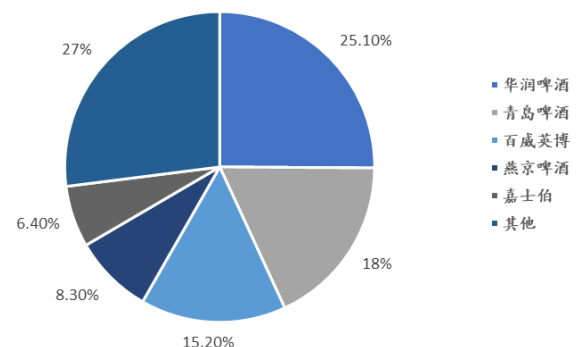
由于当前各品牌拥有各自强势的市场，各自市场份额都难以抢占，未来主流啤酒厂商大概率持续践行良性竞争，费用将更精准地投放于品牌形象高端化，注重强势市场关于高端啤酒消费的教育。因此，啤酒行业整体盈利质量优化有支撑。

图表 15：2015-2020 年啤酒行业市场格局变化



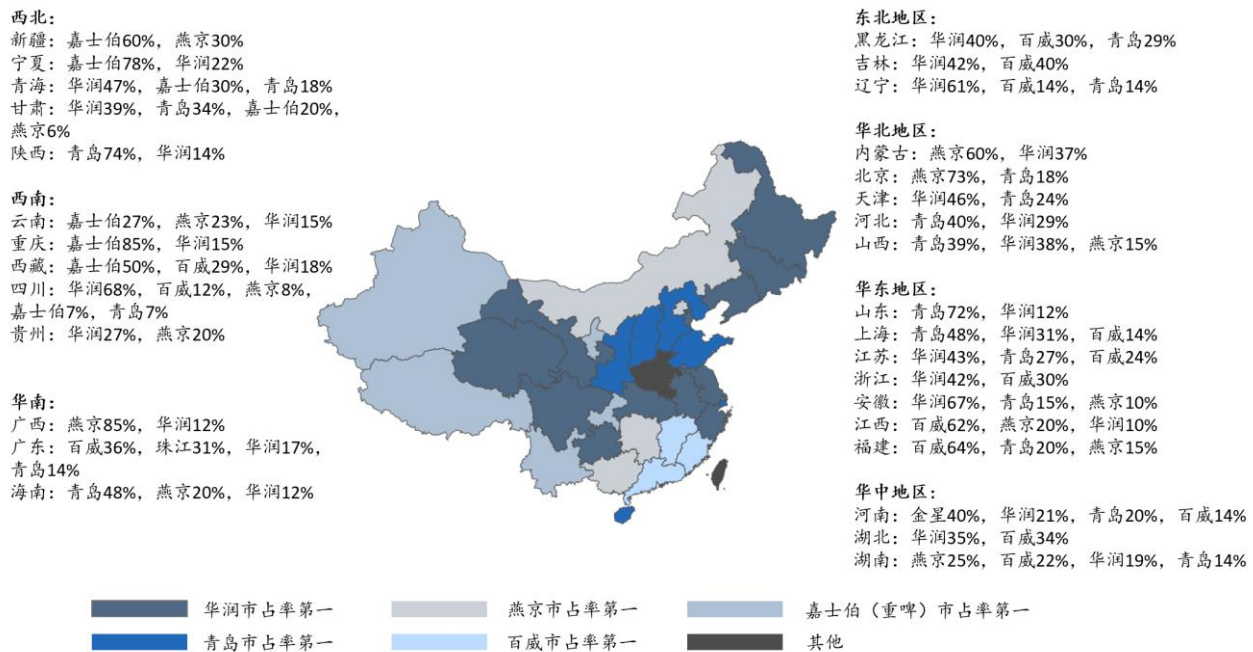
数据来源：中国产业信息网，华福证券研究所

图表 16：2020 年啤酒市场竞争格局（以销量计）



数据来源：中国产业信息网，华福证券研究所

图表 17：当前主要啤酒企业的市场分布情况



数据来源：酒业家，华福证券研究所

1.2 啤酒厂商改革仍有空间，看好主流啤酒厂商盈利持续改善

由于大部分消费者对于啤酒的定位仍属于普通大众消费品，导致啤酒厂商对于啤酒的“主动”（即产品升级）和“被动”（即跟随 cpi）提价仍然相对谨慎，但是主流啤酒厂商逐步落实高端布局。当前，主流啤酒厂商通过内生产品、外购品牌或合作的方式布局高端，整体高端化策略清晰。未来随着消费者对啤酒高端化教育持续深入，提价仍有空间，高端啤酒市场增长空间较大。同时，主流啤酒厂商关于关闭产能过剩的工厂列入 3-5 年计划，销售费用、管理费用投放更加有效，我们持续看好啤酒厂商盈利提升空间。

1.2.1 主流产品向 6 块钱以上升级，啤酒厂商未来定价、提价向上仍有空间

✓ 品牌、产品高端化策略清晰，主流产品基本定价 6 元以上

当前，主流啤酒厂商以内生、外购或合作的方式对产品和品牌进行升级，策略明确。其中，华润啤酒以内生“勇闯天涯系列”“脸谱”和与国际品牌“喜力”合作的方式相结合；青岛啤酒以内生高端产品为主（发展奥古特、IPA、琥珀拉格），结合自有“青岛啤酒”精酿酒吧彰显其高端产品酿造能力及品牌形象；百威英博通过外购“科罗娜”、“福佳白”等其他品牌的方式丰富自身品牌矩阵，同时收购“拳击猫”“鹤岛”品牌精酿吧实现自身业务多元发展；重庆啤酒实现“6+6”国际与国内品牌相结合，抓住乌苏作为未来核心主流产品升级的单品。

图表 18：当前主要啤酒上市公司高端化策略梳理

酒企	高端化战略
华润啤酒	- 自有“雪花”品牌聚焦打造超高端“脸谱系列”，做大高档“纯生”，做强“勇闯天涯系列”。 - 收购国际品牌喜力的中国业务，国际与国内品牌共同丰富“4+4”高端产品、矩阵。
青岛啤酒	- 主要靠自有“青岛”品牌打造高端化以及丰富高端化产品组合，加快奥古特、IPA、琥珀拉格等产品的发展。 - 加速调整崂山和三得利品牌，布局中高档产品市场。 - 通过精酿酒吧来提升品牌高端化形象。
百威英博	- 超高端布局已经较为成熟，科罗娜、福佳、范家乐等实现餐饮、夜场、KA、电商渠道的布局。 - 继续利用“专职经销商专营+百威传统渠道”的方式在全国范围加强百威英博整体的高端品牌影响。 - 引进鹤岛，收购拳击猫、开巴以布局精酿市场。
重庆啤酒（嘉士伯）	- 由本地强势品牌和国际高端品牌共同构成的“6+6”品牌矩阵基本形成。重庆、乌苏、西夏等品牌皆布局中、高档位产品，单品牌矩阵皆完成全面布局。 1664 高端化品牌在华南地区进展顺利，之后以 38 个大城市位中心逐步横向、纵向渗透。 - 网红乌苏加快全国化铺货，带动乐堡、嘉士伯产品。

数据来源：百度百科，华福证券研究所

主要啤酒公司的核心产品基本具备高品质、包装差异化以及产品价格超过 6 元/500ml 的特点。其中，华润啤酒的核心产品为勇闯天涯 super x、经典喜力和喜力银星，单瓶 500ml 的售价超过 7 元，勇闯天涯 super x 的蓝瓶区别于传统啤酒的透明或绿色瓶身，喜力以麦芽浓度高被称之为经典。百威以经典百威为核心产品，铝灌瓶身“银白色+红色”多年来打造为其品牌特色，定价接近 8 元。重庆啤酒以麦芽浓度高、容量 620ml、极具异域风情的乌苏为核心单品，定价超过 8 元（餐饮渠道价格高于 8 元）。仅青岛啤酒的经典青岛相比于其他品牌的核心产品略显陈旧，定价偏低。

高端及超高端产品以口味差异化较大的黑啤、白啤、精酿为主。过去，中国啤酒受美国和日本的清爽型工业啤酒影响较大，主要为口味清爽、清淡的黄啤，其配方中为了达到清爽以及降低生产成本而加入了大米等。当前，随着经济发展水平不断提高，消费者对产品的差异化和特色化提出更高的要求，因此产品颜色、泡沫、口味更具特点的黑啤、白啤和精酿成为布局产品高端化的入门产品，目前主流品牌均对该品类有所涉及。其中，黑啤在酿造过程中加入焦香大麦芽，其啤酒颜色深、泡沫好、酒精含量高，味道苦中带有焦糖香味；白啤在酿造过程中加入小麦芽，其啤酒颜色会比一般啤酒浅，味道有淡淡的酸味、香蕉味；精酿的酿造过程中会使用不同的啤酒花、酵母或控制不同的温度以酿造风味不同的啤酒，口感丰富、多变，当前既有瓶装精酿啤酒，也流行精酿酒馆，是对啤酒品质有追求的年轻人的潮流聚集地。

图表 19：当前主要啤酒公司高端化产品及核心产品情况

酒企	高端及超高端产品（超过10元）					核心/主要发力产品	
华润啤酒	 马尔斯绿 10元/455ml	 脸谱 10.80元/330ml	 匠心营造11.33 元/500ml	 黑狮白啤 12.00元/330ml	 拉维邦黑啤 12.00元/500ml	 勇闯天涯super x 7.41元/500ml	 经典喜力 9.00元/500ml
青岛啤酒	 奥古特 11.50元/480ml	 IPA 16.5元/330ml	 琥珀拉格 31.67元/380ml			 青岛经典 4.96元/500ml	
百威	 健士力黑啤 9.96元/440ml	 科罗娜 9.08元/330ml	 三得宝札幌啤酒 11.17元/500ml	 鹤岛IPA/拉格 11.63元/355ml			 经典百威 7.93元/550ml
重庆啤酒（嘉士伯）	 1664（白啤、果啤） 11.63元以上/330ml	 京A 13.17元/330ml	 格林堡金艾尔精酿啤酒 13.17元/330ml	 布鲁克林（拉格、酸啤、IPA等） 14.67元以上/330ml		 大马苏 8.25元/620ml	

数据来源：公司官网，官方旗舰店，华福证券研究所

图表 20：啤酒分类

啤酒分类	工艺	特点
拉格啤酒	黄啤（熟啤） 酿造原料包括麦芽、啤酒花、酵母和水，为了追求成本会使用大米、玉米和淀粉等取代部分麦芽。拉格啤酒的发酵时间7天左右，其工艺原理是酵母在发酵罐底部工作，沉在酒液的下方，发酵温度一般控制在10℃以下，发酵结束后通常采用过滤和巴氏杀菌，增加啤酒的保质时间。拉格工艺适用于工业生产啤酒，因此，市面上大部分啤酒为拉格啤酒，又称为黄啤和熟啤。生啤、纯生、黑啤、白啤、原浆是在拉格工艺上进行一定调整而来的。	麦芽汁浓度含量低，风味也更为清淡，相对单一。
	生啤 未经高温杀菌，采用硅藻土过滤，只滤掉酵母菌，不滤掉杂菌。	口感新鲜、清爽，保质期3-7天
	纯生 未经高温杀菌，使用包括0.45微米微孔过滤的三级过滤（杂菌和酵母菌都被过滤掉）	口感新鲜、清爽，保质期180天
	黑啤 加入部分焦香大麦芽	啤酒颜色深、泡沫好、酒精含量高。味道有一定苦味，并具有焦糖香味。
	白啤 加入部分小麦	啤酒颜色会比一般啤酒浅，通常有点浑浊。味道有淡淡的酸味、香蕉味。
	原浆 酿造过程中未过滤，不经高温巴氏灭活工序，呈朦胧状原浆的新鲜美味及丰富营养亦被完全的保存下来。低温灌装和贮存（0~8℃），瞬时锁定第一时间的新鲜度。	口感新鲜

艾尔啤酒	精酿啤酒	只使用麦芽、啤酒花、酵母和水进行酿造，不添加任何人工添加剂。酵母在发酵罐顶端工作，浮在酒液的上方，发酵温度一般控制在 10-20℃。发酵罐通常较小，发酵结束后不进行过滤和杀菌处理。最传统的精酿啤酒发酵时间可长达 2 个月。	麦芽汁浓度更高，风味更为浓郁。精酿酒厂会使用不同的啤酒花、酵母或控制不同的温度以酿造更多风味不同的啤酒，口感丰富。
------	------	---	---

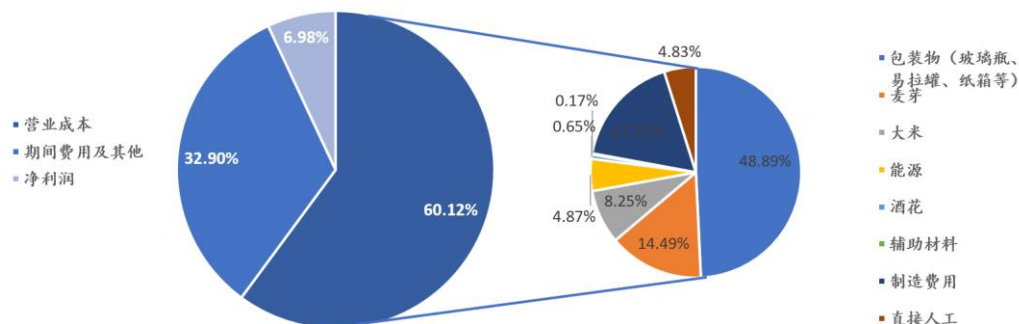
数据来源：华福证券研究所

✓ “新品”定价和“旧品”提价仍显谨慎和被动，未来提价空间大

由于啤酒在中国属于舶来品，各家啤酒工厂生产工艺基本从美国学习而得，各家经典黄啤差异小，而且，啤酒更多是餐桌上的配角，中国消费者对啤酒品牌的忠诚度低，对啤酒的需求更多停留在“解腻”和“助兴”，导致啤酒厂商不得不重视在终端渠道的投入，恶性竞争难以避免。因此，在消费者消费升级的路上，啤酒行业整体慢半拍，提价相对谨慎与被动。

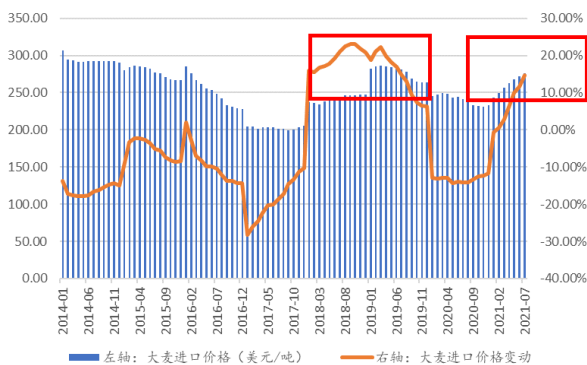
根据啤酒成本构成，包装物（玻璃瓶、易拉罐、纸箱等）和麦芽占据超过 60% 的成本。如果啤酒厂家不能及时根据包材及麦芽价格的走高而进行提价，公司利润将受到较大的压制。2014 年以来，啤酒厂家仅在 2018 年由于麦芽、玻璃及瓦楞纸的价格上涨超过啤酒厂家承受能力的时候达成提价共识，整体提价频率低、执行被动。当前，受疫情影响，全球通货膨胀加速，啤酒上游材料再次面临大幅提价。其中，进口麦芽价格走高至 2018 年高点，同比增长近 20%；玻璃价格不断创历史新高，同比增长近 60%；铝的价格也不断突破新高，同比增长近 50%；瓦楞纸的价格同比增长 20% 左右。根据调研，华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒对旗下部分产品在出厂价或者终端指导价已经有 5-20% 不同幅度地提价，计划 9 月执行，**我们预计 2021-2022 年有望进行全面提价。**与城镇人均可支配收入对比，经济增长带来的人均可支配收入增长幅度基本超过 8%，啤酒价格仅 2018 年部分时间提价幅度超过人均可支配收入的增长幅度，可见啤酒在“新品”定价上仍然有空间；与酒类 CPI 对比，2019 年以来，啤酒厂商对于“旧品”提价略低于其他酒类，因此，**我们认为未来啤酒整体提价空间仍然较大，有主动提价的基础，啤酒厂家的毛利率优化可期。**

图表 21：啤酒成本构成（以青岛啤酒 2013 年年报披露数据为参考）



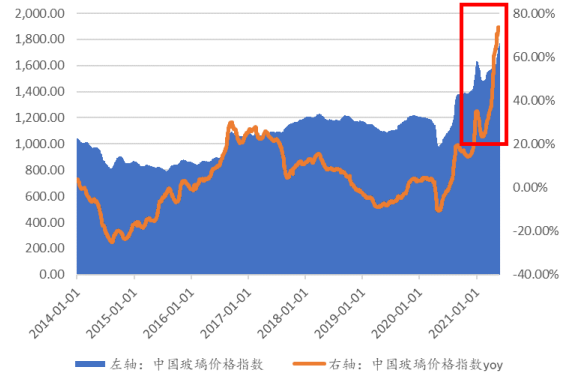
数据来源：公司年报，华福证券研究所（由于公司毛利率变化小，因此 2013 年数据仍然有参考意义。）

图表 22：进口大麦价格波动情况



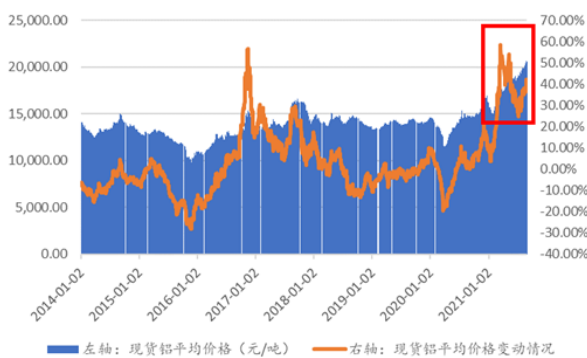
数据来源：海关总署，华福证券研究所

图表 23：玻璃价格波动情况



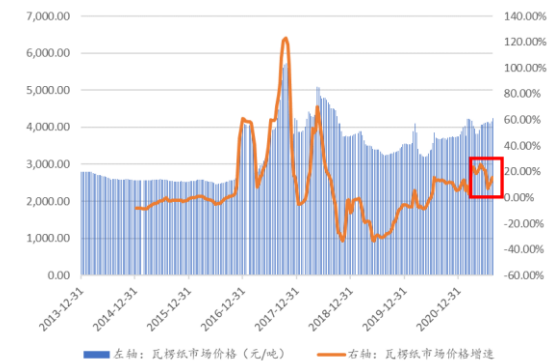
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 24：铝价格波动情况



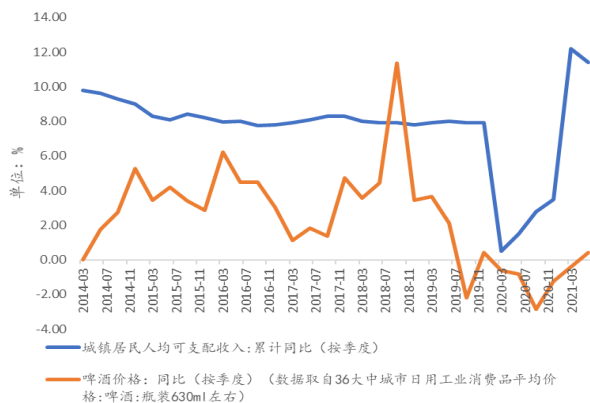
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 25：瓦楞纸价格波动情况



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 26：城镇人均可支配收入增速及啤酒价格增速对比情况



数据来源：国家发改委，国家统计局，华福证券研究所

图表 27：酒类 CPI 及啤酒价格同比增速对比



数据来源：国家发改委，国家统计局，华福证券研究所

1.2.2 关闭无效工厂计划进行中，费用投放效率提高，盈利改善可期

✓ 主流啤酒厂家有序清理过剩产能，主动减少负重

过去，由于啤酒厂家的拓展依赖于渠道的铺设，而且啤酒运输半径有限，啤酒厂家基本需要采取收购各地小酒厂的策略以迅速拓展其市场规模。1995-2015年，华润啤酒、青岛啤酒凭借其国企背景及资金优势迅速在全国收购小啤酒厂，渠道铺向全国，市场规模扩大为前二。至2015年，华润啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒的固定资产占总资产的比重分别为43.32%/32.06%/46.96%/58.04%，在整体收入增长乏力的情况下，固定资产负担较重（百威亚太于2019年在港股上市，根据2017-2019年数据保持稳定，我们推测百威亚太的固定资产/总资产比重为25%左右，低于国内啤酒厂）。

2015年起，嘉士伯入驻的重庆啤酒率先进行产能优化，2015年关闭5家工厂，2016-2018年每年关闭1家工厂，在关厂当年承担大额一次性资产减值损失，在次年享受降费提效的红利，2020年与嘉士伯完成重组后，重庆啤酒的固定资产占总资产的比重仅12.00%。华润啤酒、青岛啤酒分别于2017、2018年跟上关厂提效的步伐，2020年华润啤酒、青岛啤酒的固定资产/总资产比例分别降至32.93%和24.62%，与百威亚太（22.88%）、重庆啤酒相比仍有下降空间。未来，华润啤酒计划3年内每年关厂3-5家，青岛啤酒计划3-5年内关闭10家工厂。根据主流啤酒公司目前关于无效产能的清理执行情况，我们看好啤酒行业未来盈利持续改善。

图表 28：2018 年前国内主要啤酒企业收购情况

	青岛啤酒	华润啤酒	百威英博
1994 年	收购扬州啤酒		
1995 年	收购蓝妹啤酒		收购中德武汉长江啤酒
1997 年	收购日照、北海啤酒厂		收购金陵啤酒 60%股份
1998 年	收购花王啤酒、平原啤酒、凯湖啤酒		
1999 年	收购荣成东方、功勋啤酒、熔盛东方、南极洲集团、安丘、黄山、应城、皇妹、黄梅、八仙等数十家啤酒厂		
2000 年	收购潍坊、资兴、金波、崂山、龙泉、黑龙江玉泉、哈尔滨金都等十五家啤酒厂	收购安徽圣泉啤酒	收购金龙泉啤酒
2001 年	收购宿迁市啤酒厂、福建、太仓、北京三环等啤酒厂	收购大连棒棰岛啤酒、四川蓝剑啤酒 62%股份	
2002 年	收购银城啤酒	收购龙津啤酒 90%股份，收购狮王啤酒	收购双鹿啤酒，收购珠江啤酒 24%股权
2003 年			收购 KK 啤酒 70%股权
2004 年			收购哈尔滨啤酒
2006 年	收购宝鸡啤酒	收购安徽相王啤酒、浙江银燕啤酒	收购雪津啤酒
2007 年		收购蓝剑啤酒剩余 38%股份	

2008 年	收购超日、汉斯啤酒		英博收购百威
2009 年		收购琥珀啤酒	
2010 年		收购滨州啤酒	收购大雪啤酒
2011 年		收购西湖、奥克啤酒	收购维雪啤酒
2013 年		收购金威啤酒	收购亚洲啤酒
2014 年	收购嘉禾啤酒 50%股权		收购金士百、大富豪啤酒
2015 年	收购绿兰莎啤酒 55%股权、三得利中国业务		
2017 年			收购精酿啤酒拳击猫

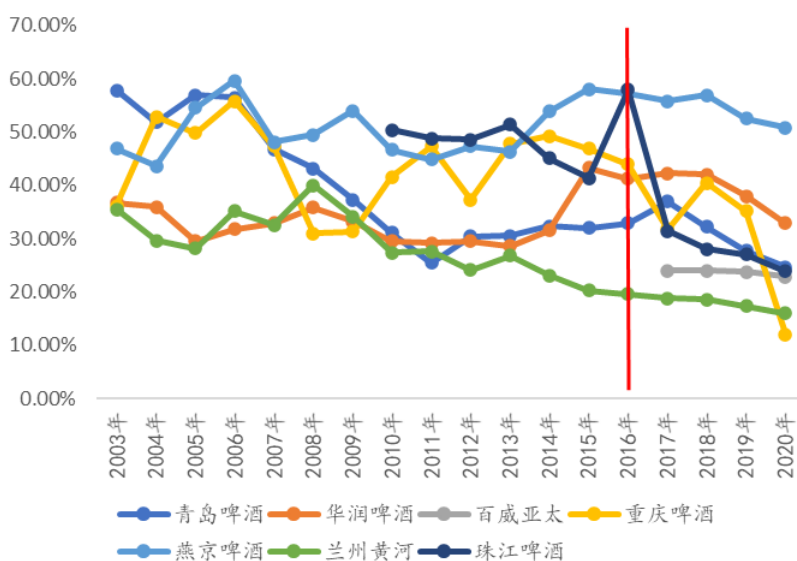
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 29：2015 年以来主流啤酒企业关厂情况

	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒
2015			6
2016			1
2017	7		1
2018	13	2	1
2019	7	2	
2020	4		
	未来 3 年，平均每年关闭 3-5 家。	未来 3-5 年计划关闭 10 家	

数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 30：主要上市公司固定资产/总资产情况



数据来源：wind，华福证券研究所

✓ 费用投放更加精准、合理化，啤酒厂家盈利仍有提升空间

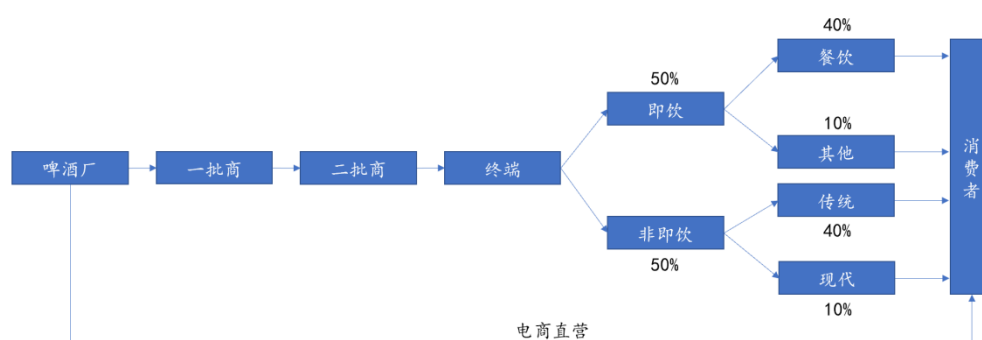
啤酒的消费场景以即饮为主，包括餐厅、夜店等，市场大但是渠道相对分散，因此，啤酒厂家需要大量经销商帮助其层层推进以触达终端。过去，消费者对于啤酒的品牌意识不强、品质敏感度不高，为了配合渠道的拓展，啤酒厂家需要对渠道进行大量的投入和支持以抢占市场。2016 年以前，在营收规模拓展乏力的情况下，大部分啤酒厂商的销售费用率仍然保持上升趋势，盈利质量较差。至 2016 年，华润啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒的销售费用率分别为 17.24%/23.10%/13.94%/13.60%，青岛啤酒投入比例最大。

随着主流啤酒厂商达成推动高端化的共识，啤酒厂商在渠道的恶性竞争减少，销售费用的投放向数字化、精准化发展，更注重品牌形象的塑造。而且，消费者逐渐有居家自饮的习惯，网购为厂家创造直销渠道，减少中间费用。至 2020 年，华润啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒的销售费用率分别为 18.86%/17.96%/21.06%/12.65%。其中，青岛啤酒的销售费用率下降明显；华润啤酒、燕京啤酒的销售费用率基本持平；重庆啤酒由于产品以高端为主，多款新高端在中国的市场仍然处于高速成长期，其销售费用率高企，根据公司反馈，该费用投放将持续。相比于产品高端化运营多年的百威亚太（8.15%），华润啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒的销售费用率都仍然有下降空间。

与销售费用率的趋势不同，啤酒厂家的管理费用率自 2016 年以来均有不同幅度地提升。至 2020 年，华润啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒的管理费用率分别为 13.61%/6.12%/7.02%/13.63%，青岛啤酒和重庆啤酒的管理费用率与百威亚太接近，华润啤酒和燕京啤酒下降空间较大。我们认为，啤酒行业正处于升级、改革期间，一定程度上的管理费用提升对于激励员工共同推动公司改革是有必要的，未来随着改革逐步落地，管理费用率也有下降空间。

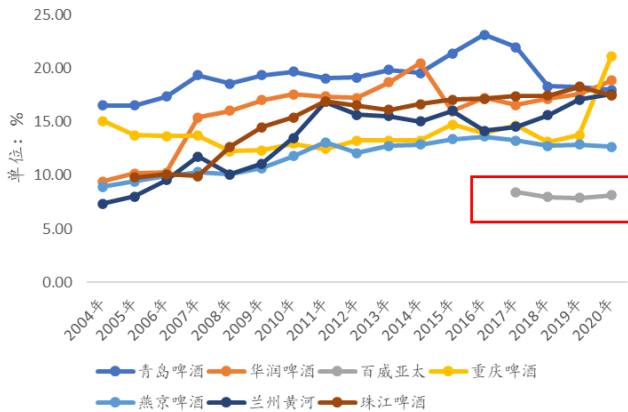
整体来看，当前处于啤酒高端化的初步阶段，啤酒企业当下费用投放合理。未来，随着啤酒高端化成熟，啤酒企业的费用优化有空间。

图表 31：啤酒企业销售传导图



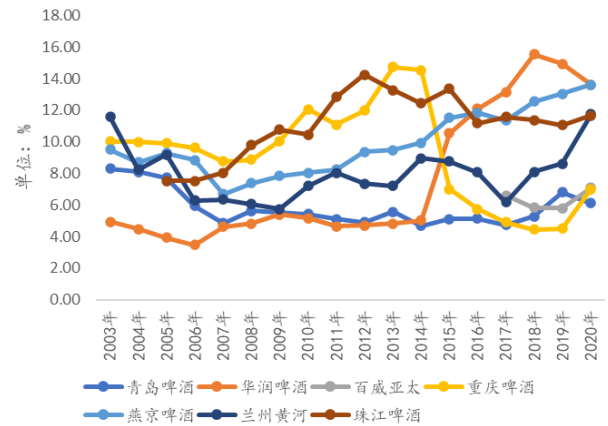
数据来源：华福证券研究所

图表 32：主要上市公司销售费用情况



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 33：主要上市公司管理费用情况



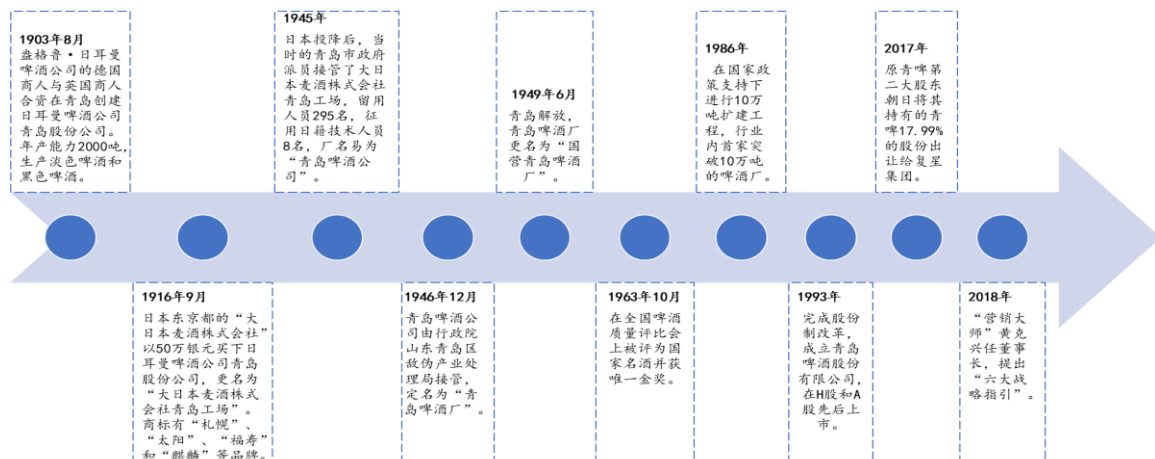
数据来源：wind，华福证券研究所

二、 青岛啤酒：青啤百年复兴，“品质产品+年轻化”品牌迎机遇

2.1 基本情况：股权激励激活青啤活力，百年品牌再出发

青岛啤酒股份有限公司历经百年，经营成熟，发展方向明确。其前身是1903年8月由德国商人和英国商人合资在青岛创建的日耳曼啤酒公司青岛股份公司。1916年9月日本的“大日本麦酒株式会社”以50万银元接手，更名为“大日本麦酒株式会社青岛工厂”。1945年后，日本投降、青岛解放，该厂由青岛相关政府部门接管，至1949年6月更名为“国营青岛酒厂”。1993年，“国营青岛酒厂”完成改制，青岛啤酒股份有限公司先后在港交所和上交所上市。此后，公司经历外延性扩张战略提高市场份额和内部整合提高盈利能力。当前公司以“青岛啤酒为主，崂山啤酒为第二品牌”作为品牌战略，以黄克兴董事长提出的“品牌引领、创新驱动、质量第一、效益优先、结构优化、协调发展”的六大战略指引作为发展方向。

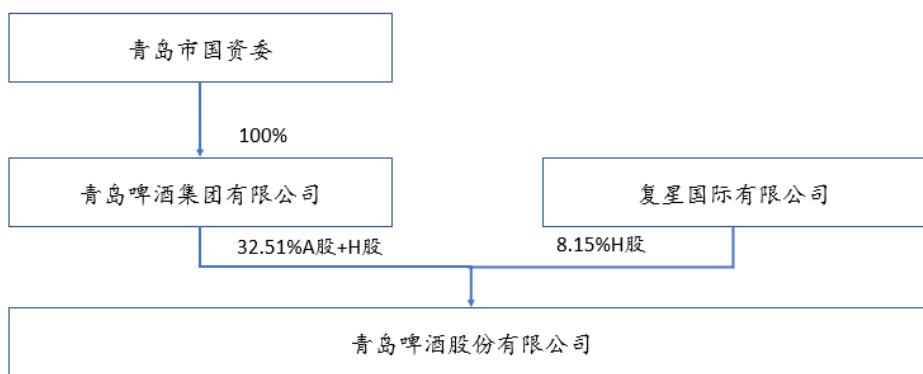
图表 34：青岛啤酒发展历史



数据来源：公司官网，公司年报，华福证券研究所

公司整体股权结构清晰，复星入驻为公司发展外添活力。公司通过 A 股和 H 股上市，青岛市国资委作为公司实际控制人通过青岛啤酒集团有限公司持股 32.83%。复星集团于 2017 年 12 月从朝日集团收购其所持有的青岛啤酒 H 股，截至 2021 年 6 月 30 日，复星国际有限公司持有公司 8.15% 股权。根据复星集团在混改、国际化、战略投资、产业运营等各方面的资源与经验，预计复星集团入股有利于推动公司机制改革，加快公司海内外业务的拓展和渗透。

图表 35：青岛啤酒股权结构



数据来源：wind，华福证券研究所

股权激励如约落地，约束合理的激励目标释放公司发展的内生动力。2020 年 3 月，公司兑现其在 2014 年提出的将在 2020 年 6 月底前推进上市公司管理层长期股权激励计划。本轮股权激励采取限制性股权激励，一共授予 13501（占股本不到 1%），授予价格为 21.73 元，激励范围覆盖中高层以上骨干员工，激励范围相对较广。本轮股权激励分三期解除限售，每期解锁 1/3 股份，以业绩考核和个人考核为条件。其中，业绩考核的条件以 ROE 和净利润增速为绝对指标，要求 ROE 在 2020-2022 年分别不低于 8.1%、8.3%、8.5%，净利润在（不含激励摊销费用）2020-2022 年不低于 18.64、21.13、23.61 亿元，净利润复合增速为 12.5%。整体业绩考核标准合理，目前取得实质性进展，2020 全年、2021 年上半年完成净利润 22.01、24.16 亿元，ROE 均超过 11%。

图表 36：青岛啤酒股权激励情况

姓名	职务	授予额度 (万股)	获授权益 占总授予 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%，且不低于同行业平均值或对标企业 75 分值为值；（2）以 2016-2018 年净利润均值为基数，净利润增长不低于 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； 第二个归属期： （1）2021 年公司 ROE 不低
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%	
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）	1228.00	90.96%	0.9090%	于8.3%，且不低于同行业平均值或对标企业75分为值；（2）以2016-2018年净利润均值为基数，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； 第三个归属期： （1）2022年公司ROE不低于8.5%，且不低于同行业平均值或对标企业75分为值；（2）以2016-2018年净利润均值为基数，净利润增长率不低于100%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； 共同考核条件： 2020、2021、2022年主营业务收入占营业收入比重不低于90%。
预留部分	30.00	2.22%	0.0222%	
合计	1350.00	100.00%	0.9993%	

数据来源：公司公告，华福证券研究所

与同行业对比，青啤在公司经营上仍然有提升空间。在啤酒行业中，重庆啤酒ROE表现优秀，属于通过高杠杆、高周转率来获得高效、高净利率的企业，其杠杆主要来源于应付账款等流动负债，体现其对上游的把控力，高资产周转则得益于其对玻璃瓶的回收利用。青岛啤酒的杠杆利用能力和资产周转能力相较于同行领先的重庆啤酒有待提升，未来销售费用的持续控制有望提升净利率，公司整体经营仍有空间。

图表 37：啤酒上市公司 ROE 一览表

		2018-2021H1 ROE 表现				2020 年 ROE 拆解		
		2018	2019	2020	2021H1	权益成数	总资产周转率	净利率
600600.SH	青岛啤酒	8.10	9.97	11.06	11.29	1.98	0.70	8.38
0291.HK	华润啤酒	5.24	6.81	10.24	18.53	2.09	0.76	6.45
1876.HK	百威亚太	9.36	8.98	5.01	4.70	1.53	0.36	9.55
600132.SH	重庆啤酒	35.00	51.25	107.47	69.41	6.54	1.67	16.02
000729.SZ	燕京啤酒	1.39	1.76	1.49	2.15	1.39	0.60	2.61
000929.SZ	兰州黄河	-9.66	2.32	-4.49	0.18	2.00	0.23	-16.86
002461.SZ	珠江啤酒	4.53	5.92	6.51	3.47	1.43	0.34	13.78

数据来源：wind，华福证券研究所

2.2 产品：“超高端+高端”产品矩阵基本完整，高端化销量稳步提升

公司产品矩阵布局基本完善，高端化成效显著。当前，公司10元以上的高端及超高端产品包括奥古特、IPA和琥珀拉格；6-10元的次高端产品包括纯生、黑啤、白啤、皮尔森以及新核心产品青岛1903；3-6元的市场主流产品仍有经典青岛、鸿运当头及崂山啤酒。在次高端及高端产品上，口味满足市场对多样化的经典啤酒的需求；

包装采用个性化棕瓶及个性化多彩标签，从“颜值”上吸引年轻人；定价上跟上啤酒高端化升级的目标。当前，青岛品牌中的高端产品占比从 2016 年的 43.35% 增长至 2020 年的 46.19%，销量达到 179.2 万千升，整体增速快于青岛品牌其他产品。2020 年，青岛品牌吨位价仍然实现 3.60% 的增长至 4446.10 元/吨，崂山品牌吨位价仅实现 0.03% 的增长至 2560.18 元/吨。

当前，虽然青岛啤酒的吨位价受崂山品牌拖累与高端化集中的重庆啤酒和百威亚太有差距，但是青岛品牌的高端化销量持续增长、吨位价与重啤和百威差距较小，青岛啤酒的产品高端化布局未来可期。

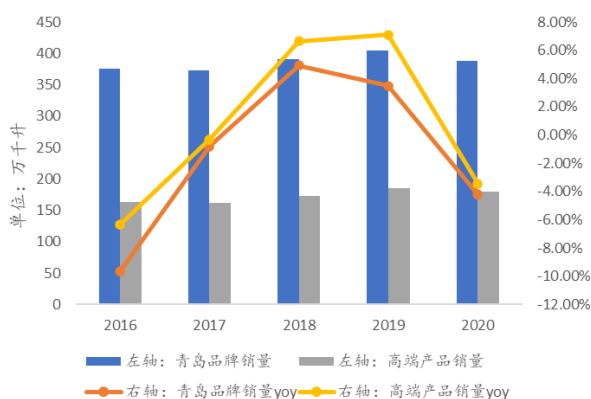
图表 38：青岛啤酒产品矩阵

高端及超高端 10元以上						
	奥古特 11.50元/480ml	IPA 16.5元/330ml	琥珀拉格 31.67元/380ml			
次高端 6-10元						
	经典1903 6.05元/500ml	纯生 7.50元/500ml	白啤 7.41元/500ml	皮尔森 9.33元/330ml	黑啤 9.9元/500ml	小棕金 5.16元/298ml
中端 (主流价格带) 3-6元						
	经典 4.96元/500ml	鸿运当头 4.98元/500ml	崂山8度经典 3.33元/330ml	崂友记 3.29元/330ml		

备注：其中小棕金、崂山8度景点、崂友记换算为500ml左右的价格符合所列价格带价格

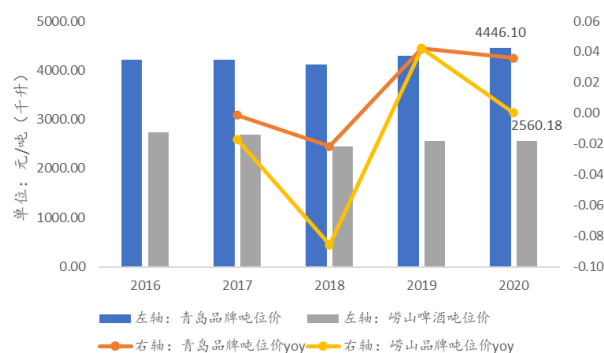
数据来源：淘宝网，华福证券研究所

图表 39：青岛品牌及其高端产品的销量及增速



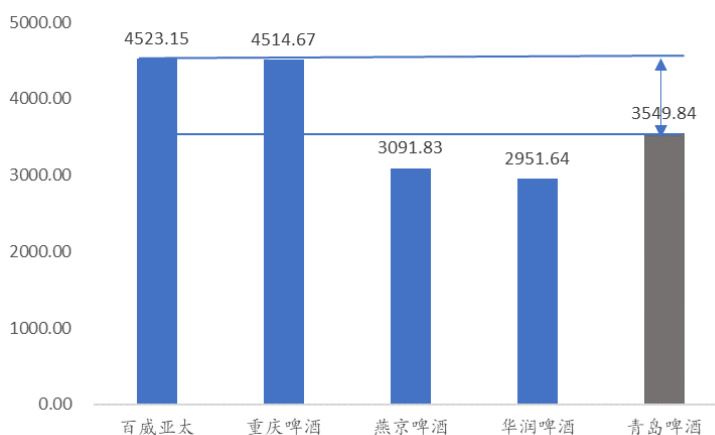
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 40：青岛 vs 崂山品牌吨位价情况



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 41：青岛啤酒吨位价与其他品牌对比



数据来源：公司年报，华福证券研究所

2.3 品牌：“青岛+崂山”品牌矩阵清晰，精酿酒吧提升高端品牌形象

公司以“青岛啤酒为主，崂山啤酒为第二品牌”作为品牌战略，品牌矩阵清晰。青岛品牌覆盖主流、次高端及高端产品，迎合消费升级，崂山品牌仍以主流产品为主，满足大众消费者需求。相较于其他啤酒厂家，青岛啤酒的品牌矩阵仅有其自有品牌而且品牌较少，但是在中国一众啤酒品牌中，只有“青岛啤酒”品牌拥有百年历史，是中国唯一拥有历史感的自有品牌，其多次评选为中国啤酒行业第一品牌，为其发展次高端以上的产品奠定厚度。

图表 42：青岛啤酒品牌矩阵情况



数据来源：公司官网，华福证券研究所

在品牌塑造上，公司以体育营销、音乐营销、体验营销为主线，通过“四位一体”品牌推广模式持续提升品牌影响力和市场竞争力。公司在近年的品牌传播模式上加入“粉丝互动”，强调消费者为中心的品牌营销理念，构建与粉丝的多类型、多

层次互动。线上，公司以 AR 游戏、话题讨论等互动形式增加粉丝粘性；线下，公司通过赞助体育活动、音乐活动等持续塑造年轻化、潮流化的品牌形象，2018 年青岛啤酒成为北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方赞助商，2019 年在 ISY 三亚国际音乐节首发潮流单品逸品纯生。同时，青岛啤酒在北京、上海等一线城市布局“TSINGTAO1903”精酿酒吧，此举一方面是拓展社区客厅新业态，一方面推广青啤自身的 IPA、原浆生啤等高端产品，体现公司在酿造方面的能力，凸显品牌实力。

图表 43：品牌营销活动

战略	具体措施	效果
深化实施“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，推进创新驱动和产品结构优化升级。	公司年内开发并投放市场的青岛啤酒“百年之旅、琥珀拉格”等超高端新产品，实现了以“基础质量+特色质量”向“魅力质量”的跃升突破，引领了超高端市场的消费潮流，极大地提升了公司产品形象和市场竞争力。	提升高端化的品牌形象
	公司以消费者体验为中心，在全国布局 200 多家“TSINGTAO1903 青岛啤酒吧”，以高端化、个性化、时尚化的产品与消费者互动交流，不断满足消费者个性化、场景化、便捷化、高端化等多层次需求。	
	以体育营销、音乐营销、体验营销为主线，通过“四位一体”品牌推广模式持续提升品牌影响力和市场竞争力。	提升年轻化的品牌形象

数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 44：精酿啤酒对品牌的塑造



数据来源：华福证券研究所

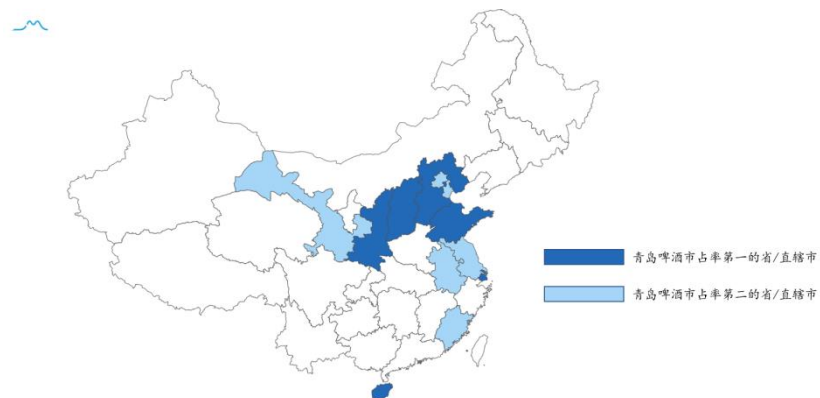
2.4 渠道：“稳住基地+开拓‘沿黄’‘沿海’”，精耕、多元发展渠道

山东和华北地区是青啤的基地市场，市场份额占比高。青岛啤酒在山东地区的市场份额高达 72%。在华北地区，青岛啤酒在河北、山西省的市占率分别为 40%、

39%，均为当地第一；在北京和天津市的市占率分别为 18%、24%，均为当地第二。因此，山东和华北地区为青岛啤酒的基地市场，贡献收入占比分别为 57.39%、20.66%。得益于采购的规模效应以及中高端产品的推广效果较好，山东、华北地区的毛利率也较高。山东地区和华北地区是公司未来需要重点稳住市场份额的区域以及高端产品推动的主要市场。

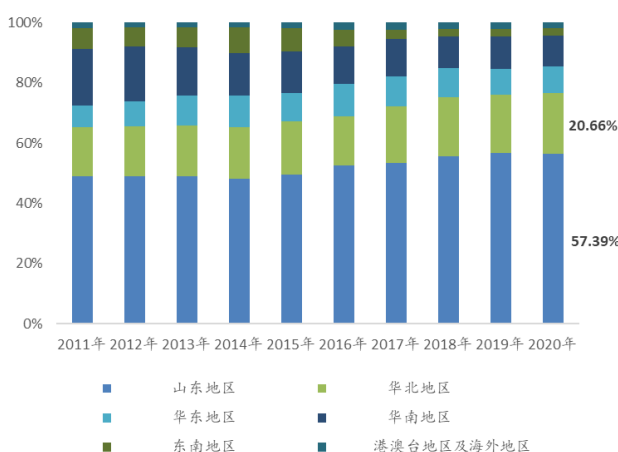
公司依托现有生产基地，未来以点带面打造“沿黄”“沿海”战略带市场和城市基地市场圈。当前，公司在京津、长三角（上海、江苏、福建）、珠三角有产能布局，多地市场份额为前二。根据这几个区域中心城市的消费水平和品牌意识，我们认为，未来公司有望凭借自有的百年历史品牌和优秀产品品质在这些区域以点带面进一步打造“沿黄”“沿海”战略带市场和城市基地市场圈，对产销相对平衡的城市进行重点开拓。

图表 45：青岛啤酒市场竞争格局



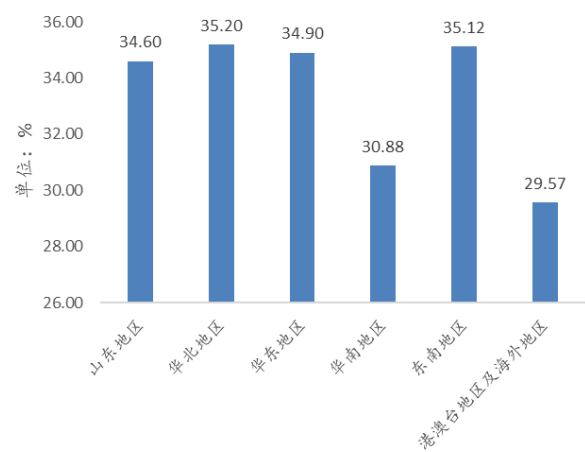
数据来源：华福证券研究所

图表 46：青岛啤酒收入（按地区划分）



数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 47：青岛啤酒毛利率（按地区划分）



数据来源：公司年报，华福证券研究所

配合基地和战略带市场的发展，公司按市场区域和渠道细分进行产品销售和**市场管理**。公司通过包括各销售分公司、省区、省办等业务分支机构组织开发及维护区域市场销售渠道，积极培育多渠道专业经销商，通过网络分工协作、专业市场策划及促销支持等措施，不断提高区域市场的分销能力、对终端客户的掌控能力和对消费者品牌影响力，助力公司产品销售。同时，公司积极开拓线上渠道，平衡渠道结构。2020 年发生疫情以来，公司加快线上消费渠道拓展，推进实施“无接触配送”服务，率先开发啤酒行业全国“无接触配送数字地图”，实现线上销售与线下配送完美接轨。公司还开展了线上百万社团和线下百万社区产品大酬宾活动，推进与 B2B、社区团购业务，建立和完善“电商+门店+厂家直销”（“官方旗舰店+官方商城+网上零售商+分销专营店”）的立体销售平台，开辟了疫情形势下全新的营销渠道，满足消费者的购买需求和体验。2020 年，公司非即饮（KA、流通等）渠道收入占比超过即饮（餐饮、夜店等）渠道，非即饮/即饮渠道收入占比分别为 45%/55%，公司总营业收入对比 2019 年仅下滑 0.8%，在同行业中表现相对优秀。

三、 盈利预测

随着高端啤酒教育的深入，我们认为未来啤酒高端产品的销量有望保持高于行业整体的增速，价格有望逐年稳健提高。销售量上，我们假设公司相对高端的“青岛啤酒”品牌在 2021-2023 年的增速为 10%/8%/5%，主流偏低端的“崂山啤酒”品牌以 -2%递减。根据 2021 年 9 月主流啤酒厂商对部分产品提价，我们预测啤酒厂商今年年底完成统一提价，吨位价的提升将反映在 2022 年的业绩上，保守假设“青岛啤酒”品牌在 2021-2023 年的吨位价增速为 4.00%/6.50%/3.00%，崂山啤酒吨位价增速为 0.03%/3.00%/3.00%。我们预计公司 2021-2023 年收入分别 31,173/34,892/37,770 百万元，同增 12.30%/11.93%/8.25%；归母净利润分别 2,844/3,601/4,122 百万元，同增 29.20%/26.61%/14.46%；对应 PE 为 40.20/31.75/27.74 倍。

图表 48：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	27,984	27,760	31,173	34,892	37,770
增长率（%）	5.30	-0.80	12.30	11.93	8.25
归母净利（百万元）	1,852	2,201	2,844	3,601	4,122
增长率（%）	30.23	18.86	29.20	26.61	14.46
EPS（元/股）	1.37	1.63	2.08	2.64	3.02
PE	36.60	61.07	40.20	31.75	27.74
PB	3.54	6.52	4.79	4.37	4.00
EV/EBITDA	37.01	31.66	24.94	20.40	18.14

数据来源：wind，华福证券研究所

四、风险提示

➤ 原材料成本上涨过快

啤酒产品的原材料及包材成本占比高，在全球疫情及通胀的背景下，原材料和包材价格仍然可能持续上涨。

➤ 疫情反复影响啤酒消费场景

全球疫情随着 Delta 病毒而升级，国内疫情今年以来仍然有反复，对餐饮及夜店渠道影响较大。

➤ 高温天气较少影响需求量

啤酒销量受到天气因素影响较大，若高温天气较少，啤酒的消费意愿可能会有所下滑。

➤ 行业竞争恶化

行业整体属于存量竞争市场，不排除行业内的企业为寻求突破继续恶性竞争，导致费用投放。

图表 49：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E	
货币资金	18,467	22,080	25,056	28,403	营业收入	27,760	31,173	34,892	37,770
应收票据	6	51	57	62	营业成本	16,541	17,457	18,842	20,018
应收账款	120	137	154	166	税金及附加	2,219	2,599	2,909	3,149
预付账款	240	185	200	212	销售费用	4,985	5,665	6,323	6,830
存货	3,281	3,170	3,556	3,795	管理费用	1,678	1,884	2,109	2,283
合同资产	0	0	0	0	研发费用	21	24	27	29
其他流动资产	2,514	2,592	2,676	2,741	财务费用	-471	-486	-482	-483
流动资产合计	24,628	28,215	31,699	35,379	信用减值损失	2	2	2	2
其他长期投资	27	31	31	30	资产减值损失	-131	-131	-131	-131
长期股权投资	374	374	375	374	公允价值变动收益	55	55	55	55
固定资产	10,302	10,686	10,685	10,691	投资收益	25	25	25	25
在建工程	340	177	13	-150	其他收益	517	300	300	300
无形资产	2,504	2,253	2,028	1,825	营业利润	3,250	4,272	5,406	6,186
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	营业外收入	15	15	15	15
其他非流动资产	3,339	3,322	3,309	3,298	营业外支出	25	25	25	25
非流动资产合计	16,886	16,843	16,441	16,068	利润总额	3,240	4,262	5,396	6,176
资产合计	41,514	45,058	48,140	51,447	所得税	913	1,256	1,590	1,819
短期借款	703	703	703	703	净利润	2,327	3,006	3,806	4,357
应付票据	149	242	225	233	少数股东损益	126	162	206	235
应付账款	2,223	2,310	2,472	2,655	归属母公司净利润	2,201	2,844	3,600	4,122
预收款项	0	0	0	0	NOPLAT	1,989	2,664	3,467	4,016
合同负债	6,567	6,837	7,911	8,594	EPS（摊薄）	1.61	2.08	2.64	3.02
其他应付款	0	0	0	0					
一年内到期的非流动负债	42	42	42	42					
其他流动负债	5,826	5,502	5,059	5,185					
流动负债合计	15,510	15,636	16,412	17,412					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	4,636	4,636	4,636	4,636					
非流动负债合计	4,636	4,636	4,636	4,636					
负债合计	20,146	20,272	21,048	22,048					
归属母公司所有者权益	20,622	23,863	26,156	28,613					
少数股东权益	746	923	936	786					
所有者权益合计	21,368	24,786	27,092	29,399					
负债和股东权益	41,514	45,058	48,140	51,447					

现金流量表（百万元）				
2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	4,953	4,691	4,472	5,202
现金收益	2,979	3,685	4,449	4,972
存货影响	-99	111	-386	-238
经营性应收影响	109	122	93	101
经营性应付影响	-16	180	145	191
其他影响	1,981	593	172	177
投资活动现金流	-1,488	-593	-722	-726
资本支出	-1,106	-1,135	-734	-739
股权投资	2	1	-1	1
其他长期资产变化	-384	541	13	12
融资活动现金流	-356	-485	-774	-1,129
借款增加	452	0	0	0
股利及利息支付	-793	-1,397	-1,774	-2,023
股东融资	282	0	0	0
现金净增加额	3,086	3,613	2,976	3,347

主要财务比率				
2020	2021E	2022E	2023E	
成长能力				
营业收入增长率	-0.8%	12.3%	11.9%	8.2%
EBIT增长率	13.6%	36.4%	30.1%	15.8%
归母净利润增长率	18.9%	29.2%	26.6%	14.5%
获利能力				
毛利率	40.4%	44.0%	46.0%	47.0%
净利率	8.4%	9.6%	10.9%	11.5%
ROE	11.1%	11.5%	13.3%	14.0%
ROIC	9.4%	11.3%	13.7%	14.6%
偿债能力				
资产负债率	48.5%	46.6%	47.3%	46.8%
债务权益比	25.2%	21.7%	19.9%	18.3%
流动比率	158.8%	180.4%	193.1%	203.2%
速动比率	137.6%	160.2%	171.5%	181.4%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	2	1	1	2
应付账款周转天数	48	47	46	46
存货周转天数	70	67	64	66
每股指标（元）				
每股收益	1.61	2.08	2.64	3.02
每股经营现金流	3.63	3.44	3.28	3.81
每股净资产	15.11	17.49	19.17	20.97
估值比率				
P/E	61	40	32	28
P/B	7	5	4	4
EV/EBITDA	32	25	20	18

数据来源：wind，华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn