

2022年1月26日



青岛啤酒

百年品牌复兴之路，道阻且长

持有

首次覆盖

过去五年，在消费升级的大趋势下，中国啤酒行业已经从销量增长转为价格驱动。我们认为中国啤酒行业是中国消费领域中消费升级空间最大、高端化趋势最明显的消费板块之一。然而，相比过去整体行业都受惠于行业高端化的趋势，我们认为未来五年，行业将出现分化，而只有产品力高、渠道力优、资本运作能力强以及产能优化进程快的中国啤酒玩家才能持续地享受中国消费者消费升级的红利，并最终成为高端啤酒市场的王者。首次覆盖青岛啤酒（168.HK/600600.CH）并给予持有评级。

林闻嘉（消费分析师）
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠，CFA（助理分析师）
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

林琰（研究部主管）
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438



欢迎关注
浦银国际研究

目录

| | |
|--|----|
| 青岛啤酒（168.HK / 600600.CH）：百年品牌复兴之路，道阻且长 | 3 |
| 悠久的历史品牌文化奠定国潮底蕴 | 5 |
| 高端化空间恐小于主要竞争对手 | 9 |
| 基地市场面对激烈竞争 | 13 |
| 弱势区域盈利能力有待改善 | 15 |
| 股权激励效应逐渐进入尾声 | 17 |
| 引入战略投资者效果欠佳 | 18 |
| 盈利预测 | 20 |
| 目标价与估值 | 26 |
| 风险提示 | 26 |
| SPDBI 乐观与悲观情景假设-H 股 | 29 |
| SPDBI 乐观与悲观情景假设-A 股 | 30 |
| 公司背景 | 31 |



青岛啤酒 (168.HK / 600600.CH): 百年品牌复兴之路, 道阻且长

我们首次覆盖青岛啤酒 (168.HK) 与青岛啤酒 (600600.CH), 首予持有评级, 目标价分别为港币 86 元与人民币 95 元。

- 高端化空间恐小于主要竞争对手:** 我们认可青啤在中国高端啤酒市场强大的品牌力与广泛的受众群体。其悠久的历史品牌历史使其在国产啤酒玩家中具有较强的国潮底蕴。然而, 我们也必须清醒的认识到青啤具有 (1) 高端产品本身占比较高、(2) 高端产品组合较弱, 缺乏国际品牌、(3) 单一品牌覆盖多价格带等问题, 而这些问题将很可能对青啤未来继续高端化的进程带来一定的局限性。这也解释了为何青啤过去几年高端产品的增速要慢于华润与重啤。
- 基地市场面临激烈竞争:** 青啤虽然覆盖全国市场, 但山东地区依然贡献了公司 56% 左右的收入以及 60% 的净利润。然而, 华润近期携着它旗下的高端啤酒品牌强势进军山东市场, 并于今年 7 月在济南章丘开设新厂 (70 万千升产能), 充分显示了华润对山东市场的野心。我们不排除华润有能力挤占青啤在山东高端啤酒市场的份额。
- 引入战略投资者效果欠佳:** 青啤历史上多次引入战略投资者 (包括百威英博、朝日及复星集团), 但每次都效果欠佳, 无法产生有效的协同效应。这也显示了青啤在资本运作上与华润的差距。复星 2017 年底成为青啤的股东后先后多次减持。这也为青啤的股价带来负面的影响。
- 估值:** 我们用 16x EV/EBITDA (相对国际品牌平均估值 30% 的溢价水平) 对青啤 H 股进行估值并得到目标价 86 港币 (相比当前股价 16.5% 上升空间); 我们用 23x 2022E EV/EBITDA (相对 H 股 45% 的溢价) 对青啤 A 股进行估值, 得到目标价人民币 95 元, 基本与当前股价持平。
- 投资风险: 下行风险包括:** (1) 整体行业需求放缓; (2) 山东市场份额被侵占; (3) 疫情反复持续影响餐饮行业; (4) 原材料价格上涨高于预期; (5) 复星再次大规模减持。**上行风险包括:** (1) 行业竞争缓和; (2) 疫情影响减弱; (3) 高端产品销售好于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

| 百万人民币 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 27,984 | 27,760 | 30,044 | 31,750 | 33,313 |
| 同比变动 (%) | 5.3% | -0.8% | 8.2% | 5.7% | 4.9% |
| 股东应占净利 | 1,852 | 2,201 | 2,717 | 3,080 | 3,429 |
| 同比变动 (%) | 30.2% | 18.9% | 23.4% | 13.4% | 11.4% |
| 核心股东应占净利 | 1,793 | 2,207 | 2,822 | 3,080 | 3,429 |
| 同比变动 (%) | 27.0% | 23.1% | 27.9% | 9.1% | 11.4% |
| PE(x)-A 股 | 69.6 | 58.6 | 47.5 | 41.9 | 37.6 |
| PE(x)-H 股 | 53.8 | 45.3 | 36.7 | 32.4 | 29.1 |
| ROE (%) | 10.0% | 11.1% | 12.7% | 13.3% | 13.7% |

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

青岛啤酒

评级

168.HK

持有

目标价 (港元)

86.0

潜在升幅/降幅

+16.5%

目前股价 (港元)

73.8

52 周内股价区间 (港元)

57.3-93.5

总市值 (百万港元)

130,228

近 3 月日均成交额 (百万港元)

313.5

市场预期区间



青岛啤酒

评级

600600.CH

持有

目标价 (人民币)

95.0

潜在升幅/降幅

-0.4%

目前股价 (人民币)

95.4

52 周内股价区间 (人民币)

72.5-118.1

总市值 (百万人民币)

105,871

近 3 月日均成交额 (百万人民币)

572.3

市场预期区间



股价相对表现



截至 2022 年 1 月 24 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

青岛啤酒 (600600.CH): 百年品牌复兴之路, 道阻且长

财务报表分析与预测 - 青岛啤酒

利润表

| (百万人民币) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 27,984 | 27,760 | 30,044 | 31,750 | 33,313 |
| 同比 | 5.3% | -0.8% | 8.2% | 5.7% | 4.9% |
| 营业成本 | 19,394 | 18,760 | 19,717 | 20,646 | 21,418 |
| 毛利润 | 8,590 | 9,000 | 10,327 | 11,104 | 11,894 |
| 毛利率 | 30.7% | 32.4% | 34.4% | 35.0% | 35.7% |
| 销售及管理费用 | 7,006 | 6,684 | 7,366 | 7,678 | 8,016 |
| 其他经营收入及收益 (损失) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营溢利 | 1,584 | 2,316 | 2,961 | 3,426 | 3,879 |
| 经营利润率 | 5.7% | 8.3% | 9.9% | 10.8% | 11.6% |
| 净融资成本 | 477 | 483 | 547 | 650 | 757 |
| 其他收入或支出 | 666 | 441 | 480 | 470 | 470 |
| 税前溢利 | 2,727 | 3,240 | 3,988 | 4,547 | 5,106 |
| 所得税 | 798 | 913 | 1,117 | 1,291 | 1,481 |
| 所得税率 | 29.3% | 28.2% | 28.0% | 28.4% | 29.0% |
| 净利润 | 1,929 | 2,327 | 2,872 | 3,255 | 3,625 |
| 少数股东利润 | 77 | 126 | 155 | 176 | 196 |
| 归母净利润 | 1,852 | 2,201 | 2,717 | 3,080 | 3,429 |
| 归母净利率 | 6.6% | 7.9% | 9.0% | 9.7% | 10.3% |
| 同比 | 30.2% | 18.9% | 23.4% | 13.4% | 11.4% |

资产负债表

| (百万人民币) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及等价物 | 15,302 | 18,467 | 21,777 | 25,310 | 28,920 |
| 应收账款 | 151 | 120 | 146 | 155 | 162 |
| 应收票据及其他 | 279 | 319 | 319 | 319 | 319 |
| 存货 | 3,182 | 3,281 | 3,295 | 3,168 | 3,227 |
| 短期投资 | 1,524 | 1,889 | 1,889 | 1,889 | 1,889 |
| 其他流动资金 | 565 | 552 | 552 | 552 | 552 |
| 流动资产合计 | 21,002 | 24,628 | 27,980 | 31,393 | 35,070 |
| 物业、机器及设备 | 10,222 | 10,303 | 10,287 | 10,203 | 10,066 |
| 长期投资 | 413 | 402 | 402 | 402 | 402 |
| 其他 | 5,675 | 6,182 | 5,982 | 5,782 | 5,582 |
| 非流动资产合计 | 16,311 | 16,886 | 16,671 | 16,387 | 16,049 |
| 短期借款 | 271 | 703 | 703 | 703 | 703 |
| 应付账款 | 2,167 | 2,223 | 2,323 | 2,432 | 2,523 |
| 其他应付账款 | 10,893 | 12,246 | 13,500 | 14,500 | 15,500 |
| 其他 | 23 | 338 | 338 | 338 | 338 |
| 流动负债合计 | 13,354 | 15,510 | 16,864 | 17,974 | 19,065 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 4,045 | 4,636 | 4,636 | 4,636 | 4,636 |
| 非流动负债合计 | 4,045 | 4,636 | 4,636 | 4,636 | 4,636 |
| 股本及储备 | 18,430 | 19,876 | 21,347 | 23,016 | 24,873 |
| 非控制性权益 | 742 | 746 | 901 | 1,077 | 1,273 |
| 权益 | 19,172 | 20,622 | 22,249 | 24,093 | 26,146 |

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

| (百万人民币) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 归母净利润 | 1,852 | 2,201 | 2,717 | 3,080 | 3,429 |
| 折旧 | 1,125 | 1,145 | 1,216 | 1,184 | 1,137 |
| 存货减少 / (增加) | -531 | -99 | -14 | 128 | -60 |
| 应收贸易款项 (增加) / 减少 | -40 | 32 | -27 | -8 | -8 |
| 应付贸易款项 (减少) / 增加 | -79 | 55 | 100 | 109 | 91 |
| 其他 | 1,690 | 1,619 | 1,254 | 1,000 | 1,000 |
| 经营活动所得 (所用) 现金净额 | 4,017 | 4,953 | 5,245 | 5,492 | 5,590 |
| 出售 / (购入) 物业、机器及设备 | -1,155 | -1,295 | -1,200 | -1,100 | -1,000 |
| 短期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | -1,868 | -3,000 | -2,500 | -2,500 | -2,500 |
| 收购附属公司 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 2,675 | 2,808 | 2,700 | 2,700 | 2,700 |
| 投资活动所用现金净额 | -348 | -1,488 | -1,000 | -900 | -800 |
| 已付股利 | -711 | -793 | -1,090 | -1,236 | -1,376 |
| 已付股利-非控制股东 | -55 | -48 | 0 | 0 | 0 |
| 短期融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -3 | 485 | 155 | 176 | 196 |
| 融资活动 (所用) 所得现金净额 | -769 | -356 | -935 | -1,060 | -1,180 |
| 现金及现金等价物变动 | 2,900 | 3,110 | 3,111 | 3,532 | 3,610 |
| 于年初的现金及现金等价物 | 12,536 | 15,302 | 18,467 | 21,777 | 25,310 |
| 现金及现金等价物汇兑差额 | -134 | 55 | 0 | 0 | 0 |
| 于年末的现金及现金等价物 | 15,302 | 18,467 | 21,777 | 25,310 | 28,920 |

财务和估值比率

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股数据 (人民币) | | | | | |
| 摊薄每股收益 | 1.37 | 1.63 | 2.01 | 2.28 | 2.54 |
| 每股销售额 | 20.71 | 20.55 | 22.24 | 23.50 | 24.66 |
| 每股股息 | 0.57 | 0.62 | 0.81 | 0.91 | 1.02 |
| 同比变动 | | | | | |
| 收入 | 5.3% | -0.8% | 8.2% | 5.7% | 4.9% |
| 经营溢利 | 11.7% | 46.2% | 27.9% | 15.7% | 13.2% |
| 归母净利润 | 30.2% | 18.9% | 23.4% | 13.4% | 11.4% |
| 费用与利润率 | | | | | |
| 毛利率 | 30.7% | 32.4% | 34.4% | 35.0% | 35.7% |
| 经营利润率 | 5.7% | 8.3% | 9.9% | 10.8% | 11.6% |
| 归母净利率 | 6.6% | 7.9% | 9.0% | 9.7% | 10.3% |
| 回报率 | | | | | |
| 平均股本回报率 | 10.0% | 11.1% | 12.7% | 13.3% | 13.7% |
| 平均资产回报率 | 5.2% | 5.6% | 6.3% | 6.7% | 6.9% |
| 资产效率 | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 库存周转天数 | 54.9 | 62.9 | 61.0 | 56.0 | 55.0 |
| 应付账款周转天数 | 41.5 | 42.7 | 43.0 | 43.0 | 43.0 |
| 财务杠杆 | | | | | |
| 流动比率 (x) | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.8 |
| 速动比率 (x) | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 现金比率 (x) | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.5 |
| 负债 / 权益 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率 (x)-A股 | 69.6 | 58.6 | 47.5 | 41.9 | 37.6 |
| 市盈率 (x)-H股 | 53.8 | 45.3 | 36.7 | 32.4 | 29.1 |
| 企业价值 / EBITDA (x) | 42.7 | 32.7 | 26.3 | 23.1 | 20.6 |
| 股息率 | 0.7% | 0.8% | 1.0% | 1.2% | 1.3% |

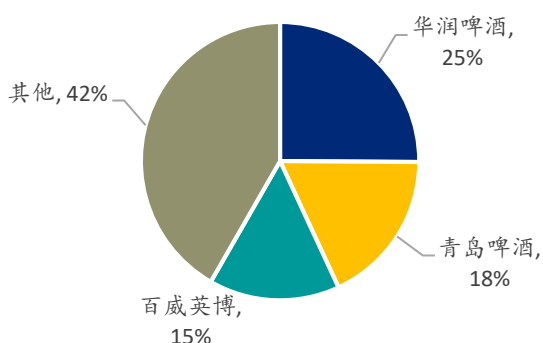
青岛啤酒 (168.HK / 600600.CH): 百年品牌复兴之路，道阻且长

悠久的历史品牌文化奠定国潮底蕴

青啤最早成立于1903年，其前身是英德两国在青岛共同创立的日耳曼啤酒青岛股份有限公司，距今已有超过百年的历史。作为历史最悠久的中国啤酒品牌之一，青啤在中国消费者心中有非常高的地位。青啤也是最早走出国门的中国啤酒品牌，成为中国啤酒品牌在国际上的代表。海外市场于2020年贡献了差不多2%的集团收入。

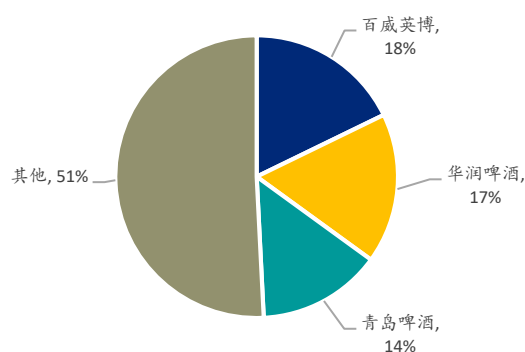
青岛啤酒的销量曾经一度排名中国啤酒行业第一。尽管在2006年被华润超越，青岛在随后的十几年间依然都保持着中国啤酒销量第二的位置。而以零售额来计算，青岛的市场份额目前紧随华润啤酒之后，排名行业第三。

图表 2: 中国啤酒市场份额：以销量计，2020 年



资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 3: 中国啤酒市场份额：以销售额计，2020 年



资料来源：Euromonitor，浦银国际

根据 Kantar 2020 年最多被选择的中國飲料品牌排名，青島啤酒排名第 12，而雪花排名第 7。這體現了兩者在市場覆蓋與銷售頻率方面的差距。

图表 4: Kantar 2020 年最多被选择的中國飲料品牌排名

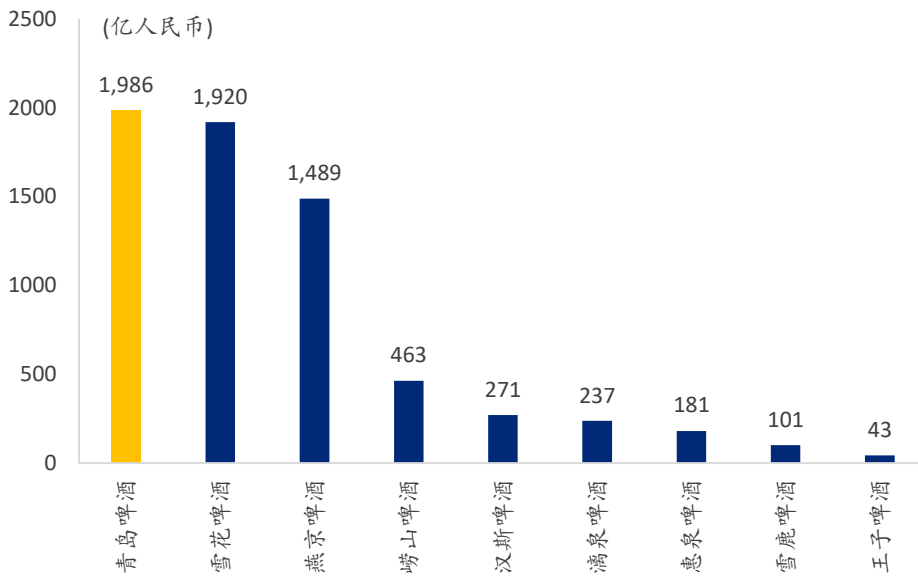
| 排名 | 品牌名 | CRPs (百万) | 购买家庭数量 | 购买频率 |
|-----------|-------------|--------------|-------------|------------|
| 1 | 农夫山泉 | 376.7 | 62.4 | 3.2 |
| 2 | 可口可乐 | 269.9 | 51.1 | 2.9 |
| 3 | 康师傅 | 263.5 | 47.9 | 2.9 |
| 4 | 雪碧 | 198.1 | 44.8 | 2.4 |
| 5 | 华润怡宝 | 157.7 | 34.1 | 2.5 |
| 6 | 百事可乐 | 154.1 | 35.8 | 2.3 |
| 7 | 雪花啤酒 | 143.5 | 29.0 | 2.7 |
| 8 | 雀巢咖啡 | 119.9 | 28.4 | 2.3 |
| 9 | 果粒橙 | 106.5 | 29.6 | 2.0 |
| 10 | 统一 | 100.7 | 24.5 | 2.2 |
| 11 | 娃哈哈 | 96.5 | 21.6 | 2.4 |
| 12 | 青岛啤酒 | 95.6 | 23.6 | 2.2 |
| 13 | 脉动 | 91.9 | 24.2 | 2.1 |
| 14 | 王老吉 | 85.5 | 23.0 | 2.0 |
| 15 | 百岁山 | 61.7 | 18.4 | 1.8 |
| 16 | 红牛 | 57.2 | 15.8 | 2.0 |
| 17 | 芬达 | 55.7 | 17.7 | 1.7 |
| 18 | 牛栏山 | 51.5 | 11.0 | 2.5 |
| 19 | 汇源 | 51.5 | 15.4 | 1.8 |
| 20 | 维他 | 49.8 | 12.3 | 2.2 |

注: CRP (Consumer Reach Point) 是 Kantar 为准确衡量消费者的选择创立的测量标准。它综合考量了消费者购买某品牌的家庭数量及频率。

资料来源: Kantar, 浦银国际

尽管市场销量不如华润, 但根据我们调研显示, 青啤的品牌价值却依然在雪花之上。这与世界品牌大会 (World Brand Lab) 的排名结果相符。我们认为, 青岛强大的品牌力离不开其悠久的历史品牌文化与历史, 以及其较为高端的市场定位。

图表 5：中国啤酒品牌的品牌价值，2020 年



资料来源：世界品牌实验室，浦银国际

悠久的历史加上强大的品牌影响力使青岛啤酒先天具有强大的国潮基因。公司在过去 3-4 年里不断采取创新且紧跟潮流的营销模式（包括跨界营销活动），希望通过时尚与经典的融合来建立起中国啤酒国潮代表的品牌形象，从而吸引更多年轻人的关注。

图表 6：2017 年与深夜食堂联名推出青岛经典 1903 深夜罐



资料来源：品牌官网，浦银国际

图表 7：2018 年与天猫合作推出的青岛经典 1903 夜猫子啤酒



资料来源：品牌官网，浦银国际

图表 8：2019 年推出经典 1903 复古国潮包装



资料来源：品牌官网，浦银国际

图表 9：2019 年与潮牌 NPC 携手登上纽约时装周



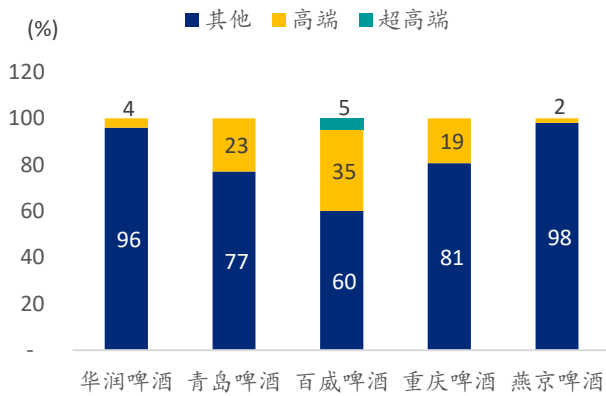
资料来源：品牌官网，浦银国际

高端化空间恐小于主要竞争对手

在所有国产知名啤酒品牌中，青岛啤酒是最早开始高端化进程的。早在 1998 年，公司就推出了高端产品青岛纯生。其清爽醇厚的口感很快获得了消费者的认可，使青岛啤酒在中国高端啤酒市场占有一席之地。

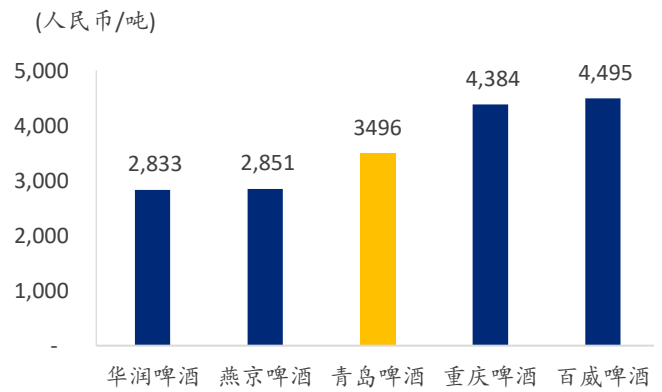
根据 GlobalData 的数据，青岛啤酒 2018 年占中国高端与超高端啤酒市场总销量的 14.4%，仅次于百威的 46.6%。在 2020 年，青岛啤酒高端以上产品占到青岛啤酒总体销量的 23%，而这一比例在 2021 年上半年进一步提升至接近 30%，高于大部分中国啤酒企业。由于高端产品的销量占比较高，青啤 2020 年的平均销售单价要比华润啤酒与燕京啤酒分别高 23% 左右。

图表 10: 高端啤酒对中国啤酒企业销量的占比, 2020 年



资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 11: 国内啤酒企业平均销售单价, 2020 年



资料来源: 公司数据, 浦银国际

然而，我们对青啤未来持续高端化与产品结构升级的能力有以下三点担忧：

- (1) 作为中国啤酒行业最早开始高端化的啤酒品牌，青啤平均吨价相对主要国产品牌已经处于较高的水平。这也可能使其进一步通过结构升级提升吨价的空间相比其他国产啤酒品牌较小，阻力较大；
- (2) 青啤以青岛啤酒单一品牌覆盖较广的价格带（从主流到超高端），有可能造成品牌定位的不清晰，为其在高端市场的品牌策略带来一定局限性；
- (3) 青啤在高端价格带只有青岛啤酒一个品牌。与华润、百威、重啤这些同时拥有国内品牌与多个国际知名品牌的玩家相比，青啤的品牌策略单一且缺乏竞争力；

● 品牌策略的演变

通过不断对内部品牌进行梳理，青岛啤酒公司的品牌策略在历史上经过多轮演变和进化，从最早的 1+3，到后来的 1+1+N，再最终进化成以青啤为主品牌、崂山为第二品牌的 1+1 双品牌战略。从公司策略演变的过程可以看出，公司早期投入较多的资源在副品牌上，直到 2018 年才真正确立了聚焦青岛主品牌的策略。

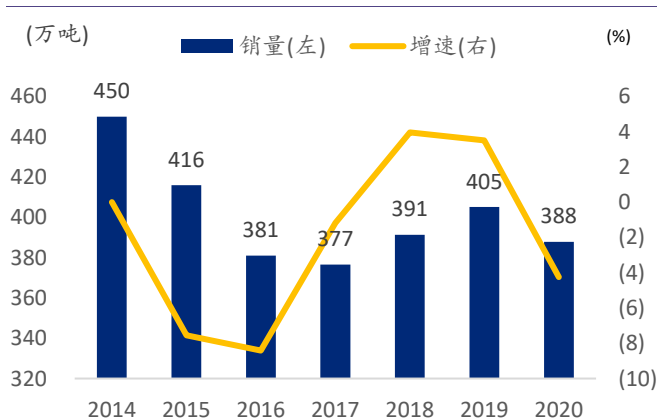
图表 12：青岛啤酒品牌策略演变过程

| 时间 | 品牌策略 | 策略内容 |
|-------------|---------|----------------------------|
| 2003-2010 年 | 1+3 | 青岛主品牌+崂山、山水、汉斯副品牌 |
| 2011-2013 年 | 1+3+N | 青岛主品牌+崂山、山水、汉斯副品牌+其他地段区域品牌 |
| 2014 年 | 1+1+N | 青岛主品牌+崂山副品牌+其他区域品牌 |
| 2015-2017 年 | 1+1 | 青岛主品牌+崂山第二品牌 |
| 2018-2021 年 | 聚焦青岛主品牌 | 青岛主品牌 |

资料来源：公司年报，浦银国际

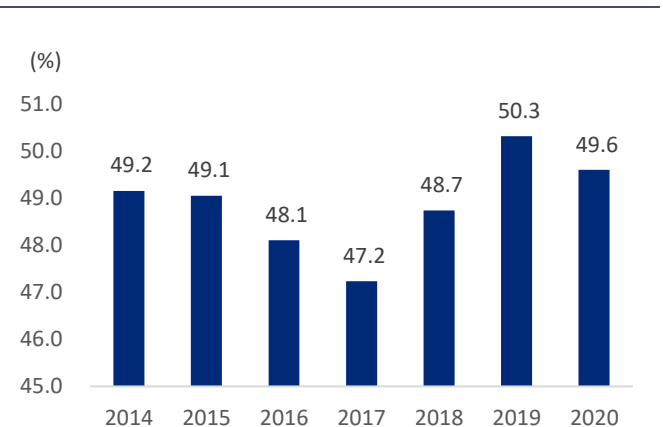
这也解释了为什么青岛主品牌的销量占比在 2018 年以前都是逐年降低的。直到 2018 年公司开始聚焦青岛主品牌发展之后，主品牌的销量贡献才开始得到提升。

图表 13：青岛主品牌的销量及增速



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 14：青岛主品牌产品销量占比



资料来源：公司数据，浦银国际

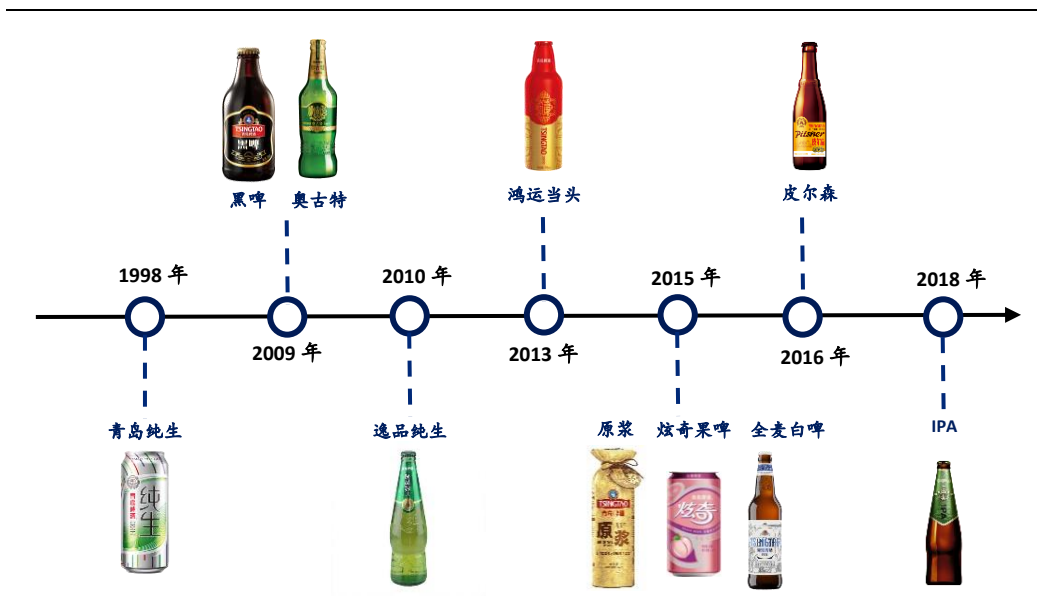
这体现了管理层早期在制定品牌策略时，缺乏清晰的方向性，并对于拥抱中国啤酒行业高端化的趋势没有足够的决心。

另一方面，青岛啤酒品牌覆盖了公司从大众到超高端的不同价格带。这也使青岛啤酒的品牌策略相对单一，较难制定出更复杂和精细的品牌策略。

● 高端产品布局

早在 2010 年之前，青啤就开始布局高端市场。在 2009-2018 年这十年间，公司陆续推出了奥古特、青岛黑啤、鸿运当头等多款中高端以上产品，覆盖不同的价格细分。

图表 15: 青岛主品牌主要高端产品



资料来源：公司数据，浦银国际

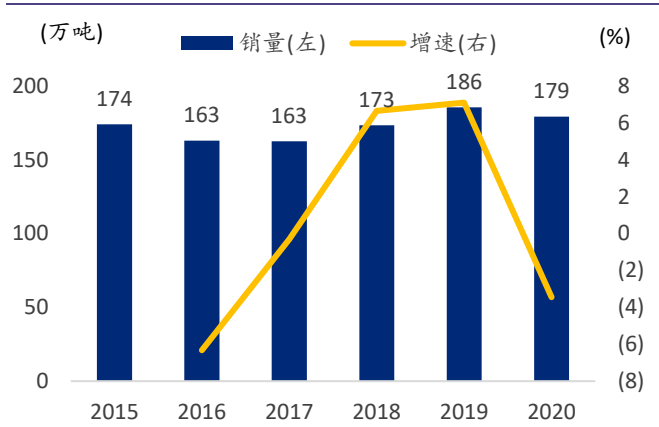
图表 16: 青岛主品牌产品矩阵及对应零售价格

| 产品定位 | 价格带 (每 500ml) | 产品名称 |
|------|---------------|-------------|
| 超高端 | 高于 12 元 | 青岛啤酒原浆 |
| | | 逸品纯生 |
| | | 青岛啤酒 IPA |
| | | 鸿运当头 |
| | | 青岛黑啤 |
| | | 全麦白啤 |
| 高端 | 8-12 元 | 皮尔森 |
| | | 青岛啤酒奥古特 |
| 次高端 | 5-8 元 | 青岛炫奇果啤 |
| | | 青岛纯生 |
| 主流 | 5 元以下 | 青岛经典啤酒 1903 |
| | | 青岛经典 |
| | | 青岛欢动 |

资料来源：公司数据、京东、浦银国际

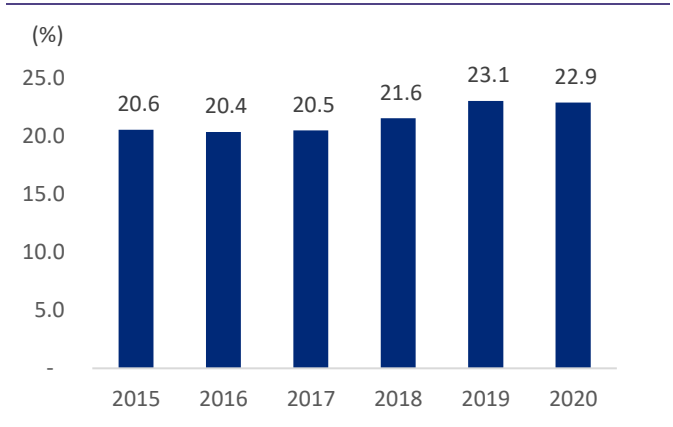
然而，由于公司缺乏坚定而有效的高端化策略，对于高端产品的市场投入和推广力度不够，导致这些产品在推出以后并未激起太大的水花。在 2012-2020 年期间，青岛啤酒旗下高端产品的销量复合增长率只有不到 2%，高端产品占比上升较慢。

图表 17: 青啤主品牌高端产品销量及同比增长



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 18: 青啤主品牌高端产品销量占比



资料来源：公司数据，浦银国际

在我们看来，青岛啤酒目前在高端以上价格带的产品组合与华润啤酒、百威亚太以及重庆啤酒相比具有一定的劣势，且青啤的产品矩阵中缺少有竞争力的国际品牌。这将使青啤无法满足那些偏爱国际品牌的高端消费者。

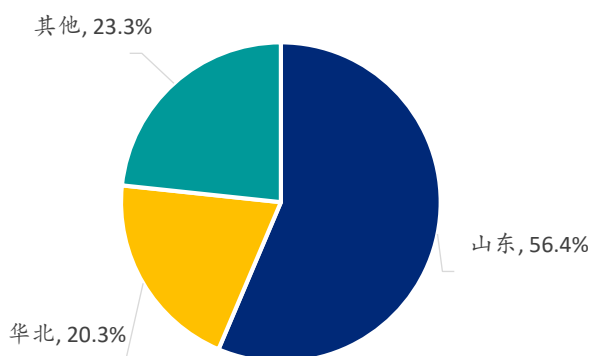
综上所述，尽管在高端国产啤酒品牌中，青啤依然具有较强的地位，但不得不承认，对于一些超高端的现饮渠道（高端夜场、私人会所、高级酒吧），青岛的高端产品相比一些国际啤酒品牌似乎还是缺乏一些竞争力。

基地市场面对激烈竞争

青啤虽然是全国性啤酒企业，然而基地市场山东地区依然贡献了公司 56% 左右的收入以及 60% 的净利润。可以看出，无论是收入还是利润，青啤都对山东地区有极强的依赖。青啤在山东是绝对的市场龙头，具有寡头地位。我们估计目前青啤在山东地区的市场份额达到 75% 左右。

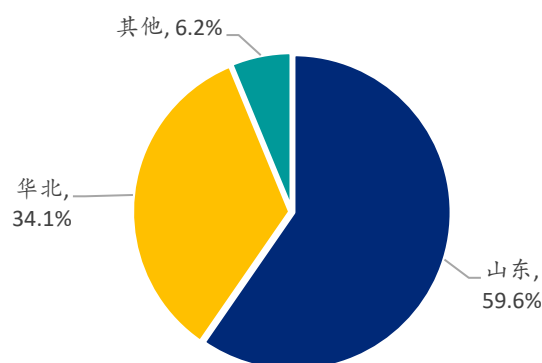
除了山东以外，华北地区是青啤第二大市场，2020 年收入占比达到 20%。其中，青啤在陕西、山西及河北具有一定的优势。同时，华北地区也是近几年青啤增速最快的区域，过去三年收入 CAGR 达到 5.2%。

图表 19：青啤按区域收入分布，2020 年



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 20：青啤按区域净利润分布，2020 年



资料来源：公司数据，浦银国际

基于青啤在山东、陕西、山西及河北等市场的竞争优势，公司提出“沿黄河战略”，希望能够依托强势市场的资源优势，带动周边市场的发展，提升沿黄河区域的整体市场份额。

在所有沿黄河省份中，我们认为青啤有望在河南进一步提升其市场份额。主要因为河南基本上属于非垄断区域，并且在地理位置上，河南被青啤的三大强势市场（山东、山西、陕西）所包围，在生产、运输、渠道等方面更容易形成协同和规模效应。相对地，四川和内蒙古分别是华润和燕京的基地市场，因此我们认为青啤在这两个省份恐很难有太大作为。

图表 21：黄河沿岸省份



资料来源：公司数据，浦银国际

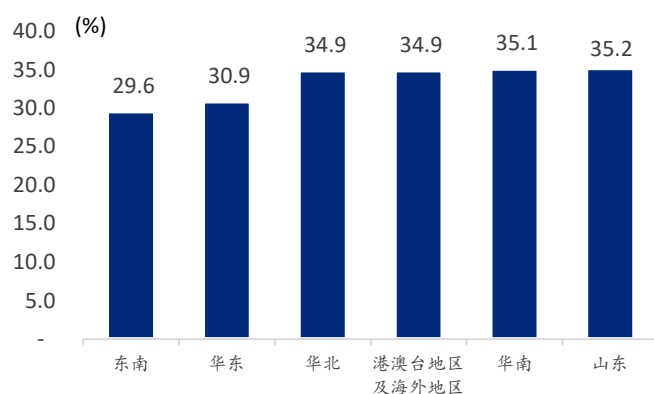
值得注意的是，华润近期携着它旗下的高端啤酒产品（包括中国品牌与国际品牌）强势进军山东市场，并于今年7月在山东济南章丘开设新厂，总产能达到70万千升。考虑到华润在过去四年实施产能优化，在全国范围关闭了33家厂之后，选择在济南章丘建设新的产能，足以看出华润啤酒对山东市场的野心。

我们承认，无论是在品牌还是渠道方面，青啤在山东地区的中低端市场都已经形成了较强的护城河，且拥有强大的群众基础。但是随着山东啤酒市场进一步消费升级，我们不排除华润的强势进攻有可能在一定程度上挤占青啤在高端啤酒市场的份额。因此，保证在山东等基地市场不丢失市场份额对青啤来说至关重要。

弱势区域盈利能力有待改善

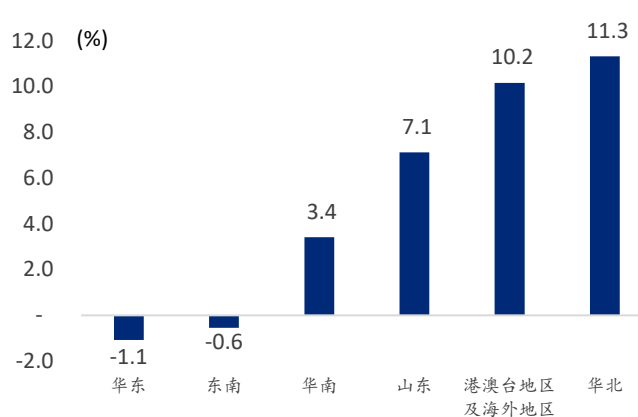
青啤在沿海地区要面对华润与百威强大的阻击，且整体市场份额不占优势。在激烈的竞争格局下，公司不得不通过压价或促销来维持市场地位。这也造成青啤在华东与东南地区的毛利率远低于山东和华北等强势区域，同时销售费用率则远高于强势区域，造成其长期处于亏损状态。

图表 22：青啤在全国各区域毛利率水平对比，2020



资料来源：公司数据，浦银国际

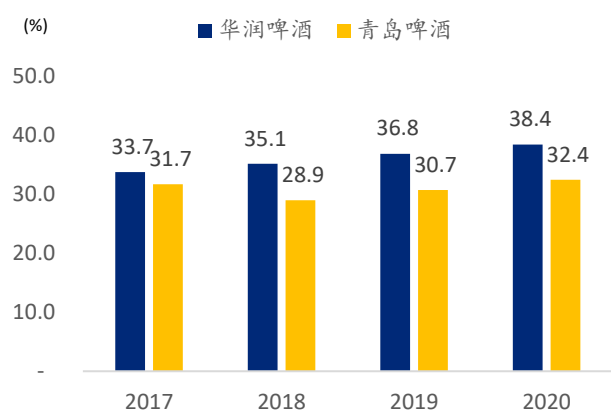
图表 23：青啤在全国各区域净利率水平对比，2020



资料来源：公司数据，浦银国际

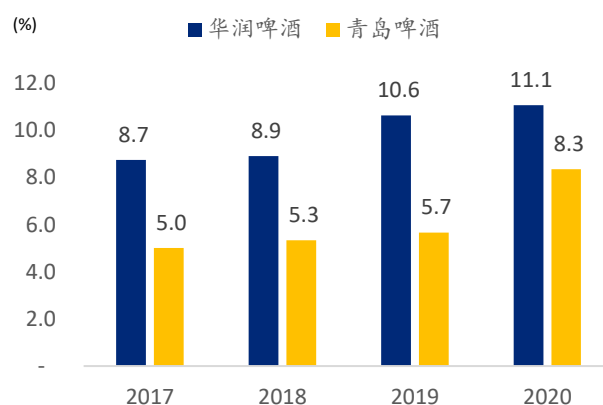
青啤在沿海地区较大的促销力度和较低的生产效率很大程度上拖累了青啤整体的利润率水平。这也解释了为什么青啤在整体市场定位高于华润的情况下，利润率却远低于对手。

图表 24：华润与青啤毛利率对比



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 25：华润与青啤经营利率对比



资料来源：公司数据，浦银国际

面对华东沿海地区的连年亏损，公司决定通过关厂来提升产能利用率与生产效率。公司于 2018 年关闭了两家工厂，2019 年又关闭了三家工厂。关闭的五家工厂里有四家位于东部沿海区域。

图表 26: 2017-2019 关厂情况汇总

| 时间 | 关闭酒厂名称 | 剩余总设计产能 (万千升) | 剩余总实际产能 (万千升) |
|------|----------------------|------------------|------------------|
| 2017 | 取消收购河北嘉禾啤酒 50%股权 | 1,482 | 1,058 |
| 2018 | 安徽芜湖公司、上海杨浦公司 | 1,408 | 987 |
| 2019 | 浙江台州公司、北京五星公司、福建漳州公司 | 1,356 | 953 |

资料来源: 公司数据, 浦银国际

尽管疫情减慢了公司关厂的步伐, 我们认为公司在未来 3-4 年将进一步关闭和整合一部分效率低下的工厂, 从而提升公司整体的产能利用率, 降低公司生产成本, 提升公司毛利率水平。

股权激励效应逐渐进入尾声

在 2020 年 1 季度，公司推出了上市以来第一个股权激励计划。此计划向包括董事长、执行董事、高级管理层及其他核心骨干在内的 619 名员工授予总计 1350 万股（预留 30 万股），授予价格为 21.73 元/股。

公司分三个批次对这些限售股权进行解禁，而解禁的条件分别对应 2020-2022 年各年的净资产收益率以及以 2016-18 均值为基础的净利润率表现。

根据我们计算，2016-18 年公司归母净利润均值为 12.43 亿元人民币。因此，三个批次的解禁条件分别为 2020-22 年各年净利润不低于 18.64 亿元（同比增长 0.7%）、21.13 亿元（同比增长 13.3%）以及 23.62 亿元（同比增长 11.8%）。

图表 27：公司股权激励限售股解禁时间及条件

| 解除限售期限 | 净利润考核目标 | 净资产收益率考核目标 |
|----------|--|----------------|
| 第一个解除限售期 | 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% 等 | 2020 年不低于 8.1% |
| 第二个解除限售期 | 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% 等 | 2021 年不低于 8.3% |
| 第三个解除限售期 | 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 90% 等 | 2022 年不低于 8.5% |

资料来源：公司数据，浦银国际

我们认为，青啤此次股权激励的解禁条件在以下几个方面设计较为合理：

- (1) 此次股权激励重点考核公司的盈利能力。这体现了公司在策略上从追求收入规模往追求高质量的盈利能力提升的转变。我们认为这一转变符合当下中国啤酒行业高端化、去产能、提升行业整体盈利能力的大趋势。
- (2) 公司将相关限制性股票分成三个批次，分别以 2020-2022 三年的盈利表现作为解禁条件。这一设计充分防止了管理层为了达到解禁条件而人为短期操纵业绩的行为，促使管理层将重心放在能够持续性的提升盈利能力的战略方针上。
- (3) 公司在设定解禁条件的时候充分考虑到了疫情对啤酒行业的影响，一方面起到了激励管理层的作用，是公司在疫情期间依然有较为出色的表现；另一方面也保证所设定的盈利目标符合当下的行业环境，不至于超出公司能力范围。

我们认为，股权激励的推行的确在一定程度上提升了青啤短期的业务表现。然而，随着股权激励逐渐进入尾声，我们认为管理层最迫在眉睫的任务是建立更长效的管理与激励机制来帮助公司提升长期的竞争力。

引入战略投资者效果欠佳

青岛啤酒集团(100%青岛国资委控股)目前持有青啤上市公司总股本(A+H)的32.5%，是青啤最大的股东。作为典型的国有企业，为了实现更专业的企业管理与生产技术的提升，帮助公司长期更好的发展，青啤曾经依次引入过百威英博、日本朝日与复星集团成为其第二大股东。

图表 28：战略投资人持股变化

| 持股期限 | 战略投资人名称 | 期初持股占比 | 期末持股占比 |
|-------------------|---------|--------|--------|
| 2002-2009 年 | 百威英博 | 4.50% | 27% |
| 2009-2017 年 | 日本朝日 | 19.99% | 19.99% |
| 2017 年至 2021 年三季度 | 复星集团 | 17.99% | 7.84% |

资料来源：公司数据，浦银国际

类似于 SAB Miller 对华润的投资，百威英博与朝日对青啤的投资更多也只是停留在股权投资层面，并没有在生产、渠道、品牌运营等方面挖掘出更深的战略合作可能性。这导致国际啤酒巨头对青啤投资最终并未有产生更明显的协同效应。

尤其在朝日作为青岛第二大股东的这 8 年间，青啤的地位受到了华润与百威的严峻挑战，市场份额被赶超，而朝日也未能借助青啤的渠道优势在中国取得突破与成功。在 2014-16 年这三年间，青啤的盈利能力出现大幅下滑。

2017 年 12 月，复星集团以 66 亿人民币的作价从朝日手中接过了青啤 17.99% 的股权，成为青啤新的第二大股东。2018 年 6 月，复星和青啤签署了战略合作框架协议，并希望从市场、销售、品牌与商务发展等方面进行合作。然而，作为一家大型集团公司，复星缺乏在啤酒行业的运营管理经验，这也为其与青啤之间的协同效应带来较大的局限性。

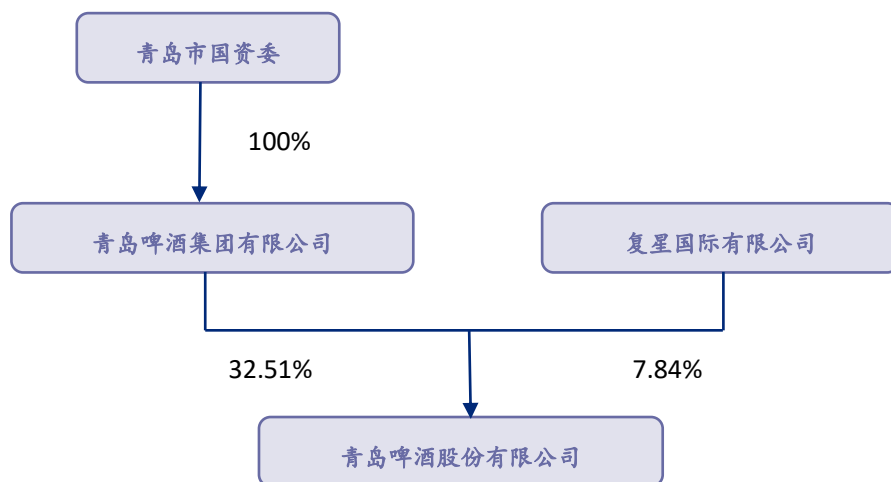
更让市场担忧的是，复星从 2019 年 5 月至今已多次在二级市场减持青啤股份。截止 2021 年三季度，复星仅持有青啤 7.84% 的股权。我们不排除复星未来继续减持青啤的可能性。这也给青啤未来的股价带来一定的不确定性。然而，这并不会影响青啤未来长期继续聚焦国有企业改革，通过引入更多高质量的战略投资者提升公司的运营与盈利能力。

图表 29: 复星对青啤的减持时间表

| 日期 | 减持股数数量 | 期末持股占比 |
|----------|------------|--------|
| 2019年5月 | 380,000 | 17.96% |
| 2019年8月 | 30,000,000 | 15.75% |
| 2019年11月 | 1,020,000 | 15.68% |
| 2020年9月 | 36,000,000 | 13.04% |
| 2020年11月 | 502,000 | 13.00% |
| 2020年12月 | 31,000,000 | 10.57% |
| 2021年5月 | 33,000,000 | 8.15% |
| 2021年3季度 | 4,222,317 | 7.84% |

资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 30: 青啤目前股权结构



资料来源: 公司数据, 浦银国际

盈利预测

● 收入

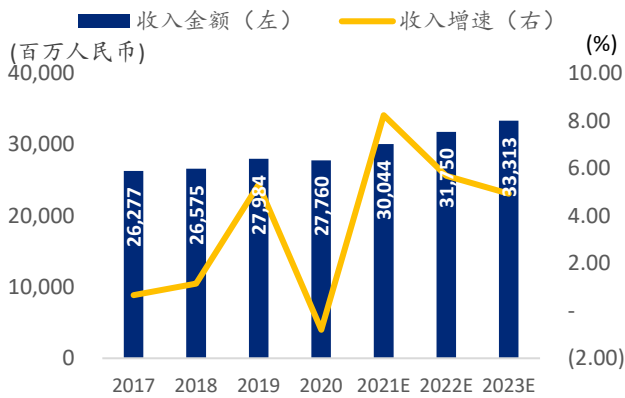
我们预计青岛啤酒未来三年主品牌的增速将高于副品牌，而其主品牌销量的增长主要是由其青岛主品牌下的高端产品所拉动的。

然而，考虑到青啤在高端啤酒价格带较为单一的品牌策略与产品组合，我们认为青啤高端产品的增速相比竞品（比如华润啤酒次高端以上价格带产品）较为缓慢。因此，我们预测青啤 2021-2023 年整体销量将同比增长 1-3%。

由于产品结构提升以及为了抵御成本压力所做的提价，我们预测青啤的平均销售单价将在 2021 年同比增长 7%，并在 2022 与 2023 年放缓至 3% 以下。

我们预测，青岛啤酒 2021/2022/2023 年的收入同比增长 8%/6%/5%。

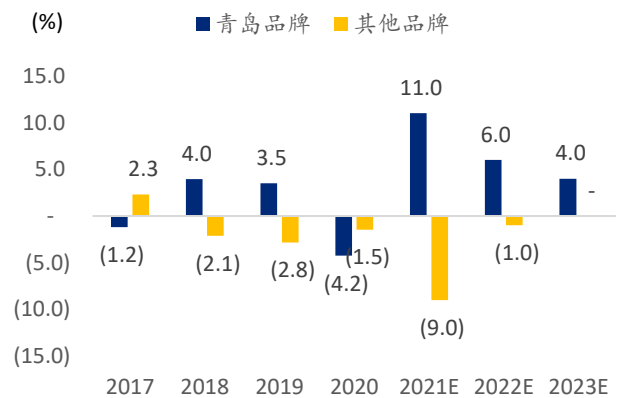
图表 31: 青岛啤酒收入同比增长



E=浦银国际预测

资料来源：公司数据，浦银国际

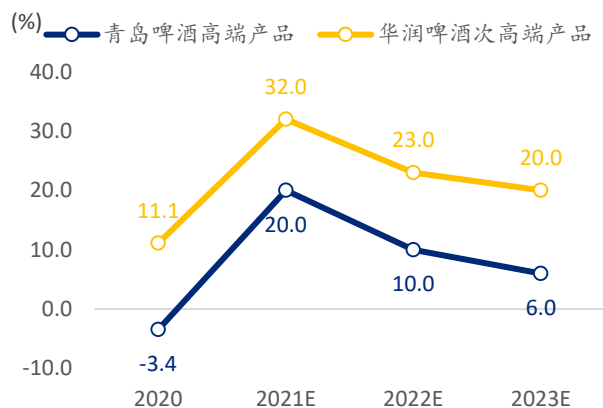
图表 32: 青岛啤酒青岛品牌与其他品牌销量同比增速



E=浦银国际预测

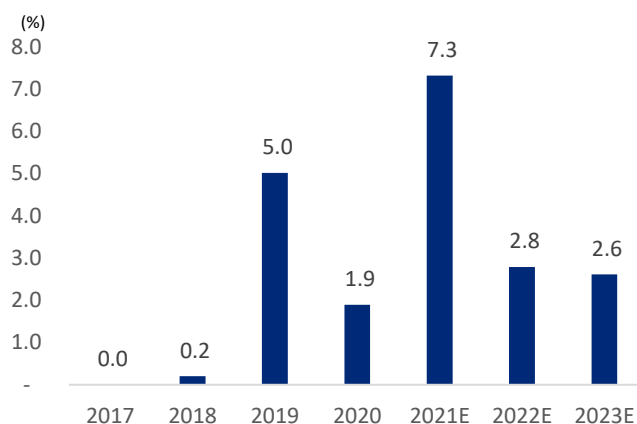
资料来源：公司数据，浦银国际

图表 33: 青岛啤酒高端产品与华润啤酒次高端产品销量同比增速



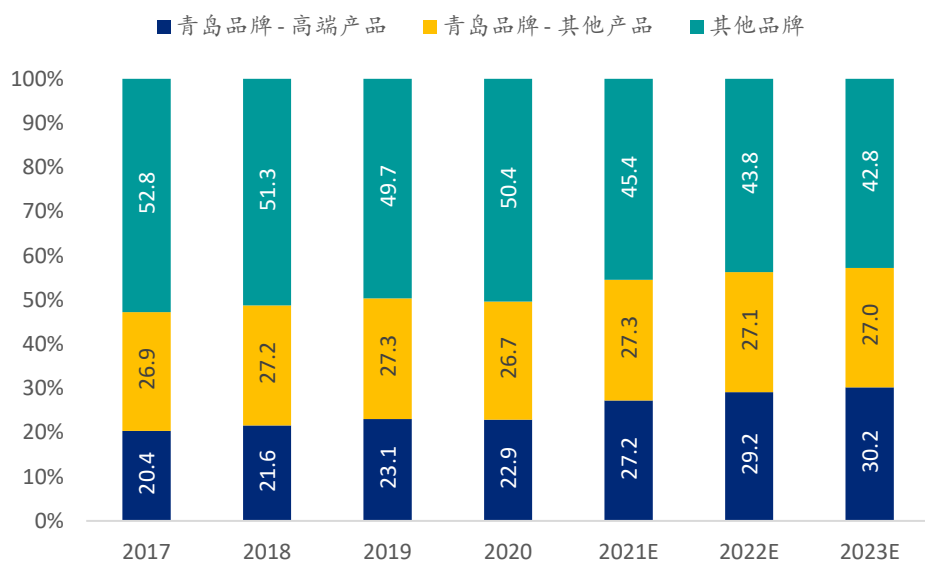
E=浦银国际预测
资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 34: 青岛啤酒销售单价的同比增长



E=浦银国际预测
资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 35: 青啤青岛品牌与其他品牌销量占比



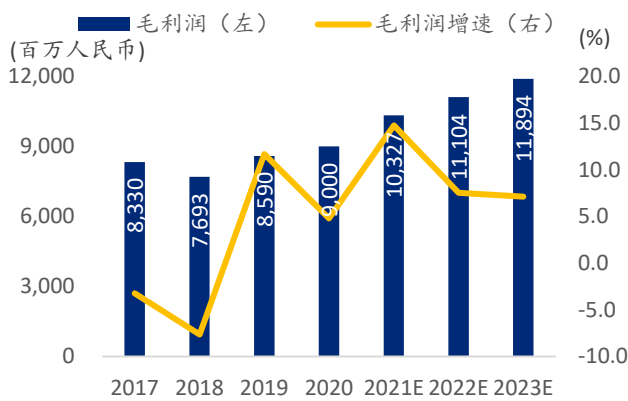
E=浦银国际预测
资料来源: 公司数据, 浦银国际

● 利润率

从 2021 年下半年开始，整个啤酒行业都面临了较大的成本压力。我们预测青啤在 2021 年下半年的毛利率将大体做到同比持平。然而，我们预计产品结构的提升以及适当的提价将帮助青啤在 2022 年抵消成本带来的压力，利润率也将继续扩张。

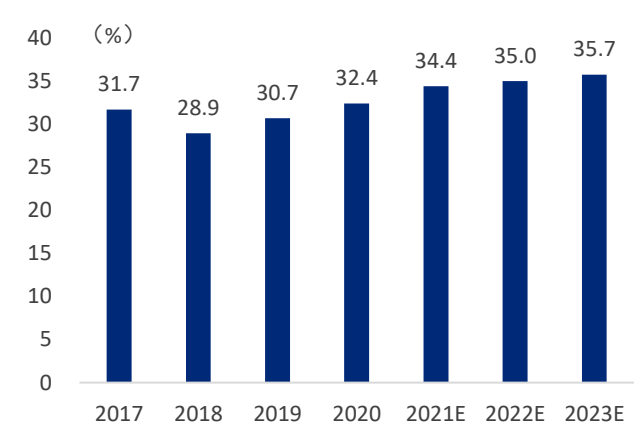
我们预测，青岛啤酒的毛利率在 2021 年全年同比扩张 200bps 至 34.4%，并在 2022 与 2023 年继续扩张至 35.0% 与 35.7%。

图表 36：青岛啤酒毛利及同比增速



E=浦银国际预测
资料来源：公司数据，浦银国际

图表 37：青岛啤酒毛利率

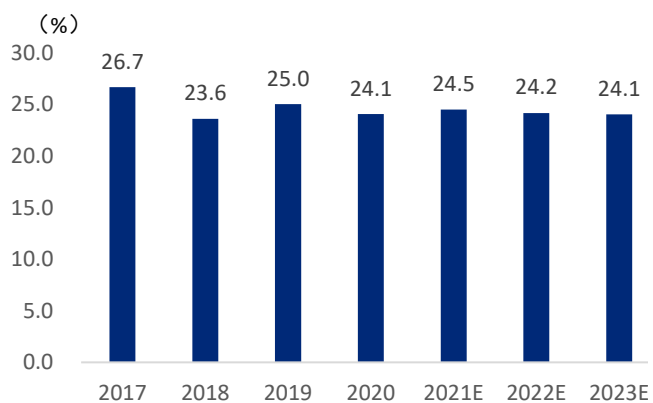


E=浦银国际预测
资料来源：公司数据，浦银国际

我们预测青啤 2021 年整体的经营费用率将同比小幅上升 40bps，主要系因为报告期内实施限制性股票激励计划确认股份支付费用以及社保减免同期有所减少。我们预计其经营费用率会在 2022 年有所下降，并在 2023 年保持稳定。

毛利率的提升结合运营费用率的下降将帮助青岛啤酒的核心经营利润率在未来两年有所上升。

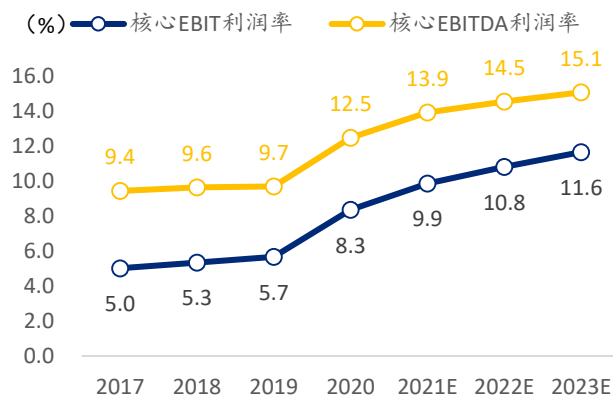
图表 38: 青岛啤酒经营费用率



E=浦银国际预测

资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 39: 青岛啤酒 EBIT 和 EBITDA 利润率



E=浦银国际预测

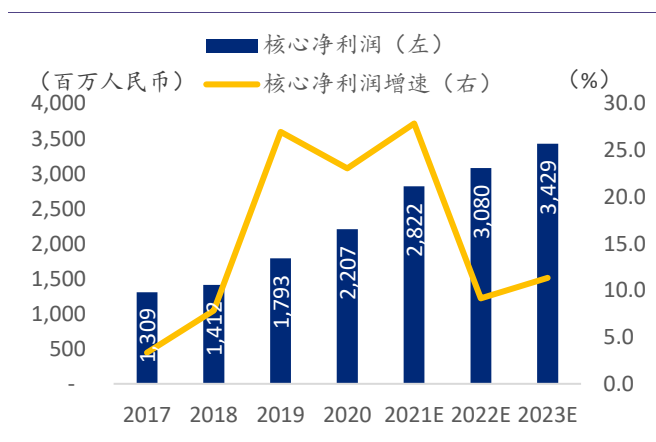
资料来源: 公司数据, 浦银国际

● 净利润

我们预测，在毛利率大幅扩张的帮助下，青啤的净利润在 2021 年将同比大幅增长 30%。然而，随着毛利率扩张幅度的逐渐减小以及政府补贴的同比减少，青啤的核心净利润增速也将在 2022 年放缓至 10% 以下。

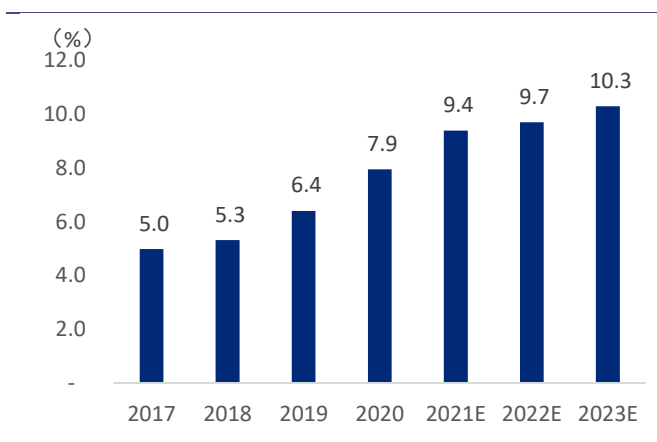
我们预测青啤的核心净利润率将在 2021 年扩张 150bps 到 9.4%，并在 2022 年同比小幅扩张 30bps 至 9.7%。

图表 40: 青岛啤酒的核心净利润及其同比增速



E=浦银国际预测 资料来源：公司数据，浦银国际

图表 41: 青岛啤酒的核心净利润率



E=浦银国际预测 资料来源：公司数据，浦银国际

未来三年，青岛啤酒的核心净利润率的扩张将抵消财务杠杆率的下降，带动资产收益率的上升。

图表 42: 杜邦净资产收益率 (ROE) 分析

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 31.7 | 28.9 | 30.7 | 32.4 | 34.4 | 35.0 | 35.7 |
| 销售、管理费用率 | 26.7 | 23.6 | 25.0 | 24.1 | 24.5 | 24.2 | 24.1 |
| EBIT 利润率 | 5.0 | 5.3 | 5.7 | 8.3 | 9.9 | 10.8 | 11.6 |
| 税前利润/EBIT | 159.9 | 167.8 | 172.1 | 139.9 | 134.7 | 132.7 | 131.6 |
| 净利润/税前利润 | 65.7 | 65.6 | 70.7 | 71.8 | 72.0 | 71.6 | 71.0 |
| 净利润率 | 4.8 | 5.4 | 6.6 | 7.9 | 9.0 | 9.7 | 10.3 |
| 核心净利润率 | 5.0 | 5.3 | 6.4 | 7.9 | 9.4 | 9.7 | 10.3 |
| 资产周转率 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 财务杠杆 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| ROE | 7.5 | 8.1 | 10.0 | 11.1 | 12.7 | 13.3 | 13.7 |
| 核心 ROE | 7.8 | 8.0 | 9.7 | 11.1 | 13.2 | 13.3 | 13.7 |

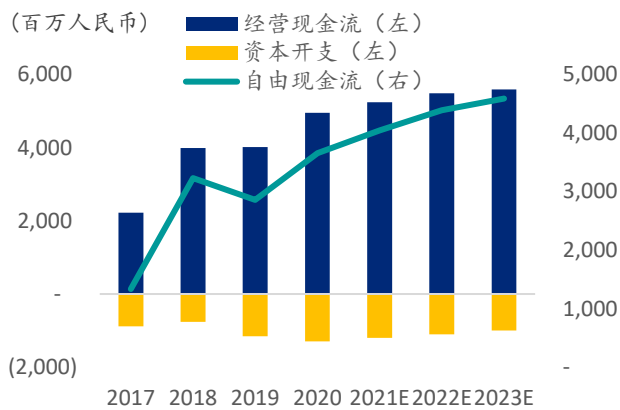
E=浦银国际预测 资料来源：公司数据，浦银国际

● 资产负债表与现金流

在我们看来，青啤具有较为健康的现金流与资产负债表。

青啤的债务水平较低，净现金水平较高。我们预计青岛啤酒净现金在 2020-2023E 将以 17% 的复合增长率扩张，并在 2023 年达到 282 亿人民币。

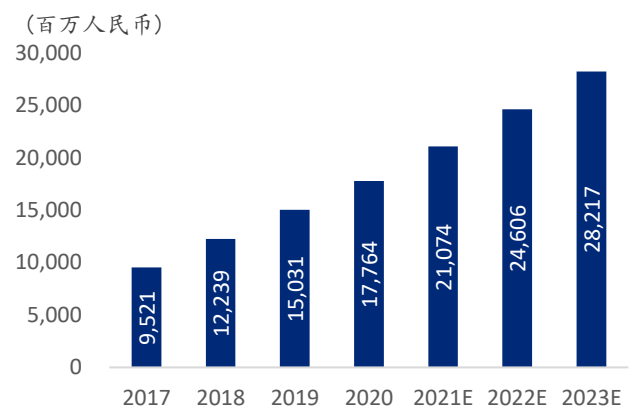
图表 43: 青岛啤酒的经营现金流、资本开支与自由现金流



E=浦银国际预测

资料来源：公司数据，浦银国际

图表 44: 青岛啤酒的净现金



E=浦银国际预测

资料来源：公司数据，浦银国际

目标价与估值

青岛啤酒 (168.HK)

尽管青啤目前在中国不少市场有广泛的市场基础，然而青岛啤酒在产品组合上要逊于华润啤酒与重庆啤酒，高端化空间也相对较小。因此，我们给予青啤相对国际啤酒企业 30% 的估值溢价。

因此，我们用 16x 2022E EV/EBITDA 来作为对青岛啤酒的估值，得到目标价人民币 86.0 元，相比当前股价有 16.5% 的上升空间。我们首次覆盖青岛啤酒 (H 股)，并给予“持有”评级。

青岛啤酒 (600600.CH)

过去 24 个月里，青啤 A 股的平均动态 EV/EBITDA 与动态 P/E 要比青啤 H 股高出 45% 左右。我们认为这一估值差距短期内不会缩小。

因此，我们用 23x 2022 EV/EBITDA (相对青啤 H 股 45% 的溢价) 来对青啤 A 股进行估值，得到目标价人民币 95.0 元，基本与目前股价持平。我们首次覆盖青岛啤酒 (A 股)，并给予“持有”评级。

风险提示

青岛啤酒公司股价可能面对的下行风险包括：

- (1) 整体行业需求放缓；
- (2) 山东市场份额被侵占；
- (3) 疫情反复持续影响餐饮行业；
- (4) 原材料价格上涨高于预期；
- (5) 复星再次大规模减持。

青岛啤酒公司股价可能面对的上行风险包括：

- (1) 行业竞争缓和；
- (2) 疫情影响减弱；
- (3) 高端产品销售好于预期。

图表 45: SPDBI 目标价: 青岛啤酒 (168.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 46: SPDBI 目标价: 青岛啤酒 (600600.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

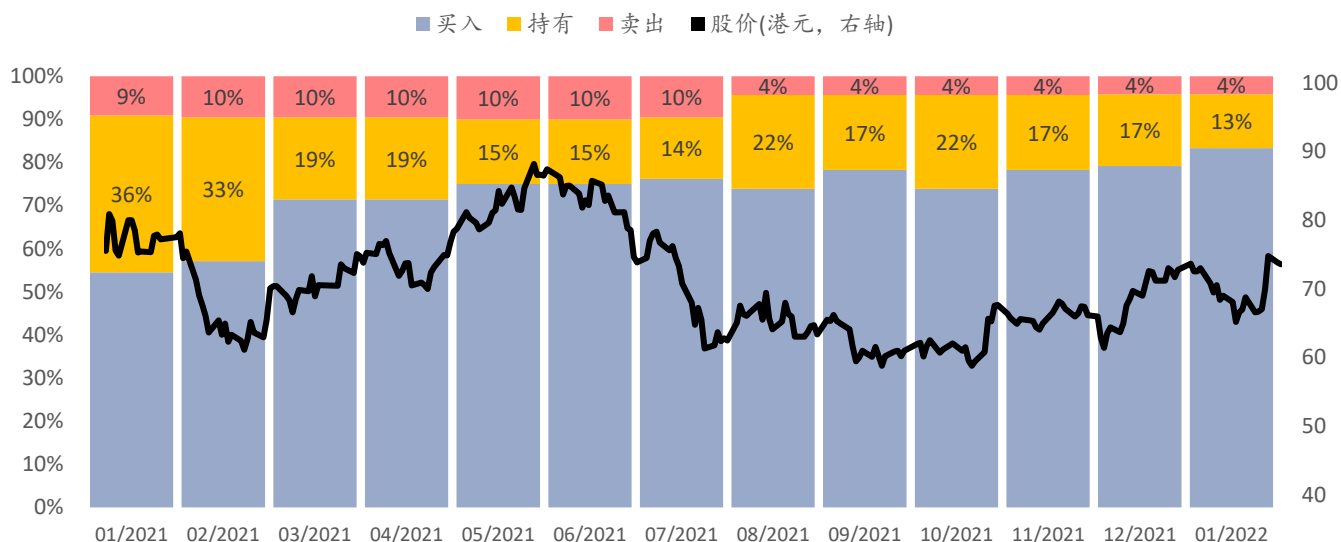
图表 47:SPDBI 消费行业覆盖公司

| 股票代码 | 公司 | 现价 (交易货币) | 评级 | 目标价 (交易货币) | 评级及目标价 发布日期 | 行业 |
|------------------|------|--------------|----|---------------|----------------|--------|
| 291.HK Equity | 华润啤酒 | 60.6 | 买入 | 80.9 | 2021年1月26日 | 啤酒 |
| 600132.CH Equity | 重庆啤酒 | 137.4 | 买入 | 180.6 | 2021年1月26日 | 啤酒 |
| 1876.HK Equity | 百威亚太 | 21.6 | 买入 | 27.4 | 2021年1月26日 | 啤酒 |
| 168.HK Equity | 青岛啤酒 | 73.8 | 持有 | 86.0 | 2021年1月26日 | 啤酒 |
| 600600.CH Equity | 青岛啤酒 | 95.4 | 持有 | 95.0 | 2021年1月26日 | 啤酒 |
| 000729.CH Equity | 燕京啤酒 | 8.2 | 卖出 | 7.6 | 2021年1月26日 | 啤酒 |
| 2331 HK Equity | 李宁 | 79.5 | 买入 | 116.8 | 2021年7月6日 | 运动服饰品牌 |
| 2020 HK Equity | 安踏体育 | 121.3 | 买入 | 173.5 | 2021年10月19日 | 运动服饰品牌 |
| 3813 HK Equity | 宝胜国际 | 1.3 | 持有 | 1.2 | 2021年11月12日 | 运动服饰零售 |
| 6110 HK Equity | 滔搏 | 7.8 | 买入 | 10.0 | 2021年12月23日 | 运动服饰零售 |
| 2150.HK Equity | 奈雪的茶 | 8.0 | 持有 | 11.7 | 2021年9月2日 | 现制茶饮 |

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 1 月 24 日收盘价

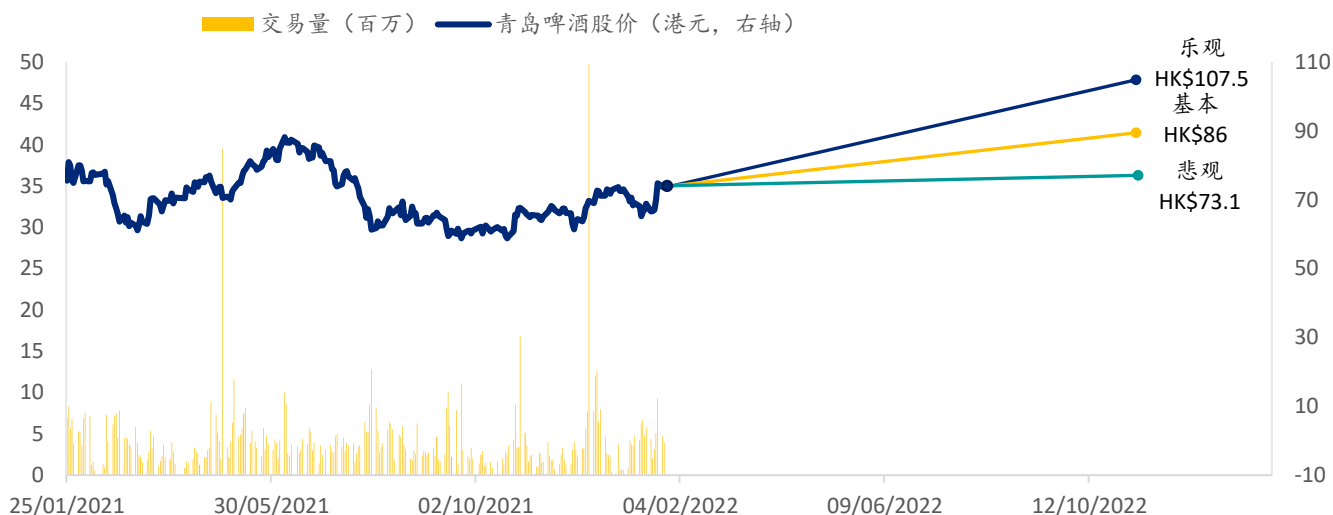
SPDBI 乐观与悲观情景假设-H 股

图表 48: 青岛啤酒 H 股 (168.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 49: 青岛啤酒 H 股 (168.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 107.5 港元
概率: 25%

- 高端产品销售好于预期;
- 整体销量加速增长;
- 公司 2022 年经营利润率水平同比增长 100bps。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

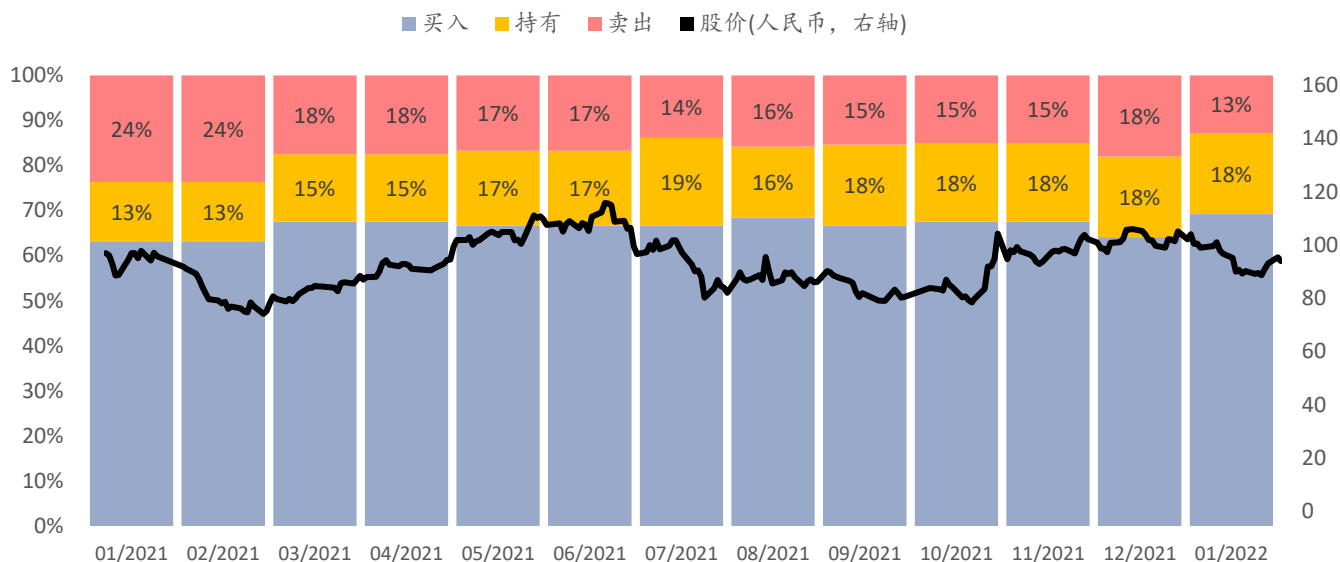
目标价: 73.1 港元
概率: 25%

- 原材料价格上涨高于预期令毛利率水平下降;
- 山东地区销量受侵蚀, 令整体销量不及预期;
- 公司 2022 年整体经营利润率水平同比减少 15bps

资料来源: 浦银国际

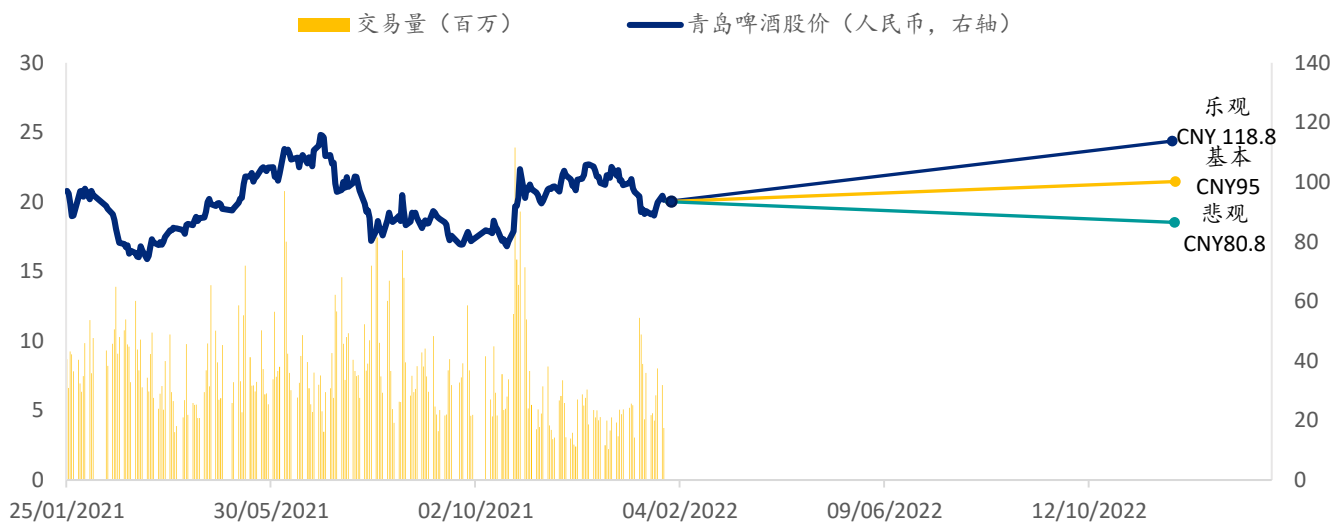
SPDBI 乐观与悲观情景假设- A 股

图表 50: 青岛啤酒 A 股 (600600.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 51: 青岛啤酒 A 股 (600600.CH) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 127.1 人民币

概率: 25%

- 高端产品销售好于预期;
- 整体销量加速增长;
- 公司 2022 年经营利润率水平同比增长 100bps。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 80.8 人民币

概率: 25%

- 原材料价格上涨高于预期令毛利率水平下降;
- 山东地区销量受侵蚀, 令整体销量不及预期;
- 公司 2022 年整体经营利润率水平同比减少 15bps

资料来源: 浦银国际

公司背景

● 公司介绍

公司前身为国有青岛啤酒厂，始建于1903年，是中国历史最为悠久的啤酒生产厂。公司1993年6月16日注册成立，随后在香港发行了H股并于7月15日在香港联交所上市（股票代码：00168.HK），成为首家海外上市的国内企业，同年七月在国内发行了A股并于8月27日在上交所上市。公司的经营范围是啤酒制造、销售以及与之相关的业务。公司在国内拥有60家全资和控股的啤酒生产企业，及2家联营及合营啤酒生产企业，分布于全国20个省、直辖市、自治区，规模 and 市场份额居国内啤酒行业领先地位。

公司拥有的“青岛啤酒”品牌是我国首批十大驰名商标之一，在国内外市场具有强大的品牌影响力和较高的知名度，已销往世界一百余个国家和地区。青岛啤酒产品主要面对中高端啤酒消费市场进行推广和销售，并保持了在国内中高端市场的领先地位。以“崂山啤酒”为代表的其他啤酒品牌主推大众消费市场销售，与主品牌产品共同构成了覆盖全国市场的完善品牌和产品结构体系，满足了不同层次的市场消费需求。

发展策略上，公司强调根据“品牌引领、创新驱动、质量第一、效益优先、结构优化、协调发展”六大战略指引，通过实施打造基地市场战略带、加快产品结构升级、提升品牌影响力、塑造魅力质量、拓展国际市场、以规模化、智能化提升助力运营等战略举措继续坚定不移的做强做优做大啤酒主业，增强企业市场竞争力，实现高质量可持续发展。

销售渠道上，公司设立青岛啤酒营销中心，负责市场推广和管理、产品销售及售后服务等业务职能。同时，在国内市场在分区域深度分销模式的基础上，创新实践在线线下立体化多链路业务拓展。按市场区域和渠道细分进行产品销售和市场管理，培育多渠道专业经销商。截至2020年12月国内市场经销商数量达14,417个。公司创新构建并不断拓展“互联网+”渠道体系，搭建电商渠道，放大“官方旗舰店+官方商城+网上零售商+分销专营店”的立体化电子商务渠道领先优势。在海外市场的销售通过境外子公司和当地代理商进行，借力经销商本土资源，尝试建立属地化的业务开发团队。

财务上，公司2020年收入277.6亿人民币，其中青岛品牌贡献约63%；按收入来源区域看，中国市场贡献收入97.95%，国际市场贡献2.05%。2020年公司归母净利润22亿人民币，归母净利率7.9%。

● 前十大股东

图表 52: 青岛啤酒前十大股东

| | 主要股东 | 占比(%) |
|----|--------------------------------------|-------|
| 1 | Fosun International Holding | 16.65 |
| 2 | E Fund Management Co. | 10.34 |
| 3 | FMR LLC | 5.13 |
| 4 | Baillie Gifford & Co | 4.99 |
| 5 | JP Morgan Chase & Co | 4.6 |
| 6 | Morgan Stanley | 4.57 |
| 7 | Hong Kong Xinhaisheng Investment Ltd | 4.12 |
| 8 | Chen Fashu | 3.89 |
| 9 | China Universal Asset Management Co | 3.87 |
| 10 | Fullgoal Fund Management Co | 3.06 |

注: 截至 2021 年 11 月 24 日

资料来源: 公司公告、浦银国际

● 公司历史

图表 53: 青岛啤酒发展里程碑

| 时间 | 里程碑 |
|------|--|
| 1903 | 香港盎格鲁·日耳曼啤酒公司的德国商人与英国商人合资在青岛创建日耳曼啤酒公司青岛股份公司。年产能力2000吨，生产淡色啤酒和黑色啤酒 |
| 1945 | 正式更名为“青岛啤酒公司” |
| 1963 | 在全国啤酒品质评比会上获金奖，并被评为国家名酒 |
| 1972 | 进入美国市场 |
| 1993 | 正式注册成立，并在7月15日于香港上市，成为首家海外上市的中国内地企业；8月27日在上交所上市 |
| 1998 | 青岛啤酒实施“大名牌发展战略”，率先在全国开展大规模兼并扩张 |
| 2001 | 经过一系列兼并，青岛啤酒将公司战略重点由做大做强转向做强做大，发展战略由扩张转向整合 |
| 2002 | 与美国AB公司签署投资协议，AB公司成为青岛啤酒第二大股东 |
| 2005 | 成为北京2008年奥运会国内啤酒赞助商；在台湾高雄建立生产规模10万吨啤酒生产厂，是青岛啤酒在中国内地以外实现生产的重要标志 |
| 2006 | 公司战略由整合转向整合与扩张并举 |
| 2007 | 青啤公司《啤酒高效低耗酿造技术的开发与应用》科研项目再次荣获2006年度国家科技进步二等奖 |
| 2011 | 确立“双轮驱动”发展战略，推进全国市场的战略布局，通过企业搬迁、扩建、收购以及新建等，进一步扩大了公司产能和规模，完善了公司在国内市场的布局，并强化了基地市场建设 |
| 2012 | 与三得利啤酒签订了战略合作协议，在上海和江苏区域内将两家公司所属的啤酒生产和销售业务和资产进行整合 |
| 2014 | 明确将品牌战略调整为“1+1+N”（青岛啤酒主品牌+全国性第二品牌崂山啤酒+汉斯、山水、银麦等区域品牌），以更加适应市场竞争需求 |
| 2015 | 着眼啤酒产品趋向多元化、高端化和个性化的发展趋势，创新酿造工艺、口味和包装形式，积极培育及研发战略性新产品和新特产品，成功推出的鸿运当头、经典1903、全麦白啤、炫奇果啤、枣味黑啤、5L原浆啤酒等新产品 |
| 2016 | 结合国家“一带一路”发展战略的实施，公司加大了沿海、沿黄河市场战略带的建设，构建青岛啤酒“一纵一横”战略市场布局奠定了坚实基础 |
| 2017 | 在行业内率先构建了“网络零售商+官方旗舰店+分销专营店+官方商城”的电商渠道体系，上线移动端“青岛啤酒微信商城”、“APP青啤快购”，建立起“电商+门店+厂家直销”的立体销售平台 |
| 2019 | 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”六大战略指引，积极开拓国内外市场，大力推进新旧动能转换和产品结构升级，通过开拓基地市场战略带，打造规模化、智能化生产基地，建设高效智慧供应链等举措，增强新旧动能转换驱动力 |

资料来源：公司公告、浦银国际

● 公司管理层

图表 54: 青岛啤酒公司管理层

| 姓名 | 职位 | 履历 |
|-----|----------------|---|
| 黄克兴 | 董事长、党委书记 | 山东工业大学毕业，北京大学光华管理学院高级管理人员工商管理硕士，在职研究生学历，正高级工程师。现任本公司党委书记、董事长，青啤集团党委书记、董事长。曾任青岛啤酒工程有限公司总经理、本公司总裁助理兼战略投资管理 总部部长、本公司副总裁、青啤集团副总裁、本公司总裁兼营销总裁。黄克兴先生具有丰富的啤酒行业战略规划、投资管理、经营管理、市场营销及品牌管理经验。黄克兴先生荣获“全国劳动模范”、“全国五一劳动奖章”、全国轻工行业“劳动模范”、第二届轻工“大国工匠”、“山东省优秀企业家”，记一等功奖励等荣誉。山东省十三届人大代表、 十一届山东省政协委员。 |
| 于竹明 | 执行董事、党委委员、财务总监 | 东北财经大学高级管理人员工商管理硕士毕业，硕士研究生学位，正高级会计师。现任本公司执行董事、党委委员兼财务总监。曾任本公司财务管理总部部长、总裁助理、总会计师。于竹明先生在公司创新财务管理，业财融合、助力运营，改善公司经营管理质量，及建立和完善与公司发展模式 and 战略定位相匹配的财务管理体系等方面作出重要贡献，具有丰富的会计信息化、税收筹划、财务管理、金融管理、内控审计、风险管理和资本运作经验。获得 2019 年全国先进会计工作者荣誉称号。获得 2020 年青岛市五一劳动奖章。 |
| 王瑞永 | 执行董事、党委委员、副总裁 | 北京大学高级管理人员工商管理硕士研究生学位，高级工程师，现任本公司执行董事、党委委员兼副总裁。青岛市第十六届人大代表。曾任北京五星青岛啤酒有限公司总经理，青岛啤酒淮海营销公司总经理，上海青岛啤酒华东营销公司总经理，青岛啤酒营销中心山东省区总经理，本公司总裁助理，本公司营销总裁。具有丰富的市场营销、生产运营和企业管理经验。 |
| 蔡志伟 | 营销总裁 | 厦门大学工商管理硕士研究生学历，高级工程师，现任本公司营销总裁。蔡志伟先生历任青岛啤酒二厂车间主任、副厂长，青岛啤酒（厦门）有限公司总经理、厦门青岛啤酒东南营销有限公司总经理，上海青岛啤酒华东营销有限公司总经理，营销中心山东省区总经理，公司营销副总裁兼营销中心销售管理总部总经理，公司营销中心常务副总裁等职，具有丰富的营销管理经验。 |
| 蒋宗祥 | 副总裁兼供应链总裁 | 毕业于山东工业大学自动化系电机及其控制专业，南开大学经济学硕士研究生，现任本公司副总裁、供应链总裁兼供应链中心物流管理总部部长、青岛智链顺达科技有限公司董事长。曾任青岛啤酒（芜湖）有限公司副总经理，本公司战略 投资管理总部副部长、信息管理总部部长及制造中心采购管理总部部长、制造总裁助理兼采购管理总部部长。具有丰富的生产运营及商务管理经验。 |
| 徐楠 | 副总裁、制造总裁、总酿酒师 | 毕业于山东轻工业学院发酵工程专业，工学学士，高级工程师。现任本公司副总裁、制造总裁、总酿酒师。曾任青岛啤酒（寿光）有限公司总酿酒师、总经理，本公司制造总裁助理兼青岛啤酒二厂厂长，本公司制造总裁助理兼青岛啤酒三厂厂长，本公司制造总裁助理兼生产技术管理总部部长。具有丰富的生产运营及质量管理经验。 |
| 王少波 | 副总裁 | 毕业于上海交通大学热动力机械专业，上海交通大学安泰管理学院工商管理硕士研究生，高级工程师，现任本公司副总裁、青啤集团董事。曾任本公司青岛啤酒厂厂长助理，深圳青岛啤酒朝日有限公司副总经理，本公司运营管理部生产运营总监，本公司总裁助理兼战略投资管理总部部长，具有丰富的啤酒行业战略规划、并购投资管理及生产运营经验。 |

资料来源：公司年报、浦银国际

● 财务报表

图表 55: 青岛啤酒利润表

| (百万人民币) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 27,984 | 27,760 | 30,044 | 31,750 | 33,313 |
| 同比 | 5.3% | -0.8% | 8.2% | 5.7% | 4.9% |
| 营业成本 | 19,394 | 18,760 | 19,717 | 20,646 | 21,418 |
| 毛利润 | 8,590 | 9,000 | 10,327 | 11,104 | 11,894 |
| 毛利率 | 30.7% | 32.4% | 34.4% | 35.0% | 35.7% |
| 销售及管理费用 | 7,006 | 6,684 | 7,366 | 7,678 | 8,016 |
| 其他经营收入及收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营溢利 | 1,584 | 2,316 | 2,961 | 3,426 | 3,879 |
| 经营利润率 | 5.7% | 8.3% | 9.9% | 10.8% | 11.6% |
| 净融资成本 | 477 | 483 | 547 | 650 | 757 |
| 其他收入或支出 | 666 | 441 | 480 | 470 | 470 |
| 税前溢利 | 2,727 | 3,240 | 3,988 | 4,547 | 5,106 |
| 所得税 | 798 | 913 | 1,117 | 1,291 | 1,481 |
| 所得税率 | 29.3% | 28.2% | 28.0% | 28.4% | 29.0% |
| 净利润 | 1,929 | 2,327 | 2,872 | 3,255 | 3,625 |
| 少数股东利润 | 77 | 126 | 155 | 176 | 196 |
| 归母净利润 | 1,852 | 2,201 | 2,717 | 3,080 | 3,429 |
| 归母净利率 | 6.6% | 7.9% | 9.0% | 9.7% | 10.3% |
| 同比 | 30.2% | 18.9% | 23.4% | 13.4% | 11.4% |

E=浦银国际预测

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 56：青岛啤酒资产负债表

| (百万人民币) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及等价物 | 15,302 | 18,467 | 21,777 | 25,310 | 28,920 |
| 应收账款 | 151 | 120 | 146 | 155 | 162 |
| 应收票据及其他 | 279 | 319 | 319 | 319 | 319 |
| 存货 | 3,182 | 3,281 | 3,295 | 3,168 | 3,227 |
| 短期投资 | 1,524 | 1,889 | 1,889 | 1,889 | 1,889 |
| 其他流动资金 | 565 | 552 | 552 | 552 | 552 |
| 流动资产合计 | 21,002 | 24,628 | 27,980 | 31,393 | 35,070 |
| 物业、机器及设备 | 10,222 | 10,303 | 10,287 | 10,203 | 10,066 |
| 长期投资 | 413 | 402 | 402 | 402 | 402 |
| 其他 | 5,675 | 6,182 | 5,982 | 5,782 | 5,582 |
| 非流动资产合计 | 16,311 | 16,886 | 16,671 | 16,387 | 16,049 |
| 短期借款 | 271 | 703 | 703 | 703 | 703 |
| 应付账款 | 2,167 | 2,223 | 2,323 | 2,432 | 2,523 |
| 其他应付账款 | 10,893 | 12,246 | 13,500 | 14,500 | 15,500 |
| 其他 | 23 | 338 | 338 | 338 | 338 |
| 流动负债合计 | 13,354 | 15,510 | 16,864 | 17,974 | 19,065 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 4,045 | 4,636 | 4,636 | 4,636 | 4,636 |
| 非流动负债合计 | 4,045 | 4,636 | 4,636 | 4,636 | 4,636 |
| 股本及储备 | 18,430 | 19,876 | 21,347 | 23,016 | 24,873 |
| 非控制性权益 | 742 | 746 | 901 | 1,077 | 1,273 |
| 权益 | 19,172 | 20,622 | 22,249 | 24,093 | 26,146 |

E=浦银国际预测

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 57：青岛啤酒现金流量表

| (百万人民币) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 归母净利润 | 1,852 | 2,201 | 2,717 | 3,080 | 3,429 |
| 折旧 | 1,125 | 1,145 | 1,216 | 1,184 | 1,137 |
| 存货减少/(增加) | -531 | -99 | -14 | 128 | -60 |
| 应收贸易款项(增加)/减少 | -40 | 32 | -27 | -8 | -8 |
| 应付贸易款项(减少)/增加 | -79 | 55 | 100 | 109 | 91 |
| 其他 | 1,690 | 1,619 | 1,254 | 1,000 | 1,000 |
| 经营活动所得(所用)现金净额 | 4,017 | 4,953 | 5,245 | 5,492 | 5,590 |
| 出售/(购入)物业、机器及设备 | -1,155 | -1,295 | -1,200 | -1,100 | -1,000 |
| 短期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | -1,868 | -3,000 | -2,500 | -2,500 | -2,500 |
| 收购附属公司 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 2,675 | 2,808 | 2,700 | 2,700 | 2,700 |
| 投资活动所用现金净额 | -348 | -1,488 | -1,000 | -900 | -800 |
| 已付股利 | -711 | -793 | -1,090 | -1,236 | -1,376 |
| 已付股利-非控制股东 | -55 | -48 | 0 | 0 | 0 |
| 短期融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -3 | 485 | 155 | 176 | 196 |
| 融资活动(所用)所得现金净额 | -769 | -356 | -935 | -1,060 | -1,180 |
| 现金及现金等价物变动 | 2,900 | 3,110 | 3,311 | 3,532 | 3,610 |
| 于年初的现金及现金等价物 | 12,536 | 15,302 | 18,467 | 21,777 | 25,310 |
| 现金及现金等价物汇兑差额 | -134 | 55 | 0 | 0 | 0 |
| 于年末的现金及现金等价物 | 15,302 | 18,467 | 21,777 | 25,310 | 28,920 |

E=浦银国际预测

资料来源：公司数据、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-28086467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-28086474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-28086475

浦银国际证券有限公司

SPDBInternationalSecuritiesLimited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

