

公司深度

青岛啤酒 (600600)

食品饮料 | 饮料制造

啤酒行业高端风劲，百年青啤耐力恒强

2022年03月18日

评级 推荐

评级变动 维持

目标区间 108-124元

交易数据

当前价格(元)	85.89
52周价格区间(元)	81.00-103.17
总市值(百万)	117184.43
流通市值(百万)	116035.91
总股本(万股)	136435.48
流通股(万股)	135098.28

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
青島啤酒	-8.31	-15.69	-13.13
沪深300	-7.05	-14.78	-13.80

邹建军

分析师

执业证书编号: S0530521080001
zoujianjun@hnchasing.com

0731-84403452

杨苑

研究助理

yangyuan@hnchasing.com

0731-84403490

相关报告

1 《青岛啤酒：产品结构升级明显，盈利能力持续改善》 2021-08-27

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	27984	27760	29812	32721	35322
净利润(百万元)	1852	2201	3147	3215	4215
每股收益(元)	1.36	1.61	2.31	2.36	3.09
每股净资产(元)	14.05	15.11	16.90	18.72	21.10
P/E	63.27	53.23	37.24	36.45	27.80
P/B	6.11	5.68	5.08	4.59	4.07

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- 啤酒行业增长动能切换为价升，高端化路途仍远。2013年后，我国啤酒产销量均见顶回落，但啤酒销售均价加速增长，2013-2019年啤酒销量CAGR为-1.6%，销售吨价CAGR为7.2%，行业增长驱动力已由量增转变为价升。行业进入高端化发展新时期，主要由供需双侧驱动：供给端，长时间存量博弈导致啤企利润承压，啤企亟需找到新的增长突破点；需求端，消费需求品质化、品牌化，消费能力持续提升，消费升级趋势明显。当前高端化发展路径已成行业共识，头部啤企均在加码布局高端啤酒市场，我们认为啤酒行业高端化进程远未结束，至少仍将延续3-5年。在结构升级的主导作用下，预计2025年行业规模可达接近2100亿元，较2020年增幅超41%，期间CAGR约7.1%。
- 青岛啤酒具备突围高端化竞赛的实力。产品创新与品质升级是入围高端赛场的基础条件，品牌力与渠道力强的企业才能领跑行业。青岛啤酒在产品、品牌、渠道上已有较深厚积累，近年来内部治理亦有进一步改善，我们认为青岛啤酒具备突围高端化竞赛的实力，并在以创新为代表的企业基因指导下，有望不断实现自我优化，继续引领行业高质量发展。
- 调结构+提效率，青岛啤酒正处盈利上行周期。1. 调结构：公司深入实施调结构、高端化战略，中高档产品占比持续提高将推升均价；此外，在新的行业竞争环境中，啤企常态化提价有望延续，加速均价提升，增强盈利能力。2. 提效率：一方面，行业量增空间有限，公司将推动化解过剩产能，促进运营效率提升；另一方面，精细化的费用投放策略将提升费投效率，强化盈利能力。预计公司2023年毛利率/净利率较2020年提升4.1pct/4.2pct。
- 结构优化叠加效率提升带来利润弹性，业绩弹性与确定性支撑估值。近期情绪扰动下公司估值回落，当前已具备较高性价比，维持青岛啤酒“推荐”评级。我们预计2021-2023年公司营业总收入分别为298.1/327.2/353.2亿元，同比+7.4%/+9.8%/+7.9%；归母净利润分别为31.5/32.1/42.1亿元，同比+43.0%/+2.2%/+31.1%；EPS分别为2.31/2.36/3.09元/股。考虑到1)公司未来通过产品结构升级以及提升经营效率实现盈利改善的空间仍大；2)啤酒行业头部玩家已基本确定，高端化浪潮下青岛啤酒盈利能力继续提升的确定性高，我们通过DCF估值给出公司股票内在价值约117元/股。近期在疫情、通胀等担忧情绪扰动下，公司股价明显回落，我们认为公司成长的中长期逻辑清晰且坚挺，当前估值具备吸引力，维持“推荐”评级。
- 风险提示：产品结构升级不及预期；行业竞争加剧；宏观经济下行压力增大；成本大幅上升。

内容目录

前言	4
1 百年青啤几经浮沉，近年业绩渐佳	4
2 啤酒行业增长动能切换为价升，高端化路途仍远	6
2.1 现状：产销量拐点已至，吨均价提升驱动行业增长	6
2.2 原因：供给与需求双边驱动行业向高端化行进	7
2.3 展望：高端化空间仍足，未来 3-5 年将继续演绎	8
2.4 空间测算：预计结构升级推动行业规模 2025 年扩至约 2100 亿	9
3 青岛啤酒具备突围高端化竞赛的实力	10
3.1 产品力：高端产品储备丰富，研发创新能力出众	11
3.2 品牌力：品牌历史积淀深厚，创新引领品牌塑造	12
3.3 渠道力：强化市场管控，构建立体渠道	13
3.4 内部治理：激励机制改善，国企改革提速	16
4 青岛啤酒正处盈利上行周期	17
4.1 调结构：高档产品占比提升+直接提价	17
4.2 提效率：关厂减员+费用精准投放	19
5 业绩弹性与确定性支撑估值，维持青岛啤酒“推荐”评级	21
5.1 盈利预测	21
5.2 估值与投资建议	23
6 风险提示	24

图表目录

图 1：2020 年中国市场青岛啤酒销量排名第二	4
图 2：2020 年啤酒行业市占率分布（按销售额）	4
图 3：核心业务啤酒业务为青岛啤酒贡献绝大部分营收	5
图 4：青岛啤酒成本结构	5
图 5：青岛啤酒分品牌收入与毛利率	5
图 6：啤酒产品销量结构，2020 年	6
图 7：啤酒业务收入结构，2020 年	6
图 8：青岛啤酒营收与归母净利润变化情况	6
图 9：2017 年以来公司净利率与 ROE 逐步走升	6
图 10：全国啤酒产量 2013 年见顶回落	7
图 11：中国啤酒总销量 2013 年见顶回落	7
图 12：啤酒销售均价持续抬升	7
图 13：啤酒行业增长驱动力发生转变	7
图 14：2013 年以前头部啤企加速集中市场份额	8
图 15：近年来头部啤企市占率变化较小	8
图 16：居民人均可支配收入与消费支出保持较快增长	8
图 17：乳制品消费升级明显，牛奶平均零售价持续上行	8
图 18：啤酒出厂均价 2017 年以来加速上行（元/千升）	9
图 19：啤酒行业高端化推动毛利率修复上行	9
图 20：美国啤酒销量占比	9

图 21: 中国啤酒销量占比.....	9
图 22: 高端产品奥古特是工业拉格顶级品质的代表.....	11
图 23: 高端产品青岛白啤具有出众的包装设计.....	11
图 24: 青岛啤酒部分获奖记录.....	12
图 25: 青岛啤酒巧妙利用产品推新传播品牌文化.....	12
图 26: 青岛啤酒品牌价值持续提升.....	12
图 27: 青岛啤酒品牌价值位列啤酒行业第一.....	12
图 28: 青啤跨界携手潮牌 NPC 登陆纽约时装周, 传播“百年国潮”品牌文化内涵.....	13
图 29: 青岛啤酒“大客户+微观运营”模式示意图.....	14
图 30: 青岛啤酒线下渠道结构.....	14
图 31: 青岛啤酒销量仅次于华润啤酒.....	14
图 32: 2020 年全国啤酒产量排名前十省份, 山东居首.....	15
图 33: 山东地区竞争格局: 青啤占据绝对优势.....	15
图 34: 青岛啤酒分地区收入构成, 2020 年.....	15
图 35: 青岛啤酒分地区净利润构成, 2020 年.....	15
图 36: 青岛啤酒销量结构.....	17
图 37: 中高档产品销量占比约 23%.....	17
图 38: 青岛啤酒与百威亚太吨价与毛利率, 2020 年.....	17
图 39: 2013 年以来我国规上啤酒企业数量持续下降.....	17
图 40: 公司关闭低效工厂带来产能利用率提升.....	20
图 41: 公司关闭低效工厂带来固定资产折旧占比下降.....	20
图 42: 公司员工数量逐年递减.....	20
图 43: 公司生产人员人均产量提升.....	20
图 44: 青啤近年来销售费用率下降、毛销差上升.....	20
图 45: 青啤经销商数量减少.....	20
表 1: 啤酒高端化空间测算.....	10
表 2: 青岛啤酒代表产品.....	11
表 3: 青岛啤酒股权激励计划各年度业绩考核目标.....	16
表 4: 简化模型下, 不考虑产品提价, 仅产品结构升级可带动均价提升 1.4%-3.0%.....	18
表 5: 2017-2018 年啤酒公司提价情况.....	18
表 6: 2021 年啤酒公司提价情况.....	19
表 7: 青岛啤酒收入预测.....	22
表 8: 青岛啤酒盈利预测.....	22
表 9: DCF 估值假设.....	23
表 10: FCFE 估值结果.....	23
表 11: 可比公司估值.....	23

前言

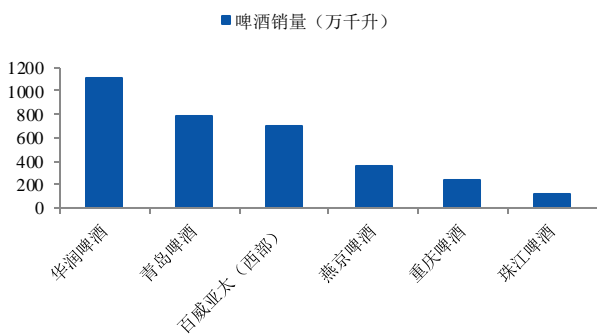
我们观察到近年来啤酒行业发生了产品结构升级、行业价格战趋缓的新变化，青岛啤酒作为行业龙头之一，2017年开始盈利能力逐步改善，ROE持续提升。本篇报告主要围绕以下几个问题分析当前青岛啤酒的投资价值：1) 啤酒行业高端化的原因以及未来继续成长的空间；2) 青岛啤酒在新发展机遇期的竞争力如何；3) 青岛啤酒未来的增长的主要驱动力；4) 如何理解青岛啤酒的估值。

我们判断，啤酒行业高端化的空间仍然可观，青岛啤酒将继续受益于高端化浪潮，主要通过产品结构升级、经营效率提升实现利润弹性的释放。考虑到1) 公司未来通过产品结构升级以及提升经营效率实现盈利改善的空间仍大；2) 啤酒行业头部玩家已基本确定，高端化浪潮下青岛啤酒盈利能力继续提升的确定性高，我们通过DCF估值给出当前青岛啤酒股票内在价值约117元/股。近期在疫情、通胀等担忧情绪扰动下，公司股价明显回落，我们认为公司成长的中长期逻辑清晰且坚挺，当前估值具备吸引力，维持“推荐”评级。

1 百年青啤几经浮沉，近年业绩渐佳

青岛啤酒前身为国营青岛啤酒厂，始建于1903年，是中国历史最为悠久的啤酒生产厂之一。青啤曾长时间占据啤酒行业龙头地位，1996年被燕京啤酒超越，此后公司提出“做大做强”战略，在全国范围内大量兼并收购地方啤酒厂，率先实现全国化布局，于2001年重回行业第一。21世纪初期华润啤酒、燕京啤酒等大型啤企同样大力进行并购，2005年华润啤酒销量位居全国第一，啤酒龙头宝座再次易主。当前青岛啤酒依然是最强国产啤酒品牌之一，2020年在中国市场销量排名行业第二，以销售额计的市占率同样排名行业第二。

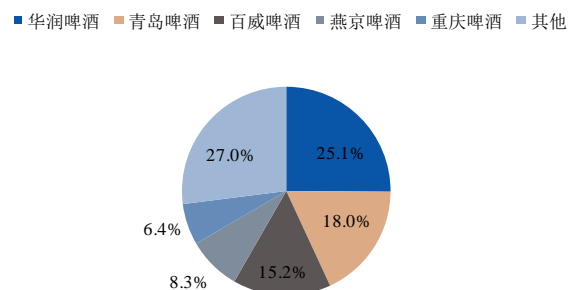
图 1：2020 年中国市场青岛啤酒销量排名第二



资料来源：公司公告，财信证券

注：百威亚太经营区域分为两部分，西部主要包括中国、印度及越南，东部主要为韩国、日本及新西兰

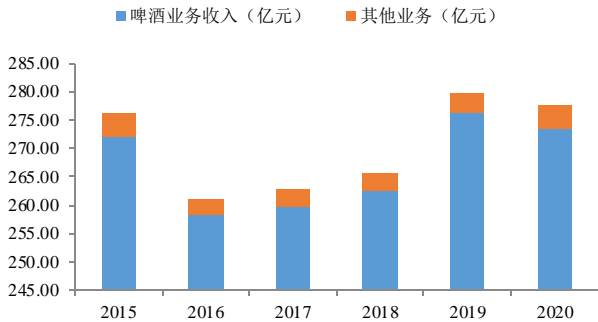
图 2：2020 年啤酒行业市占率分布 (按销售额)



资料来源：Euromonitor，财信证券

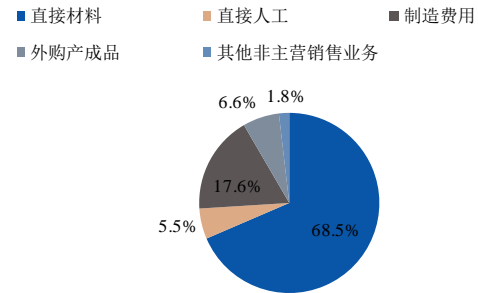
青岛啤酒主要从事啤酒制造与销售，啤酒业务收入占总营收的比重在 98% 以上。公司上游为原辅料供应商，为啤酒生产提供原辅料。公司生产啤酒的主要原材料为大麦、大米、啤酒花、水等，主要辅助材料为玻璃、铝材、纸箱等。从成本结构来看，直接材料成本占比最大（约占 68.5%，其中包材约占 50%），其次为制造费用（约占 17.6%）。公司产品销售主要通过经销商和专业平台以深度分销模式实现。

图 3：核心业务啤酒业务为青岛啤酒贡献绝大部分营收



资料来源：公司公告，财信证券

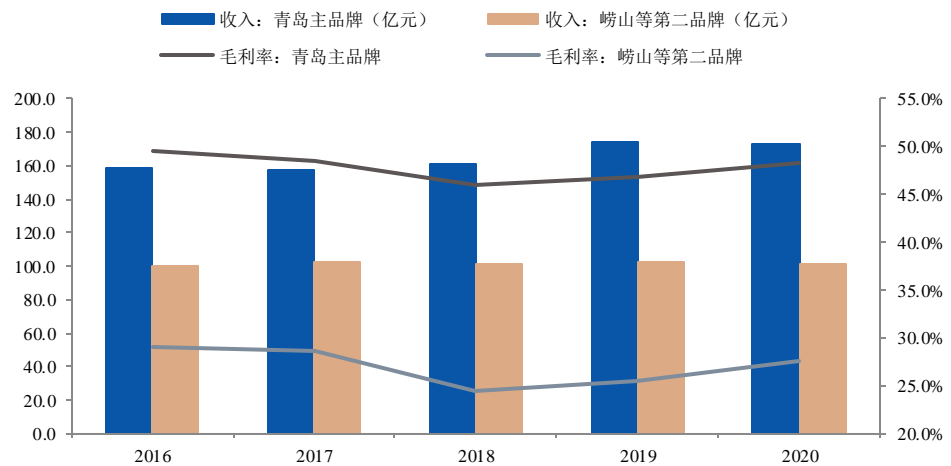
图 4：青岛啤酒成本结构



资料来源：公司公告，财信证券

公司近十年来积极推行品牌聚焦，当前实施“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”品牌战略。青岛主品牌定位中高端，主要产品零售价在 5 元/500ml 以上，2020 年销量占比 49.6%，贡献 63.1% 的啤酒业务收入，毛利率为 48.3%。崂山啤酒等第二品牌的定位低于青岛啤酒，产品零售价主要集中在 2-4 元，2020 年销量占比 50.4%，由于吨价相对较低，营收贡献为 36.9%，毛利率为 27.5%。

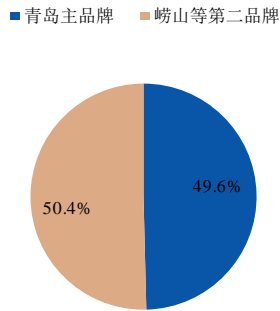
图 5：青岛啤酒分品牌收入与毛利率



资料来源：公司公告，财信证券

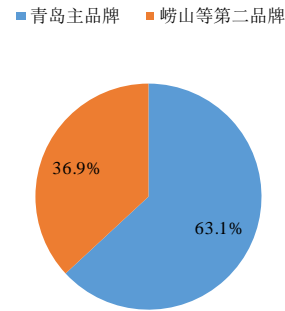
注：2018 年开始执行新收入准则，将原计入销售费用的市场促销投入抵减营业收入，对收入与毛利率造成影响

图 6：啤酒产品销量结构，2020 年



资料来源：公司公告，财信证券

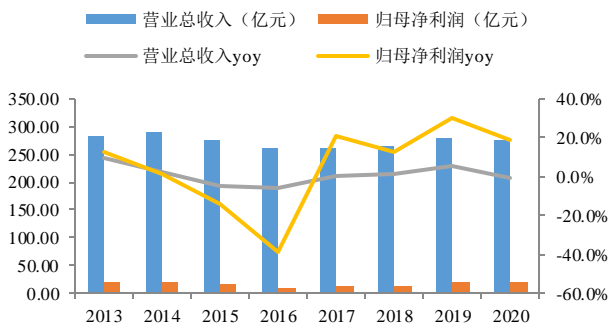
图 7：啤酒业务收入结构，2020 年



资料来源：公司公告，财信证券

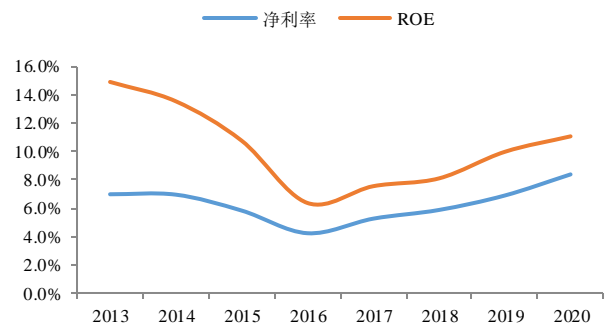
随着啤酒产销量在 2013 年达到顶点，2014-2016 年啤酒产量继续缩减，行业景气度下滑；同时行业内低价抢份额的竞争加剧，青啤在多数市场受到了百威等其他头部啤企的强势挤压，公司收入下滑而费用率提升，导致利润显著下降。2017 年以来，行业竞争格局逐渐优化，竞争策略由低价抢份额转为产品升级提盈利，青啤在经营战略上的调整取得成效，随后净利率逐步走高，带动 ROE 开始上行。

图 8：青岛啤酒营收与归母净利润变化情况



资料来源：公司公告，财信证券

图 9：2017 年以来公司净利率与 ROE 逐步走升



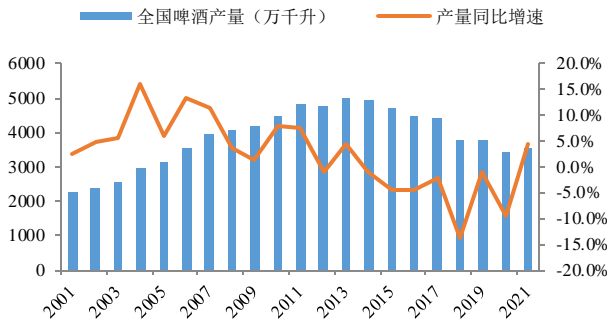
资料来源：公司公告，财信证券

2 啤酒行业增长动能切换为价升，高端化路途仍远

2.1 现状：产销量拐点已至，吨均价提升驱动行业增长

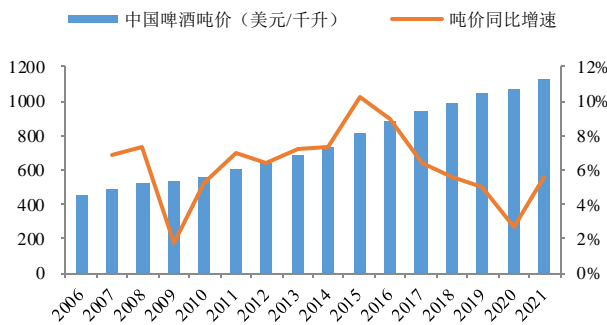
21 世纪以来我国规模以上啤酒企业产量快速增长，从 2001 年 2289 万千升增长至 2013 年 4983 万千升，产量 CAGR 为 6.7%。彼时啤酒行业量价齐升，2007-2013 年啤酒销量 CAGR 为 4.59%，销售吨价 CAGR 为 5.79%。2013 年后，我国啤酒产销量均见顶回落，或与人口红利逐渐消退、人均饮酒量趋于饱和有关，但啤酒销售均价加速增长，2013-2019 年啤酒销量 CAGR 为 -1.6%，销售吨价 CAGR 为 7.2%，行业增长驱动力已由量增转变为价升。

图 10：全国啤酒产量 2013 年见顶回落



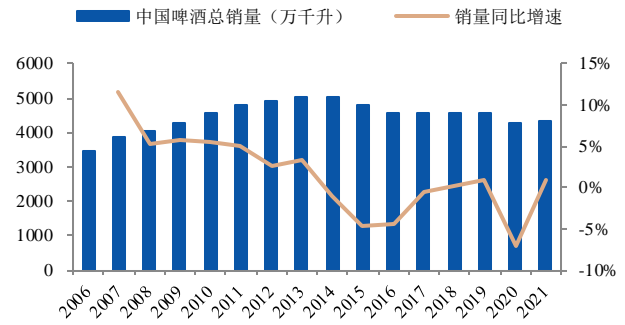
资料来源：国家统计局，中国酒业协会，财信证券

图 12：啤酒销售均价持续抬升



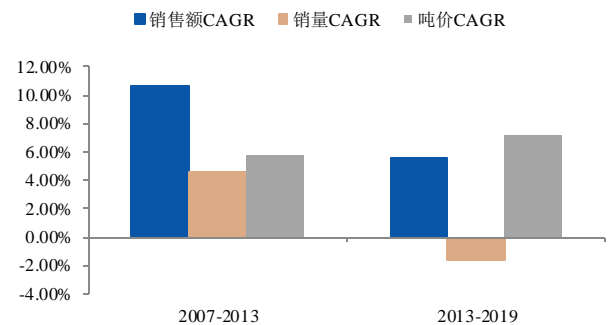
资料来源：Euromonitor，财信证券

图 11：中国啤酒总销量 2013 年见顶回落



资料来源：Euromonitor，财信证券

图 13：啤酒行业增长驱动力发生转变



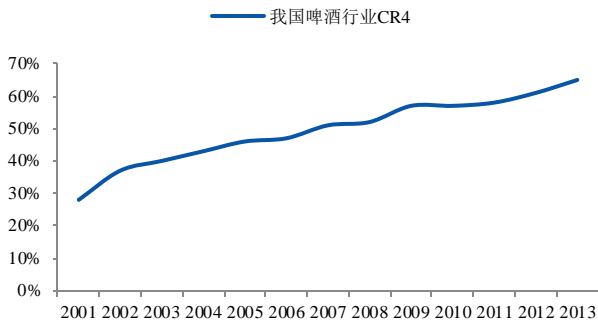
资料来源：Euromonitor，财信证券

2018 年以来啤酒销售吨价的快速提升主因头部啤企带领行业朝高端化方向加速迈进，售价更高、品质更好的高端及超高端啤酒产品种类明显增多，且在啤企聚焦资源投入的推动下，高端与超高端产品获得了快于行业整体的增长，出现了纯生品类、乌苏啤酒、青岛白啤等具有代表性的大单品，主力啤酒产品所处价格带逐渐从过去的 2-5 元/500ml 提升至 6-8 元/500ml。我们认为，啤酒行业高端化有其必然性，当前行业正处在高端化推动的新一轮发展机遇期。

2.2 原因：供给与需求双边驱动行业向高端化行进

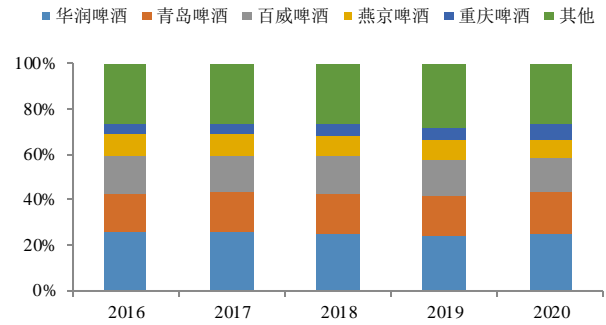
供给端：存量博弈导致啤企利润承压，啤企亟需找到新的增长突破点，高端啤酒的供应能力已显著增强。一方面，经过长时间的额并购整合，当前行业已经形成了五大龙头割据的竞争格局，CR5 已在 70% 以上。五大品牌在整合过程中分别形成了自己的强势区域，全国绝大多数省份均有市占率在 40% 以上的优势啤酒品牌，区域龙头在当地的渠道基础扎实、品牌认知度高，叠加行业量增放缓并进入存量竞争时代，此前啤酒企业利用低价抢占份额的策略逐渐失效，而激烈的价格战导致盈利能力低下，啤酒企业亟需找到新的增长突破点。另一方面，过去国内啤酒产品以生产成本较低、口味较淡的拉格啤酒为主，产品同质化程度高，与口感、品质更优的进口啤酒有一定差距。随着国内啤酒生产工艺持续进步，产品研发创新取得成效，高端产品线逐渐丰富，为啤企在高端啤酒市场上差异化竞争提供支撑。

图 14：2013 年以前头部啤企加速集中市场份额



资料来源：Wind，财信证券

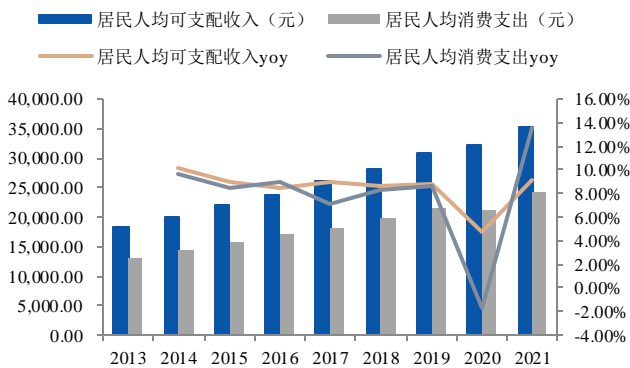
图 15：近年来头部啤企市占率变化较小



资料来源：Euromonitor，财信证券

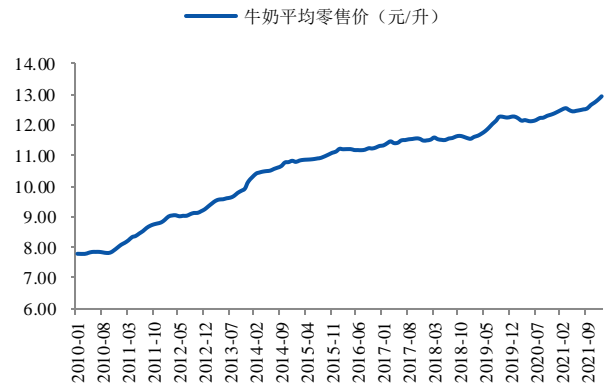
需求端：消费需求品质化、品牌化，消费能力持续提升，消费升级趋势明显。供给短缺时代，消费者的消费选择更多取决于商品的可达性，消费以满足基础的物质需求为主；随着供给逐渐丰富，以及居民收入水平、消费能力的持续提升，消费者开始主动找寻高品质的产品并愿意为其支付溢价，以满足品质化、品牌化的消费需求。消费升级已在多数食品饮料行业中充分体现，以常见的大众食品牛奶为例，蒙牛特仑苏、伊利金典为代表高端白奶2015年前后开始加速增长，高端白奶占比提升，牛奶零售价显著上行，反映了消费者对高品质食品饮料产品的追求以及对高端产品较好的消费能力。此外，随年轻消费群体逐渐成为消费主力，啤酒消费出现了个性化、多元化的特征，为精酿啤酒等单价更高的啤酒品类的流行奠定了需求侧基础。

图 16：居民人均可支配收入与消费支出保持较快增长



资料来源：iFinD，财信证券

图 17：乳制品消费升级明显，牛奶平均零售价持续上行

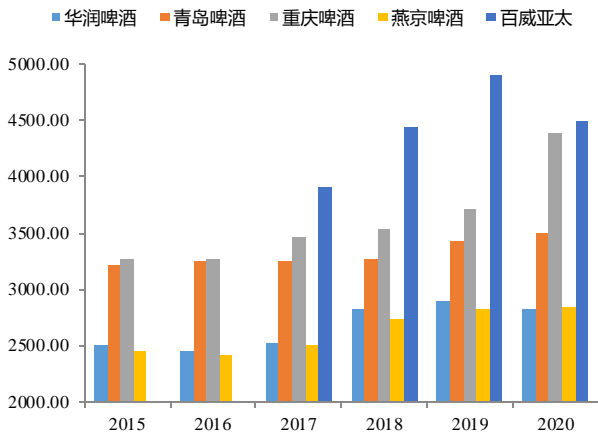


资料来源：iFinD，财信证券

2.3 展望：高端化空间仍足，未来 3-5 年将继续演绎

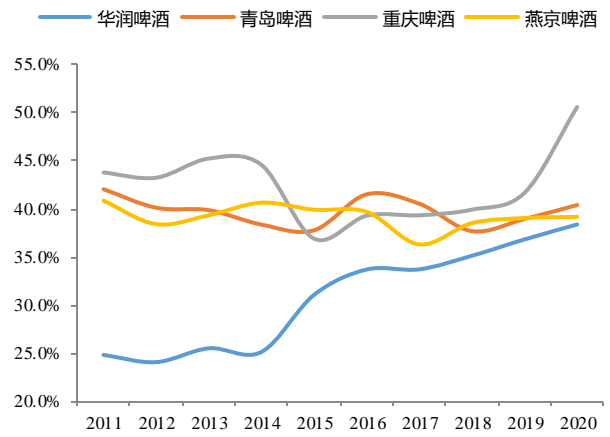
在供给端与需求端的双重支撑下，啤酒行业在 2017 年前后拉开高端化发展的序幕。受益于产品结构升级与直接提价，头部啤酒企业出厂端均价提升，毛利率进入上升通道，此前长时间低价竞争导致盈利能力低下的困境逐步破除，龙头啤企的盈利能力迎来修复。

图 18: 啤酒出厂均价 2017 年以来加速上行 (元/千升)



资料来源: 公司公告, 财信证券

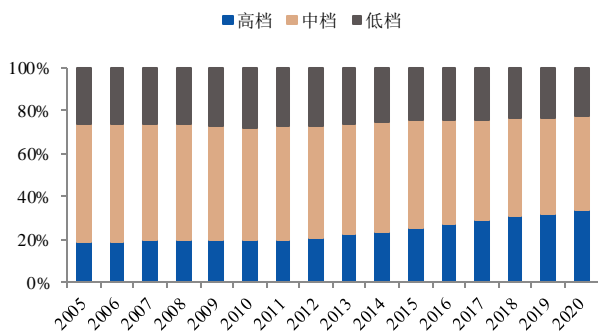
图 19: 啤酒行业高端化推动毛利率修复上行



资料来源: 公司公告, 财信证券

当前高端化发展路径已成行业共识, 头部啤企均在加码布局高端啤酒市场, 我们认为啤酒行业高端化进程远未结束, 至少仍将延续 3-5 年。(1) 从高端产品销售占比来看, 我国高档产品销量占比约 11%, 距离美国高档产品销量占比约 34% 仍有较大差距; (2) 从产品吨价来看, 2020 年青啤/燕京/华润的出厂均价分别为 3496/2851/2833 元/千升, 距离以高端产品为主的百威亚太 4495 元/千升水平仍有较大差距 (2019 年均价为 4901 元/千升, 2020 年百威亚太受疫情影响较大而均价下滑), 其中重啤受益于嘉士伯啤酒资产的全面注入, 2020 年吨价快速抬升, 接近百威亚太均价, 但较疫情前百威亚太的啤酒均价仍有一定差距。市场份额排名前两位的华润与青啤当前均价水平不及 2017 年百威亚太均价水平, 表明当前市场上仍有大量产品存在高端化的空间, 啤酒行业高端化路途仍远, 预计未来 3-5 年行业维持高端化加速的发展态势。

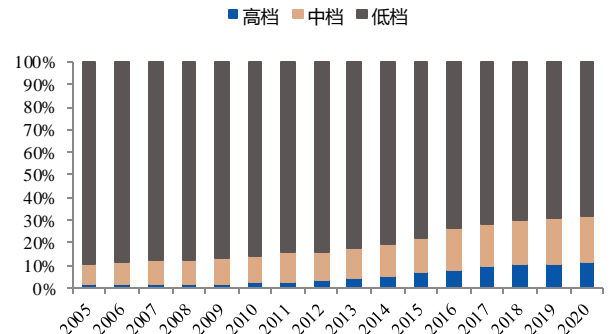
图 20: 美国啤酒销量占比



资料来源: Euromonitor, 财信证券

注: 按零售价分档, 高档 (2.44 美元/升以上), 中档 (1.48-2.43 美元/升) 和低档 (1.48 美元/升以下)

图 21: 中国啤酒销量占比



资料来源: Euromonitor, 财信证券

注: 按零售价分档, 高档 (14 元/升以上), 中档 (7-14 元/升) 和低档 (7 元/升以下)

2.4 空间测算: 预计结构升级推动行业规模 2025 年扩至约 2100 亿

结合国家统计局数据以及草根调研, 我们估测 2020 年啤酒行业高档 (8 元以上) / 中档 (5-8 元) / 低档 (5 元以下) 产品销量占比分别为 10%/20%/70%, 对应行业规模约

1500 亿元（出厂口径）。我们认为，未来 3-5 年，消费升级与啤企产品创新、大力推广高端产品的共同作用下，高端与超高端产品将有较快增长，在总销量中的占比提升；但考虑到当前阶段 8 元以上高端与超高端啤酒的消费人群仍较为有限，销量占比提升速度不会过快，预计低端产品消费转移至中端产品消费是更为显著的销量结构变化。此外，高档产品对应消费群体的支付能力较强，高档价格带内部的产品结构升级与直接提价带来的吨价提升不容忽视。中性假设下，2025 年高档/中档/低档产品销量占比变为 18%/35%/47%，且档次内部吨价相应有所提升，估算行业规模可达接近 2100 亿元，较 2020 年增幅超 41%，期间 CAGR 约 7.1%。

表 1：啤酒高端化空间测算

	2020	2025E		
		谨慎	中性	乐观
总销量（万千升）	4269	4350	4350	4350
销量结构				
高档（8 元+）	10%	15%	18%	20%
中档（5-8 元）	20%	35%	35%	35%
低档（<5 元）	70%	50%	47%	45%
吨价（元/千升，出厂口径）				
高档（8 元+）	7531	7735	7938	7938
中档（5-8 元）	5310	5752	5973	6195
低档（<5 元）	2379	2549	2761	2973
平均	3480	4448	4817	5094
收入规模（亿元，出厂口径）				
高档（8 元+）	321	505	622	691
中档（5-8 元）	453	876	909	943
低档（<5 元）	711	554	564	582
合计	1486	1935	2096	2216
收入规模 CAGR		5.4%	7.1%	8.3%

资料来源：国家统计局，财信证券测算

3 青岛啤酒具备突围高端化竞赛的实力

产品创新与品质升级是入围高端赛场的基础条件，品牌力与渠道力强的企业才能领跑行业。进入高端化发展新时期，啤企面临的核心问题之一是如何让更多消费者接受附加值更高的啤酒产品从而实现产品结构升级。将消费者为啤酒产品支付的价格主要拆分为实物价值+品牌溢价两部分来看，啤企提升产品力是高端化竞赛的最基础的工作，可表现在用料精选、酿造工艺升级、口感改善及包装换新等方面，这对主流啤企而言均不难实现，而品牌力的打造以及渠道网络的建设与管理将是啤企间拉开差距的重要力量。青岛啤酒在产品、品牌、渠道上已有较深厚积累，近年来内部治理亦有进一步改善，我们认为青岛啤酒具备突围高端化竞赛的实力，并在以创新为代表的企业基因指导下，有望不断实现自我优化，继续引领行业高质量发展。

3.1 产品力：高端产品储备丰富，研发创新能力出众

高端产品体系丰富，产品品质优良、包装设计出众，产品力突出。青岛啤酒已形成了包含百年之旅、琥珀拉格、奥古特、鸿运当头、桶装原浆啤酒、皮尔森、IPA 精酿在内的高端产品矩阵，具有不同的产品特色，可满足多元化、个性化的啤酒消费需求。公司着力在产品用料、工艺、口感与包装等方面不断改善创新，为消费者提供更优质的啤酒产品，如奥古特采用德国的配方，工艺上有别于普通美式淡拉格，选材与酿造条件严苛，拥有较高的酒精度（4.2 以上）和麦芽汁浓度（12 以上），具备比普通工业拉格啤酒更厚重的口感，高品质及口感差异化支撑其产品力的提升；青岛白啤定调斟致生活，酿造工艺上传承欧洲古法，白啤的包装设计紧贴产品格调，插画展现两位古希腊神话的女神，字体与配色匹配典雅风格，极大提升了品牌的高级感，产品获得德国红点设计奖和世界啤酒锦标赛大奖。

表 2：青岛啤酒代表产品

产品定位	产品	价格	规格	麦芽度
高档（8元以上）	青岛原浆	119	1000ml	13
	琥珀拉格	30	380ml	13.8
	逸品纯生	12.4	218ml	9
	IPA 精酿	18	330ml	14
	鸿运当头	12.1	355ml	11
	青岛黑啤	10.8	330ml	12
	皮尔森	13.2	450ml	10.5
	奥古特	11.8	500ml	12
中档（5-8元）	全麦白啤	11.6	500ml	11
	青岛纯生	7.9	500ml	8
	经典 1903	8	500ml	10
低档（5元以下）	青岛经典	6.5	500ml	11
	崂山清爽 8 度	2.3	330ml	8
	银麦经典	4.5	330ml	8

资料来源：京东商城，天猫超市，财信证券

图 22：高端产品奥古特是工业拉格顶级品质的代表

- 1 珍贵酵母
德国纯种酵母
- 2 甄选原料
二棱大麦 萨兹酒花
- 3 精湛工艺
两罐法 长时酿造



资料来源：公司官网，财信证券

图 23：高端产品青岛白啤具有出众的包装设计



资料来源：公司官网，财信证券

基础研究能力领先，高度重视产品研发与创新，为持续提升产品力奠定基础。公司高度重视产品研发与创新，拥有啤酒行业内唯一的国家级重点实验室（“啤酒生物发酵工程”国家重点实验室），拥有高水平的研发团队，形成了多项自主知识产权的核心技术，在国内啤酒市场持续位于技术领先地位。出众的研发能力有助于公司持续开发出更高品质、更佳口感的啤酒品类，充分适应消费升级趋势下啤酒消费需求的变化。2014年青岛啤酒成立一个“蓝军组织”——创新营销事业总部，创新事业部对新兴的消费需求进行洞察和挖掘，开发出炫奇果啤、枣味黑啤、原浆桶啤、IPA精酿等一系列具有鲜明特色、符合市场需求的新产品，切入啤酒行业的细分市场，满足不同消费者的差异化需求。

3.2 品牌力：品牌历史积淀深厚，创新引领品牌塑造

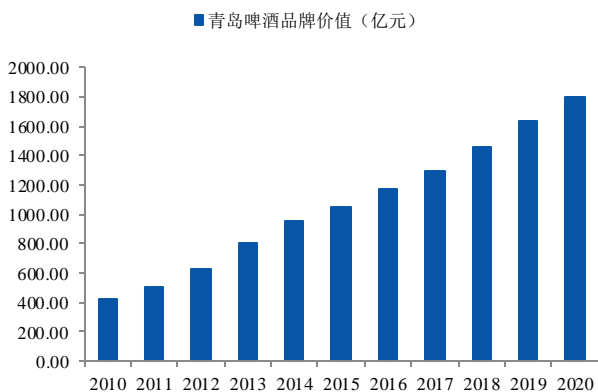
品牌历史积淀深厚，品牌文化持续传播。青岛啤酒是为中国历史最悠久的啤酒生产企业，酿酒历史可追溯至1903年。对产品品质与食品安全的坚守为青岛啤酒赢得了诸多奖项，品牌价值随时间沉淀而不断增厚、品牌美誉度持续提升。公司相继推出子品牌经典1903、1903复古国潮灌、超高端子品牌百年之旅，在产品取名、包装、宣传上不断向消费者传达青啤对百年酿造工艺的传承、对高品质的追求之文化内涵。根据World Brand Lab发布的2020年品牌价值榜单，青岛啤酒连续17年位列啤酒行业首位，在食品饮料行业中位列第三，仅次于茅台和五粮液，充分体现消费者对于青岛啤酒品牌的认可。

图 24：青岛啤酒部分获奖记录

时间	奖项
1906年	获德国慕尼黑国际博览会金牌奖
1963年	获全国评酒金质奖
1980年	获国家质量金质奖证书、奖牌
1981-1987年	三获美国国际啤酒评比会冠军
1988年	获中国食品博览会金奖
1991年	获比利时布鲁塞尔国际评酒会金奖
1993年	获新加坡国际饮品博览会最高荣誉金奖
1997年	获第23届国际金星奖——“杰出公司形象和质量国际金奖”
2002年	获全国质量管理奖
2018年	获“欧洲啤酒之星”大奖、中国酒业协会新品类啤酒“青酌奖”
2018-2019年	两获“世界啤酒锦标赛”金奖

资料来源：公司公告，公司官网，财信证券

图 26：青岛啤酒品牌价值持续提升



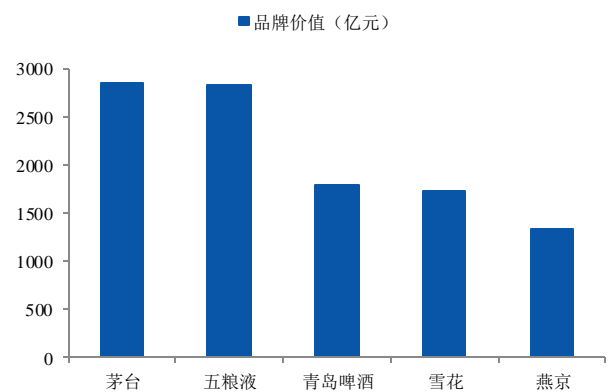
资料来源：公司公告，World Brand Lab，财信证券

图 25：青岛啤酒巧妙利用产品推新传播品牌文化



资料来源：公司官网，财信证券

图 27：青岛啤酒品牌价值位列啤酒行业第一



资料来源：World Brand Lab，财信证券

创新引领品牌塑造，营销方式多样化、年轻化、时尚化，增强品牌宣传效果。黄克兴董事长基于对消费需求的敏锐洞察，提出了“四位一体”的品牌推广模式，即品牌传播、消费者体验、产品销售、粉丝互动相结合，营销模式的创新帮助青岛品牌在不断变化的消费趋势下保持强劲的生命力。(1) 体育营销：大型体育赛事的全民关注度高，是消费品企业进行品牌传播的良机。青岛啤酒成为北京奥运会、CBA 联赛、亚冠、北京冬奥会/冬残奥会的官方赞助商/合作伙伴，并在世界杯足球赛期间举行针对性的营销活动，积极传递“激情成就梦想”的品牌口号，将体育的激情与啤酒的激情完美结合，帮助品牌高效宣传推广，并提升品牌的全球影响力，且对中国代表队/团的强力支持也为品牌赢得了消费者好感度与忠诚度的提升。(2) 音乐营销：青岛啤酒在全国范围内发起因“乐”而生主题活动，携手尖叫之夜演唱会、草莓音乐节、ISY 音乐节、大学生音乐节等系列活动进行品牌营销，扩大了在年轻消费群体中的影响力，并给青岛品牌带来更大的活力。(3) 其他营销方式还包括主办青岛国际啤酒节、海上啤酒节、空中啤酒节、高铁啤酒节等主题营销活动，与多个 IP 联名，邀请流量明星为品牌代言等等，多维度发力进行品牌塑造。

营销活动易于复刻，其背后对于消费心理的精确把握却难以模仿，是青啤品牌力维持强势的重要原因。青啤近年来的营销动作趋于年轻化、个性化、潮流化，主要是洞察到年轻消费群体的崛起，以及个性化消费需求的爆发。除了体育营销、音乐营销之外，2019 年青啤化身“百年国潮”，跨界携手潮牌 NPC 登陆纽约时装周中国日，以现代时尚的方式完成了一次品牌文化的高效传播。青啤作为百年品牌，仍能紧跟潮流，将悠久的历史品牌文化与流行元素相结合，避免了品牌老化的问题，进一步扩大品牌的影响范围。目前来看，青岛啤酒品牌依然保持着较强的生命力。

图 28：青啤跨界携手潮牌 NPC 登陆纽约时装周，传播“百年国潮”品牌文化内涵



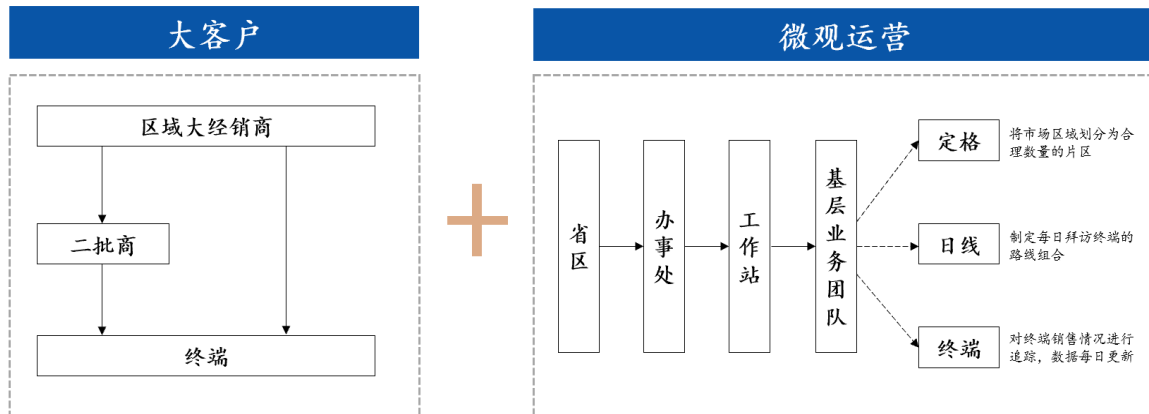
资料来源：公司官网，新华网，酒业家，财信证券

3.3 渠道力：强化市场管控，构建立体渠道

“大客户+微观运营”模式提升经营效率，强化区域市场组织、开发与管控能力。公司在多年发展历程中探索出“大客户+微观运营”渠道模式：大客户制旨在充分借助优质大客户的资源与经验进行区域市场的开拓，尤其在自身品牌市占率低的非成熟市场，借助经销商经营杠杆的优势凸显；微观运营是指践行深度分销的营销打法，将市场区域

细分为若干个经营单元，要求一线业务人员按照设置好的拜访路线进行销售终端无遗漏拜访，显著提高了公司对区域市场的组织、开发与管控能力。

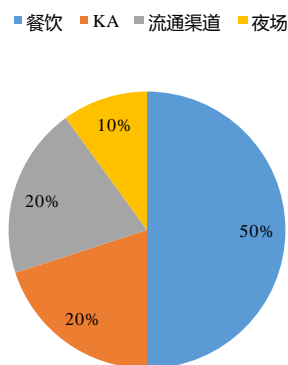
图 29：青岛啤酒“大客户+微观运营”模式示意图



资料来源：公司公告，财信证券

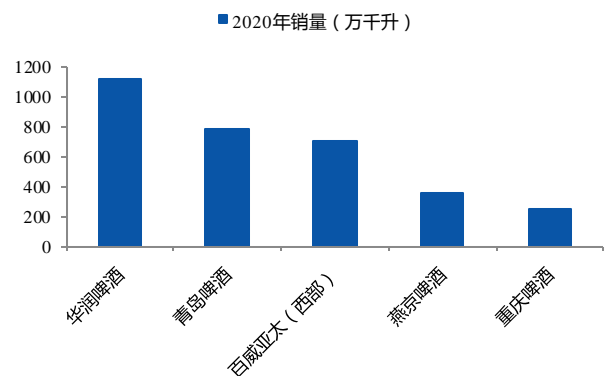
构建立体化渠道网络，顺应消费趋势，巩固渠道优势，增强渠道韧性。渠道的广泛铺设以及渠道较为合理可观的利润空间为青啤在行业竞争中赋能，使其成为国内销量第二大的啤酒企业，仅次于华润啤酒。(1) 公司建立起了完备的线下渠道网络，广泛覆盖餐饮、夜场、KA 卖场、便利店、社区店等终端。近年来，公司顺应高端化浪潮，加大对高端餐饮、夜场、轻吧等渠道的开拓力度；(2) 在电商等线上渠道快速兴起的时代，公司快速反映积极应对，率先构建起“官方旗舰店+官方商城+网上零售商+分销专营店”的立体化线上渠道网络；(3) 积极与第三方平台展开合作，推进社区大酬宾、B2B、社区团购等业务，还在 2020 年疫情特殊时期创新推出“无接触配送”服务；(4) 基于对啤酒消费场景化趋势的洞察，公司开设了 200 多家 TSINGTAO1903 青岛啤酒吧，为消费者提供沉浸式的高端啤酒消费场景，青岛啤酒吧成为公司高端化的重要载体，也起到了为青岛品牌培育消费群体的作用。青啤不断推进渠道的立体化、多元化，使得渠道结构与渠道模式始终顺应消费趋势，增强渠道韧性，保持了自身的渠道优势。

图 30：青岛啤酒线下渠道结构



资料来源：公司公告，财信证券

图 31：青岛啤酒销量仅次于华润啤酒

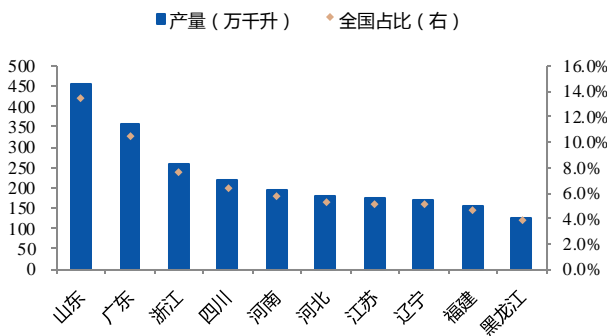


资料来源：公司公告，财信证券

注：百威亚太经营区域分为两部分，西部主要包括中国、印度及越南，东部主要为韩国、日本及新西兰

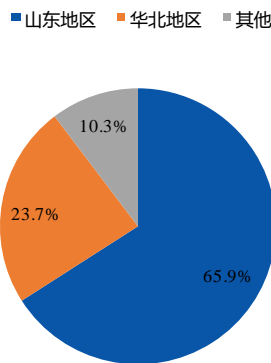
青啤在核心基地市场山东地区的优势突出，应对华润啤酒的进攻及时调整渠道策略，继续巩固市场优势。在多轮并购整合以及存量博弈后，啤酒行业形成了区域割据态势，华润/青啤/百威/燕京/重啤五大巨头各有市占率在 40% 以上的优势市场。青啤的优势市场为山东、陕西、山西、河北等地。其中山东是青啤的核心基地市场，山东省的啤酒消费文化浓厚，啤酒产销量持续居于全国首位，青啤在山东省市占率 70-75%。2020 年公司在山东地区实现销售收入 180.26 亿元，占总体营收的比例为 66%，山东地区净利润贡献比例约 55%，彰显了山东地区对于青啤的重要战略意义。近年来，华润啤酒加大力度对山东地区进行渗透和份额抢夺，2021 年润啤市占率提升至 15-20%。在华润啤酒进攻下，2021 年公司在山东地区销量出现下滑，公司高度重视山东市场，致力于解决存在的问题，及时对团队、战略做出调整，梳理价格体系，优化经销商网络，强化渠道运营。公司的战略调整取得了较好成效，从 2022 年前两个月的销售情况来看，山东地区动销良好，销量恢复正增长。

图 32：2020 年全国啤酒产量排名前十省份，山东居首



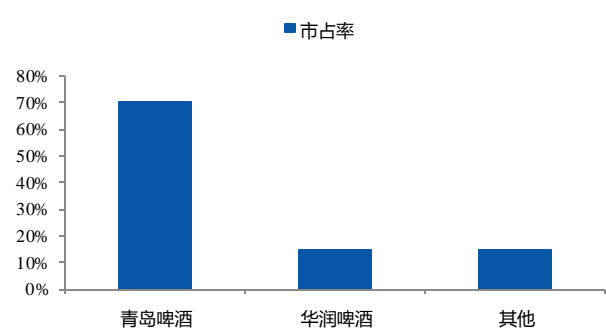
资料来源：国家统计局，iFinD，财信证券

图 34：青岛啤酒分地区收入构成，2020 年



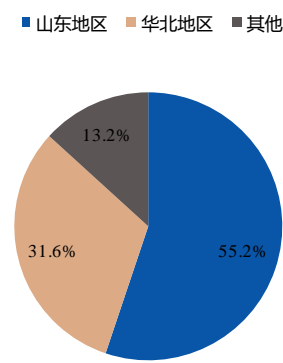
资料来源：公司公告，财信证券

图 33：山东地区竞争格局：青啤占据绝对优势



资料来源：酒业家，啤酒板，财信证券估算

图 35：青岛啤酒分地区净利润构成，2020 年



资料来源：公司公告，财信证券

聚焦黄河流域，出击东北市场，渠道能力得到检验。青啤聚焦资源投入，依托山东基地市场的竞争优势，辐射带动周边的甘肃、陕西、河南、河北市场增长，力求把沿黄河市场连线发展。沿黄战略带的建设进展良好，公司在此区域的销量占比从 2015 年的接近 60% 提升到目前 70% 左右水平。此外，青啤在华润啤酒的优势市场东北地区发起反攻，2021 年以来黑吉辽市场青啤销量增幅可观，表明公司在非优势市场的渠道能力

在不断提升。由于资源聚焦后，沿黄战略带以及东北市场快速增长势头较强，青啤在东南、华南市场的下滑趋势并未影响到公司基本盘。

3.4 内部治理：激励机制改善，国企改革提速

首次股权激励计划落地，覆盖范围广、激励力度大，标志着激励机制改善，有利于充分激发内部活力。2020年3月，公司上市以来首次股权激励计划落地，6月公司向627名激励对象授予1320万股A股限制性股票，授予价格21.18元/股（对比授予日股价71.32元/股），激励对象包括8名公司高管以及619名其他公司核心管理人员、中层管理人员、核心骨干人员。此次激励计划覆盖范围广、激励力度大，开啤酒行业大范围激励之先例，有助于充分调动各层级员工的积极性，激发内部活力。此次股权激励计划对公司业绩设定了严格的条件：1) 2020/2021/2022年ROE分别不低于8.1%/8.3%/8.5%，且不低于同行业平均值或对标企业75分位值；2) 以2016-2018年净利润均值为基数，2020/2021/2022年净利润增长率分别不低于50%/70%/90%，对应2020/2021/2022年净利润分别不低于18.64/21.13/23.62亿元；3) 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；4) 当年度主营业务收入占营业收入的比重不低于90%。考虑到此次激励计划推出时点正处疫情特殊时期，企业经营面临一定的不确定性，业绩目标设置较为合理，锁定未来业绩增长下限。

表 3：青岛啤酒股权激励计划各年度业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期 -2020年	① 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。 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年主营业务收入占营业收入的比重不低于90%。
第二个解除限售期 -2021年	① 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。 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年主营业务收入占营业收入的比重不低于90%。
第三个解除限售期 -2022年	① 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。 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年主营业务收入占营业收入的比重不低于90%。

资料来源：公司公告，财信证券

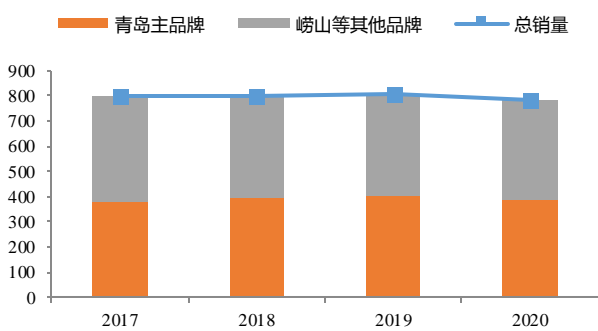
青岛啤酒将加快国企改革步伐，进一步增强企业运营管理能力。2020年底，国务院国有企业改革领导小组办公室正式批复同意青岛、杭州、武汉、西安四地开展第二批区域性国资国企综合改革试验，青岛作为计划单列市走在国企改革行动的前列。据青岛日报2021年9月报道，青岛啤酒集团有限公司新增入选为“双百企业”加入到国务院国企改革办启动的国企改革专项工程“双百行动”。青岛市国资委要求“双百企业”推动落实综合性改革方案，要高标准、严要求完成各项改革任务，要对标世界一流企业。我们认为在外部政策推动以及内部利润诉求提升的共同作用下，青岛啤酒将加快国企改革步伐，进一步增强企业运营管理能力。

4 青岛啤酒正处盈利上行周期

4.1 调结构：高档产品占比提升+直接提价

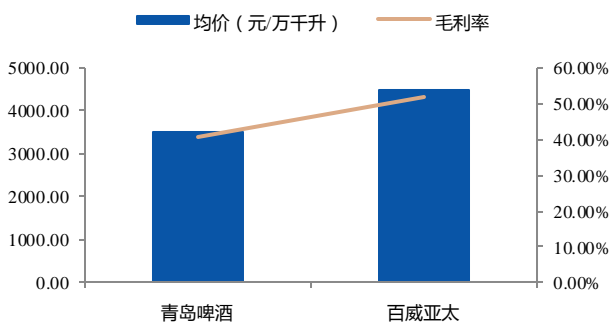
中高档产品销量占比约 23%，产品结构升级的潜力大。2020 年纯生及以上的中高档产品销量 179.2 万千升，占总销量的比重约 23%，中低档产品销量占比仍然较高。其中主品牌下超级大单品青岛经典销量接近 180 万吨，终端零售价集中在 5.5-6.5 元/听(500ml/听规格)，崂山等其他品牌下的低档产品体量接近 400 万吨，未来产品结构升级潜力仍大。2020 年公司啤酒产品出厂均价为 3496 元/千升，啤酒业务毛利率为 40.6%，而在高端啤酒市场具备先发优势的百威亚太出厂均价 4495 元/千升，毛利率高达 52.0%。在啤酒消费需求品质化、多元化、个性化趋势下，公司的吨价与毛利率有较大的提升空间。

图 36：青岛啤酒销量结构



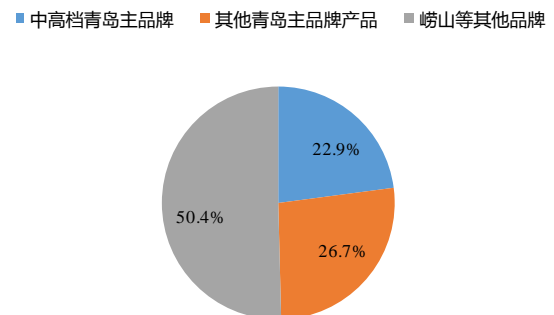
资料来源：公司公告，财信证券

图 38：青岛啤酒与百威亚太吨价与毛利率，2020 年



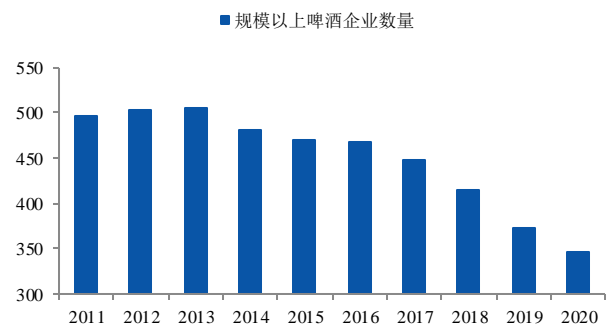
资料来源：公司公告，财信证券

图 37：中高档产品销量占比约 23%



资料来源：公司公告，财信证券

图 39：2013 年以来我国规上啤酒企业数量持续下降



资料来源：国家统计局，财信证券

公司深入实施调结构、高端化战略，产品与渠道基础逐步夯实。公司也在着力推进实施高端化战略。产品方面，青啤已完成全档次的产品布局，高档价格带具备奥古特、逸品纯生、全麦白啤等初具势能的核心产品，已经较为成熟的大单品经典 1903、青岛纯生将在中档价格带承接中低档产品的消费升级需求。渠道方面，公司正在加大高端餐饮、夜场等娱乐渠道的渗透力度，为高端产品的放量奠定渠道基础；此外，公司已开始在部分优势地区切实推动调结构战略落地，要求经销商与终端加大纯生以上的中高端产品铺货、适当减少经典及以下产品的陈列。

青岛主品牌销量占比提高推升均价，增强盈利能力。我们先将公司产品结构简化为中高档青岛主品牌、其他青岛主品牌及崂山第二品牌三种，基于 2020 年年报披露数据，在不考虑提价的情况下，我们对未来三种产品销量占比变化幅度做出合理假设，测算得仅结构升级可推动吨价提升 1.4%-3%。实际上，中高档青岛主品牌内部亦有产品结构升级，如奥古特、白啤、精酿等超高端产品的销量增速大于纯生销量增速，按照类似的演算逻辑，即使不考虑各类产品的直接提价，中高档青岛主品牌的均价亦将上行，则实际均价提升幅度更大。

表 4：简化模型下，不考虑产品提价，仅产品结构升级可带动均价提升 1.4%-3.0%

		中高档青岛主品牌销量占比提升幅度					
		1.30%	1.60%	1.90%	2.20%	2.50%	2.80%
其他青岛主品牌销量占比提升幅度	0.90%	1.39%	1.67%	1.95%	2.23%	2.50%	2.78%
	1.20%	1.45%	1.73%	2.01%	2.29%	2.57%	2.84%
	1.50%	1.52%	1.79%	2.07%	2.35%	2.63%	2.91%
	1.80%	1.58%	1.86%	2.14%	2.41%	2.69%	2.97%
	2.10%	1.64%	1.92%	2.20%	2.48%	2.75%	3.03%

资料来源：公司公告，财信证券测算

在新的行业竞争环境中，啤酒企业提价由被动开始转为主动，啤企的常态化提价有望延续，加速均价提升。过去啤酒行业陷入低价战之中，啤酒企业直接提价较为被动，往往由成本上涨催化。2017 年底在新一轮成本压力下，燕京啤酒率先提价，青岛啤酒等其他龙头相继提价。与此前有所不同的是，2018 年以来，在行业增量空间无几的背景下，中小啤酒厂加速退出，主要啤企的战略导向逐渐由抢份额转变为要利润，此后啤企提价逐步常态化。青啤 2018 年以来在部分地区对崂山、经典系列产品进行提价，2021 年直接提价范围扩大至中高端产品及全国大多数地区，主要竞争对手华润啤酒、重庆啤酒等同样分区域、分产品逐步扩大直接提价范围，体现行业竞争关系有所改变。我们认为本轮提价动作更偏主动行为，随着提价的共赢效果显现，行业内企业也将进一步达成共识，避免恶性竞争，破除囚徒困境。同时考虑到消费者对单价较低的啤酒产品提价相对不敏感，啤企常态化、精细化的直接提价或将延续。

表 5：2017-2018 年啤酒公司提价情况

公司名称	提价时间	提价详情
燕京啤酒	2017 年 12 月	对旗下本生啤酒终端进货结算价格提高 3 元/箱，单瓶零售价上涨 1 元
燕京啤酒	2018 年 3 月	低端产品涨价 5% 左右
青岛啤酒	2018 年 1 月	对部分区域的部分产品进行价格上涨，平均涨价幅度不超过 5%
青岛啤酒	2018 年 5 月	优质啤酒全国提价，单款单箱全国提价 2 元
华润啤酒	2018 年 1 月	调整部分中低端产品价格，包括雪花纯生、勇闯天涯在内的 9 款产品进店价格上涨 2-10 元/件
重庆啤酒	2018 年 2 月	针对核心市场瓶装纯生和低端罐装出厂价提 5%

资料来源：公司公告，财信证券

表 6：2021 年啤酒公司提价情况

公司名称	提价时间	提价详情
青岛啤酒	2021 年 8 月	对山东地区纯生供货价提价 5%
青岛啤酒	2021 年 12 月底	对纯生等主力产品的出厂价、终端价提价 8-10%
华润啤酒	2021 年 9 月	勇闯天涯启用新包装，出厂箱价提升 10% 左右
重庆啤酒	2021 年 9 月	疆外大乌苏出厂箱价提升 6 元左右，幅度超过 10%； 小瓶乌苏酒液升级并提价
百威亚太	2021 年 4 月起	对百威等多个品牌提价，提价幅度 3%-10% 不等

资料来源：公司公告，财信证券

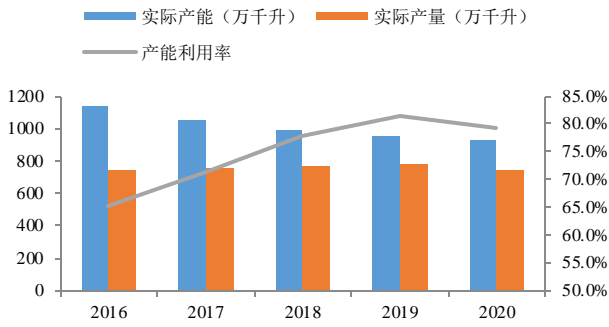
成本上涨短期承压，行业提价从容应对，毛利率仍在上行通道。成本端，2021 年原材料成本上行显著，青啤及行业内其他公司均进行提价，当前青啤提价传导基本顺畅，预计 2021 年吨成本同比上行中个位数，在提价以及产品结构升级共同作用下，利润端压力不大。我们认为本轮成本大幅上涨为短期扰动，未来随着全球通胀以及地缘政治冲突的缓和，公司主要原材料价格涨幅收窄甚至转而下行，公司中长期盈利能力仍主要看结构升级与直接提价。我们判断青啤毛利率仍在上行通道，有望在 2025 年达到 47.0%。

4.2 提效率：关厂减员+费用精准投放

啤酒行业开启产能优化进程。2013 年行业产销量达到顶点，此前各大啤企以规模为导向大举并购，随着行业走过产量拐点，过去激进的扩张策略积累下的大量落后产能，折旧摊销费用高企，开始挤压酒厂的利润空间。2015 年重庆啤酒率先进行产能优化，华润啤酒紧随其后开启关厂提效运动，青岛啤酒于 2018 年开始进行产能调整，计划五年内关闭十家工厂。

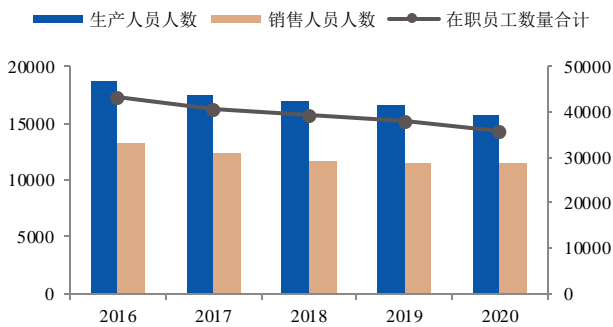
青啤积极化解过剩产能，关厂带来费用降低，运营效率提升。青啤积极推动产能优化，2018-2019 年共关停/整合 5 家工厂，2019 年产能利用率上升至 81.5%。虽然关厂导致当期计提资产减值损失与员工安置费用，此部分为一次性费用，但关厂带来固定资产折旧费用、员工数量减少，有助于提升企业经营效率，且影响偏长期，如近年来公司生产人员的人均产量逐步提升。2020 年因疫情影响公司暂缓关厂计划，考虑到公司在南方地区仍有部分效率偏低的小型啤酒厂，预计后续将继续进行推进落后产能的清理。设计产能在 30 万千升以下的中小型工厂平均每千升产能固定成本约 200 元，假设青啤未来 5 年内还将减少 5-7 家中小型工厂，平均每家工厂产能 30 万千升，2025 年公司设计产能降至 1140-1200 万千升合理水平，测算可节省固定成本 3-4.2 亿元。

图 40：公司关闭低效工厂带来产能利用率提升



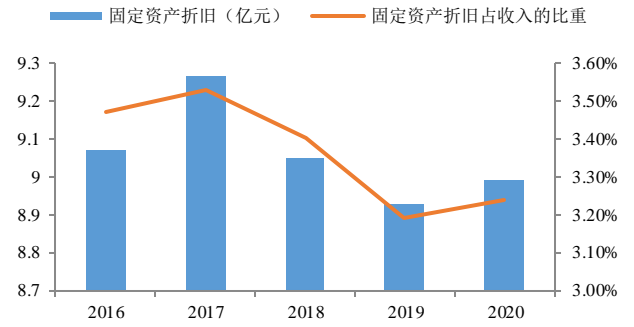
资料来源：公司公告，财信证券

图 42：公司员工数量逐年递减



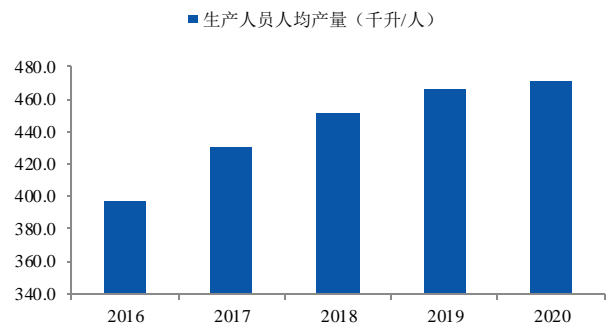
资料来源：公司公告，财信证券

图 41：公司关闭低效工厂带来固定资产折旧占比下降



资料来源：公司公告，财信证券

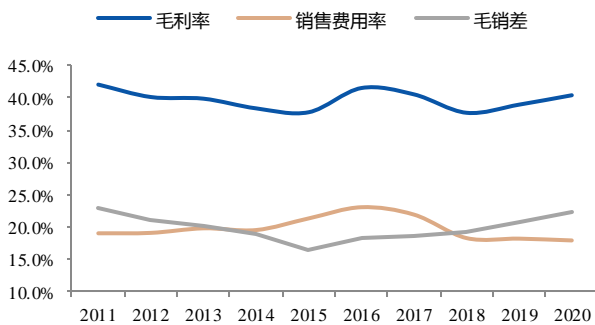
图 43：公司生产人员人均产量提升



资料来源：公司公告，财信证券

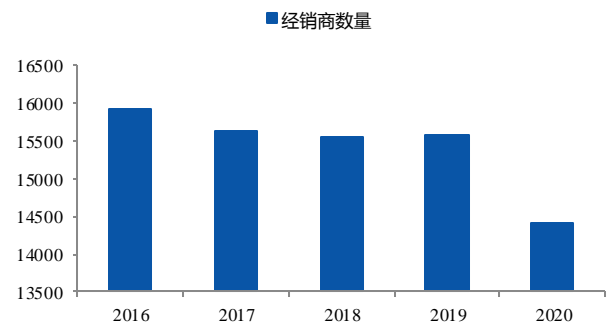
费用投放精细化，提升费投效率，强化盈利能力。 受益于行业竞争趋于理性化，大量投放费用进行终端买店的竞争动作逐渐减少，公司近年来销售费用率持续降低，剔除 2018 年会计准则变化的影响，2018 年以来公司毛销差持加速上升。根据公司高端化战略的要求，当前公司在费用投入上较之前更加精准有效。公司明显缩减对中低档产品的费用支持，费用投入向高端产品倾斜，如加大对纯生以上产品的渠道返利力度、针对开拓高端餐饮、夜场等娱乐渠道加大费用支持力度。此外，在对终端已有较强掌控力的基础上，近年来公司精简经销商数量，部分费用由公司直接投向终端门店，既有利于提升费用投放效率，也有利于公司进行价盘管控。

图 44：青啤近年来销售费用率下降、毛销差上升



资料来源：iFinD，财信证券

图 45：青啤经销商数量减少



资料来源：公司公告，财信证券

5 业绩弹性与确定性支撑估值，维持青岛啤酒“推荐”评级

5.1 盈利预测

基于上述分析，我们做出如下假设：

1. 销量：啤酒行业整体量增有限，预计公司未来销量整体增幅在小个位数，但其中结构变化较大，随高端化战略推进，以中高档产品为主的青岛主品牌销量维持中高个位数增长，崂山等其他品牌销量缩减。
2. 均价：在产品结构升级叠加适时直接提价策略下，预计 2021-2025 年均价 CAGR 在 6% 左右。
3. 收入：啤酒业务收入增长主要由价升驱动，预计收入保持中高个位数增速，其他业务收入占比小，总收入增速与啤酒业务收入增速基本保持一致。
4. 毛利率：随结构优化与效率提升，预计毛利率维持上升趋势。2022 年地缘政治冲突加剧全球通胀风险，公司成本端仍有一定压力，预计将通过提价对冲成本压力，2022 年毛利率升幅较小。预计 2023 年随成本压力的释放，毛利率加速提升。
5. 费用率：当前正处于高端化加速阶段，公司精细化费用投放战术下，预计销售费用率不会明显提升；同时关厂减员增效继续推进，预计整体费用率稳中略降。

基于上述假设，我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 298.1/327.2/353.2 亿元，同比 +7.4%/+9.8%/+7.9%；归母净利润分别为 31.5/32.1/42.1 亿元，同比 +43.0%/+2.2%/+31.1%；EPS 分别为 2.31/2.36/3.09 元/股。结构优化叠加效率提升带来利润弹性，预计 2021-2023 年归母净利润 CAGR 约 24.2%。

表 7：青岛啤酒收入预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
啤酒业务					
营业收入（亿元）	276.2	273.4	293.6	322.4	348.2
yoy	5.3%	-1.0%	7.4%	9.8%	8.0%
销量（万千升）	806	782	792	811	825
yoy	0.3%	-2.9%	1.3%	2.4%	1.7%
均价（元/千升）	3431	3496	3706	3974	4219
yoy	5.0%	1.9%	6.0%	7.2%	6.2%
毛利率（%）	38.9	40.6	41.4	42.7	44.6
其中：青岛主品牌					
营业收入（亿元）	173.8	172.5	195.9	226.7	255.0
yoy	7.8%	-0.7%	13.5%	15.7%	12.5%
销量（万千升）	405	388	418	452	482
yoy	3.6%	-4.2%	7.7%	8.2%	6.7%
均价（元/千升）	4291	4447	4687	5016	5289
yoy	4.1%	3.7%	5.4%	7.0%	5.4%
毛利率（%）	46.8	48.3	48.7	49.7	51.3
其中：其他品牌					
营业收入（亿元）	102.4	100.9	97.7	95.7	93.2
yoy	1.2%	-1.5%	-3.1%	-2.1%	-2.6%
销量（万千升）	400	394	374	359	343
yoy	-2.8%	-1.6%	-5.0%	-4.0%	-4.5%
均价（元/千升）	2557	2560	2611	2664	2717
yoy	4.1%	0.1%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率（%）	25.5	27.5	26.8	26.1	26.1
其他业务					
营业收入（亿元）	3.7	4.2	4.5	4.8	5.0
yoy	7.1%	15.4%	6.7%	6.7%	4.2%
毛利率（%）	40.5	27.8	30.0	35.0	40.0
合计					
营业收入（亿元）	279.8	277.6	298.1	327.2	353.2
yoy	5.3%	-0.8%	7.4%	9.8%	7.9%
毛利率（%）	39.0	40.4	41.2	42.6	44.5

资料来源：公司公告，财信证券

表 8：青岛啤酒盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	279.8	277.6	298.1	327.2	353.2
yoy	5.3%	-0.8%	7.4%	9.8%	7.9%
归母净利润（亿元）	18.5	22.0	31.5	32.1	42.1
yoy	30.2%	18.9%	43.0%	2.2%	31.1%
EPS（元/股）	1.36	1.61	2.31	2.36	3.09
毛利率（%）	39.0	40.4	41.2	42.6	44.5
净利率（%）	6.9	8.4	11.2	10.4	12.6

资料来源：公司公告，财信证券

5.2 估值与投资建议

考虑到：1) 公司未来通过产品结构升级以及提升经营效率实现盈利改善的空间仍大；2) 啤酒行业头部玩家已基本确定，高端化浪潮下青岛啤酒盈利能力继续提升的确定性高，我们基于以下假设对公司进行 DCF 绝对估值，并得到公司每股内在价值约 116.6 元。

表 9：DCF 估值假设

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	8
过渡期增长率	13%
永续增长率	4.0%
无风险利率 Rf	3.00%
市场预期回报率 Rm	10.0%
有效税率	25%
beta 系数	0.93
债务资本比重	0.90%
股权资本成本	9.50%
WACC	9.44%

资料来源：财信证券

表 10：FCFF 估值结果

FCFF 估值	数值
企业价值 AEV (亿元)	1587.07
股权价值 (亿元)	1590.31
每股价值 (元)	116.56

资料来源：财信证券

从相对估值角度，参考其他啤酒龙头估值水平，并考虑到 1) 啤酒行业头部玩家基本确定，公司在产品/渠道/品牌上具备较强的竞争实力，有望继续引领行业走向高质量发展；2) 公司当前中高档产品占比不高，未来结构升级推动均价提升的空间广阔，业绩具备较好的成长性；3) 公司通过优化产能、精细化费用投放实现效率提升的空间可观；我们给予公司 2023 年 35-40 倍 PE，对应股价目标区间为 108-124 元。

表 11：可比公司估值

代码	证券名称	最新收盘价	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
1876.HK	百威亚太*	21.65	0.07	0.09	0.10	36.56	31.87	27.61
0291.HK	华润啤酒*	50.30	1.38	1.34	1.71	29.64	30.48	23.93
600132.SH	重庆啤酒*	118.98	2.41	3.02	3.75	49.37	39.40	31.73
000729.SZ	燕京啤酒*	7.26	0.09	0.12	0.15	76.98	60.59	49.55
600600.SH	青岛啤酒	85.89	2.31	2.36	3.09	37.24	36.45	27.80

资料来源：Wind，财信证券

注：*标记为 Wind 一致预期数据，数据截至 2022.03.18

短期扰动下估值回落，中长期逻辑不变，维持“推荐”评级。近期华北地区疫情反

复，叠加成本担忧与市场情绪脆弱，公司估值出现明显回落。我们认为疫情对销量形成短期扰动，公司业绩增长驱动更多依靠结构升级与效率提升，若成本高涨或再次引发行业性提价。公司中长期逻辑不变，当前估值具备吸引力，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1. 高端餐饮、夜场等渠道的开拓进展不及预期，公司高端产品放量不及预期；
2. 行业竞争加剧导致费用投入大幅增加；
3. 宏观经济下行压力增大，啤酒行业消费升级受阻；
4. 铝材、大麦等原材料价格受全球通胀影响而持续高涨，成本端压力加大。

财务预测摘要

资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	21002	24628	26789	31494	36748	营业收入	27984	27760	29812	32721	35322
现金	15302	18467	20555	24974	30033	营业成本	17080	16541	17515	18795	19605
应收票据及应收账款	226	125	187	205	221	税金及附加	2313	2219	2383	2616	2824
其他应收款	86	74	168	185	200	营业费用	5104	4985	5524	5811	6033
预付账款	117	240	192	211	228	管理费用	1881	1678	1851	1904	1943
存货	3182	3281	3181	3413	3560	研发费用	21	21	23	25	27
其他流动资产	2088	2441	2506	2506	2506	财务费用	-484	-471	-516	-620	-751
非流动资产	16311	16886	16068	15206	14359	资产减值损失	-121	-131	-133	-133	-133
长期投资	377	374	393	412	430	信用减值损失	7	2	2	2	2
固定资产	10289	10471	9901	9287	8475	公允价值变动收益	57	55	55	55	55
无形资产	2559	2504	2454	2404	2354	投资净收益	25	25	23	23	23
其他非流动资产	3086	3537	3320	3104	3100	营业利润	2698	3250	3526	4684	6136
资产总计	37312	41514	42858	46700	51107	营业外收入	35	15	1120	50	50
流动负债	13354	15510	14244	15420	16331	营业外支出	6	25	15	15	15
短期借款	271	703	0	0	0	利润总额	2727	3240	4631	4720	6171
应付票据及应付账款	2388	2372	2510	2693	2809	所得税	798	913	1305	1321	1716
其他流动负债	10695	12435	11734	12727	13522	净利润	1929	2327	3326	3398	4456
非流动负债	4045	4636	4636	4636	4636	少数股东损益	77	126	180	183	241
长期借款	38	116	116	116	116	归属母公司净利润	1852	2201	3147	3215	4215
其他非流动负债	4008	4520	4520	4520	4520	EPS(元)	1.36	1.61	2.31	2.36	3.09
负债合计	17399	20146	18880	20057	20968	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	742	746	926	1109	1350	成长能力					
股本	1351	1364	1364	1364	1364	营业收入(%)	5.3	-0.8	7.4	9.8	7.9
资本公积	3444	3675	3675	3675	3675	归属于母公司净利润(%)	30.2	18.9	43.0	2.2	31.1
留存收益	14376	15582	18013	20495	23750	获利能力					
归属母公司股东权益	19172	20622	23052	25535	28790	毛利率(%)	39.0	40.4	41.2	42.6	44.5
负债和股东权益	37312	41514	42858	46700	51107	净利率(%)	6.6	7.9	10.6	9.8	11.9
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	9.7	10.7	13.7	12.6	14.6
经营活动现金流	4017	4953	3720	4956	5693	ROIC(%)	22.6	40.9	65.9	91.9	251.1
净利润	1929	2327	3326	3398	4456	偿债能力					
折旧摊销	1138	1163	1136	1181	1166	资产负债率(%)	46.6	48.5	44.1	42.9	41.0
财务费用	-484	-471	-516	-620	-751	净负债比率(%)	-75.3	-82.6	-85.2	-93.3	-99.3
投资损失	-25	-25	-23	-23	-23	流动比率	1.6	1.6	1.9	2.0	2.3
营运资金变动	1954	2251	-636	891	716	速动比率	1.3	1.3	1.6	1.8	2.0
其他经营现金流	-495	-291	433	130	129	营运能力					
投资活动现金流	-348	-1488	-728	-425	-424	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	446	782	300	300	300	应收账款周转率	185.2	232.3	216.3	216.3	216.3
长期投资	-198	-470	0	0	0	应付账款周转率	7.9	7.4	7.6	7.6	7.6
其他投资现金流	-596	-1800	-1028	-725	-724	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-769	-356	-904	-112	-209	每股收益(最新摊薄)	1.36	1.61	2.31	2.36	3.09
短期借款	-25	432	-703	0	0	每股净资产(最新摊薄)	14.05	15.11	16.90	18.72	21.10
长期借款	37	78	0	0	0	估值比率					
其他筹资现金流	-781	-867	-201	-112	-209	P/E	63.3	53.2	37.2	36.5	27.8
现金净增加额	2904	3086	2088	4419	5059	P/B	6.1	5.7	5.1	4.6	4.1

资料来源: iFinD, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438