

## 百年品牌再迎中兴 青啤传奇尚待续写

——青岛啤酒 (600600.SH)

食品饮料/饮料制造

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

我国啤酒行业量难增，发展的驱动因素为提价和产品升级等，高端化成为行业共识。在此背景下，我们预测我国啤酒行业的 5 个趋势：

- ◆ 虽然我国即饮渠道的占比高于其他经济体，但该趋势可能短期不会改变。
- ◆ 非即饮渠道中，超市铺货能力将左右公司业绩。
- ◆ 电商渠道或将强力助推部分啤酒企业全国化进程，甚至影响行业竞争格局。
- ◆ 便利店可能成为下一阶段最具增长潜力的啤酒销售渠道。
- ◆ 啤酒精酿化——日本走不通的路，中国却很有机会。

以史为鉴可知兴替，复盘青啤 30 年。

- ◆ 彭作义时代 (94-01 年)：四方并购，收拾金瓯一片。公司规模迅速壮大，由区域企业初步成为全国啤酒企业，但也导致了低效、品牌混乱的问题。
- ◆ 金志国时代 (02-12 年)：提质增效，盈利能力大幅提升，多项弊病得以纾解，但品牌整合仍不够彻底。
- ◆ 孙明波时代 (12-17 年)：稳增长，调结构，顺利度过行业转折期。
- ◆ 黄克兴时代 (18 年至今)：百年青啤再迎中兴，品牌整合有力，控费降本有效。

百年品牌彰显底蕴深厚，化繁为简还需再发力。青岛啤酒百年品牌是公司珍贵的财富，第二品牌的运作可能削弱青岛的影响力，公司品牌持续精简，主品牌地位持续提高。

渠道：扎根齐鲁发力中原，沿海天地大有可为。

- ◆ 山东基地市场贡献过半销量，公司依赖有增无减，需提防竞争对手在渗透竞争
- ◆ 华北区域是公司强势区域，已对河南形成合围之势。河南既是啤酒消费大省，也是唯一一个由区域性啤酒企业占据大市占率的区域；所以既是易攻之城，也是必取之地，应成为公司重点发力方向。
- ◆ 沿海市场：区域广阔，经济发达，且是青啤弱势区域，未来大有可为。

**投资建议：**预测 22-24 年公司营收分别为 318.39 亿元/332.47 亿元/347.77 亿元，同比增长+5.54%/+4.42%/+4.6%；同期归母净利润分别为 30.35 亿元/35.31 亿元/40.37 亿元，同比增长-3.83%/+16.35%/+14.34%；同期 EPS 分别为 2.22 元/2.59 元/2.96 元；当前股价对应 PE 分别为 42.17 倍/36.24 倍/31.7 倍，参考公司历史估值水平，给予公司 22 年 43X PE，对应合理股价为 95.64 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**疫情对消费场景等的超预期影响，原材料涨价的风险，行业竞争加剧及需求不足，食品安全及行业声誉风险，商标侵权及假冒伪劣风险。

## 财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	27,759.71	30,166.81	31,838.81	33,247.28	34,777.11
增长率 (%)	-0.80%	8.67%	5.54%	4.42%	4.60%
归母净利润 (百万元)	2,201.32	3,155.46	3,034.63	3,530.92	4,037.14
增长率 (%)	18.86%	43.34%	-3.83%	16.35%	14.34%
净资产收益率 (%)	10.67%	13.72%	12.74%	13.67%	14.35%
每股收益 (元)	1.63	2.33	2.22	2.59	2.96
PE	56.21	39.33	42.17	36.24	31.70
PB	6.06	5.43	5.37	4.96	4.55

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级

增持

2022 年 06 月 21 日

汪冰洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030003

张弛

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

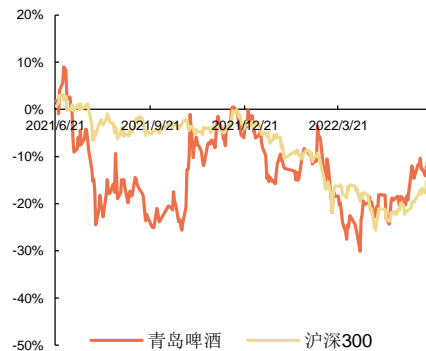
17621838100

## 交易数据 时间 2022 年 6 月 21 日

总市值/流通市值 (亿元)	1062/653
总股本 (万股)	70,911.36
资产负债率 (%)	47.7
每股净资产 (元)	15.91
收盘价 (元)	93.8
一年内最低价/最高价 (元)	73/117.09

注：一年内最低价/最高价均按照前复权价统计。

## 公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

## 内容目录

1. 百年青啤 一世传奇 .....	5
2. 啤酒行业：新时代下新机遇 .....	7
2.1 行业空间：量难再增价可提 预测 2025 超 7500 亿 .....	7
2.2 竞争格局：市场向头部玩家集中 个别省份决定份额变化 .....	11
2.2.1 集中度的变化趋势 .....	11
2.2.2 主要品牌的基地市场 .....	13
2.3 行业发展的 5 个趋势预测 .....	15
3. 激荡 30 年复盘：以史为鉴可知兴替 衰落贵族再迎中兴 .....	18
3.1 1994-2001 年：彭作义时代：四方并购 收拾金瓯一片 .....	18
3.2 2002-2012 年：金志国时代：提质增效创收益 品牌整合慢一步 .....	22
3.3 2012-2017 年 孙明波时代：“稳增长，调结构”应对行业低速增长“新常态” .....	26
3.4 2018 年至今 黄克兴时代：百年青啤 再迎中兴 .....	30
4. 青啤公司情况 .....	33
4.1 品牌：百年传奇彰显底蕴深厚 化繁为简仍待老树新花 .....	33
4.2 渠道：扎根齐鲁发力中原 沿海天地大有可为 .....	36
4.2.1 市场分布 .....	36
4.2.2 山东基地市场：“猛虎”仍在 需防后院起火 .....	37
4.2.3 华北区域：群雄逐鹿 还需问鼎中原 .....	38
4.2.4 沿海市场：广阔天地 大有可为 .....	39
4.2.5 渠道策略 .....	40
4.3 产品：品类丰富 推陈出新 .....	41
4.3.1 价格带覆盖完整 高档布局形成 .....	41
4.3.2 工艺领先 产品丰富 .....	42
5. 内部治理有较大提升空间 .....	42
6. 盈利预测 .....	46
7. 风险提示 .....	49

## 图表目录

图 1：公司不同阶段营收及其增速 .....	6
图 2：公司不同阶段归母净利润及其增速 .....	6
图 3：近年来中国啤酒销量整体下滑 .....	7
图 4：啤酒行业产量下降趋势明显 .....	7
图 5：各国啤酒销量基本停止增长 .....	8
图 6：我国人均啤酒消费量已超世界平均水平 .....	8
图 7：我国啤酒零售价持续提升 .....	8
图 8：各国啤酒出厂价对比 .....	9
图 9：各国啤酒零售价对比 .....	9
图 10：近年来各国啤酒出厂价 .....	9
图 11：各国近 15 年啤酒出厂价变化幅度 .....	10
图 12：啤酒吨价并非随着人均 GDP 增长线性增加 .....	10
图 13：我国啤酒出厂价增速略慢于人均 GDP 增速 .....	11
图 14：啤酒价格占收入的比重与经济发达程度基本成反比 .....	11
图 15：我国啤酒行业空间测算 .....	11
图 16：我国主要啤酒企业市场占有率 .....	12
图 17：我国啤酒行业集中度接近发达市场的水平（2020 年） .....	12
图 18：各国啤酒企业 CR3 提升过程 .....	13
图 19：各国啤酒企业 CR5 提升过程 .....	13
图 20：2021 年各省市占率第一的啤酒品牌 .....	14
图 21：我国主要省区市啤酒产量（万吨，2020 年） .....	15
图 22：我国啤酒即饮渠道销量占比相对较高（2020 年） .....	16
图 23：各国即饮/非即饮渠道的占比一般不会发生大的变化 .....	16
图 24：各类销售渠道销量占比 .....	17
图 25：日本非即饮渠道啤酒销量占比 .....	17
图 26：各国精酿啤酒销量占比对比 .....	18
图 27：2020 年各国即饮渠道销量占比 .....	18
图 28：并购扩张带来公司营收的高速增长 .....	20
图 29：并购扩张时代公司总资产高速增长 .....	20
图 30：扩张时代青啤的归母净利润变化情况 .....	20
图 31：扩张时代公司 ROE 情况 .....	20
图 32：青啤在扩张时代的各项期间费用率 .....	21

图 33: 扩张时代公司 ROE 的杜邦拆分 .....	21
图 34: 并购扩张也使得公司负债率逐渐走高 .....	21
图 35: 扩张时代青啤的资本结构及偿债能力有所削弱 .....	21
图 36: 彭作义时代公司股价变化 (1994-2001) .....	21
图 37: 金志国时代公司股价 (2002-2012) .....	22
图 38: 2002-2012 年金志国时代公司营收 .....	24
图 39: 品牌整合阶段青啤的归母净利润变化情况 .....	24
图 40: 品牌整合时代公司 ROE 情况 .....	25
图 41: 金志国时代公司 ROE 的杜邦拆分 .....	25
图 42: 并购扩张时代公司总资产变化情况 .....	25
图 43: 品牌整合阶段青啤资本结构及偿债能力有所改善 .....	25
图 44: 孙明波时代公司股价 (2013-2017) .....	26
图 45: 过渡调整阶段公司营收原地踏步 .....	28
图 46: 过渡调整阶段青啤的归母净利润未能增长 .....	28
图 47: 过渡调整阶段公司总资产略有增长 .....	29
图 48: 过渡调整阶段公司资产负债率有所下降 .....	29
图 49: 过渡调整阶段公司 ROE 下滑 .....	29
图 50: 过渡调整阶段公司 ROE 的杜邦拆分 .....	29
图 51: 公司毛利率及毛销差 .....	30
图 52: 青啤在过渡调整阶段的期间费用率 .....	30
图 53: 2012-2017 年青啤销售费用率显著高于行业 .....	30
图 54: 2012-2017 年青啤的营收增速落后于华润 .....	30
图 55: 黄克兴时代公司股价 (2018 至今) .....	31
图 56: 2018 年以来公司营收略有增加 .....	31
图 57: 2018 年以来公司归母净利润高速增长 .....	31
图 58: 2018 年以来公司 ROE 情况 .....	31
图 59: 2018 年以来公司 ROE 的杜邦拆分 .....	32
图 60: 2018 年以来公司的各项期间费用率 .....	32
图 61: 2018 年以后各啤酒公司销售费用率 .....	32
图 62: 公司历年毛利率及毛销差 .....	33
图 63: 公司产品历年销量情况 .....	33
图 64: 青岛主品牌及其他品牌销量结构 .....	35
图 65: 青岛主品牌及其他品牌销量增速变化情况 .....	35
图 66: 各区域市场销售额占比 .....	36
图 67: 各区域销量占比 .....	36
图 68: 各区域 2021 年销售吨价 .....	37
图 69: 各区域销售额占比 .....	37
图 70: 各区域销量占比 .....	37
图 71: 青啤 2021 年各区域毛利率净利率对比 .....	38
图 72: 年青啤各区销售费用率及折旧摊销/营收 .....	38
图 73: 目前青啤基地市场已对河南形成合围之势 .....	39
图 74: 近年来各区域毛利率对比 .....	39
图 75: 近年来青啤在各区域的净利率 .....	39
图 76: 华南区域对青啤营收贡献持续下滑 .....	40
图 77: 近年来青啤在各区域的销售费用率 .....	40
图 78: 近年来青啤在各区折旧摊销/营收 .....	40
图 79: 公司高档产品销量及增速 .....	42
图 80: 重啤及青啤高档产品占比对比 .....	42
图 81: 各啤酒公司总资产周转率对比 .....	43
图 82: 啤酒行业各公司折旧摊销在营收中的占比 (%) .....	43
图 83: 头部啤酒企业人均薪酬推算对比 .....	44
图 84: 各啤酒公司人均创收与薪酬呈现强相关性 .....	44
图 85: 人均薪酬提升带动创收增长 .....	45
图 86: 青啤毛利率排名大幅下滑 .....	45
图 87: 青啤吨成本高于同业 (2020 年) .....	46
图 88: 近 3 年青啤吨成本增速较高 (2018-2021 年) .....	46
图 89: 青岛及其他品牌销量情况 .....	47
图 90: 基地市场山东省近期疫情状况 .....	47
图 91: 各季度销量对比 .....	47
图 92: 各季度销量占比对比 .....	47
图 93: 合并报表吨价 (累计) .....	48
图 94: 单季度吨价 .....	48

图 95: 公司吨酒占用的直接材料情况 .....	49
表 1: 青啤成立以来的重大事件及获得荣誉 .....	5
表 2: 彭作义时代青啤积极并购扩产 .....	19
表 3: 金志国时代青啤并购次数显著减少 .....	22
表 4: 公司的品牌矩阵演变 .....	34
表 5: 啤酒企业在不同价格带的产品矩阵 .....	35
表 6: 青啤的产品矩阵 .....	41
表 7: 青啤与重啤折旧方法的对比 .....	43
表 8: 公司盈利预测表 .....	50

## 1. 百年青啤 一世传奇

**百年青啤，一世传奇。**青岛啤酒作为我国历史最悠久的啤酒企业之一，其前身是1903年8月由德英两国合资创建的日耳曼啤酒青岛公司，迄今已逾百年。公司于1993年7月/8月在港交所/上交所分别上市，是我国内地第一家在海外上市的企业，也是首家在两地同时上市的公司。自成立以来，公司几经易手，至1949年建国后更名为国营青岛啤酒厂，进入大发展阶段。公司产品在国内外各项评比中屡获殊荣，三获评酒会“中国名酒”称号，两度赞助北京奥运，在德、美、新加坡、西班牙等海外多国评酒会屡次获奖，蜚声海内外。

表1：青啤成立以来的重大事件及获得荣誉

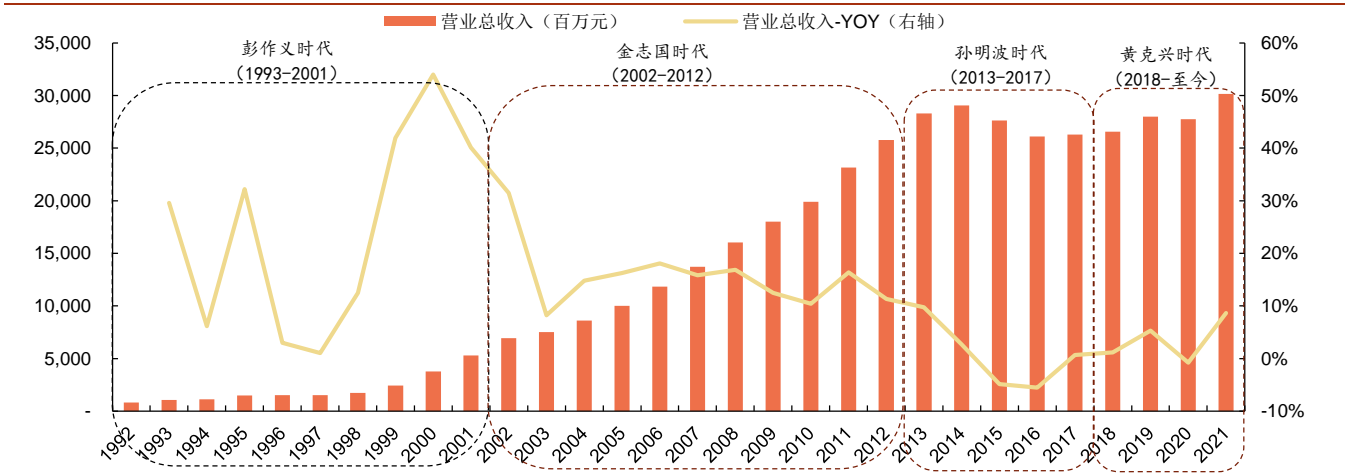
阶段	时间	事件
新中国成立以来以前	1903年	德英两国商人合资在青岛创建日耳曼啤酒公司青岛股份公司，成为青岛啤酒的前身
	1906年	青岛啤酒在慕尼黑啤酒博览会上荣获金奖
	1916年	因一战后胶州湾被日本接管，公司被日本麦酒株式会社收购并改名
	1945年	南京国民政府接管后，更名为“青岛啤酒公司”
	1949年	解放后，公司更名为“国营青岛啤酒厂”，仅保留“青岛”作为唯一商标
国营青岛啤酒厂阶段	1963年	在第二届全国评酒会被评为十八种全国名酒之一，是唯一入选的啤酒品牌 在首次中国啤酒质量评比会上被评为国家名酒，并获得唯一金奖
	1964年	在第三届全国评酒会再次入选十八种全国名酒之一，依然是唯一的啤酒品牌 出版《青岛啤酒操作法》向全行业推广，成为啤酒行业的技术指南
	1985年	在第四届全国评酒会继续入选全国名酒，为啤酒行业第一名
	1980年代	1981年、1985年分别获得首届、第二届美国华盛顿亚洲啤酒评比会第一名
	1991年	成为全国啤酒行业唯一入选中国十大驰名商标的品牌，并在比利时布鲁塞尔梦顿国际啤酒评比大赛荣获金质奖
上市以后	1993年07月	公司在港交所上市，是中国内地第一家在海外上市的企业
	1993年08月	公司在上交所上市，成为中国首家在两地同时上市的公司
	1993年	新加坡国际评比大会金奖
	1997年	荣获西班牙马德里第23届国际金星奖——“杰出公司形象和质量国际金奖”
	1999年	在美国主办的“亚洲五十大品牌”评比中，青啤是中国大陆唯一上榜企业
	2000年	荣获“中国十大最具影响力企业”称号
	2005年	入选英国《金融时报》发布的首届“中国世界级品牌”
	2006年	荣登《福布斯》“2006年全球信誉企业200强”，位列68位
	2007年	荣获亚洲品牌盛典年度大奖
	2008年	成为2008年北京奥运会赞助商 再度入选《金融时报》“中国世界级品牌”（第二届）
	2010年	第五次登榜《财富》杂志“最受赞赏中国公司”、“首届中国绿金奖”、“2010中国最佳雇主企业”、“中国企业社会责任百强榜”
	2011年	六度荣获“最受赞赏中国公司”、“中国最受尊敬企业十年成就奖”、“最佳企业公民”等殊荣。
	2018年	荣获中国质量奖提名奖，“欧洲啤酒之星”和“世界啤酒锦标赛”金奖等殊荣
	2019年	获得“建国70周年70中国品牌”和“中国品牌强国盛典榜样100品牌”称号； 再获“世界啤酒锦标赛”金奖。
	2020年	荣膺“最具竞争力企业”。 再度荣获中国质量奖提名奖、“欧洲啤酒之星”金奖 十六度上榜“最受赞赏的中国公司”
	2021年	十八度荣膺“中国受尊敬企业” 营收、净利再次双创历史新高 获评全球首家啤酒饮料行业工业互联网“灯塔工厂”
	2022年	成为2022年北京冬奥会赞助商

资料来源：公司官网，青岛新闻网，食品商务网，头豹研究院，中华网，申港证券研究所

**国资控股，聚焦主业。**公司实控人为青岛市国资委。青岛国资委通过全资控股的青啤集团持有青岛啤酒 32.5% 的股份，为最大单一股东。青啤聚焦啤酒主业，公司 21 年营收 301.67 亿元中，啤酒业务贡献 296.73 亿元，占比 98.36%，且多年以来啤酒业务的营收贡献均保持在 98% 以上。

**三十年栉风沐雨，四元老砥砺前行。**公司自 1993 年两地上市以来，核心领导人历经彭作义、金志国、孙明波、黄克兴四代。彭作义时代正值中国啤酒行业跑马圈地的 90 年代，青啤四方并购，收获 40 余家啤酒厂，跨越式前进；金志国时代品牌整合，提高效能，公司利润增速显著提高；孙明波时代恰逢中国啤酒产量由增到减的历史转折，4 年间稳增长、调结构，在行业下行周期站稳脚跟，为青啤复兴打好基础；黄克兴上任后降本增效，利润增速迅速回升，公司股东回报显著提高。

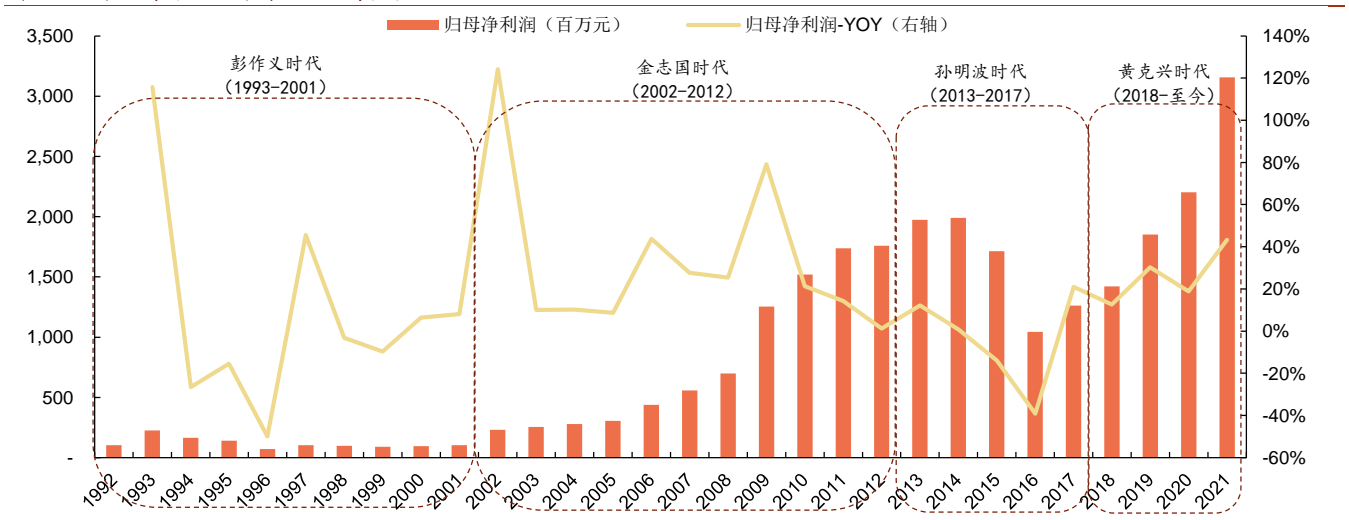
**图1：公司不同阶段营收及其增速**



资料来源：Wind，申港证券研究所

注：彭作义于 1996 年获任命为青啤总经理，为便于梳理，将此前的 2-3 年也归入彭作义时代，下同

**图2：公司不同阶段归母净利润及其增速**



资料来源：Wind，申港证券研究所

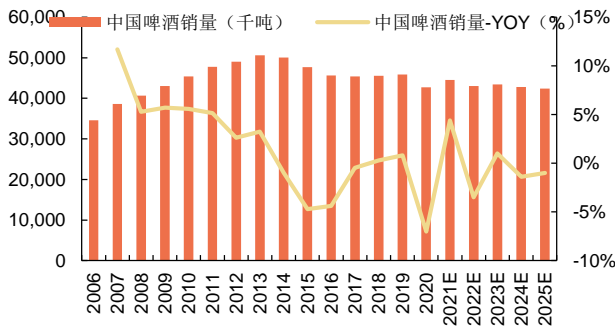
## 2. 啤酒行业：新时代下新机遇

### 2.1 行业空间：量难再涨价可提 预测 2025 超 7500 亿

量方面：预测 2025 年啤酒销量下滑至 4241 万吨。

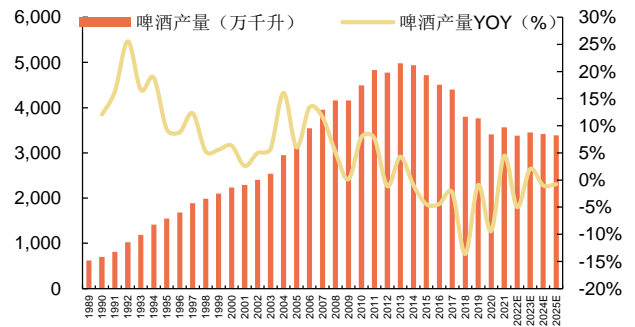
- ◆ **销量**：据 Euromonitor 数据推算，我国自 2007 年起啤酒销量增速持续收窄，至 2013 开始出现下滑，2020 年因疫情，增速大幅下滑至-7%。我们预计 2021 年因低基数效应及疫后消费反弹，当年消费量将有所回升，但因为我国人口结构老龄化、消费者健康意识增强等长期因素没有改变，所以后续年度啤酒销量下滑的大趋势没有改变。预测至 2025 年啤酒终端销量达到 4241 万吨左右。
- ◆ **产量**：国家统计局披露的数据与销量的整体变化趋势较为一致，我们预计主要是因为啤酒保质期偏短，啤酒企业倾向于根据销量安排生产计划，行业整体基本处于产销平衡的状态。

图3：近年来中国啤酒销量整体下滑



资料来源：Euromonitor，申港证券研究所

图4：啤酒行业产量下降趋势明显



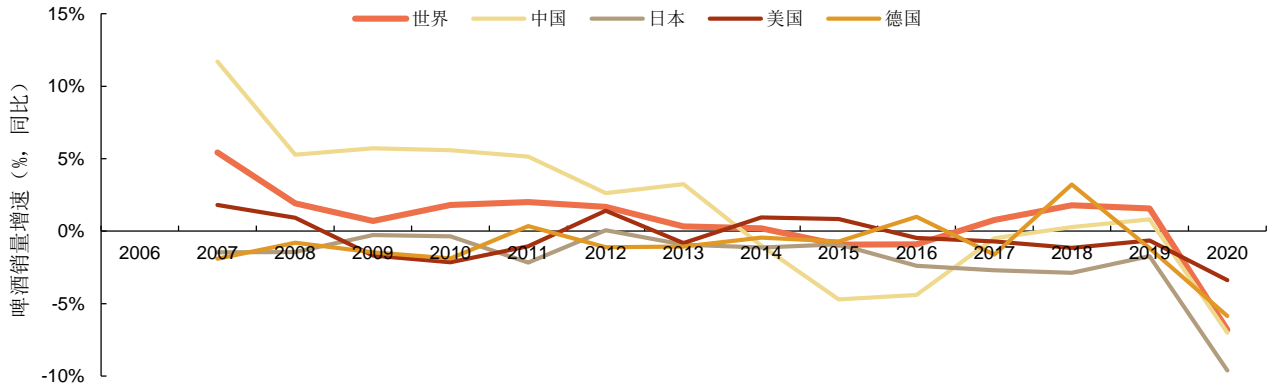
资料来源：Wind，国家统计局，申港证券研究所

注：各年份产量与销量未能完全对应，我们预计差异来自统计口径、统计方法的差异。产量数据来自国家统计局，销量数据由 Euromonitor 针对终端销售情况推算。但是整体上各年度的产销率基本维持在 100% 上下。此外，2018 年以来的产销率提升，预计主要系啤酒进口增加所致：2018 年全年累计进口啤酒 82.11 万吨，同比增 14.7%。

参考世界其他国家的增速来看，我国啤酒销量或已触及天花板。

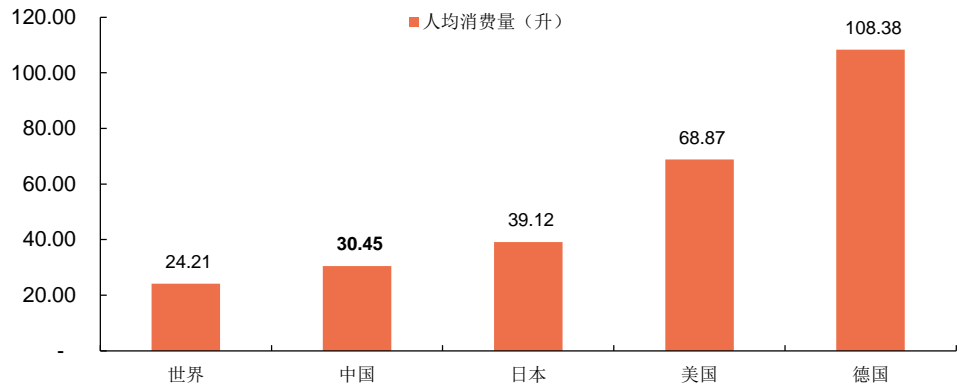
- ◆ 世界大多数国家的啤酒消费量已经基本停止增长。据 Euromonitor 数据，自 2006 年至 2020 年，全世界啤酒销量的年化复合增速仅为 0.65%，其中，中国 1.51% 的复合增速已属于较高水平，日本、美国、德国同期的复合增速分别为-2%、-0.45%和-0.98%。
- ◆ 我国啤酒渗透率较高，人均啤酒消费量至 2020 年达到约 30.45 升/年，虽然和美日德等国尚有差距，但已经超过世界平均水平 26%。

图5: 各国啤酒销量基本停止增长



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

图6: 我国人均啤酒消费量已超世界平均水平



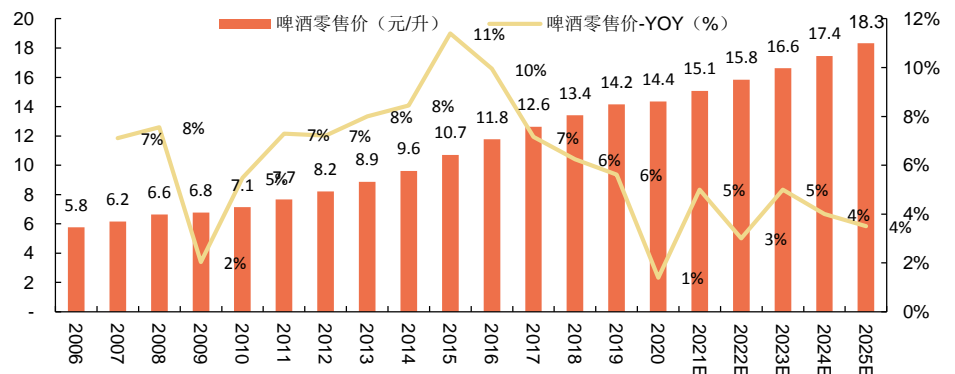
资料来源: Euromonitor, 世界银行, 申港证券研究所

注: 人均消费量根据 Euromonitor 披露的 2020 年该国啤酒消费量除以世界银行口径的国家总人口推算

**价方面: 预测 2025 年啤酒终端价提高至 18.3 元/升**

高端化背景下, 我国啤酒价格持续提升。近年来, 我国啤酒零售价格持续增长, 在 2006 年起逐年上涨, 至 2020 年已达到 14.36 元/升, 14 年间 CAGR 达到 6.76%。

图7: 我国啤酒零售价持续提升



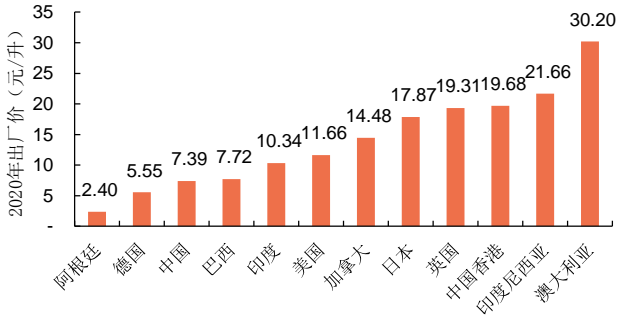
资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所



**我国啤酒行业仍有充足的提价空间：**

- ◆ 尽管经过了多年提价，但我国啤酒价格相比其他国家仍然较低，因此仍具备向上的提价空间。以 2020 年数据为例，我国啤酒平均出厂价仅为印度的 72%、美国的 63%、日本的 41%、香港的 38%。

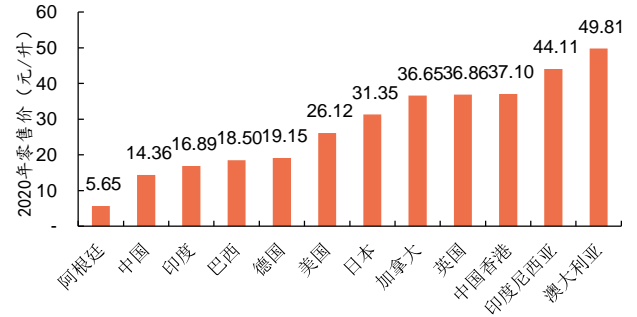
**图8：各国啤酒出厂价对比**



资料来源：Euromonitor，申港证券研究所

注：均为推算出厂价，货币单位均为人民币，汇率采用2022年5月17日的数据，零售价采用同样推算方式。

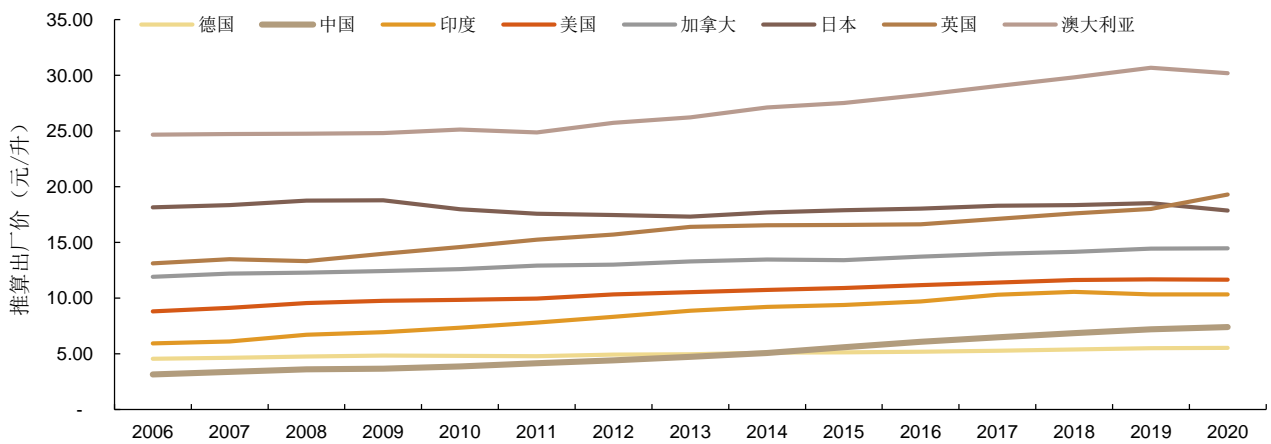
**图9：各国啤酒零售价对比**



资料来源：Euromonitor，申港证券研究所

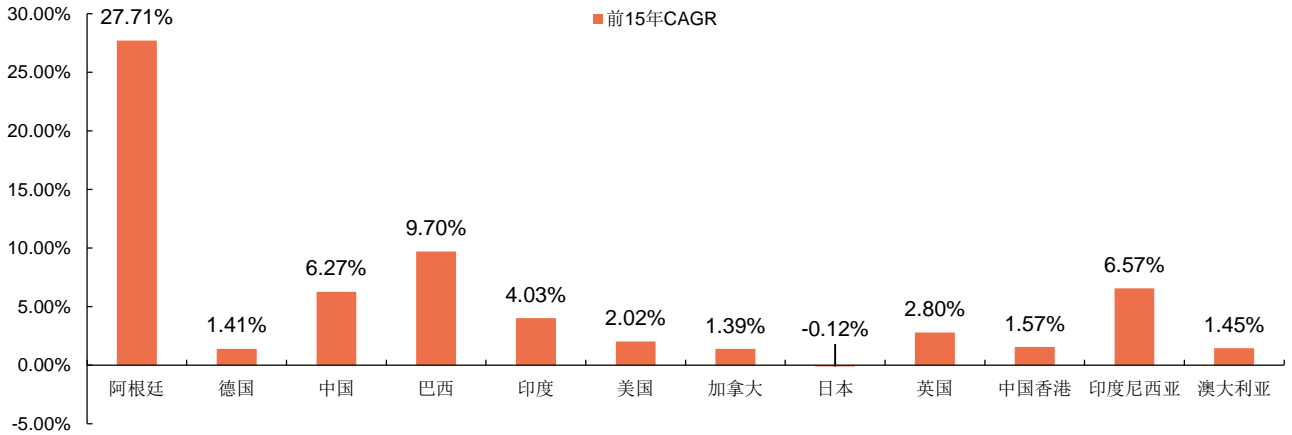
- ◆ 多数国家的啤酒价格仍在提升过程中。近 15 年来，多数国家的啤酒出厂单价均有所上涨，仅日本啤酒单价微跌。因此，参考成熟国家的啤酒行业发展经验，我国啤酒行业预计仍有较长时间可以用来提价。

**图10：近年来各国啤酒出厂价**



资料来源：Euromonitor，申港证券研究所

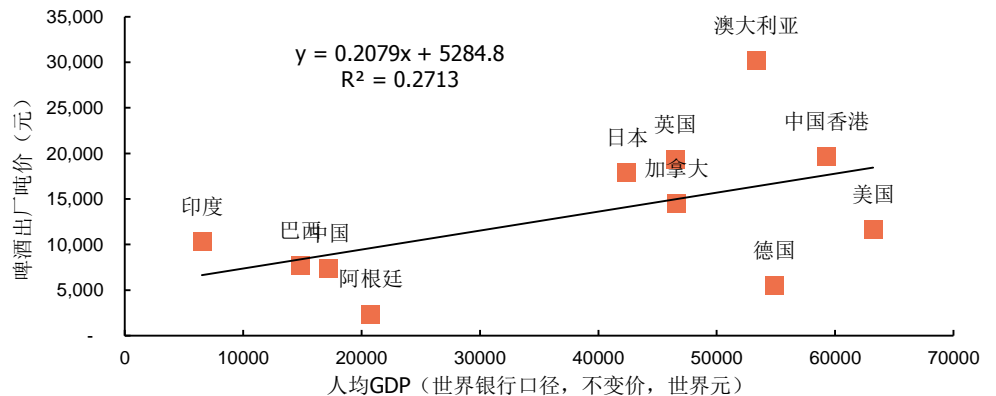
图11: 各国近 15 年啤酒出厂价变化幅度



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

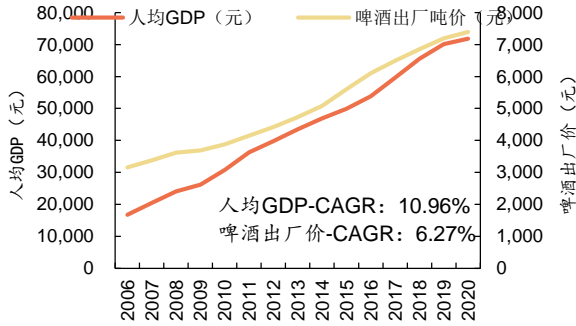
**价格预测: 预测 2025 年我国啤酒零售价 18.32 元/升。**近年来我国啤酒单价与人均 GDP 存在一定相关性, 但单价的复合增速略低于人均 GDP 的增速, 我们预计此趋势将会延续, 原因是对比各国啤酒单价/人均 GDP 的过程中, 我们发现该比例整体上随着人均收入的提高有所降低, 该比例的变化说明: 消费者对啤酒的支出并非占人均 GDP 的固定比例 (体现在数据点的低相关系数,  $R^2$  仅为 0.2713), 而是: **啤酒消费占人均 GDP 的比重, 基本与该国人均 GDP 呈反比** (即: 越富裕国家, 人均啤酒消费/人均 GDP 的比率越低), 该结论也进一步验证了我们吨价增速略低于 GDP 增速的预测逻辑 (而同比例增加)。我们预测 2020-2025 我国的人均名义 GDP 增速在 7.5% 左右, 并参考 GDP 水平, 预测同期啤酒单价提升幅度约在 5% 左右。

图12: 啤酒吨价并非随着人均 GDP 增长线性增加



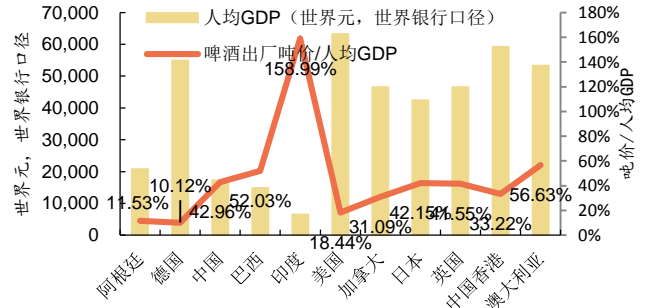
资料来源: Wind, Euromonitor, 申港证券研究所

图13: 我国啤酒出厂价增速略慢于人均 GDP 增速



资料来源: 国家统计局, Wind, Euromonitor, 申港证券研究所

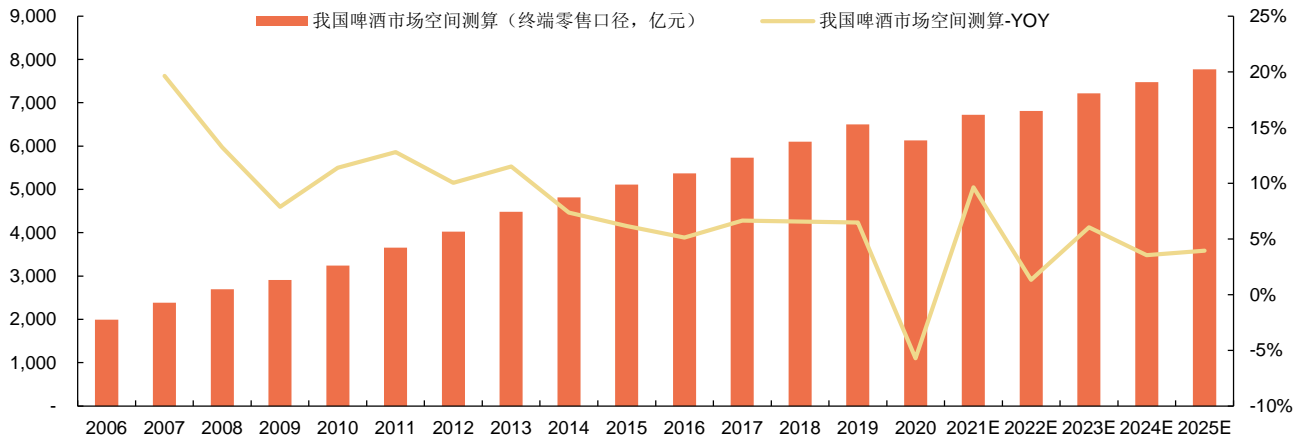
图14: 啤酒价格占收入的比重与经济发达程度基本成反比



资料来源: 世界银行, Euromonitor, 申港证券研究所

据此, 我们预测 2025 年啤酒行业终端销售额的市场空间为 7769.6 亿元, 2020-2025 年期间的年化复合增速为 4.86%。

图15: 我国啤酒行业空间测算



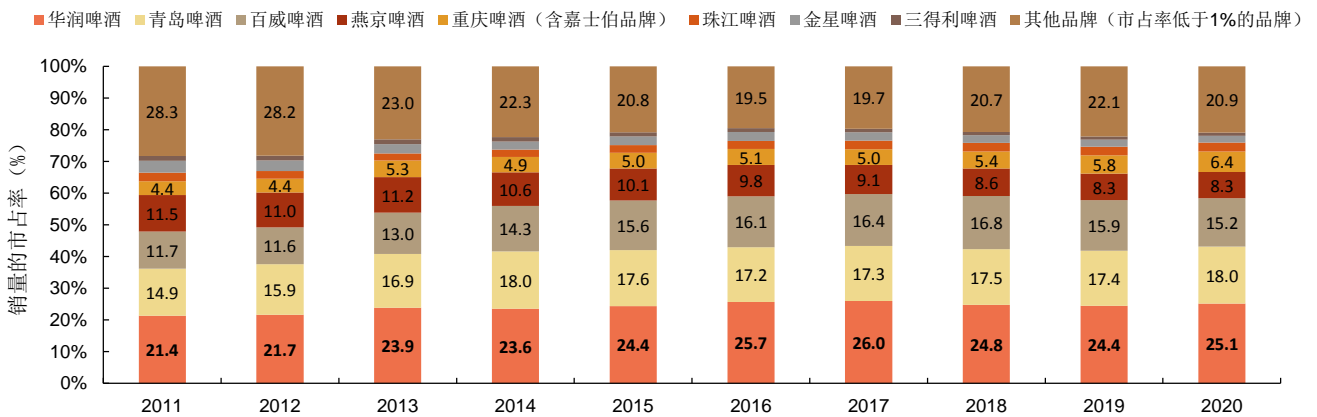
资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

## 2.2 竞争格局: 市场向头部玩家集中 个别省份决定份额变化

### 2.2.1 集中度的变化趋势

我国啤酒市场集中度较高, 提升空间所剩无多。我国啤酒行业呈现“三超两强, 小国众多”的市场格局。其中, “三超”: 消费量最大的华润、青岛、百威三家啤酒公司, 上述三家在 2020 年的啤酒销量占全国的 58.3%, “两强”指紧随其后的燕京啤酒、重庆啤酒, 2020 年销量占比分别为 8.3%和 6.4%。此外, 有众多市场占有率在 3%以下的啤酒厂商, 主要是以珠江、金星、兰州黄河等为代表的本土啤酒厂, 和三得利、蓝带、喜力为代表的国际啤酒巨头。

图16: 我国主要啤酒企业市场占有率

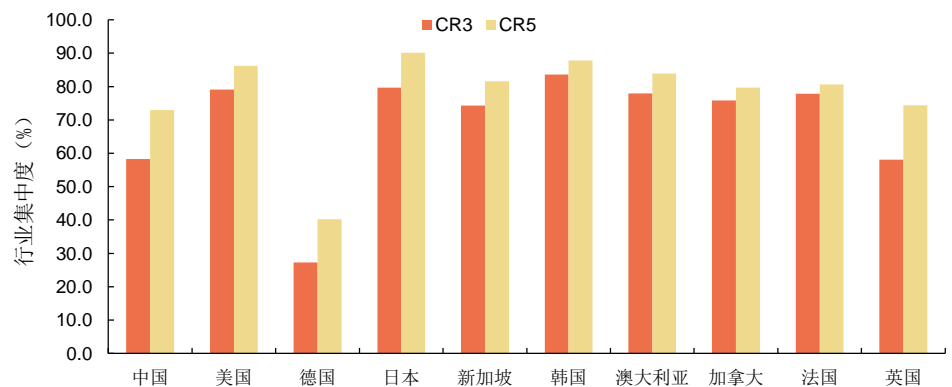


资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

相比成熟市场, 我国啤酒行业的集中度尚具备一定的提升空间, 但是提升空间有限, 且预计进程平缓。因此, 未来啤酒巨头的发展方向仍应聚焦于产品提价, 而非同业并购。

- ◆ 截至 2020 年, 按照消费量口径统计, 我国啤酒行业的 CR3 为 58.3%, CR5 为 73%, 已经具有较高程度的集中度, 该水平与英美日韩等多数成熟市场较为接近。
- ◆ 此外, 近 10 年来美日德等国家啤酒行业集中度提升也较为缓慢, 上述国家 CR3、CR5 的提升速度整体平缓, 即使个别年份出现较大的提升, 也依靠并购实现 (2016 年 7 月经美国司法部批准, 摩尔森康胜啤酒收购了米勒康胜, 导致当年美国啤酒行业集中度提升较大)。

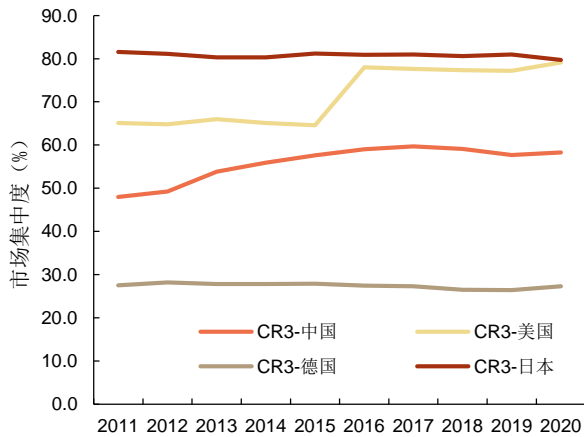
图17: 我国啤酒行业集中度接近发达市场的水平 (2020 年)



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

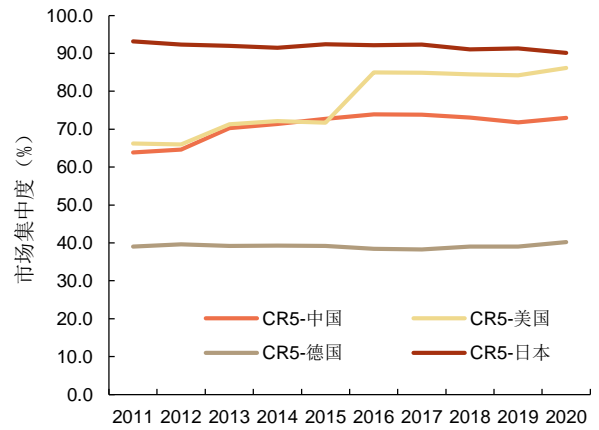
注: 数据截至 2020 年

图18: 各国啤酒企业 CR3 提升过程



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

图19: 各国啤酒企业 CR5 提升过程



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

由于竞争格局趋向稳定,行业内大量中小竞争者被并购或淘汰出局,啤酒行业越来越倾向于进入垄断竞争的发展阶段,因此我们预计未来行业竞争会趋于缓和,且今后很难再有价格战,啤酒企业更倾向于通过品牌营销、产品提质加价、渠道抢占等方式开展竞争。

### 2.2.2 主要品牌的基地市场

**青啤: 兴于齐鲁, 华北称王。**青啤主要基地市场为山东省,其次为河北、陕西、山西等华北三省。在上述区域青啤均为当地市占率第一的啤酒品牌,山东省是我国啤酒产量第一大省,2020年啤酒产量458万吨。除山东基地市场外,青啤依托对陕西汉斯的收购,在陕西省也具有领先的地位。在山西省,华润与青啤的份额较为接近。此外,青啤在上海、海南两地也处于市占率领先的地位。

**华润: 占有最多的基地市场省份。**华润起家于黑龙江省,其基地市场主要为:东北三省(合计产量约370万吨),西北的甘肃、青海、四川(产量218万吨),东部的江浙皖三省(合计产量420万吨),以及湖北、贵州等区域。依托强有力的股东支持、较好的资本运作能力、具有开创性眼光的“种蘑菇”并购扩张战略,华润虽成立于93年,晚于大部分竞争对手,却后来居上,成为我国销量最多的啤酒品牌。

**百威: 雄踞东南, 高端化领先。**作为外资进入中国市场,百威在东南沿海三省(粤、闽、赣)建立了基地市场,也利用东南沿海较为发达的经济水平、夜店、KTV等较为丰富的高端消费场景,实现了较高的产品吨价。粤闽两省均是啤酒生产大省,2020年合计产量超500万吨,且整体产品价格带较高,因此虽然东南区域面积不大,但依然能够贡献较高的销售额。

**重啤: 西部劲旅, 来势汹汹。**重啤是嘉士伯在华的啤酒业务运营主体,除了在其大本营重庆具有较高的市占率外,其母公司嘉士伯还通过收购各地本土品牌,实现了对新疆(乌苏)、西藏、宁夏(西夏)、云南(大理、风花雪月)等省份的控制。

**燕京: 国企焕新, 值得期待。**作为北京本地的啤酒企业,燕京除了北京外,还占有内蒙古、湖南、广西等省份作为基地市场。近年来燕京的市场份额有所下降,

对于其国企改革后能否焕发新生值得期待。

图20：2021年各省市占率第一的啤酒品牌

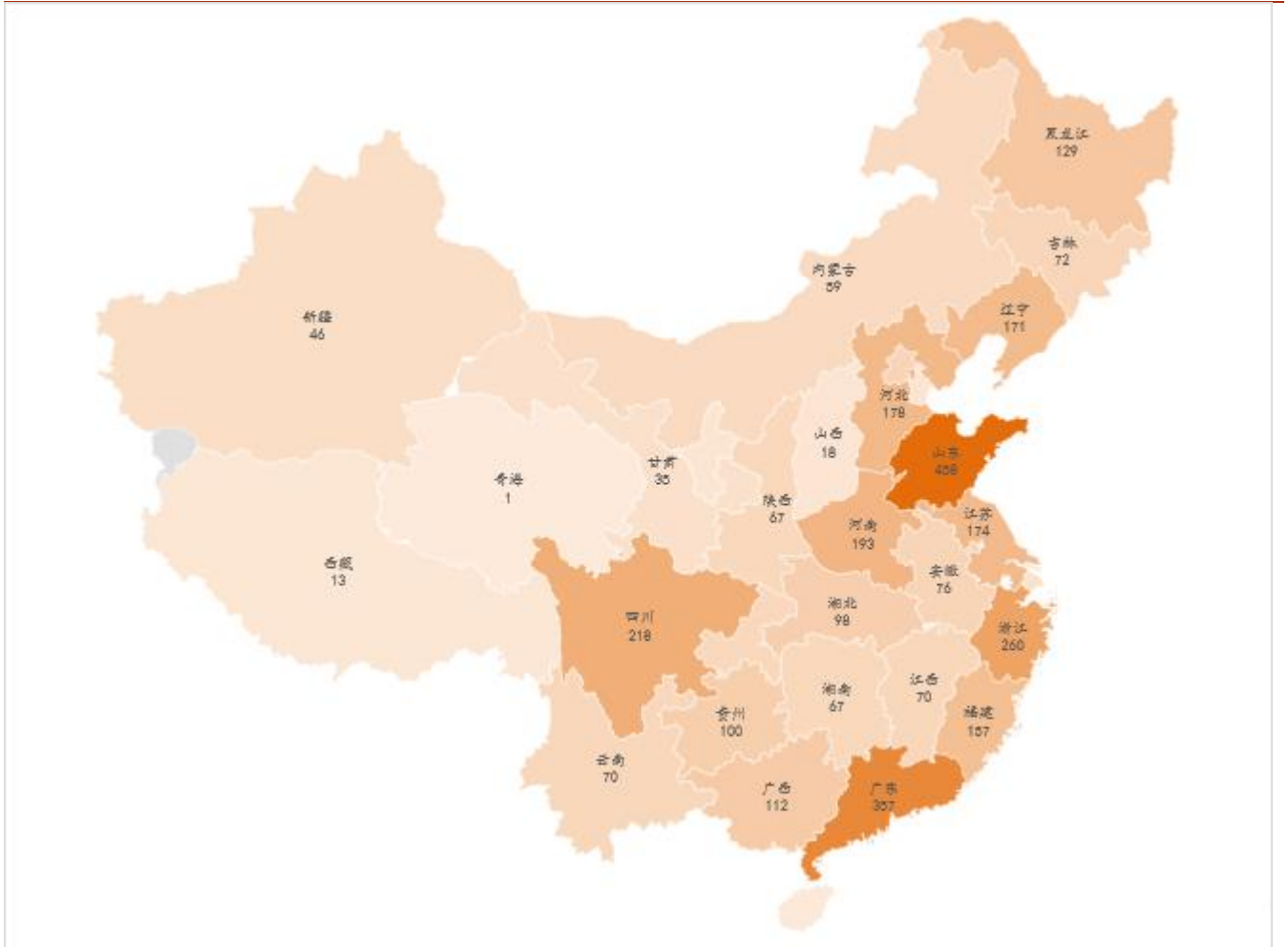


资料来源：Wind，头豹研究院，申港证券研究所

注：台湾省及我国部分其他区域暂无数据，未体现在地图中

目前，我国啤酒市场最大的变量在于河南省。河南省是啤酒消费大省，人口过亿，年产啤酒 193 万吨，而当地市占率第一的啤酒品牌——金星为本地品牌，虽在本地占有约 40%的市占率，但迟迟未能成功推进全国化，且作为民营企业，金星啤酒缺乏雄厚的资本实力，不易实现异地扩张。目前其他全国化的啤酒企业在河南省的市占率没有显著差异（预计华润、青啤在 20%左右，百威在 14%左右），在未来的竞争中，河南省或将成为啤酒竞争格局天平上，最重要的一颗砝码。

图21：我国主要省区市啤酒产量（万吨，2020年）



资料来源：Wind，国家统计局，申港证券研究所

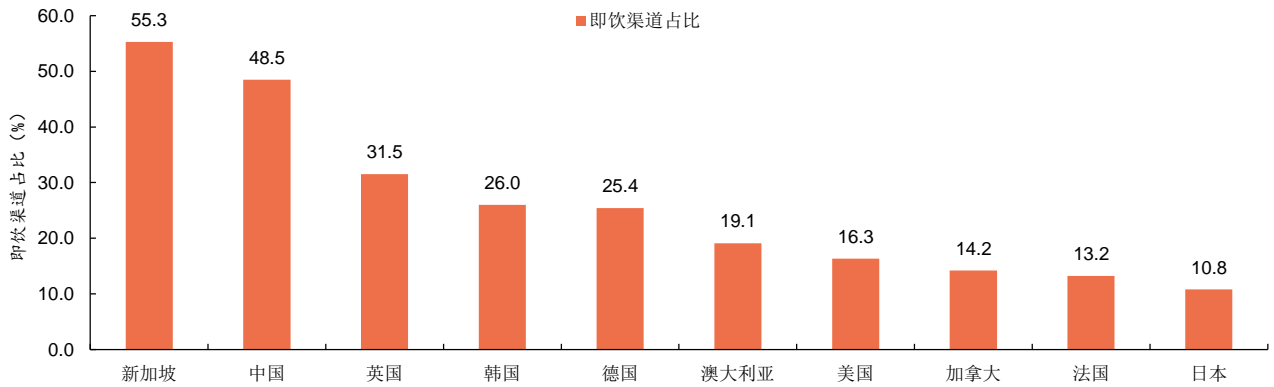
注：颜色深浅代表产量大小

注2：台湾省及我国部分其他区域暂无数据，未体现在地图中

### 2.3 行业发展的 5 个趋势预测

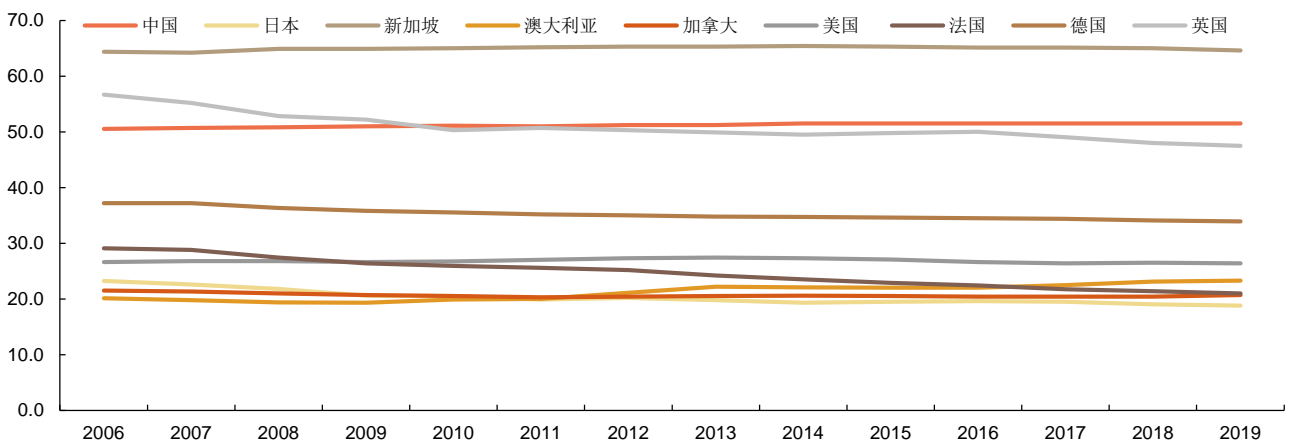
虽然我国即饮渠道的占比高于其他经济体，但该趋势可能短期不会改变。至 2019 年，我国啤酒行业即饮渠道的销量占比为 48.5%，与多个发达经济体对比中仅低于新加坡，远高于其他发达经济体。但是，我们预计该趋势可能将维持较长的时间，不会在短期内改变。因为观察 2006 年以来数据，不仅我国啤酒即饮渠道消费占比仍在缓慢抬升，其他各国的即饮渠道占比也大多未发生显著改变。我们认为，消费者的消费习惯决定消费场景，消费场景决定渠道占比；而消费习惯的培养不是一朝一夕形成的，难以短期内改变。对于啤酒企业来说，与其强行开展消费者教育，试图通过营销改变客户的消费习惯；不如开展高频词、大范围、更有深度的消费者调研，理解消费者心理后，顺应其选择，方能在竞争中把握优势。

图22: 我国啤酒即饮渠道销量占比相对较高 (2020年)



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

图23: 各国即饮/非即饮渠道的占比一般不会发生大的变化



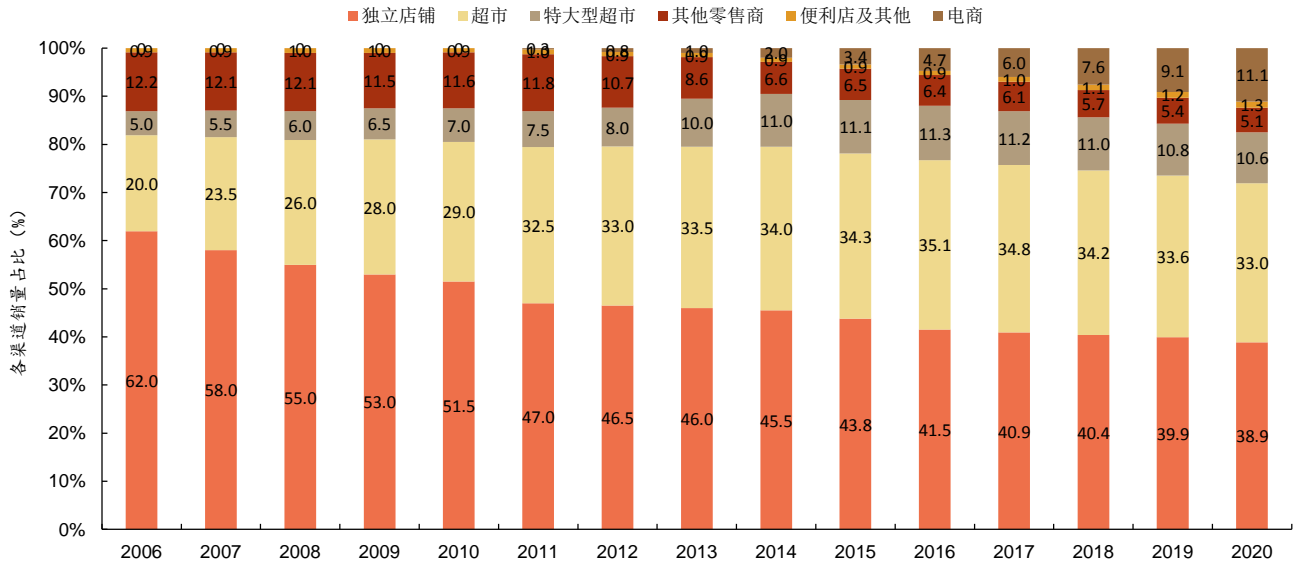
资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

非即饮渠道中, 超市铺货能力将左右公司业绩。据最近 15 年的数据统计, 独立店铺的销量占比由 62% 大幅下降至 38.9%, 超市类渠道的占比由 25% 大幅提高至 43.6%。超市已经替代独立店铺, 成为啤酒在非即饮渠道的第一大销售主体, 而在超市中, 消费者的选择与其铺货、陈列高度相关。因此, 今后啤酒企业的渠道策略应当对 KA 超市类经销主体投入更多的资源和精力。

电商渠道或将强力助推部分啤酒企业全国化进程, 甚至影响行业竞争格局。2011 年, 啤酒在电商渠道的销量占比仅为 0.3%, 至 2020 年, 该比例已大幅提高至 11.1%, 电商成为线下独立店铺、商超之外的第三大销售渠道, 而且该比例还在持续增长。电商渠道的高速发展, 有利于产品力、品牌力优势, 但渠道力偏弱的啤酒企业实现弯道超车。百威、重啤 (嘉士伯) 如能成功利用该机会, 或将对我国啤酒行业竞争格局造成冲击。



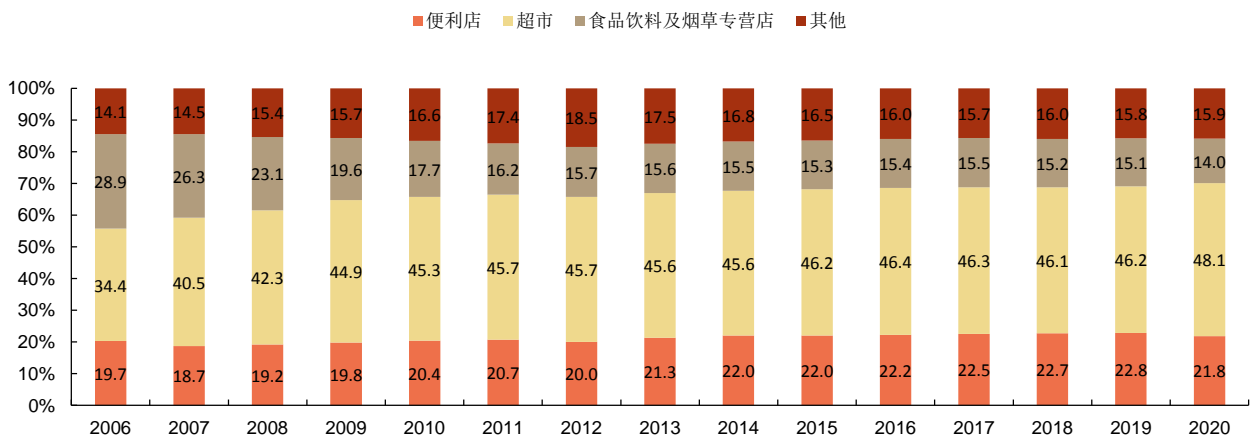
图24: 各类销售渠道销量占比



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

便利店可能成为下一阶段最具增长潜力的渠道。参考与我国文化、人种等较为接近的日本，其啤酒在便利店的销售占比显著高于我国（以 2020 年为例，日本 21.8%/中国 1.3%），考虑到当前社会越来越快的生活节奏，较高的城市化率，都市白领的数量有所增加，预计我国的啤酒消费习惯可能会与日本靠拢。此外，我国近年来啤酒在便利店的销量占比虽较低，但已经呈现出增长势头，自 2017 年以来以每年 0.1pct 的速度在提高其销量占比。因此，对便利店的铺货竞争也应当作为啤酒企业未来竞争中的重要一步。

图25: 日本非即饮渠道啤酒销量占比

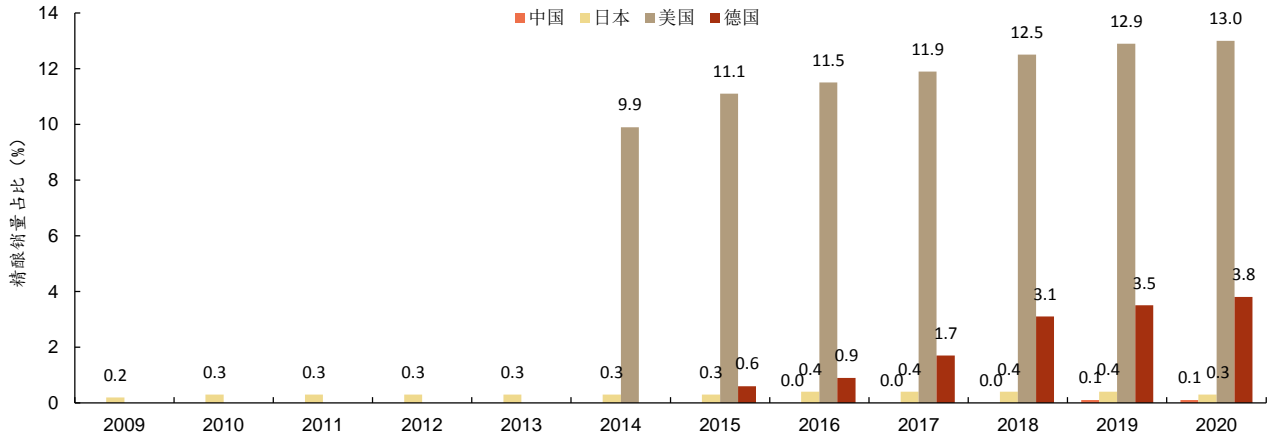


资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

啤酒精酿化——日本走不通的路，中国却很有机会。目前我国精酿啤酒的销量占比仍低，截至 2020 年仅有 0.1%，如果参考美国（13%）、德国（3.8%）的销量占比，我国精酿啤酒尚有 30-100 倍的增长空间；但是如果参考日本（0.3%），则空间似乎仅有 3 倍。哪个国家更适合作为参考标杆？精酿在销量的占比，应当充分考虑即饮啤酒的占比。精酿啤酒追求新鲜、小众、多元化、个性化等特点，先天就不适合工业拉格式的大厂批量生产销售，在非即饮渠道占比较多的市场处于明显劣势。而中日美德 4 国中，日本的即饮占比仅为 10.8%，显著低于美国

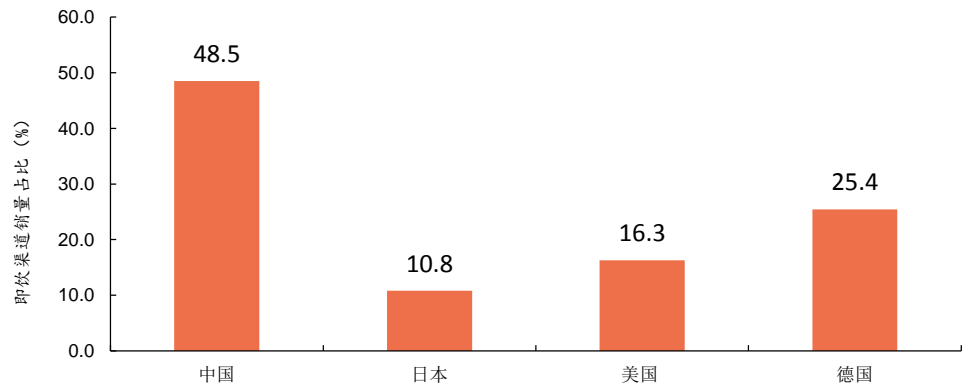
(16.3%)、德国 (25.4%)，更是低于中国 (48.5%)。所以相比日本，美德两国在现饮/非现饮渠道方面更接近中国的消费结构，参考美德两国比例，未来中国精酿销量预计仍有较大提升空间。

图26: 各国精酿啤酒销量占比对比



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

图27: 2020年各国即饮渠道销量占比



资料来源: Euromonitor, 申港证券研究所

### 3. 激荡 30 年复盘：以史为鉴可知兴替 衰落贵族再迎中兴

青岛啤酒自 93 年上市以来，近 30 年历经 4 任领导，每一任都有自己鲜明的风格和经营理念，前事不忘后事之师，复盘历史有助于我们了解今日的青啤是如何形成，刻着怎样的基因，未来将走向何方。

#### 3.1 1994-2001 年：彭作义时代：四方并购 收拾金瓯一片。

彭作义时代是青啤大幅扩张，全国并购的时代。90 年代为中国啤酒行业大发展的黄金期，也是并购的黄金期。1990 年-2001 年间，我国啤酒产量从 699 万吨提高至 2289 万吨，11 年间的复合增速达 11.83%，在此期间由于二氧化碳充气及玻璃瓶回瓶问题，啤酒的销售半径只有约 150 公里，全国各地因此孕育了大批的中小啤酒厂，为大范围并购提供了大量的可选标的企业。青啤作为百年啤酒品牌，以及 93 年即首家上市的啤酒企业，通过 A+H 股募集了 16 亿资金，具有很大的管理

优势、品牌优势、资本优势。为了迅速占领外地区域，青啤选择积极在异地并购当地中小型啤酒厂。在 1996 年彭作义上任后，并购进程显著提速。青啤先后并购了扬州、汉斯、日照、北海、花王、平原、兴凯湖、荣成东方、南极洲、皇妹、应城、上海、金波、滕州、大江等四十余家啤酒厂，其中尤以北京三环、五星、南宁万泰三家酒厂规模为重，仅上述 3 家即为青啤新增 65 万吨以上的啤酒产能。

**表2：彭作义时代青啤积极并购扩产**

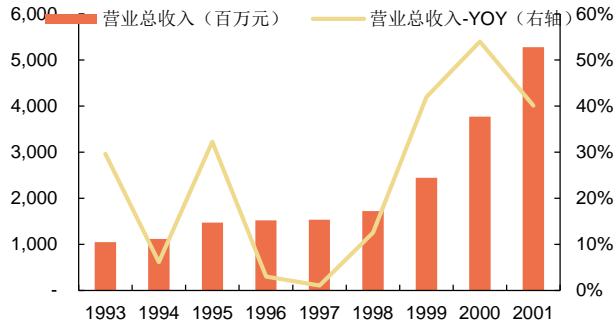
时间	青岛啤酒并购及扩产事件
1994	跨地区收购扬州啤酒厂
1995	与汉斯啤酒合资成立青啤西安，控股 55%。与捷成中国合资成立蓝妹啤酒
1996	与香港兆鹏合资设立深圳青啤
1997	出资 955 万收购日照啤酒厂，该厂啤酒年产能 3 万吨 兼并山东平度市的北海啤酒厂，该厂年产能 6 万吨 日本朝日啤酒、伊藤忠商事、住金物产参股深圳青啤
1998	收购山东花王啤酒，年产能 3 万吨 收购平原县啤酒厂，年产能 3 万吨 兼并鸡西兴凯湖，年产能 6 万吨
1999	通过承债式债转股，收购荣成东方啤酒厂，年产能 3.5 万吨 收购南极洲集团啤酒业务，年产能 6 万吨 收购广东珠海皇妹啤酒业务 60% 股权，该公司年产能 5 万吨 全资收购湖北应城啤酒厂，该厂年产能 2 万吨 受让上海啤酒相关资产，该厂年产能 6 万吨 与加拿大 EVG 合资设立青啤三水并控股 75%，年产能 5 万吨 收购滕州啤酒，年产能 5 万吨 出资参与收购徐州金波啤酒厂，持股约 60%，年产能 5 万吨 承债式收购芜湖大江啤酒，年产能 10 万吨 与中铁合资设立青啤郴州，控股 70% 参与收购潍坊啤酒并控股 70%，年产能 5 万吨
2000	全资收购徐州汇福啤酒 收购廊坊啤酒厂 收购鞍山公司啤酒业务并控股 60% 收购嘉士伯上海嘉酿 75% 股权，年产能 10 万吨 收购北京五星啤酒合计 62.64% 股权，年产能 20 万吨 收购北京三环啤酒 54% 股权，年产能 20 万吨 收购重庆垫江啤酒厂，年产能 5 万吨 收购山东卢堡啤酒，年产能 13 万吨 收购黑龙江龙泉啤酒并成立密山公司，年产能 5 万吨 收购浙江海尔波酒业并成立台州公司，年产能 5 万吨 收购斗门南星公司并成立青啤斗门麦芽公司以生产标准大麦、半成品及麦芽等 收购哈尔滨金都啤酒和黑龙江玉泉啤酒，成立哈尔滨公司，年产能合计 6 万吨 投资并控股泸州公司 55% 股权，年产能 3 万吨 用 2961 万应收账款，从集团置换新崂山啤酒厂，扩大产能 15 万吨
2001	收购天门公司，年产能 3 万吨 收购南宁万泰，年产能 25 万吨

资料来源：公司年报、半年报，申港证券研究所

注：因年代久远，2000 年以前个别年份数据披露不完整，因此指标对比的时间区间有调整

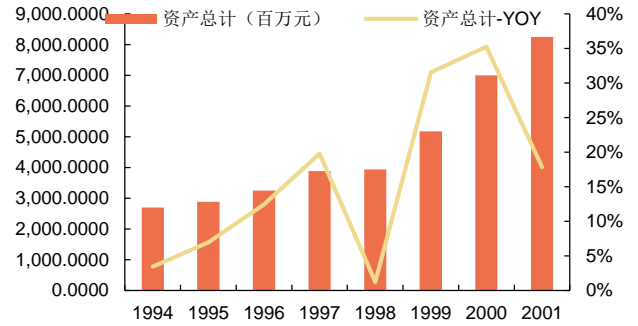
**通过跨越式的全国并购，青啤高歌猛进，营收、总资产均大幅增长：**公司营收由 1992 年上市前的 8.09 亿元增至 2001 年的 52.77 亿，9 年间营收年化复合增速达到 23.16%。同期公司的资产总额也随之高速增长，从 26.98 亿元增至 82.44 亿元。

图28: 并购扩张带来公司营收的高速增长



资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

图29: 并购扩张时代公司总资产高速增长

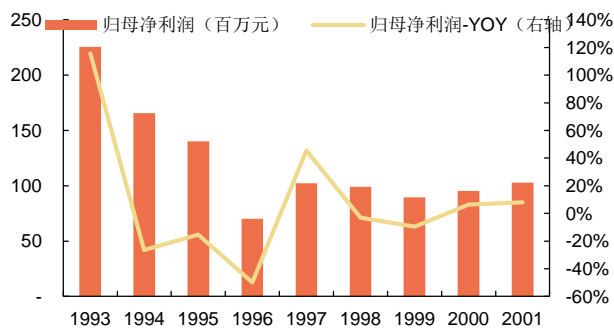


资料来源: 公司公告, Wind, 申港证券研究所

但是, 此阶段的收入增长并未给股东创造相匹配的回报。公司 ROE 从 1994 年的 8.67% 下滑至 2001 年的 3.96%。具体拆分为: (1) 虽然公司的周转率效率和杠杆水平都有所增加: 总资产周转率由 0.41 倍提高至 0.64 倍, 权益乘数由 1.38 提高至 2.78 倍, 均实现了较高效的利用。(2) 但关键指标净利率的大幅下行, 拖累了整体业绩。公司同期的归母净利润率由 14.89% 下滑至 1.95%。(3) 销售费用和管理费用的大幅增长是本阶段净利率下滑的主因: 自 1993 年至 2001 年, 公司销售费用率由 2.66% 提高至 16.97%, 增加了 14.3pct, 管理费用率由 3.33% 提高至 9.18%, 增加了 5.9pct。

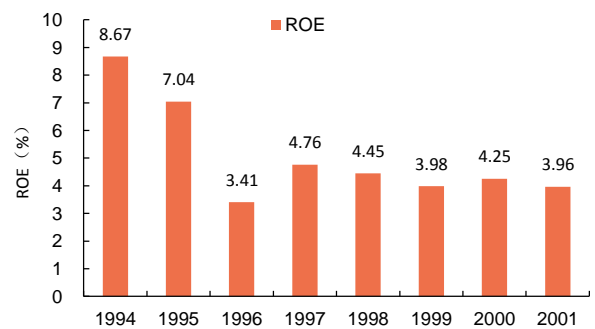
- ◆ 公司的东北、华东等区域市场受限于毛销差下滑, 拖累公司业绩。当地市场竞争加剧, 产品价格走低, 但是促销费用却难以降低, 该地部分子公司出现了较大的亏损。
- ◆ 部分大城市子公司的业绩较弱。北京三环、兴凯湖两个收购的啤酒厂在 2001 年分别亏损 3590 和 1716 万元, 对公司业绩形成拖累。此外, 华东销售公司同期亏损 3573 万元。
- ◆ 因短期内大量并购, 对公司的人才建设形成了较大的压力, 公司需要向 40 余家并购标的公司派驻管理人员, 无形之中对公司的人才及管理费用均增加了成本。

图30: 扩张时代青啤的归母净利润变化情况



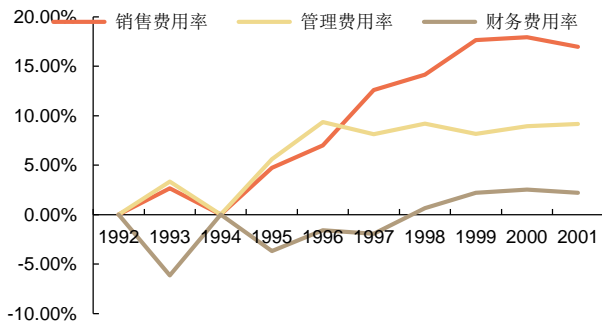
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图31: 扩张时代公司 ROE 情况



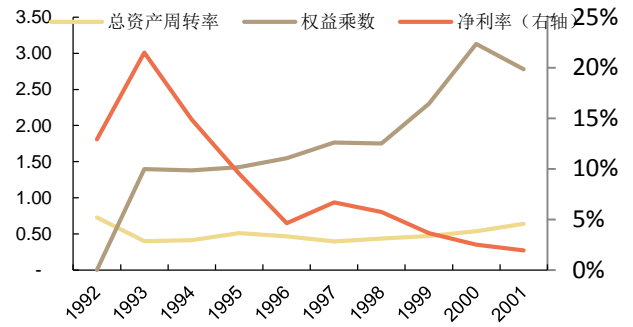
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图32: 青啤在扩张时代的各项期间费用率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

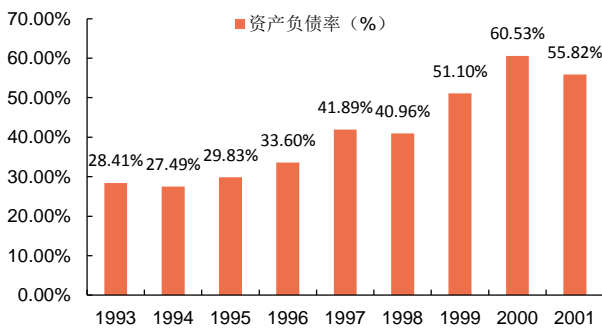
图33: 扩张时代公司 ROE 的杜邦拆分



资料来源: Wind, 申港证券研究所

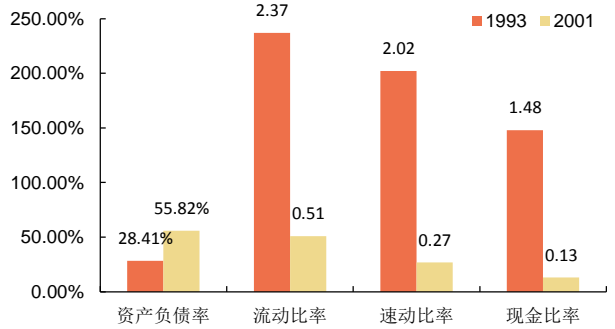
这一阶段的大力扩张,也让青啤的资本结构和偿债能力均有所削弱。1993 年的成功上市,在当年令青啤资产负债低至 28.4%,经过 8 年扩张,至 2021 年提高至 55.82%。与此同时,流动比率由 2.37 下降至 0.51,速动比率由 2.02 下降至 0.27,现金比率由 1.48 下降至 0.13。公司收入利润增速也在股价有所反应。1994-2001 年,青啤股价虽然有过上下波动,但最终涨幅仅定格在 7%。

图34: 并购扩张也使得公司负债率逐渐走高



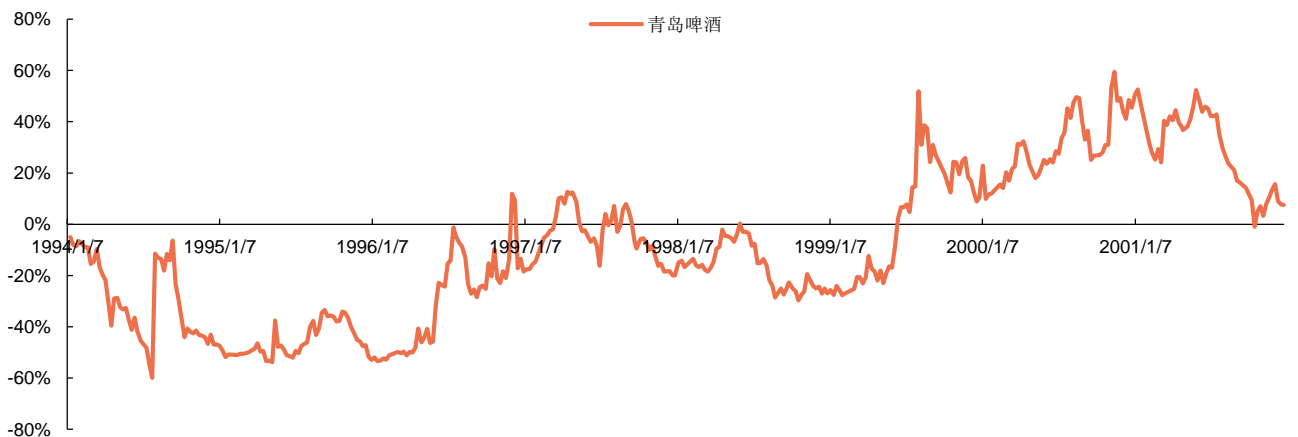
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图35: 扩张时代青啤的资本结构及偿债能力有所削弱



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图36: 彭作义时代公司股价变化 (1994-2001)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

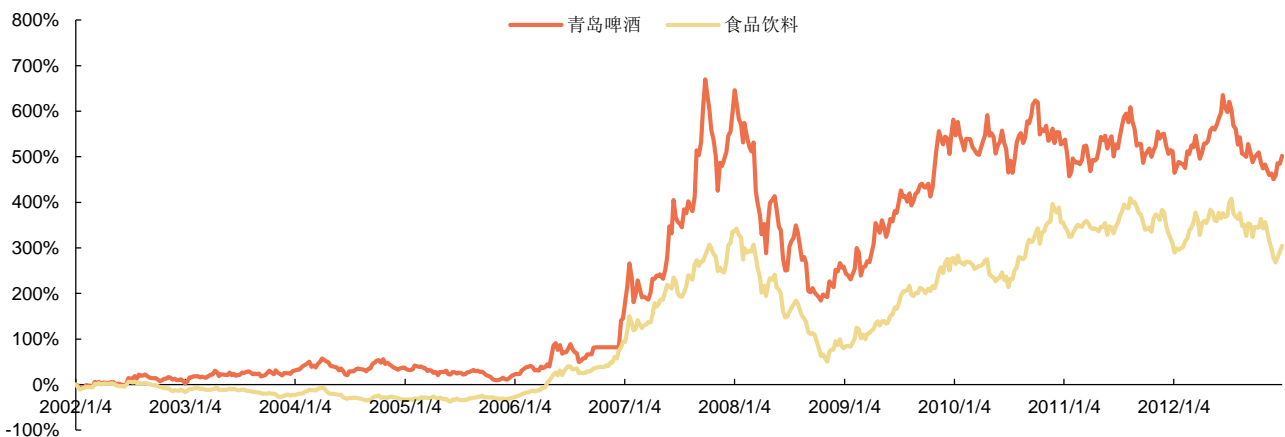
在彭作义时代,青啤由一家地方性啤酒走向全国。啤酒行业的发展初期即面临较为激烈的竞争格局:80 年代,青啤老对手燕京啤酒发轫于北京,并率先打破国营烟酒公司统购包销的模式,把销售渠道打通全国,在 94 年一度达到全国销量第二。海外啤酒巨头也对蓬勃发展的中国市场虎视眈眈。面对“前有狼(外资啤酒巨头),

后有虎（燕京等同业），中间一群小老鼠（青啤的基地市场山东省内的众多中小啤酒厂）”的激烈竞争，彭作义决定优先兼并中小竞争对手。在 90 年代我国啤酒跑马圈地的时代，青啤利用抢先上市带来的资本优势迅速扩张、大范围收并购，至 2001 年已在国内 17 个省市拥有了 46 个啤酒生产厂，总产能达到 380 万吨，当年产销量 251 万吨，占全国的 11.04%，形成辐射国内经济发达地区的生产和销售布局，帮助青啤从地方性啤酒企业成长为全国性啤酒龙头。

### 3.2 2002-2012 年：金志国时代：提质增效创收益 品牌整合慢一步

我们将 2002-2012 年归纳为青啤的金志国时代。在这一阶段，国内啤酒产量仍在持续增长，但增速略有放缓，由 2002 年的 2402 万吨增长至 2012 年的 4779 万吨，CAGR 为 7.12%。同期青啤销量由 298.7 万吨增长至 790 万吨，CAGR 为 10.21%，青啤销量的增速高于行业增速，在行业的销量占比由 12.44% 提高至 16.53%。在金志国时代，青啤转变发展动能，减少对外并购，开始启动品牌整合并积极引入外部战略投资者；在品牌打造和渠道建设方面形成一定积累，大幅提高了公司的盈利水平。因此，金志国时代青啤股价上涨了 5 倍，且持续跑赢食品饮料指数。

图37：金志国时代公司股价（2002-2012）



资料来源：Wind，申港证券研究所

#### 增长动能改变：由对外并购改为内生挖掘。

2001 年彭作义英年早逝，金志国接棒总经理，并于 2008 年当选公司董事长。这一时代的青啤对外并购的步伐有所放缓，对内涵式发展有所侧重，在 2009 年报的新年展望中首提内涵式增长+外延式扩张的“双轮驱动”发展模式，并把工作重点转向内部系统整合，提高现有产能的利用率，并在扩张中采用现有工厂产能扩建、受让母公司（青啤集团）资产及收购关联方少数股东权益等为主的模式。

表3：金志国时代青啤并购次数显著减少

年份	青岛啤酒并购及扩产事件
2002	通过第三方收购厦门银城啤酒（降低收购成本的目的），年产能 15 万吨。
2003	投资设立长沙公司，年产能 20 万吨。受让福州公司、廊坊公司、西安公司等项目其他股东的部分股权。
2004	从其他股东手中受让泸州公司、南宁公司股权，增资农垦啤酒。从集团收购漳州公司。
2005	出售安丘公司与安丘国资，年产能 5 万吨。
2006	在济南新建 40 万吨产能生产基地，其中一期项目 20 万吨。
2007	无
2008	收购其他股东持有的烟台啤酒 39% 股权。受让集团持有的本公司 22 家控股子公司的少数股权。

年份	青岛啤酒并购及扩产事件
2009	收购郴州公司 11.2% 股权的少数股东权益。受让朝日饮品 60% 股权。
2010	收购嘉禾啤酒，年产能 18 万吨。收购山东银麦啤酒，
2011	收购杭州紫金滩酒业 80% 股权，年产能 20 万吨。收购韶关活力啤酒。

资料来源：公司公告，Wind，申港证券研究所

### 加强研发，提高产品品质，技术实力领先。

- ◆ 公司“青岛啤酒风味物质图谱技术的开发应用”项目获得了 2002 年度国家科技进步二等奖，是国内啤酒企业首度获奖，更重要的是推动了公司技术进步，对青岛啤酒的异地生产和新产品开发中保持原有的特定风味起到了重要作用。
- ◆ 公司承担的“纯生啤酒稳定性的综合研究与应用”等 6 个项目亦被列为 2002 年度国家重点技术创新项目并获国家财政拨款支持。
- ◆ 2003 年，公司率先通过 HACCP 国际食品安全控制体系认证，成为国内啤酒行业唯一通过质量、环保、安卫和食品安全四套体系国际认证并拥有国家级技术研发中心的啤酒企业。
- ◆ 2006 年，公司科研成果《啤酒高效低耗酿造技术的开发与应用》获得 2006 年“国家科技进步二等奖”，该技术不仅可以降低啤酒生产过程中的水耗、煤耗、蒸汽等资源消耗，同时也可以缩短发酵周期，是啤酒行业一次突破性的创新，对扩大公司产能、降低能耗等将发挥积极的推动作用。

### 引入外资，学习海外啤酒巨头的先进经验

- ◆ 2002 年 10 月，公司与当时的世界最大啤酒生产商安海斯-布希（“AB 公司”）签署战略投资协议，分 3 批定向发行合计 14.16 亿港元的强制可转债，至 2005 年，AB 公司对青啤持股增至 20%，成为公司实际上第二大股东（公司大股东为青岛市国资委，持股 30.6%；二股东为香港中央结算代理人公司，持股 22.5%）。
- ◆ 引进 AB 公司的先进管理方法和模式，提高工艺的标准化水平，提高口味一致性；提高糖化工艺的利用效率，在不增加固定资产投资的前提下提升糖化产能。
- ◆ 与 AB 公司成立“最佳实践交流小组”，推进公司工艺技术、系统效率、企业管理等领域的提高。
- ◆ 2009 年 1 月，公司第二大股东 AB 公司将持有的 27% 的公司股份中 19.99% 出售给 Asahi Breweries（朝日啤酒），朝日啤酒成为公司第二大股东。同年 5 月，AB 将剩余 7.1% 股份出售给陈发树。

### 持续调整品牌矩阵，高中低档并举的产品结构策略。

- ◆ 2003 年：1+3 品牌模式，其中：主品牌青岛销量已经达到 106 万吨，第二品牌为崂山、汉斯、山水 3 个，当年公司前四大品牌的销量占总销量的 53%。至 07 年，公司 1+3 品牌销量占比提高至 76%，至 08 年提高至 94%。
- ◆ 维持高中低档并举的战略，并根据中国消费水平提升，加大中高端市场销量。加大纯生啤酒等高端品种的销量占比，提升整体盈利能力。
- ◆ 2010 年，推出高端品质奥古特、逸品纯生等，市场反响良好。当年纯生、听装、小瓶等高端品质增长 26%，公司毛利率提升 0.6pct 至 35.2%。青啤品牌价值提

升至 426 亿元，蝉联行业首位。

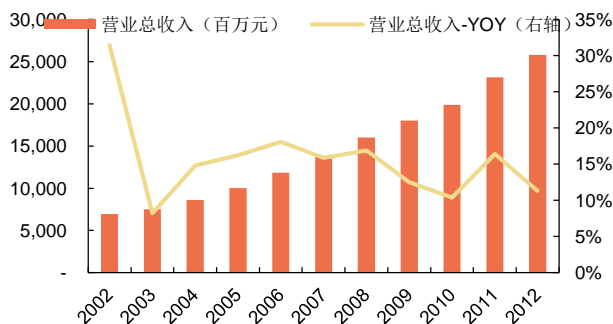
**品牌营销：提高品牌曝光度**

- ◆ 2005 年公司成为 08 北京奥运会赞助商，并冠名《梦想中国》大型电视活动，利用奥运会和《梦想中国》宣传公司“激情成就梦想”的品牌主张，进一步提升品牌知名度和美誉度，保持着“最受国内外消费者喜欢的中国啤酒品牌”地位。
- ◆ 2006 年开展“青岛啤酒-我是冠军”、“奥运全国行”等大篷车路演活动，利用奥运主题的热度和契机提升青啤品牌的影响力。蝉联世界品牌实验室“中国 500 强最具价值品牌”中啤酒品牌第一名。
- ◆ 2007 年深入开展了“激情欢动，奥运同行”为主题的奥运营销活动，通过“青岛啤酒-倾国倾城”和“青岛啤酒-我是冠军”等营销活动，有力推动了公司奥运营销战略的实施，提升了品牌影响力和美誉度。
- ◆ 2008 年与美国 NBA 成功实现战略合作，策划实施了青岛啤酒“炫舞激情”NBA 啦啦队选拔赛等推广活动，扩大了青岛啤酒品牌的影响力。
- ◆ 2011 年举办青岛啤酒“炫舞激情”啦啦队选拔赛，并成功签约出征 2012 年伦敦奥运会的中国体育“冠军之队”以及美国 NBA “热火队”，提升了品牌形象和产品竞争力。

**渠道：形成大客户+微观运营的市场开拓模式。**通过推进“大客户+微观运营”的营销模式，坚持打造区域基地市场，持续强化和深入销售网络，并加大市场开发力度，实现了山东、陕西等基地市场的持续增长，市场占有率稳步提升；提高对终端客户的掌控能力，加深和经销商的关系，培育战略性经销商，提升区域市场的分销能力。

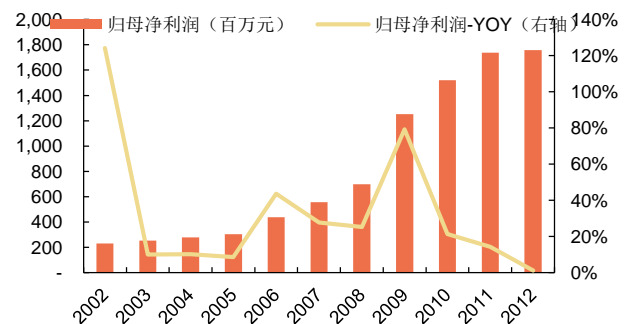
金志国时代公司营收增长的步伐较前一阶段虽然略有降低，但是仍保持了较强的成长性，2002-2012 年的营收由 52.8 亿元增加至 257.8 亿元，10 年间复合增速为 14.03%。**盈利能力更是大幅提升**，同期归母净利润由 2.31 亿元大幅提高至 17.59 亿元，10 年间复合增速达到 22.53%，ROE 由 7.76%提高至 14.92%，为股东创造回报的能力大幅提升。

**图38：2002-2012 年金志国时代公司营收**



资料来源：Wind，申港证券研究所

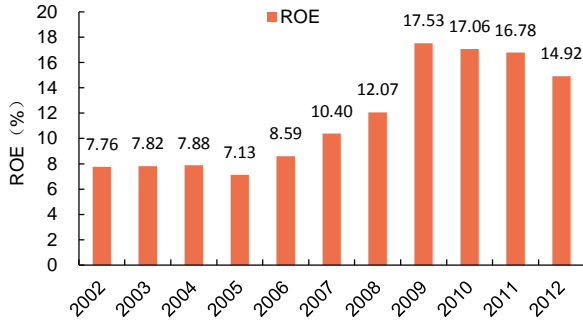
**图39：品牌整合阶段青啤的归母净利润变化情况**



资料来源：Wind，申港证券研究所

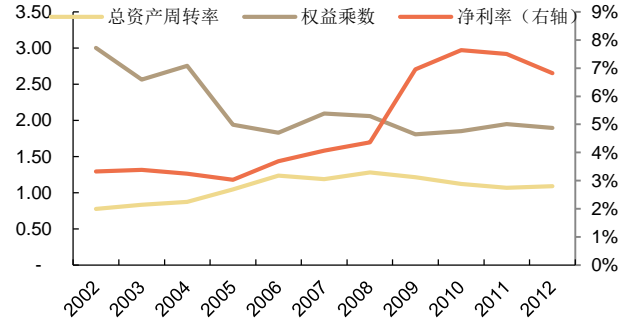


图40: 品牌整合时代公司 ROE 情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

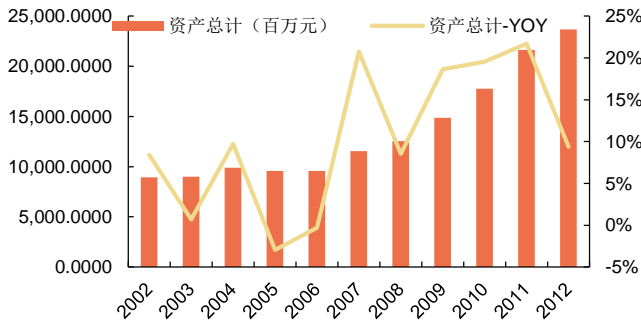
图41: 金志国时代公司 ROE 的杜邦拆分



资料来源: Wind, 申港证券研究所

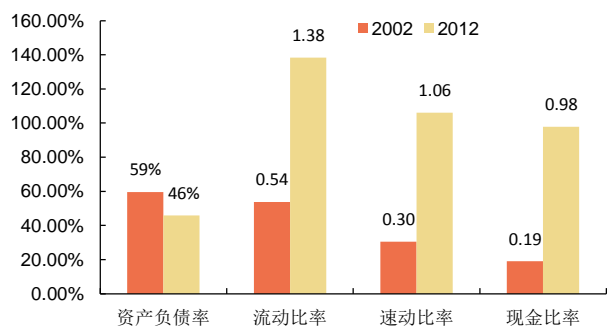
因公司由外延式增长逐步向外延+内生增长“双轮驱动”模式的转变, 公司的资产规模增速有所放缓, 10 年 CAGR 降低至 10.22%, 但公司资本结构因此也得以优化, 资产负债率降低至 45.97%, 在资产规模扩充的同时下降了 13.51pct; 公司的流动性比率等指标也大幅改善, 流动比率、速动比率分别达到 1.38、1.06, 均高于 1。

图42: 并购扩张时代公司总资产变化情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图43: 品牌整合阶段青啤资本结构及偿债能力有所改善



资料来源: Wind, 申港证券研究所

在这一阶段, 青啤的主要竞争对手为华润啤酒。华润啤酒为华润集团子公司华润创业与国际啤酒巨头 SAB Miller 于 1994 年共同创立的合资企业, 其中华润持股 51%, SAB 持股 49%。中外强强联合的股东背景不仅为华润啤酒提供了充足的资本支持, 更为其提供了丰富的资本运作经验和先进的啤酒企业管理水平。华润啤酒在 1995-2008 年间收购四川亚太、峨眉、沈阳啤酒、北京啤酒、四川蓝剑等超过 40 家啤酒厂, 使得华润在 2006 年起啤酒销量超过青啤, 成为中国销量最多的啤酒企业, 直至今日。

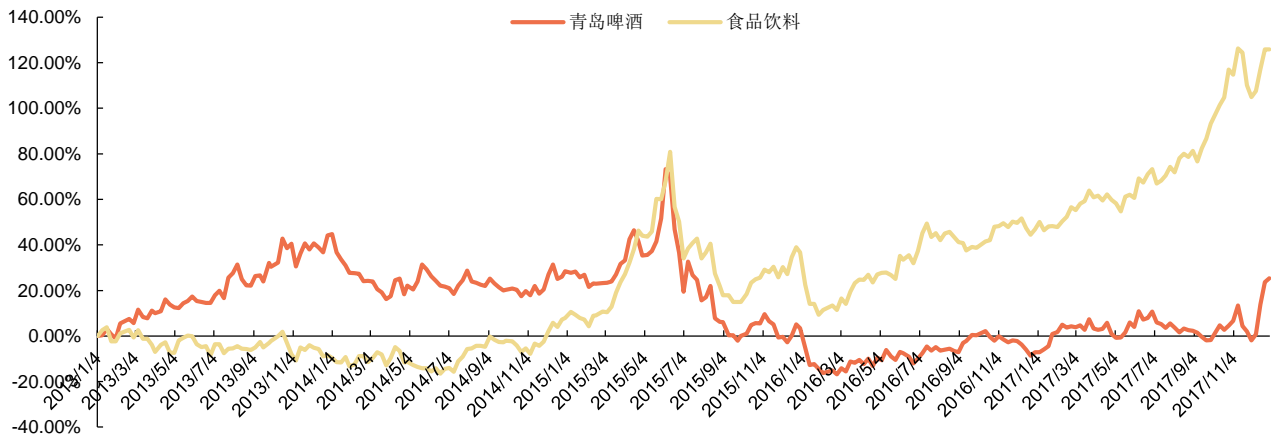
对比华润我们可以看到, 在金志国时代, 青啤放慢了并购扩张的步伐, 虽然令公司的财务盈利能力、资本结构、偿债能力等方面的财务指标大为改善, 但是也错失了啤酒行业并购大发展的最后一段窗口期, 青啤痛失销量第一的宝座。

相比华润而言, 青啤的另一处令人惋惜之处在于对并购品牌的难以割舍, 公司对旗下品牌策略经历了 2003 年的“1+3”到 2011 年的“1+3+N”, 2014 年精简为“1+1+N”, 2015 年进一步精简为“1+1”, 再到 2018 年提出聚焦青岛主品牌。品牌策略的反复变化降低了青岛主品牌的曝光度, 造成了营销资源和生产资源的浪费, 使青岛主品牌痛失发展的黄金阶段。

### 3.3 2012-2017 年 孙明波时代：“稳增长，调结构” 应对行业低速增长“新常态”

孙明波时代，公司面对啤酒行业产销量由增到减，行业增长动能转变的时期，公司平稳过渡进入新常态，但业绩增长速度有所放缓。2012年6月，孙明波当选青啤董事长。孙明波先生曾担任青啤一厂副厂长、总工程师，青啤总经理助理、总工程师、副总裁、营销总裁等职务，在金志国任期内就担任青啤总裁。在2013-2017年孙明波任内，青啤实现超过行业的增长速度。2013年中国啤酒产量到达历史顶峰后，次年即开始下滑。2013-2017年，中国啤酒产量由4983万吨下滑至4401万吨，CAGR为-3.06%。同期，青啤销量由450万吨增长至797万吨，CAGR为15.36%，远高于行业水平。但是公司在此阶段过于关注销量的增长，而对高端化的投入力度、方法相比同业领先的公司而言，均有所不足，在此阶段公司的营收/利润增速均有明显下行，2013-2017年间，青啤股价先是超越食品饮料指数，但自2015年6月以后持续跑输食品饮料指数，是青啤唯一的一段股价涨幅持续低于行业指数的阶段。

图44：孙明波时代公司股价（2013-2017）



资料来源：Wind, 申港证券研究所

#### 产能扩张与调整：“双轮驱动”继续实施

- ◆ 2013年，青啤与三得利（中国）在华东市场的整合正式展开，于当年年末签订了收购嘉禾啤酒50%股权的框架协议，并成功实现与张家口新钟楼啤酒的合作，在张家口启动新建20万千升啤酒厂项目，使公司在华北市场竞争优势进一步提升。
- ◆ 2014年，公司收购了山东绿兰莎啤酒有限公司55%的股权，使公司在山东基地市场的份额和竞争优势进一步加强；完成了青啤三厂、菏泽公司、甘肃公司等多个迁建和改扩建工程。
- ◆ 2015年开始，压缩新建产能投资规模，向市场消费升级的新特产品、易拉罐产品等高附加值产品倾斜

#### 品牌战略：删繁就简 重新出发

- ◆ 2014年，公司将品牌策略由“1+4”调整为“1+1+N”，即青岛啤酒主品牌+全国性第二品牌崂山啤酒+汉斯、山水、银麦等区域品牌，把原属于第二品牌的汉

斯、山水、银麦下放至“N”。

- ◆ 2015 年，品牌策略进一步精简为“1+1”，实施“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略。

#### 营销策略：四位一体 打造品牌

- ◆ 继续积极开展体育营销和市场推广，2014 年公司结合世界杯足球赛的举办，研发并推出青岛啤酒足球罐及足球纪念铝瓶套装等新产品，通过全国主题促销、新媒体互动传播等方式，打造立体化的世界杯消费体验，取得了较好的市场效果。公司第二品牌崂山啤酒也已正式成为 CBA 官方合作伙伴。
- ◆ 2015 年，公司围绕“畅享欢聚时刻”品牌主张，结合亚冠联赛、CBA 联赛、炫舞激情啦啦队、海上啤酒节以及“因乐而生”等体育和音乐赛事开展大型营销活动，以主题促销、媒体互动传播、现场体验相结合等方式，拉动消费者需求，提升了青岛啤酒在年轻消费群体中的认可和喜好度。
- ◆ 围绕市场进入、消费者触达、消费场景营造、消费频次四个战略主题实施品牌传播和营销，打造提升青岛啤酒高端品牌形象。

#### 渠道与市场策略：深耕山东 全国发力

- ◆ 深化和推广“大客户+微观运营”的营销模式。一方面继续巩固和加强山东、陕西等省份，精耕细作基地市场，并带动周边区域市场的销量。另一方面公司聚焦资源，加大成长性市场的开发、整合力度，持续推进省级基地市场及工厂所在地基地市场建设，发挥区域协同效应，有效提升产能利用率，并带动产品结构的升级。建立覆盖全国主要市场的销售网络，截至 16 年，共拥有 15,924 家经销商。
- ◆ 2014 年起，布局线上渠道，电商发展领跑行业，率先上线天猫旗舰店，并相继在京东、1 号店、亚马逊等建立了官方旗舰店；上线微信商城，成为了首家跨入移动购物领域的中国啤酒企业。逐步形成了官方旗舰店+官方商城+网上零售商+分销专营店的立体化电子商务渠道体系。
- ◆ 2015 年，上线“青啤快购”APP，实现“动动手指、啤酒送到家”，成为啤酒行业首家 O2O 平台。
- ◆ 16 年提出发展沿海、沿黄河流域市场，推进省级基地及工厂所在地基地市场建设，17 年进一步概括为“一横一纵”战略市场布局。

#### 产品策略：顺应趋势 持续推新

- ◆ 着眼啤酒产品多元化、高端化和个性化趋势，创新酿造工艺、口味和包装，培育研发新产品。
- ◆ 推出鸿运当头、经典 1903、全麦白啤、炫奇果啤、枣味黑啤、5L 原浆啤酒等产品，获得了市场好评，引领费升级。

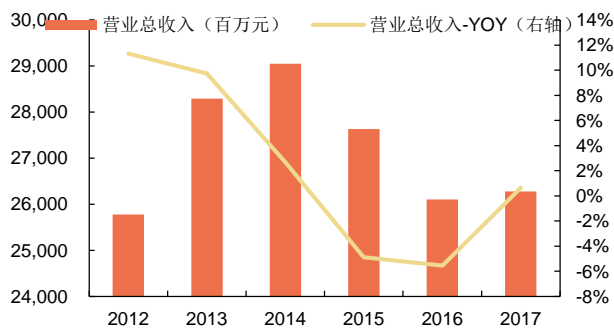
**整体评价：**孙明波时代的青啤恰逢中国啤酒行业特殊的历史时期，其特殊性有以下几个方面：

- ◆ **行业总产能过剩开始凸显。**全国啤酒产量自 2013 年到达顶峰后开始持续下滑，结束了连续 24 年的增长阶段，各家啤酒巨头也从积极扩产能转向优化产能分布，去除过剩产能的阶段，2015 年重啤关停工厂成为行业守家启动去产能的巨头。
- ◆ **并购退潮，强强联合。**前一阶段全国范围轰轰烈烈的啤酒企业并购大潮逐步退去，并购的主流模式也由大企业兼并/承债式收购/控股地方中小啤酒厂，转向大型啤酒企业之间的战略性并购，代表性案例如 2013 年华润收购金威啤酒、2015 年青啤收购绿兰莎啤酒 55% 股权及其营销网络等。
- ◆ **外资入主，群雄逐鹿。**外资啤酒巨头对中国啤酒行业的资本运作显著增加，频繁参股、收购国内啤酒资产，如：华润啤酒 2013 年收购金威啤酒，2016 年引入 SAB Miller 对旗下华润雪花持股；百威啤酒 2013 年收购亚洲啤酒，2014 年收购金士百啤酒、大富豪啤酒，2016 年收购珠江啤酒 30% 股权，收购拳击猫精酿啤酒。尤其值得关注的是嘉士伯入主重啤后一系列大刀阔斧的资本运作：嘉士伯在 2013 年增持重啤股份至 60%，成为控股股东，并在随后 6 年内迅速收购大量国内啤酒行业优质资产，随后整合为 A、B 资产包（A 包主要为新疆乌苏、宁夏西夏嘉酿，B 包主要为嘉士伯中国、昆明华狮啤酒）等，一并注入重啤，短时间内迅速壮大了重啤的品牌矩阵、基地市场、销售渠道等。

在孙明波时代，公司整体经营成果基本停滞不前：

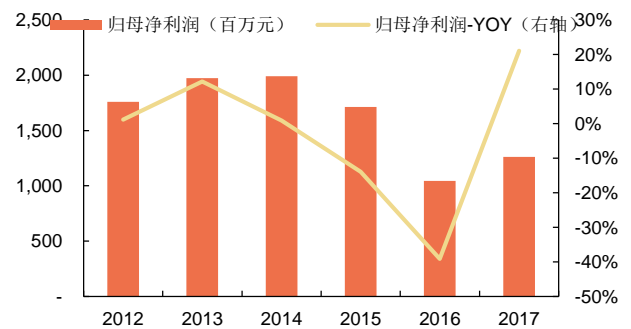
- ◆ 2017 年公司销量 797 万吨，2012-2017 年间 CAGR 仅 0.18%，基本原地踏步；
- ◆ 2017 年公司营收 262.77 亿元，2012-2017 年间 CAGR 仅为 0.38%；
- ◆ 2017 年归母净利润 12.63 亿元，CAGR-5.61% 不升反降。
- ◆ 2017 年资产总额达到 309.74 亿元，CAGR5.53%，资产负债率略降 3.4pct 至 42.6%。

图45：过渡调整阶段公司营收原地踏步



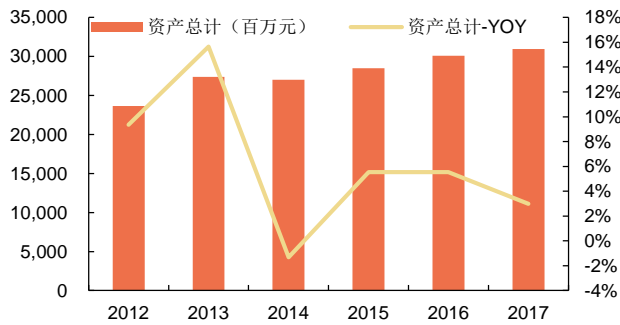
资料来源：Wind，申港证券研究所

图46：过渡调整阶段青啤的归母净利润未能增长



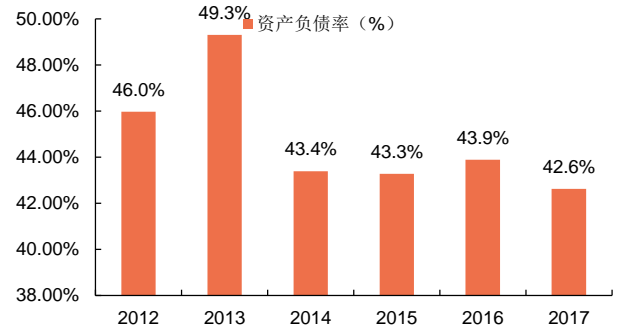
资料来源：Wind，申港证券研究所

图47: 过渡调整阶段公司总资产略有增长



资料来源: Wind, 申港证券研究所

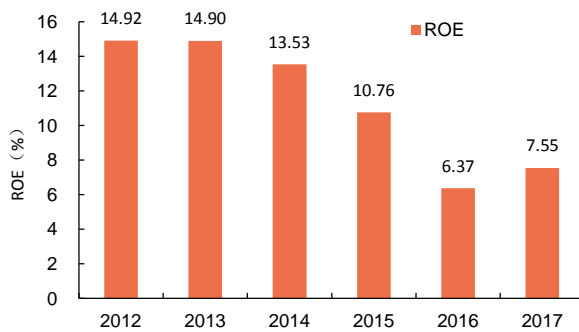
图48: 过渡调整阶段公司资产负债率有所下降



资料来源: Wind, 申港证券研究所

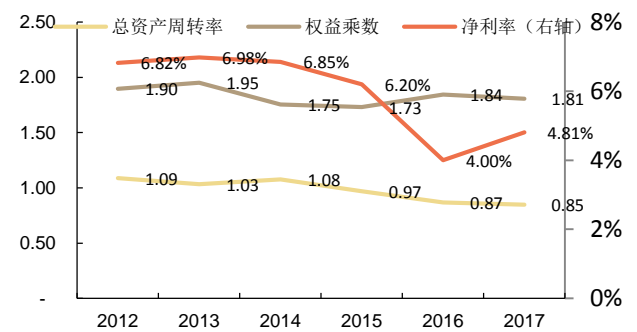
该阶段，青啤为股东创造收益的能力有所下滑，2012-2017 年公司 ROE 由 14.92% 下滑至 7.55%，基本由优秀公司下滑至平庸公司的水平。从杜邦拆分来看，公司的 ROE 下滑来自利润率、周转率、杠杆水平的全面下滑，其中利润率下滑最多。同期公司净利率由 6.82% 下降至 4.81%。此外，总资产周转率也下滑 0.22，权益乘数下滑 0.09 倍。

图49: 过渡调整阶段公司 ROE 下滑



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图50: 过渡调整阶段公司 ROE 的杜邦拆分

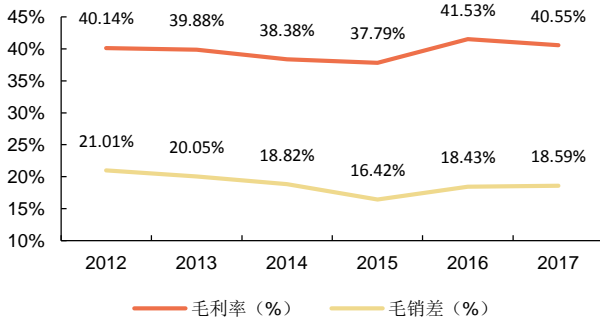


资料来源: Wind, 申港证券研究所

在该阶段，较高的销售费用增加拖累了青啤的盈利能力。盈利能力方面，公司毛利率在对应期间没有显著改变，在波动中维持在 40% 左右的水平，期间费用中，管理费用率基本平稳，财务费用率稳中有降，达到 -1.41%，但是销售费用增长拖累了盈利水平。2012-2017 年，公司销售费用率由 19.13% 上升至 21.95%，受此影响，公司毛销差由 21.01% 下滑至 18.59%。

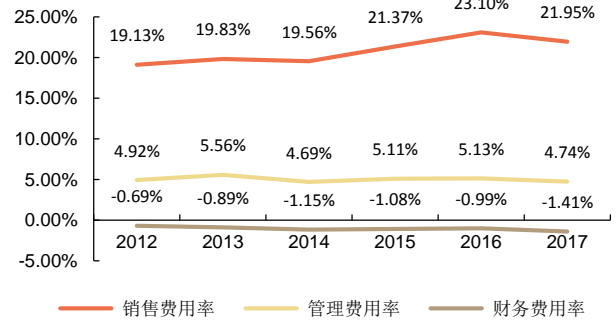
即使是横向对比同业来看，青啤的销售费用也处于过高的水平。以 2017 年为例，青啤啤酒业务的毛利率为 40.64%，虽然低于百威亚太 (51.73%)，但仍高于其他竞争对手 (同期毛利率: 华润 33.7%、燕京 38%、重啤 39.35%)；但是青啤 21.95% 的销售费用对比重啤 (14.65%)、燕京 (13.23%)、华润 (16.58%)、百威 (8.44%)。

图51: 公司毛利率及毛销差



资料来源: Wind, 申港证券研究所

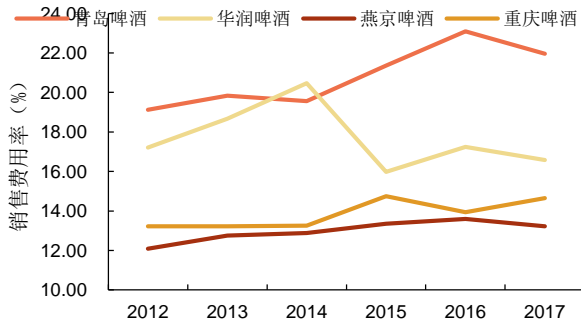
图52: 青啤在过渡调整阶段的期间费用率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

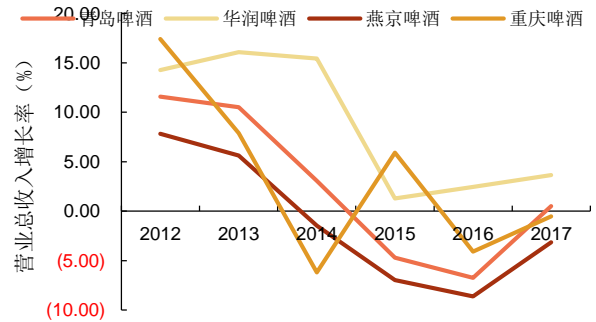
更高的销售费用率是否为青啤带来了更高的销量或营收增速? 并没有。同期对比, 尽管青啤花费了冠绝同业的销售费用率, 但其营收增速基本处于同业平均的水平, 没有任何一年能够超过其主要对手华润啤酒。

图53: 2012-2017 年青啤销售费用率显著高于行业



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图54: 2012-2017 年青啤的营收增速落后于华润



资料来源: Wind, 申港证券研究所

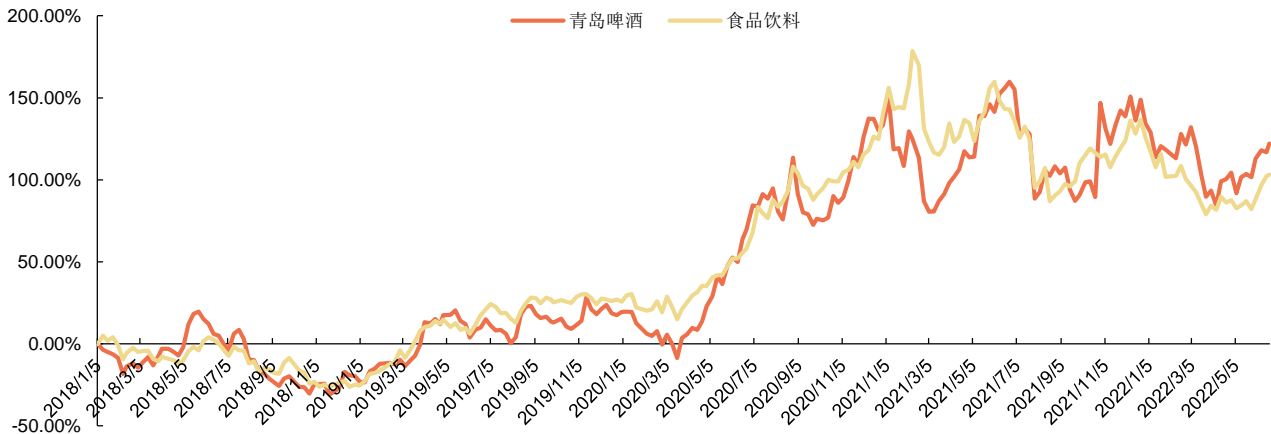
为什么更高的销售费用投入, 没有为青啤带来对应的销售收入回报呢?

我们认为最主要的区别在于二者对收购标的品牌的策略差异。作为中国最大的两家啤酒企业, 二者均收购了大量的地方啤酒品牌和资产, 其中青啤保留了大量地方品牌, 经过十数年时间试错调整, 最终还是选择了主打青岛品牌的模式, 这个过程使浪费了青啤的销售费用投放和生产资源, 也削弱了青岛主品牌的曝光度。而竞争对手华润啤酒自 2002 年以来就坚定主打雪花品牌, 收购其他啤酒厂后迅速将其整合至雪花品牌之下, 将雪花打造成全国知名品牌, 提高了其营销资源的利用效率。

### 3.4 2018 年至今 黄克兴时代: 百年青啤 再迎中兴

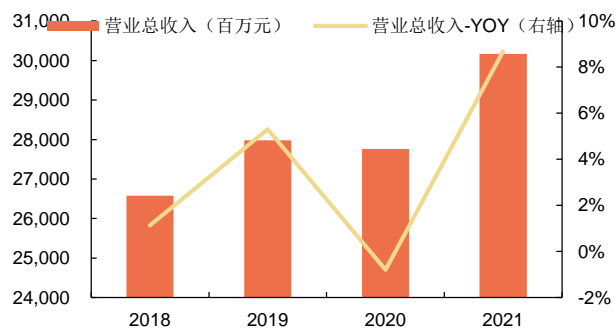
公司董事长黄克兴自 2018 年 5 月 17 日上任以来, 收入利润指标均取得较快增长, 2018-2021 年, 公司实现营收由 265.75 增长至 301.7 亿元, CAGR 为 21.33%, 归母净利润由 14.22 增长至 31.6 亿元, CAGR 为 27.77%。2018-2021 年, 中国啤酒产量由 3812 万吨下滑至 3562 万吨, 在此背景下公司啤酒销量小幅下滑, 由 803 下滑至 793 万吨。自 2018 年至今, 公司股价有所上涨, 但波动基本与食品饮料指数一致。

图55: 黄克兴时代公司股价 (2018 至今)



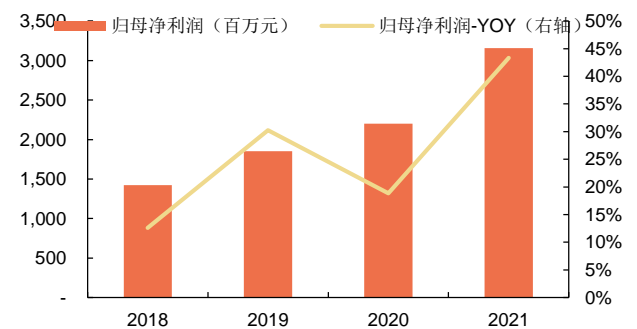
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图56: 2018 年以来公司营收略有增加



资料来源: Wind, 申港证券研究所

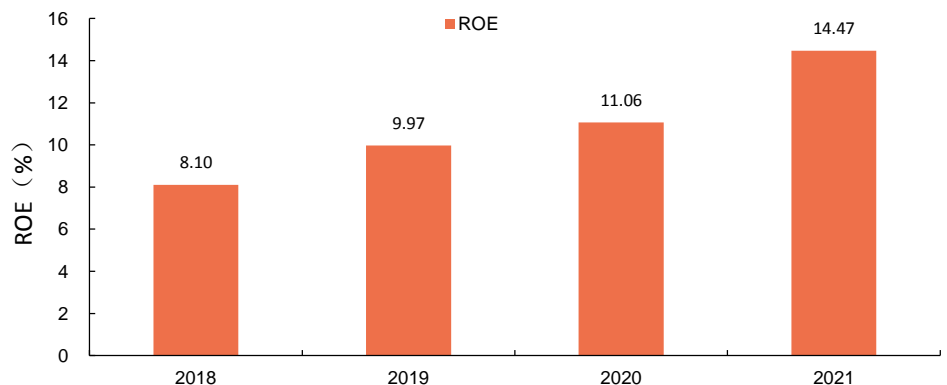
图57: 2018 年以来公司归母净利润高速增长



资料来源: Wind, 申港证券研究所

2018 年以来, 公司的 ROE 逐年增长, 至 21 年达到 14.47%, 为股东创造回报的能力显著提高。同行业对比中, 弱于百威及重啤, 但强于燕京、百威、珠江等公司。

图58: 2018 年以来公司 ROE 情况



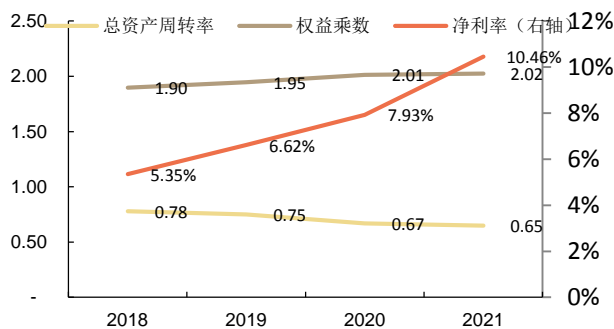
资料来源: Wind, 申港证券研究所

2018-2021 年公司 ROE 的显著提升主要是由于公司净利率的显著上涨。虽然公司总资产周转率 (0.78 下滑至 0.65)、权益乘数 (1.90 微升至 2.02) 均未出现显著改善, 但净利率由 5.35% 上升至 10.46%, 帮助公司 ROE 由 8.1% 提升至 14.47%, 增加约 6.4pct。

净利率的提高首先必须归功于公司销售费用率的大幅降低。2018-2021 年，尽管公司管理费用率微升 0.4pct，财务费用率微升 1pct，但销售费用率降低近了 5pct。从财务指标看，公司近几年净利率、ROE 的提升，几乎全部来自这 5 个百分点销售费用率的降低。

- ◆ 公司销售费用率在彭作义时代由 3.33% 大幅提高至 16.97%，在金志国时代提高至 19.1%，在孙明波时代提高至 21.95%，已经成为影响公司利润水平的主要因素；
- ◆ 黄克兴时代，销售费用率大幅压降 5 个百分点，扭转了此前多年连涨的趋势。
- ◆ 相比国内主要竞争对手而言，青啤也从 2018 年行业最高的销售费用率大幅下滑至行业第三，略高于燕京啤酒的水平。

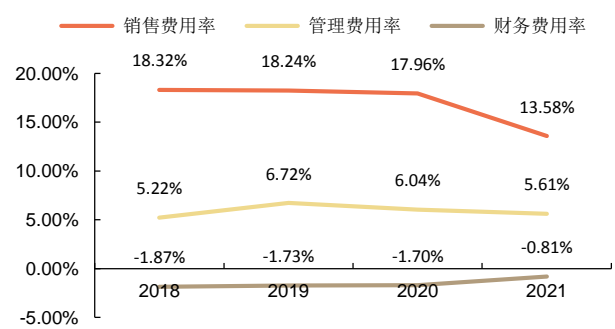
图59：2018 年以来公司 ROE 的杜邦拆分



资料来源：Wind，申港证券研究所

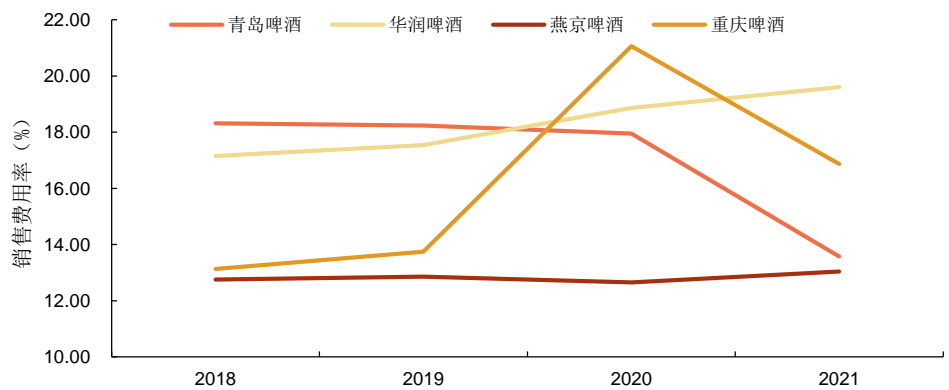
注：2018 年因财务会计执行新收入准则，原计入销售费用的市场助销投入调整冲减营业收入，至当期销售费用率同比降低较多，但并未影响本部分分析，下同。

图60：2018 年以来公司的各项期间费用率



资料来源：Wind，申港证券研究所

图61：2018 年以后各啤酒公司销售费用率



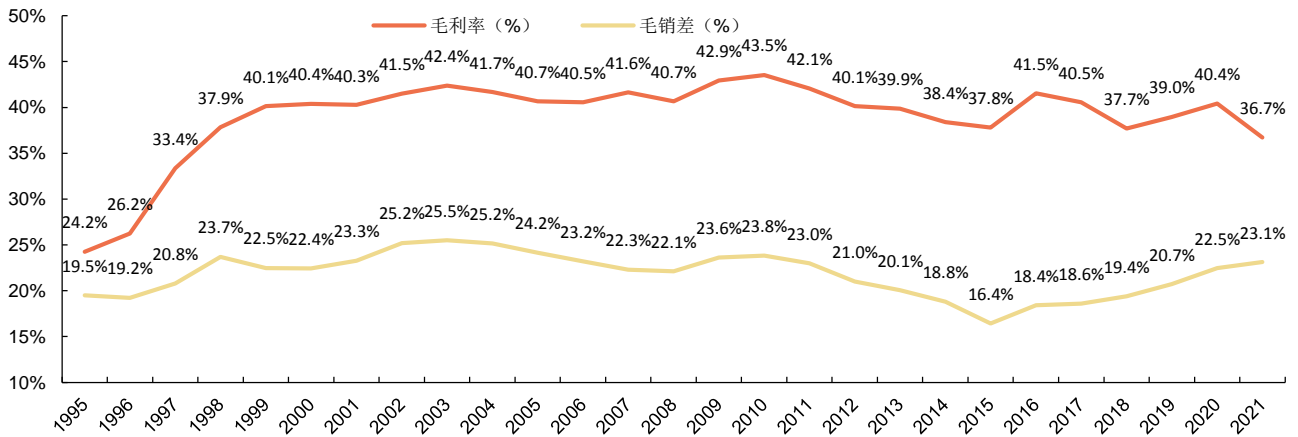
资料来源：Wind，申港证券研究所

### 销售费用率的降低是否影响了公司产品销售呢？

并没有。从收入利润等角度看：从 2018 年至 2021 年，公司营收/归母净利润的 CAGR 分别为 21.33%/27.77%，均实现了较快的增长，公司同期毛利率基本处于稳中有升势头，仅 2021 年受原材料普涨影响略有下滑至 36.71%，而毛销差更是逐年增长，至 2021 年增至 23.13%，已渐渐趋近青啤的历史最高水平。



图62: 公司历年毛利率及毛销差

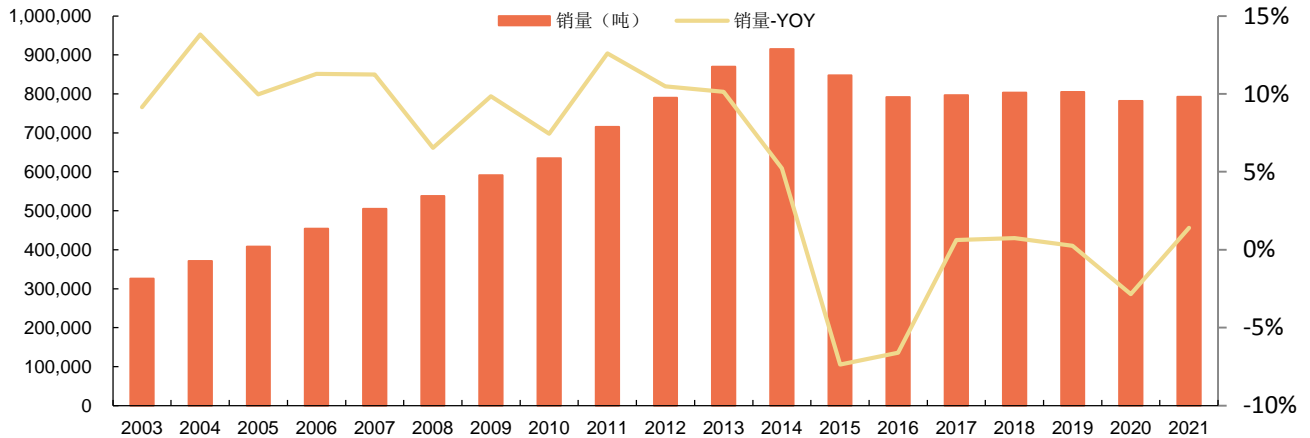


资料来源: Wind, 申港证券研究所

公司何以能降低销售费用率的同时,提升公司的营收增速?主要是提高了销售费用的使用效率,关键在于品牌的集中化。公司的品牌策略几经变化,至2015年精简至青岛主品牌+崂山第二品牌的“1+1”策略,并在2018年开始集中发力青岛主品牌。此前的销售费用投入过于分散在其他第二品牌,造成了营销资源的浪费。

此外,2018年以来公司营收的提升不来自销量增长,而是来自产品价格及产品结构持续改善。2018年公司销量80.3万吨,至2021年销量降至79.3万吨,仍是有所下降的。

图63: 公司产品历年销量情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 4. 青啤公司情况

### 4.1 品牌: 百年传奇彰显底蕴深厚 化繁为简仍待老树新花

我们认为,青啤的品牌价值来自其百年历史的积淀、多年来在各项啤酒评比大赛中所获荣誉的积累,以及近几十年来在群众中的口碑。青啤品牌本身具有较为深厚的护城河,构成品牌垄断,在短期内竞争对手难以轻易冲击其品牌地位。

- ◆ 公司“青岛啤酒”品牌是我国首批十大驰名商标之一,连续多年被世界品牌实

验室评为国内啤酒行业知名度最高品牌。

- ◆ 公司品牌价值连年提升，至 2021 年，青岛品牌价值高达 1985.66 亿元，蝉联啤酒行业第一名，青岛、崂山、汉斯等三大品牌的品牌总价值已突破 3000 亿元。
- ◆ 早在一九九六年，时任副总理的朱镕基就说过“中国在上属名牌产品的只有青岛啤酒和杭州西湖龙井茶，一定要保住这两个品牌”<sup>1</sup>。

但是，过多的第二品牌阻滞了公司品牌高端化进程。青啤在 90 年代以来的收购过程中，没有及时放弃收购获得的其他品牌，且品牌策略摇摆不定，在这一过程将营销、渠道、产能等资源浪费在濒临淘汰的一些品牌，削弱了公司主品牌青岛的品牌力，错过了产线改造、产能优化的最佳机会，导致公司的资产利用率有所下降，也致使公司的高端化进程有所落后。

- ◆ 公司先后掌握了陕西汉斯、山东崂山、徐州彭城、广州山水、福建大白鲨等多个品牌，公司曾在青岛主品牌发展的同时，试图其他品牌并行发展（“1+5”），在 2003 年品牌精简，保留崂山、山水、汉斯 3 个第二品牌，形成“1+3”的品牌格局，并延续多年。
- ◆ 2011-2015 年是公司品牌策略调整较大的阶段，先是在第二品牌之外，补充了部分其他品牌，形成“1+3+N”。
- ◆ 2014 年 8 月，公司将品牌战略调整为“1+1+N”，即青岛啤酒主品牌+全国性第二品牌崂山啤酒+汉斯、山水、银麦等区域品牌。
- ◆ 2015 年，公司再一次调整了品牌战略，实施青岛主品牌+崂山第二品牌的“1+1”战略，并沿用至今。
- ◆ 2018 年，公司青岛品牌销量增速超总销量增速，品牌销售结构开始持续改善。

表4：公司的品牌矩阵演变

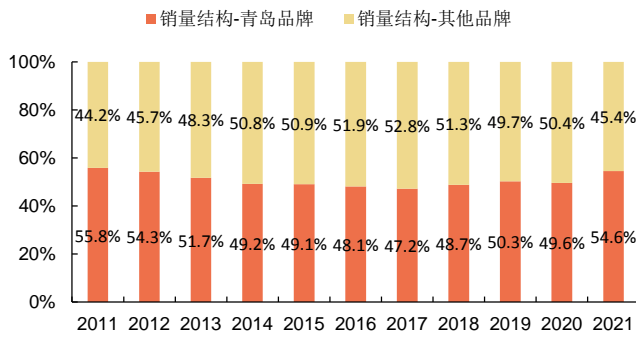
年份	2003 年以前	2003-2011	2011-2014	2014	2015	2018
品牌策略	1+5	1+3	1+3+N	1+1+N	1+1	更加聚焦青岛主品牌
主要品牌	青岛+汉斯、崂山、彭城、山水、大白鲨	青岛+崂山、山水、汉斯	青岛+崂山、汉斯、山水+银麦等	青岛+崂山+汉斯、山水、银麦	青岛+崂山	青岛主品牌地位愈发凸显

资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

黄克兴上任后，青岛主品牌占比提升，品牌结构优化明显。从品牌占比的演变趋势来看，2011 年以来，青岛主品牌增速持续低于其他品牌，因此青岛主品牌的占比持续下降，直至 2018 年黄克兴上任后，该趋势得到扭转，随后主品牌销量占比增加，公司的品牌战略有所集中。

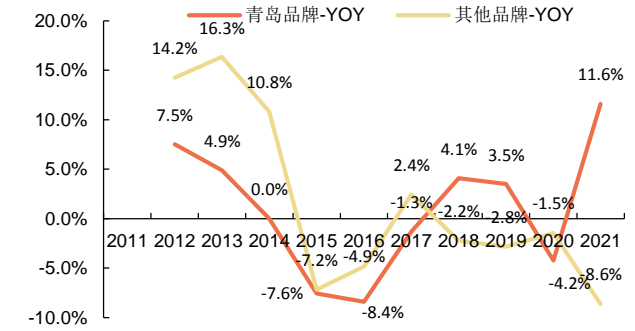
<sup>1</sup> 摘自 CCTV 财经频道，为 1996 年朱镕基视察青岛啤酒集团时所说。

图64: 青岛主品牌及其他品牌销量结构



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图65: 青岛主品牌及其他品牌销量增速变化情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

不仅青啤在削减第二品牌，强化青岛主品牌的路途尚远；而且青岛主品牌自身在支撑公司高端化进程也稍显乏力，青啤的高端化之路道阻且长。

- ◆ 青岛主品牌自身需要覆盖从大众到高档的各个档次，这在无形中削弱了青岛主品牌的形象和品牌力，可能令其提价受阻；
- ◆ 此外，在高档、超高档品类中，青啤仅有“青岛”一个品牌，可能无法满足日益丰富的消费需求和不同类型的消费场景，尤其是在部分夜店、高档会所等即饮场景下，青啤的品牌力稍显单薄，牺牲了高端化最顺利、毛利率最高的一部分消费场景。

相比较而言，重啤、华润、百威等竞争对手均积极构筑“本土强势品牌+国际高端品牌”的品牌军团，在品牌力的竞争中处于更加有利的地位。

- ◆ 重啤在嘉士伯入主后被置入大量资产，能同时兼具国际高端品牌和本土强势品牌，可以提供较为丰富的品牌储备，且不同品牌的目标价格、消费场景、目标人群有较为鲜明的区隔，因此得以成为国内领先的高端化啤酒品牌。
- ◆ 华润在对外并购中筑牢主品牌，形成“泡沫洁白如雪，口味溢香似花”的雪花品牌的强势地位；同时在和国际领先的啤酒巨头喜力的合作中，曾引入其高端品牌和先进的企业管理经验。
- ◆ 百威在进入中国后，在高档及以上市场占据遥遥领先的地位，在国际品牌方面打造了科罗娜、百威等大单品，同时对旗下的中国最古老的啤酒品牌哈尔滨啤酒持续升级，分别主打高档及以上/中档及中高档市场。

表5: 啤酒企业在不同价格带的产品矩阵

价格带分类	青啤	华润啤酒	重啤 (含嘉士伯)	百威	燕京
超高端 (零售价 >12 元)	IPA、琥珀拉格、鸿运当头、逸品纯生、皮尔森	雪花脸谱系列、黑狮白啤	布鲁克林	鹅岛、拳击猫	
高端 (零售价 8-12 元)	奥古特	匠心营造、喜力、马尔斯绿、星银	凯旋 1664、风花雪月、京 A	百威金尊、科罗娜、福佳小麦白	燕京八景、原浆白啤
中端 (零售价 5-8 元)	1903、青岛纯生、青岛经典	SuperX, 雪花纯生	乌苏、嘉士伯特酿	百威经典	燕京纯生、U8
主流 (零售价 3-5 元)	崂山、欢动	勇闯天涯、雪花清爽、雪花纯 9	乐堡、重庆国宾	哈尔滨冰纯、哈啤小麦王、哈尔滨冰萃	雪鹿、燕京 Party
经济型 (零售价 3 元以内)			山城清爽	哈尔滨醇爽	燕京蓝听

资料来源: 京东, 申港证券研究所

注: 价格均以京东自营旗舰店、自营店 6 月 16 日发货至上海价格为准  
敬请参阅最后一页免责声明

为什么一方面说青啤需要对并购获得的大量品牌果断舍弃，突出主品牌地位；另一方面要求青啤再建立更完善的产品矩阵？

主要是由于品牌定位的差异所致。高端化是啤酒行业的必由之路，在这个大前提下，有利于高端化路径实现的品牌矩阵是企业的竞争力，华润的“雪花+喜力”组合、重啤的“6+6”组合、百威的“百威+哈啤升级”组合均是服务于这个方向。

而青啤并购的大量中小品牌，均是源自于上世纪傅作义董事长时代“前有狼、后有虎、中间一群小老鼠”背景下抓住的“小老鼠”，现有的品牌地位、目标客群等无法支撑其实现高端化，因此不仅没有形成合力，反而拖累了整个青岛啤酒的高端化进程。

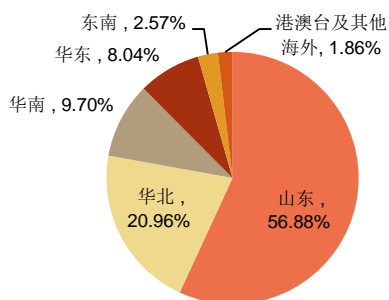
## 4.2 渠道：扎根齐鲁发力中原 沿海天地大有可为

### 4.2.1 市场分布

山东省是青啤的基地市场，贡献了过半的营收和销量。2021年，山东地区为青啤贡献了180.26亿元的销售收入和514.32万吨的销量，分别占当期总收入/总销量的57%/56%，是青啤绝对的基地市场。山东省是中国啤酒产销第一大省，青啤在当地具有垄断地位，我们预计其市占率在70%-75%之间。

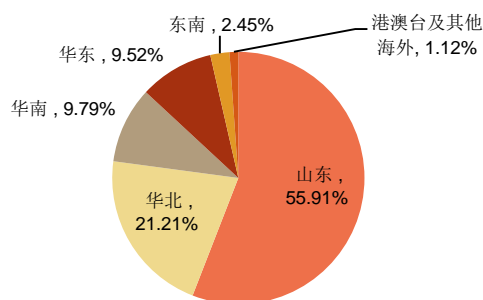
青啤在华北地区市占率也较高。华北地区在2021年也为青啤贡献了21%的营收和21%的销量。其中，陕西、山西、河北三省青啤市占率较高，我们预计青啤在上述三省的市占率分别在74%、39%、40%左右，均为当地市占率最高的啤酒企业。

图66：各区域市场销售额占比



资料来源：Wind，申港证券研究所

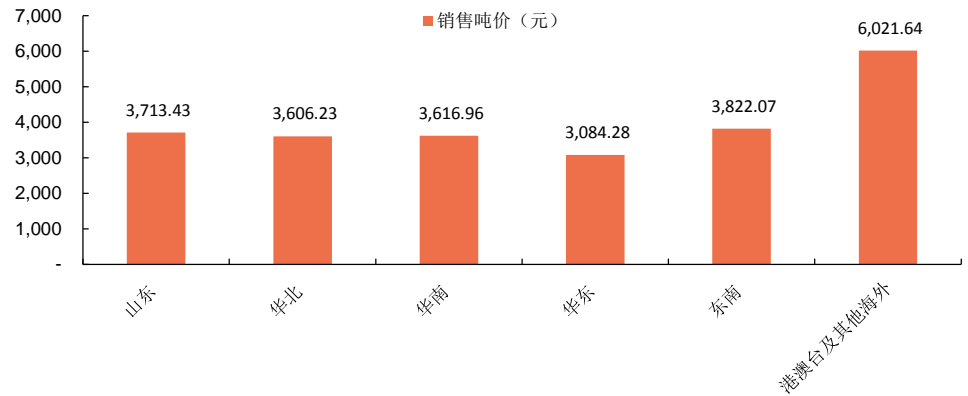
图67：各区域销量占比



资料来源：Wind，申港证券研究所

青啤在港澳台及海外市场吨价最高（6,022元），其次为东南区域（3,822元），但营收贡献占比均较低。青啤主要区域（营收贡献超过5%的区域）中，山东作为基地市场，也保持着最高的吨价，华东地区最低的销售吨价，体现出青啤在当地所处的激烈的竞争环境。

图68: 各区域 2021 年销售吨价



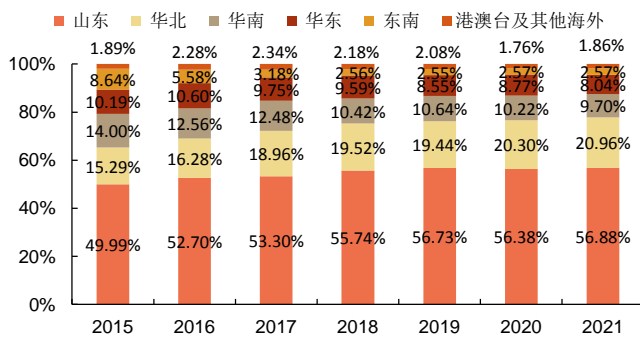
资料来源: Wind, 申港证券研究所

基于山东基地市场, 以及华北地区优势市场, 公司在 2015 年年报中首次提出“积极致力于国内外市场的开拓, 发展沿海、沿黄河流域优势市场, 持续推进省级市场及大城市基地市场建设, 带动周边区域市场销量的提升”, 并在随后 2 年基本沿用了这一策略。

#### 4.2.2 山东基地市场: “猛虎”仍在 需防后院起火

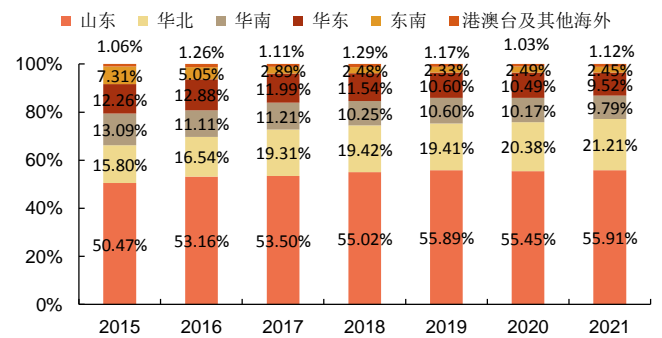
在近年来的发展中, 青啤业绩对山东省的依赖性有增无减。无论是销量还是销售额, 近年来山东省在全国各大区中的占比均有所提高。因此, 需要格外重视山东省市场的变化。

图69: 各区域销售额占比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

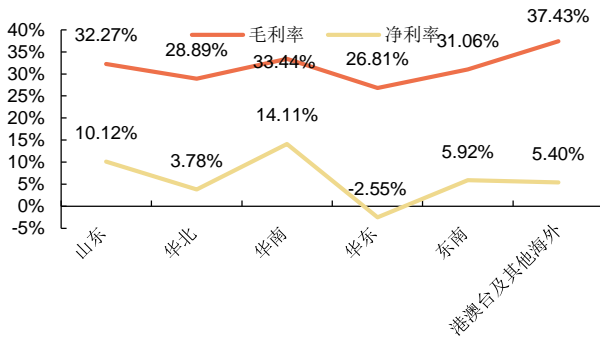
图70: 各区域销量占比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

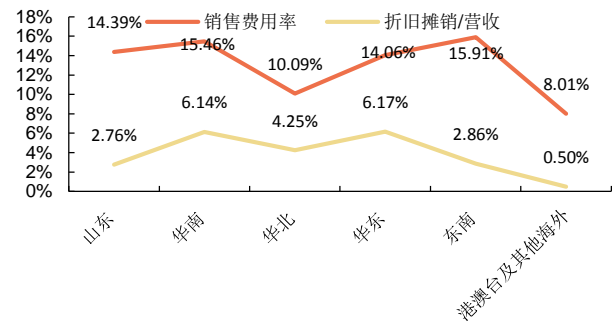
低端产品结构下, 销售和折旧的优势提振净利水平。山东省基地市场中, 青啤的低端品牌崂山占比较高, 产品结构偏向低端化, 导致了青啤在山东省毛利率一般, 但山东市场的净利率指标在各区域仍在各区中处于较为领先的地位, 这主要是因为青啤在当地长期建立的消费者认同、高市占率带来的规模效应, 青啤在当地的销售费用率相对较低, 折旧摊销/营收的比率更是显著低于其他区域(除港澳台及海外地区), 因此使得该区域净利率水平较高。

图71: 青啤 2021 年各区域毛利率净利率对比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图72: 年青啤各区销售费用率及折旧摊销/营收



资料来源: Wind, 申港证券研究所

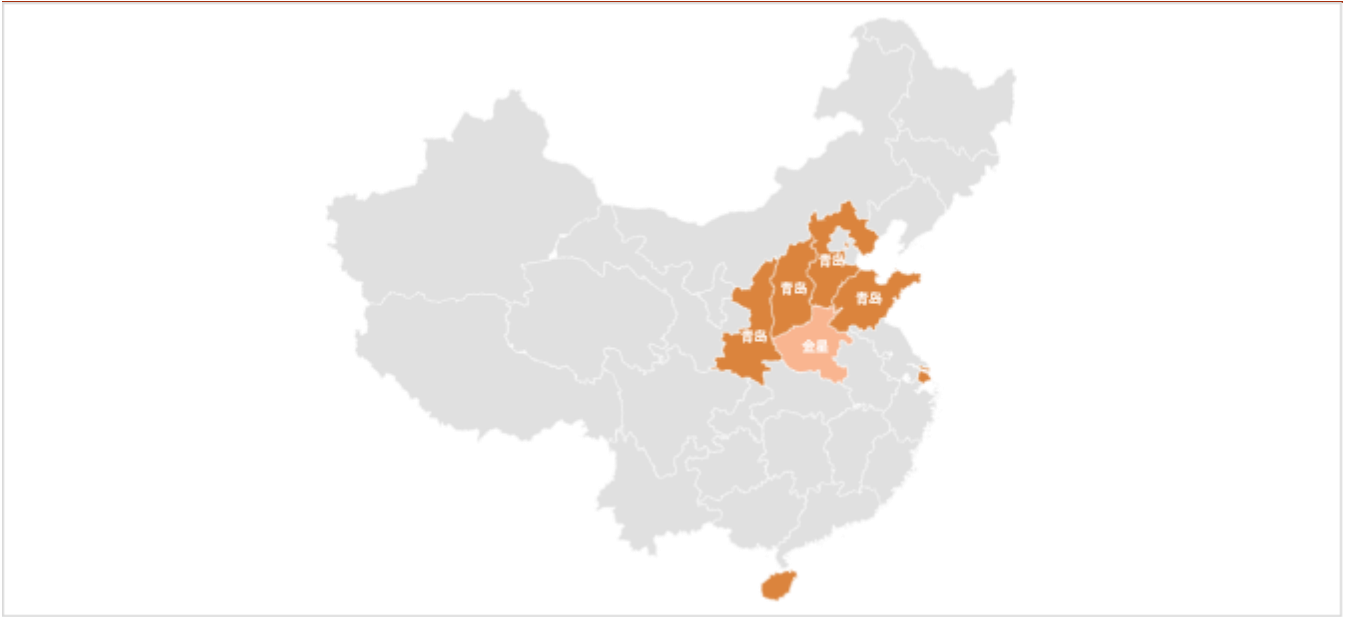
必须考虑到竞争对手在啤酒高端化过程中, 可能对于青啤在山东基地市场的侵蚀, 如: 华润啤酒旗下华润雪花于 2021 年 7 月与济南章丘区政府签订协议, 计划投资 13 亿元, 建设设计产能 100 万吨级别啤酒厂。产品定位以瓶装雪花主流、中高档瓶装及听装雪花纯生为主。该项目设计产能相当于青啤 21 年山东销量的 19.4%。尽管青啤的中低端产品在山东省具有较高的认可度, 但是华润作为我国销量最高的啤酒企业, 在全国关停了 33 家工厂后进入山东省, 并在青啤大本营济南大幅建厂扩产, 青啤应当对此投入足够的重视。

#### 4.2.3 华北区域: 群雄逐鹿 还需问鼎中原

华北区域本就是青啤除了山东之外的基地市场。地处华北区域的沿黄市场包括了陕西、山西、河南、山东等区域, 其中除了山东基地市场外, 陕西、山西等省份青啤基本都能保持当地市场第一名的市占率, 唯独在河南的市占率未能领先。然而: (1) 河南省作为国内人口第 1 大省, 啤酒产量前列的大省, 本就是啤酒行业的兵家必争之地。(2) 当地啤酒龙头为金星啤酒, 约占 40% 左右的市场份额。对于青啤来说, 相比华润、百威、嘉士伯等其他对手, 金星啤酒无论品牌、销量、生产规模、高端化水平等均处于劣势, 是青啤最有希望战胜的竞争对手。(3) 青啤强势区域的陕、晋、冀、鲁四省对河南形成半包围之势, 我们认为河南应当是青啤努力突破, 提高市占率的第一目标。

需要警惕的是, 华北区域是青啤毛利率倒数第二的区域, 仅为 28.89%, 仅略高于华东 26.81% 的水平, 在河南区域扩张过程中, 应注意控制利润水平, 避免长久的增收不增利现象在河南市场出现。可能的解决思路是对低端市场战略性退让, 从中高端产品入手实现突破。

图73：目前青啤基地市场已对河南形成合围之势



资料来源：统计局，头豹研究院，申港证券研究所

注：地图未包含台湾省、三沙市等区域。

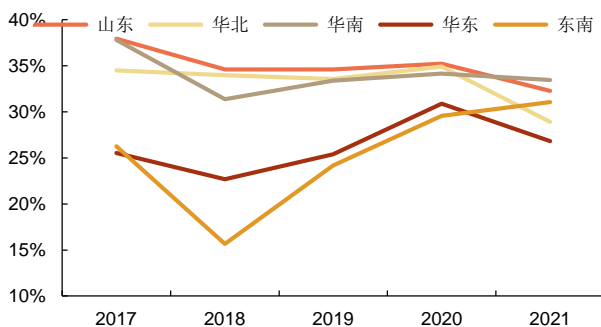
#### 4.2.4 沿海市场：广阔天地 大有可为

沿海市场虽然区域广阔，但对青啤的贡献偏低。截至 2021 年，华南、华东、东南三地合计贡献营收/销量的 20.31%/21.75%。其中：

**华南区域：高毛利市场竞争激烈，销售费用拖累业绩，对公司贡献日渐降低。**21 年华南区域贡献了 9.79% 的营收，是仅次于东北和华北的区域。然而，两广区域中青啤处于弱势地位，体现在青啤在当地市占率较低。我们预计青啤在广东市场的销量排在百威、珠江、华润等品牌之后，约占 14% 左右，广西区域几乎没有涉及。青啤在海南区域是领先品牌，但当地市场偏小。

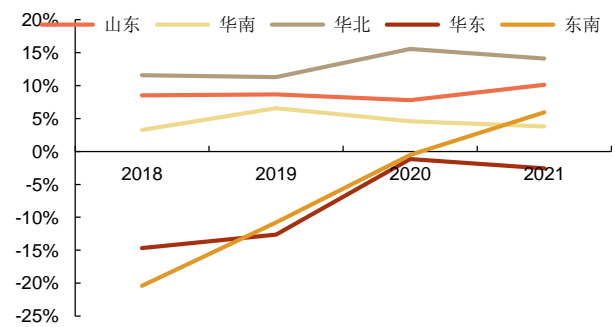
在华南区域尤其是广东省，青啤既遭到国际品牌百威的冲击，又要面对本土珠江品牌，腹背受敌。华南区域激烈的市场竞争下，青啤不得不支付更高比例的渠道成本，近年来，华南区域的销售费用率持续居高位，受此影响，高毛利的华南区域却仅能贡献低个位数的净利率水平。此外，近年来的竞争中青啤在当地有所落后，该区域在青啤营收的占比逐年走低。

图74：近年来各区域毛利率对比



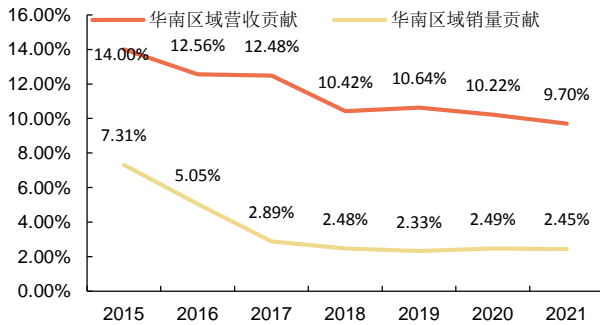
资料来源：Wind，申港证券研究所

图75：近年来青啤在各区域的净利率



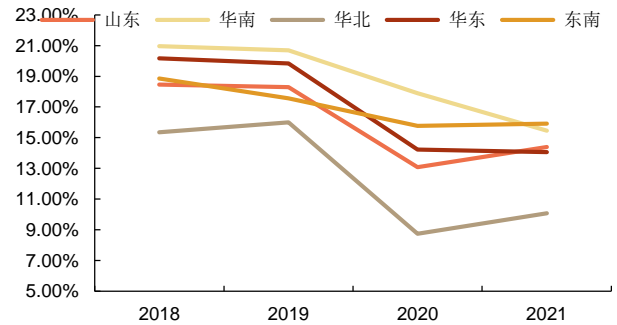
资料来源：Wind，申港证券研究所

图76: 华南区域对青啤营收贡献持续下滑



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图77: 近年来青啤在各区域的销售费用率

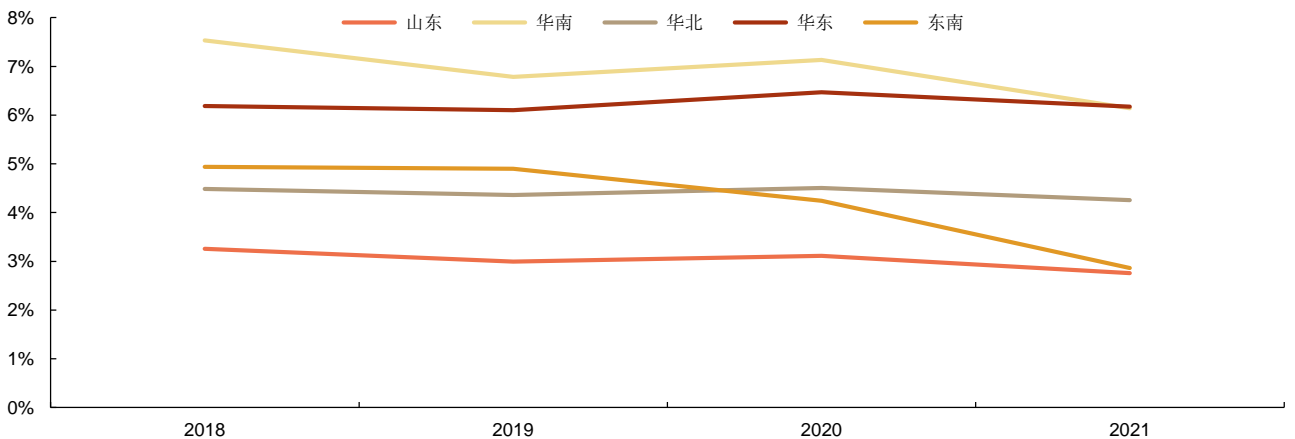


资料来源: Wind, 申港证券研究所

**华东区域市场: 竞争激烈略逊雪花一筹, 产能优化业绩改善可期。**2021 年华东区域对青啤的营收/销量贡献分别为 8.04%/9.52%, 整体与华南接近。市占率方面, 青啤在上海处于各品牌首位, 市占率接近 50%, 江苏约为 27%, 位居次席, 在安徽约占 15%, 与排名首位的华润 (市占率 65%左右) 差距较大。相比华南, 青啤在华东区域的主要对手由百威变为华润, 但竞争的激烈程度丝毫不减。较高的促销折扣拖累公司业绩, 使得在本区域公司的毛利率、净利率、等指标低于主要对手华润雪花。

近年来, 华东地区是青啤各区域中唯一持续亏损的区域。青啤在最近最近几年陆续关停安徽芜湖、上海杨浦、浙江台州、福建漳州等地区的多家啤酒厂。未来几年, 我们预计青啤可能进一步持续该进程, 以提高产能利用率, 早日实现该区域盈利转正。

图78: 近年来青啤在各区折旧摊销/营收



资料来源: Wind, 申港证券研究所

#### 4.2.5 渠道策略

青啤在国内市场采取了“大客户+微观运营”的营销模式, 取得了一定的成果。但是, 渠道调研中在部分区域也发现了一些问题: 公司渠道费用投放偏弱, 进店能力不足; 高端品类占比显著低于百威英博、嘉士伯及华润喜力且该现象仍在恶化; 东南区域销售领导变动影响经销商心理预期等等。



- ◆ 一方面，通过区域大商实现对尽可能多的区域的快速覆盖，并经由大商下面的各类渠道触达终端销售销售。
- ◆ 另一方面，则在基地市场采用省区+办事处+工作站+基层业务团队的模式，并对基层营销人员负责的区域定格划片，采用数字化手段优化营销人员的客户拜访路线，以提高其每日的客户拜访数量。
- ◆ 对终端销售渠道数据追踪，做到每日更新了解实时情况。
- ◆ 此外，公司经过多年积累，形成了官方旗舰店+微信官方商城+网络零售商+分销专营店的网络营销体系，上线“青啤快购”APP，完善公司产品的线上销售渠道。

### 4.3 产品：品类丰富 推陈出新

#### 4.3.1 价格带覆盖完整 高档布局形成

2012 年以前公司的高档产品种类以纯生系列为主，2012 年后公司先后推出奥古特、鸿运当头、全麦白啤、皮尔森、青岛黑啤等高端产品，2021 年、2022 年更是先后推出单价 119 元/1399 元的超高端产品青岛原浆/一世传奇，打开了产品的价格天花板。

表6：青啤的产品矩阵

产品定位	代表产品	价格 (元)	规格	麦芽度 (° P)
超高端 (12 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
	皮尔森	13.2	450ml	10.5
高端 (8 元以上)	青岛黑啤	10.8	330ml	12
	奥古特	11.8	500ml	12
	全麦白啤	11.6	500ml	11
中端 (5-8 元)	青岛纯生	7.9	500ml	8
	经典 1903	8	500ml	10
	青岛经典	6.5	500ml	11
主流及经济型 (5 元以下)	崂山清爽 8 度	2.3	330ml	8
	银麦经典	4.5	330ml	8
	青岛冰醇	4	330ml	8

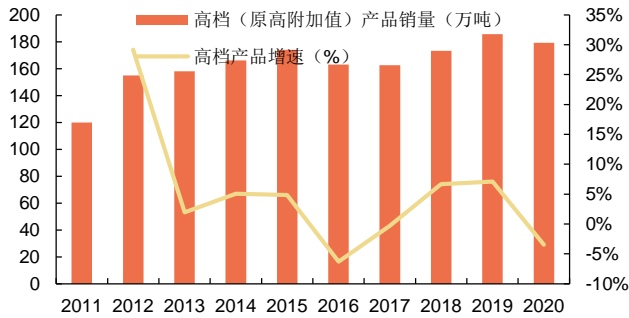
资料来源：Wind，京东，申港证券研究所

近年来公司高档产品销量及占比整体有所提升，但速度不尽如人意。目前，青啤形成了覆盖超高档/高/中/低档的品牌矩阵，发力高端的意图显著，且高端化产品占比有所提升，公司品牌结构优化、产品档次升级的趋势明显。但是，高档品在总量的占比仍低，仅为 22.92% (20 年数据，因 21 年未披露)，且提升速度过慢，11-20 年 9 年间仅提高了 6.14pct。作为对比，重啤截至 2020 年高档产品在营收的占比为 30.71%，仅相较 2016 年即提高了 16pct，2021 年更是再提高 5.76pct 至 36.47%。

此前公司发展第二品牌的战略也拉低了高档产品占比。公司的高档产品包括百年之旅、琥珀拉格、奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒等，主要来自自主品牌

青岛品牌，因此，公司产品结构的高端化升级也会因青岛品牌占比较低而受阻。

图79：公司高档产品销量及增速

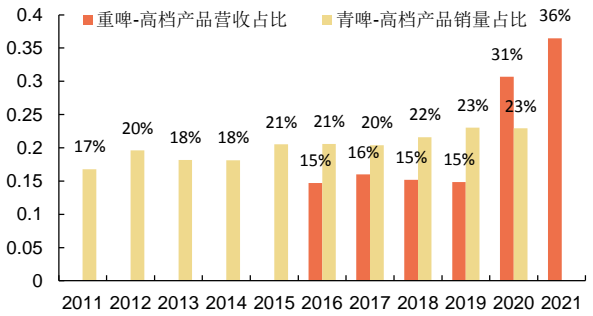


资料来源：Wind，申港证券研究所

注1：2010年销量数据年报未披露，2021年未披露高档产品销量，仅披露高档以上产品销量为52万吨。

注2：高档产品口径历年有所不同，11-12年为青啤小瓶、听装、纯生等，13年增加奥古特，15年增加鸿运当头、经典1903，16年剔除听装、小瓶，20年增加百年之旅、琥珀拉格。在13年以前被称为“高附加值产品”或高档产品，此后被统一成为高档产品。

图80：重啤及青啤高档产品占比对比



资料来源：Wind，申港证券研究所

注：两公司对高档产品的界定口径有差异，且数据口径有差异，分别披露营收/销量口径，但总体变化趋势仍是具有参考意义的。

#### 4.3.2 工艺领先 产品丰富

依托高水平研发创新能力，建立丰富的产品储备。青啤有行业唯一的“啤酒生物发酵工程”国家重点实验室，具有较强的研发科技创新水平。依托该能力，公司得以建立了涵盖纯生、原浆、黑啤、白啤、IPA等多种类型啤酒的产品储备。

持续打造新品，引领市场潮流。公司具有持续推出新品，引领市场的能力。如2012年推出高端产品博古特，2013年推出超高端产品鸿运当头、高端产品请到铝罐纯生，2017年推出IPA精酿，2018年推出黑啤。

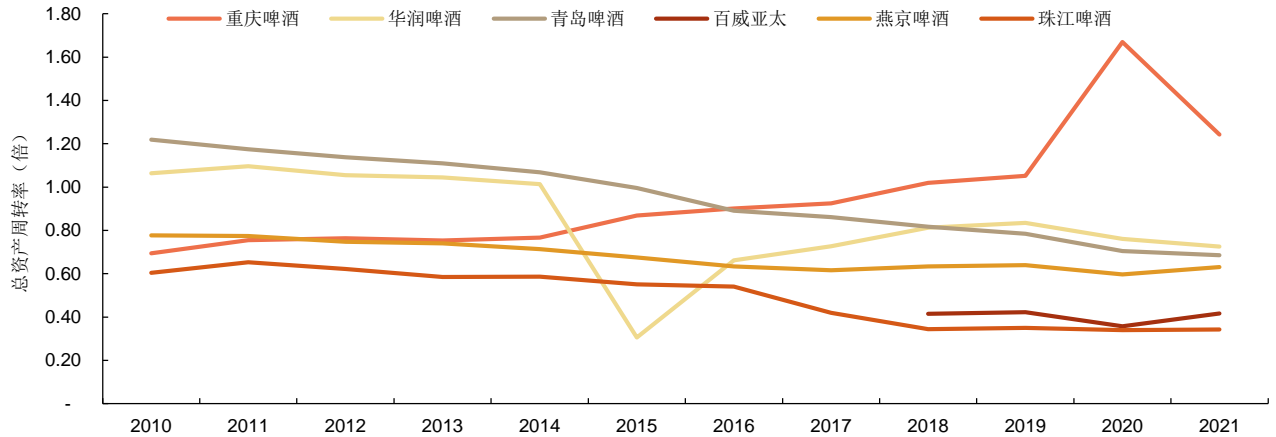
### 5. 内部治理有较大提升空间

企业运营效率有较大提升空间。近年来青啤的生产经营效率取得了一定的提升，但仍有较大的进步空间。体现在：

对固定资产的使用效率可以进一步提升。

2021年，青啤总资产约466亿元，是重啤的4.04倍，但销量793万吨，仅是重啤的2.84倍。横向对比来看，青啤的总资产周转率近年来持续降低，由2010年的1.11（同业第1）降低至2021年的0.69（同业第3）。

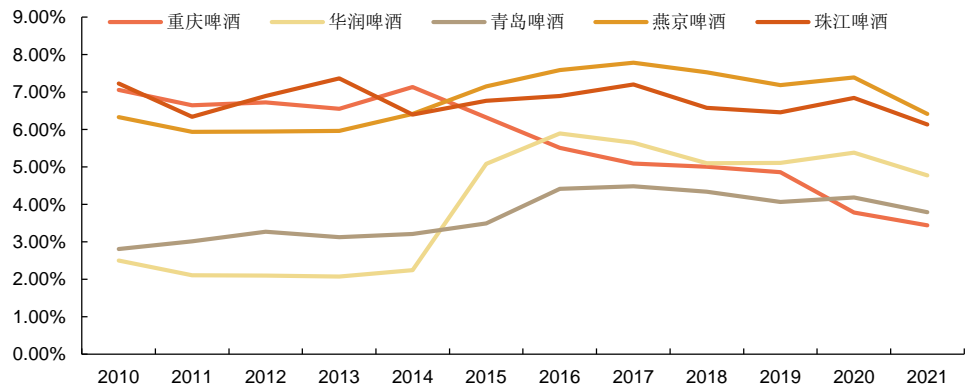
图81: 各啤酒公司总资产周转率对比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

对固定资产较低的使用效率也侵蚀了公司的盈利水平。2010年以来,青啤折旧摊销/总营收的比率由2.81%提高至3.79%,虽然仍属于同业中较为优秀的水平,但是相比重啤而言,仍略有差距。两公司在折旧方式基本一致的前提下,重啤通过关停过剩产能的方式,提高了资产的利用效率。这可以作为当前阶段青啤提效创收的重要手段。

图82: 啤酒行业各公司折旧摊销在营收中的占比 (%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

表7: 青啤与重啤折旧方法的对比

类别	折旧年限 (年)		年折旧率 (%)	
	重庆啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒	青岛啤酒
房屋及建筑物	20-40	20-40	5-20%	2.4-4.9%
机器设备	5-15	5-14	6.67-20%	6.8-19.4%
运输工具	5-10	5-12	10-20%	7.9-19.4%
其他设备	3-12	5-10	8.33-50%	9.5-19.4%

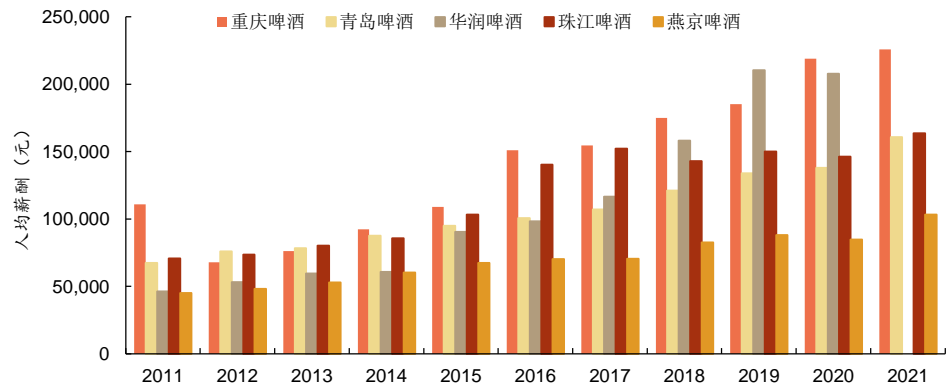
资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 提高人员薪酬激励, 激发员工积极性

近年来公司员工收入有一定的提升,但是由于华润、重啤等公司更显著的涨薪动作,青啤的薪酬水平已经显著落后于同业头部竞争对手。销售人员在不同啤酒企业之间流动已较为常见。更富有竞争力的水平能够为企业提高人员的稳定性,吸引人才,并激励现有员工工作的积极性。横向来看,员工高薪的公司普遍人均创收能力更强。纵向来看,近年来积极提高员工薪酬的公司,基本都在人均创收方

面得到了回报。

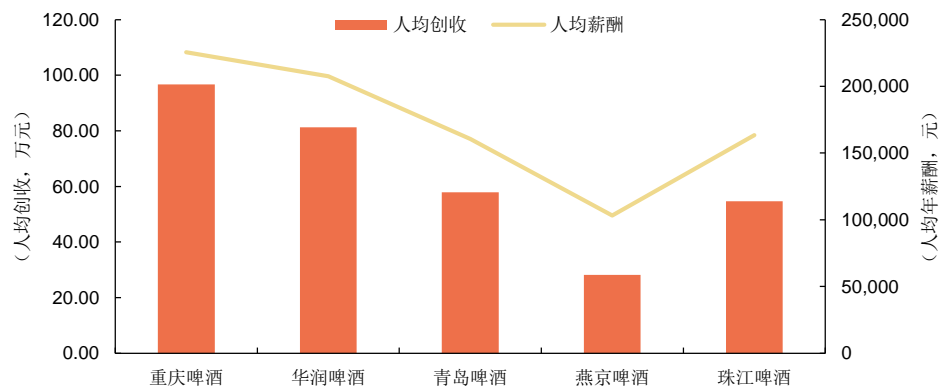
图83：头部啤酒企业人均薪酬推算对比



资料来源：Wind，申港证券研究所

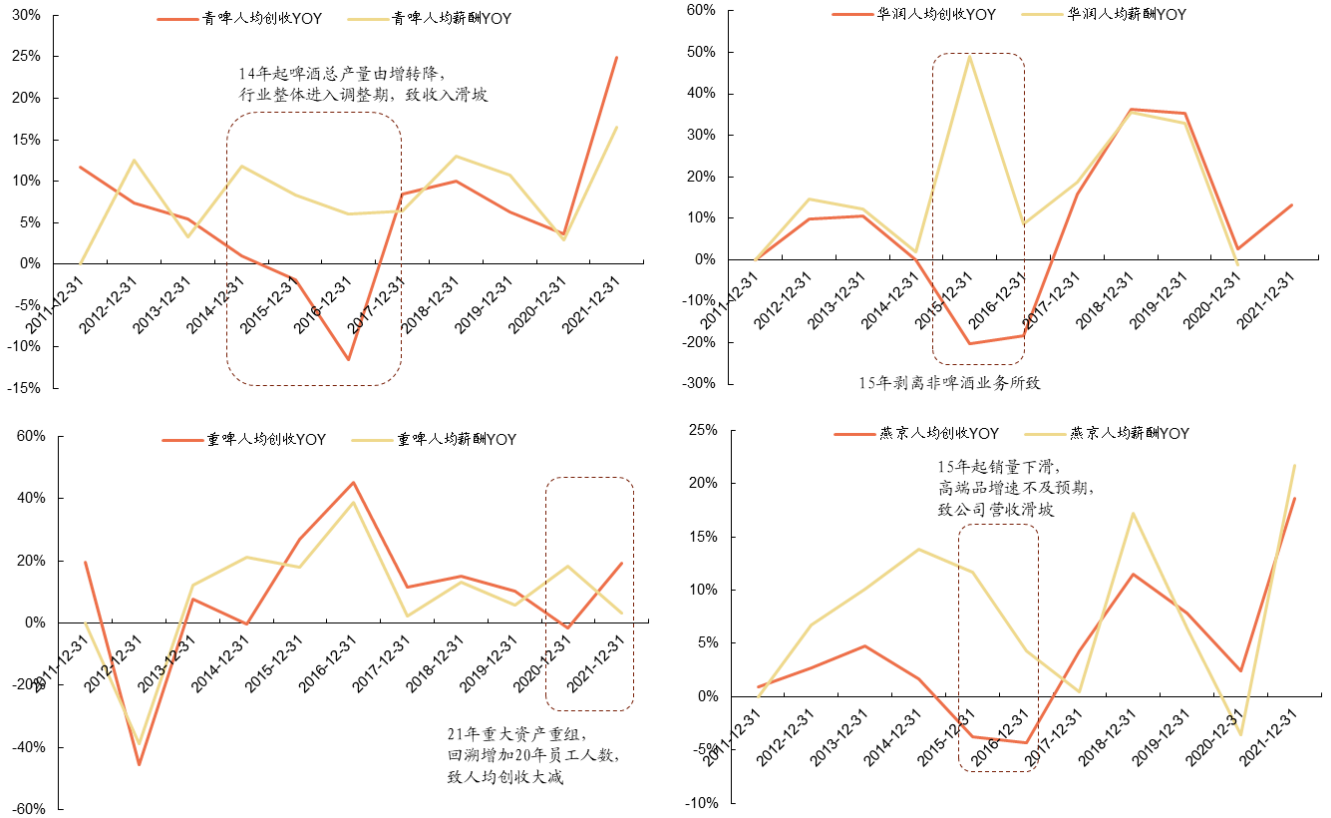
注：人均薪酬为推算数据，由支付给员工以及为员工支付的现金+应付职工薪酬期末余额-应付职工薪酬期初余额推算得出。重啤因2021年发生重大资产重组，因此对2020年员工总人数有对应调整。

图84：各啤酒公司人均创收与薪酬呈现强相关性



资料来源：Wind，申港证券研究所

图85: 人均薪酬提升带动创收增长

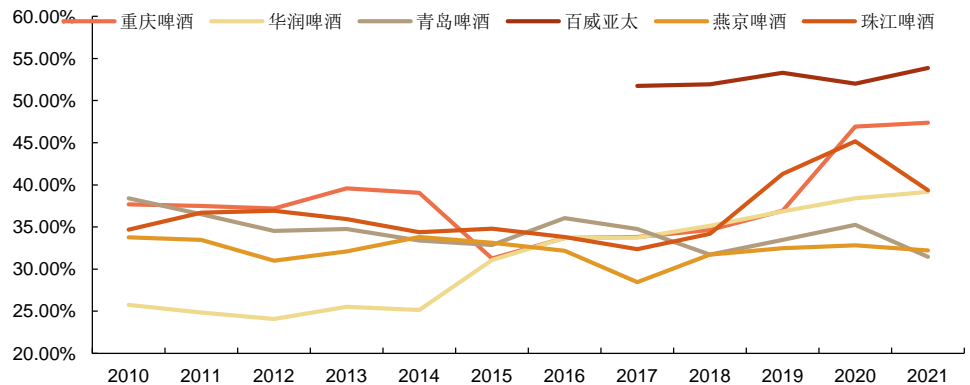


资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 成本控制已成为当务之急。

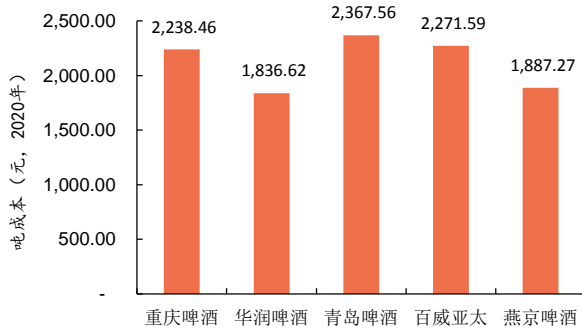
2010-2021 年的 11 年间，青啤毛利率由 38.39% 下滑至 31.45%，虽然仅滑坡了 6.94pct，但其行业排名由第 1 降至倒数第 1，不得不引起重视。在此过程中，青啤单吨成本表现不佳，是一个有较大提升潜力的指标。2021 年，青啤实现销量 793 万吨，与百威 (879 万吨)、华润 (1106 万吨) 差距不大，仍排名行业第 3，但更大的产销并未带来规模效应。2021 年青啤单吨成本 (推算) 为 2367 元左右，高居行业第一名，近 3 年吨成本复合增速 5.17%，亦大幅高于同业。

图86: 青啤毛利率排名大幅下滑



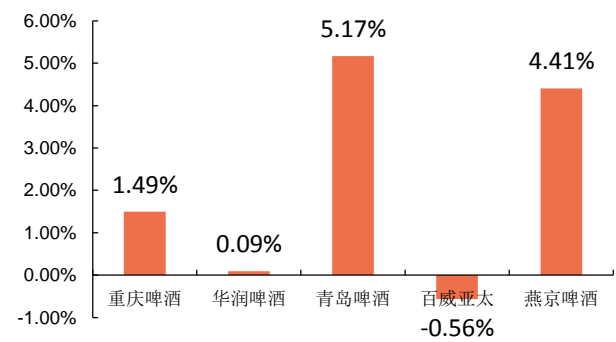
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图87: 青啤吨成本高于同业 (2020年)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图88: 近3年青啤吨成本增速较高 (2018-2021年)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 引入战投成效不及预期。

公司数次尝试引入战投，均未能取得显著成效：

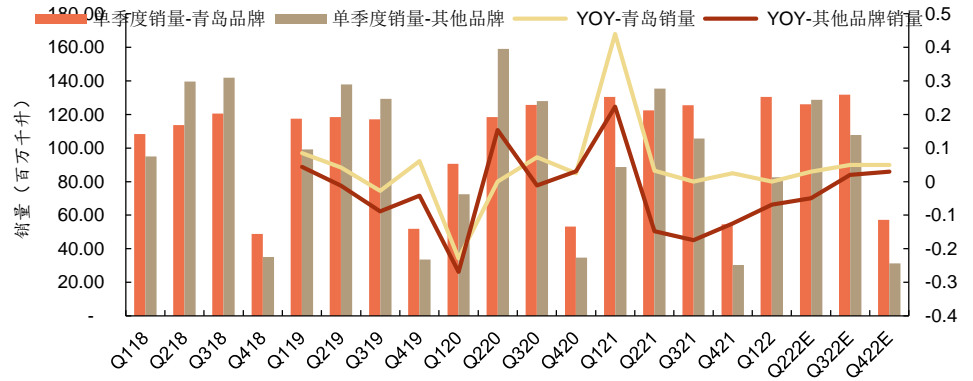
- ◆ 与百威（彼时尚为百威英博的前身——“AB 公司”）的合作：1993 年青啤在港交所上市之际，AB 公司即购入 5% 股份，2002 年又通过购入可转债并逐年转股的方式，持股 27%，成为青啤第二大股东。但是 AB 的进入并没有对青啤有显著性改善，2009 年百威英博出售青啤股份并退出。
- ◆ 复星从进入到退出：2017 年 12 月，朝日啤酒将其持有的 17.99% 的股份转让给复星集团，复星成为青啤的第二大股东。在不到 5 年的时间里，复星逐次坚持，已抛售所有青啤的股份。从 93 年至 22 年近 30 年的时间里，外部战投的加入并没有对青啤起到显著的改善。

## 6. 盈利预测

**产能：**近 3 年公司的产能利用率分别为 82%、79%、80%，尚具备一定的提升空间；加之近 3 年产量增速分别为 1.3%、-4.5%、2.2%，没有显著增长，因此我们预计产能不会对产销构成制约。近 3 年的产销率（销量/产量）分别为 104%、105%、105%，销量略高于产量，整体上产销平衡，因此我们认为公司具备以销定产，合理安排库存的能力。

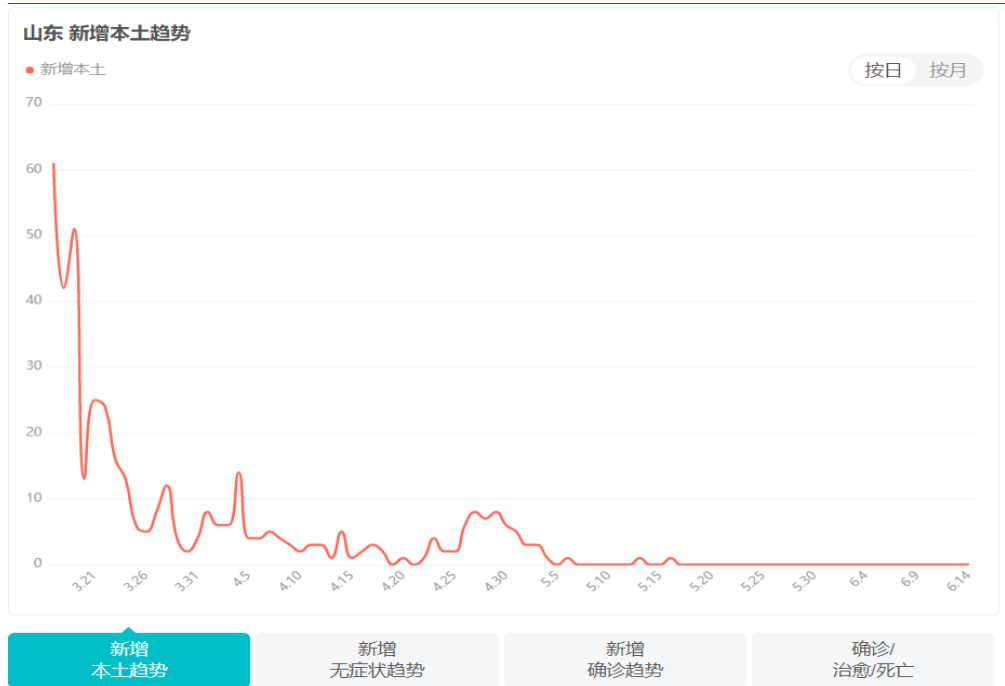
**销量：**公司基地市场山东省在 22 年 3 月受疫情影响较大，啤酒消费场景受到冲击的背景下，青岛主品牌/其他品牌在 22Q1 的销量增速分别为 0%/-6.88%，可以看到青岛品牌即使在疫情影响下，受冲击的程度也明显小于其他品牌。22Q2 山东省疫情有所缓解，因此我们预计销量的增速回升，青岛/其他品牌销量预计分别为 3%/-5%。Q3、Q4 预计疫情进一步控制，因此略调高两品牌的销量增速预期至 2%-5% 之间。

图89: 青岛及其他品牌销量情况



资料来源: Wind, 申港证券研究所

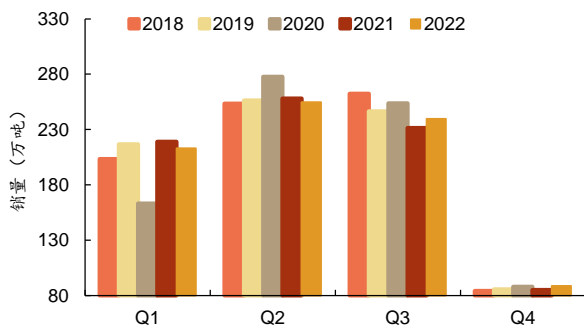
图90: 基地市场山东省近期疫情状况



资料来源: 卫健委, 申港证券研究所

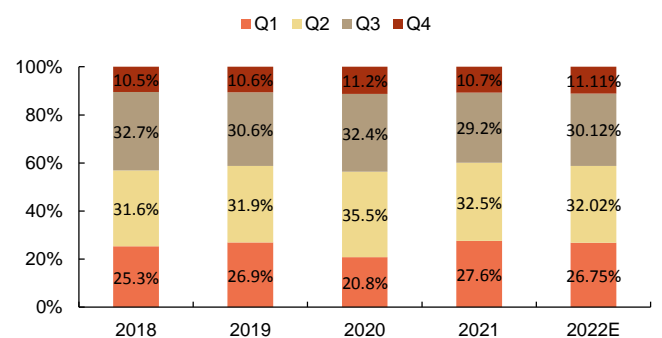
啤酒销量季节效应明显，历年4季度销量占比均在10%左右，二三季度为销售旺季。近年来青岛主品牌销量增速显著高于其他品牌，随之带来青岛品牌的销量占比提高。我们预计该占比将持续提升至40%以上。

图91: 各季度销量对比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

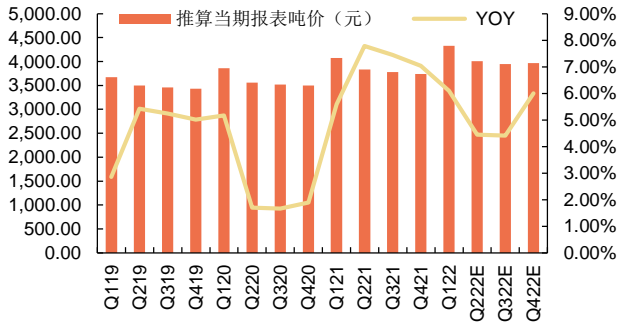
图92: 各季度销量占比对比



资料来源: Wind, 申港证券研究所

**单价：**虽然公司没有披露分季度的青岛/其他品牌吨价数据，但是据我们推算，近年来公司吨价逐季度持续提升，增速中枢约为 3-6%。考虑到 21 年较高的吨价提升幅度可能带来的高基数效应，我们预计 22 年各季度吨价均会保持在低个位数 (3-4.5%) 的增速上涨。

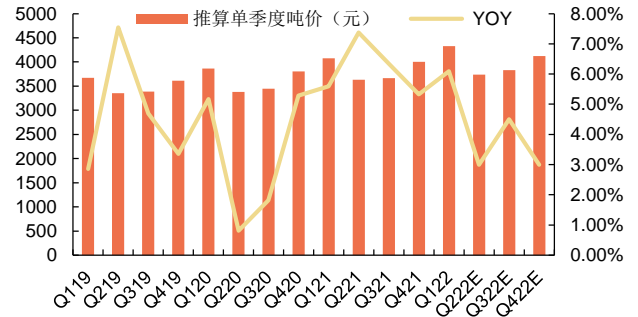
图93：合并报表吨价（累计）



资料来源：Wind，申港证券研究所

注：因季报披露数据有限，季报吨价采用当期公司总营收除以销量推算，受小额的非主营业务影响，数据与实际吨价有微小误差，下同。

图94：单季度吨价



资料来源：Wind，申港证券研究所

**营收：**据此，我们预测 22Q2-Q4 各季度营收分别为 95 亿元、92 亿元、36 亿元，同比分别增加 1.8%、8.3%、7.4%。全年营收合计 318.39 亿元<sup>2</sup> (+5.44%)。预测 22-24 年营收分别为 318 亿元 (+5.5%)、332 亿元 (+4.4%)、348 亿元 (+4.6%)。

**成本：**公司成本（及 21 年成本占比）包括：直接材料（64.15%）、直接人工（4.95%）、制造费用与其他（24.6%）和外购产成品（6.3%）。

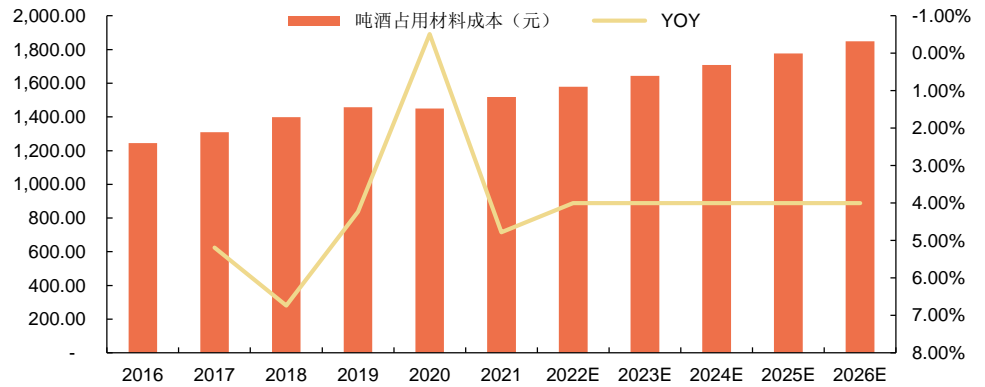
- ◆ **直接材料：**对比近年来公司吨酒占用的直接材料金额，其增速中枢约为 4%。我们预计未来将保持该增速。
- ◆ **直接人工：**近 3 年吨酒占用的直接人工成本的同比增速分别为 2.8%、-3.4%、1.1%，波动中保持平衡，因此我们取 2018 年以来（黄克兴董事长上任以来）的吨酒占用的直接人工平均数。
- ◆ **制造费用：**该指标近年来波动较大，总体上吨酒占用的制造费用的增速中枢约在 5%左右，我们预测未来保持该增速。
- ◆ **外购产成品：**该指标增速近年来缓慢降低，我们预测未来 3 年的同比增速分别为 5.9%、5.7%、5.5%。

如上，预测 22-24 年公司吨成本分别为 2536 元 (+3.6%)、2547 元 (+3.8%)、2644 元 (+3.8%)。

<sup>2</sup> 单季加总与全年数据存在微小差异，主要原因系预测方式的细微区别。全年营收数据采用预测全年销量\*预测全年吨价方式，其中吨价和销量根据历史数据假设增速后推算；而各季度营收则对各季度的量价分别预测后计算得出。两者采用了同一种逻辑下略有差异的假设条件，但整体差异在 1%以内



图95：公司吨酒占用的直接材料情况



资料来源：Wind，申港证券研究所

**主要期间费用：**预测税金及附加占营收的 8%（与往期相当）；考虑到近年来销售费用率持续降低的趋势，未来 3 年销售费用率继续缓慢下降，分别为 12%、11%、10%，预测管理费用率 5% 左右。财务费用按照公司最低货币资金留存为营收的 35%，现金存款利率 1.75% 预测，也将为公司未来 3 年贡献一定的利息净收入。

**利润：**据上述假设及推理，预测公司 22-24 年归母净利润分别为 30.35 亿元（-3.8%）、35.31 亿元（+16.4%）、40.37 亿元（+14.3%）。

综上，我们预测 22-24 年公司营收分别为 318.39 亿元/332.47 亿元/347.77 亿元，同比增长+5.54%/+4.42%/+4.6%；同期归母净利润分别为 30.35 亿元/35.31 亿元/40.37 亿元，同比增长-3.83%/+16.35%/+14.34%；同期 EPS 分别为 2.22 元/2.59 元/2.96 元；当前股价对应 PE 分别为 42.17 倍/36.24 倍/31.7 倍，参考公司历史估值水平，给予公司 22 年 43X PE，对应合理股价为 95.64 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 7. 风险提示

疫情及其防控政策对啤酒消费场景与销售渠道的超预期影响，原材料及包材价格上涨的风险，行业竞争加剧及需求不足的风险，食品安全及行业声誉风险，商标侵权及假冒伪劣风险。

表8: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	27760	30167	31839	33247	34777	流动资产合计	24628	28959	28735	30215	31796
营业成本	16541	19091	19789	20582	21479	货币资金	18467	14598	13796	14678	15599
营业税金及附加	2219	2319	2542	2622	2731	应收账款	120	125	131	137	143
营业费用	4985	4097	3821	3657	3478	其他应收款	0	0	0	0	0
管理费用	1678	1693	1751	1762	1774	预付款项	240	228	228	228	228
研发费用	21	31	33	34	36	存货	3281	3493	3621	3766	3930
财务费用	-471	-243	-245	-249	-265	其他流动资产	552	7062	7229	7370	7523
资产减值损失	-131	-189	-131	-147	-168	非流动资产合计	16886	17604	19895	22338	25078
信用减值损失	2	-13	-13	-13	-13	长期股权投资	374	366	366	366	366
公允价值变动收益	55	253	92	101	111	固定资产	10302	10148	10945	12241	13976
投资净收益	25	186	79	79	79	无形资产	2504	2481	2605	2735	2872
营业利润	3250	4455	4175	4858	5555	商誉	1307	1307	1307	1307	1307
营业外收入	15	33	0	0	0	其他非流动资产	58	87	87	87	87
营业外支出	25	9	0	0	0	资产总计	41514	46563	48630	52553	56874
利润总额	3240	4479	4175	4858	5555	流动负债合计	15510	18259	19667	21464	23356
所得税	913	1223	1044	1215	1389	短期借款	703	246	0	0	0
净利润	2327	3256	3132	3644	4166	应付账款	2223	3128	3198	3326	3471
少数股东损益	126	101	97	113	129	预收款项	6567	8123	9715	11378	13116
归属母公司净利润	2201	3155	3035	3531	4037	一年内到期的非流动负债	42	48	48	48	48
EBITDA	6184	7594	4536	5282	6010	非流动负债合计	4636	4511	4323	4323	4323
EPS (元)	1.63	2.33	2.22	2.59	2.96	长期借款	0	0	0	0	0
主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应付债券	0	0	0	0	0
						负债合计	20146	22769	23991	25788	27679
成长能力						少数股东权益	746	792	889	1002	1131
营业收入增长	-0.80%	8.67%	5.54%	4.42%	4.60%	实收资本(或股本)	1364	1364	1364	1364	1364
营业利润增长	20.47%	37.07%	-6.27%	16.35%	14.34%	资本公积	3675	3956	3206	3206	3206
归属于母公司净利润增长	-3.83%	16.35%	-3.83%	16.35%	14.34%	未分配利润	14221	16319	16191	16042	15872
获利能力						归属母公司股东权益合计	20622	23002	23810	25823	28124
毛利率(%)	40.42%	36.71%	37.85%	38.09%	38.24%	负债和所有者权益	41514	46563	48630	52553	56874
净利率(%)	8.38%	10.79%	9.84%	10.96%	11.98%						
总资产净利润(%)	5.30%	6.78%	6.24%	6.72%	7.10%						
ROE(%)	10.67%	13.72%	12.74%	13.67%	14.35%	现金流量表	单位:百万元				
偿债能力						经营活动现金流	4953	6043	4386	5257	5842
资产负债率(%)	49%	49%	49%	49%	49%	净利润	2327	3256	3132	3644	4166
流动比率	1.59	1.59	1.46	1.41	1.36	折旧摊销	3404.87	3382.68	0.00	412.02	446.56
速动比率	1.38	1.39	1.28	1.23	1.19	财务费用	-471	-243	-245	-249	-265
营运能力						应收账款减少	0	0	-6	-6	-6
总资产周转率	0.70	0.69	0.67	0.66	0.64	预收账款增加	0	0	1592	1662	1739
应收账款周转率	205	247	249	249	249	投资活动现金流	-1488	-10250	-2885	-3106	-3449
应付账款周转率	12.65	11.28	10.07	10.19	10.23	公允价值变动收益	55	253	92	101	111
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	1.63	2.33	2.22	2.59	2.96	投资收益	25	186	79	79	79
每股净现金流(最新摊薄)	2.28	-4.27	-0.59	0.65	0.68	筹资活动现金流	-356	-1614	-2302	-1269	-1471
每股净资产(最新摊薄)	15.12	16.86	17.45	18.93	20.61	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	56.21	39.33	41.16	35.38	30.94	普通股增加	13	0	0	0	0
P/B	6.06	5.43	5.25	4.84	4.44	资本公积增加	231	281	-751	0	0
EV/EBITDA	17.33	14.57	11.29	20.88	18.20	现金净增加额	3110	-5820	-802	882	922

资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

<b>增持</b>	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
<b>中性</b>	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
<b>减持</b>	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

<b>买入</b>	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
<b>增持</b>	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
<b>中性</b>	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
<b>减持</b>	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上