

青岛啤酒 (600600)

酒香百年底蕴积, 品优时代燎原起

买入 (上调)

2022年08月23日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 李昱哲

执业证书: S0600120110012

liyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	30,167	32,014	33,570	34,648
同比	9%	6%	5%	3%
归属母公司净利润 (百万元)	3,155	3,421	4,077	4,502
同比	43%	8%	19%	10%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.31	2.51	2.99	3.30
P/E (现价&最新股本摊薄)	43.48	40.11	33.66	30.48

投资要点

- “国内啤酒第一股”创百年经典, “青岛+崂山”双品牌迎机遇:** 青岛啤酒深耕啤酒领域超百年, 连续 19 年保持中国啤酒行业品牌价值第一。青啤始建于 1903 年, 1993 年作为第一家啤酒公司两地上市, 上市后历经“四代领导人”: 彭作义并购浪潮时代, 产量由从 1996 年的 35 万吨上升至 2001 年的 251 万吨, 5 年间 CAGR 为 48.3%; 金志国做强做大时代, 2001-2012 年公司营收规模由 52.8 亿元增长至 257.8 亿元, 11 年间 CAGR 为 37.3%; 孙明波产品“有一套”时代, 品牌战略调整为“青岛+崂山”双品牌战略, 不断推动公司产品品质升级; 黄克兴高端化时代, 2021 年公司已行销世界一百余个国家和地区, 实现啤酒销量 793 万千升, 营业收入 301.7 亿元。
- 龙头五足鼎立, 价升量减, 高端化成大势所趋:** 五足鼎立局面成熟, 青啤市占率稳居龙二。据欧睿数据统计, 2021 年 CR5 市占率 73.0%, 青啤市占率 17.8%。啤酒消费结构向高端化转型, 据欧睿数据表明, 近 10 年中档及高档价位啤酒销量占比分别由 2011 年 13%/3% 一路增长至 2021 年的 22%/12%。精酿啤酒接受度持续提升, 市场需求强劲。2017-2021 年精酿啤酒种类均保持 20%+ 增速且持续提升, 2021 年精酿啤酒销量 3.7 万千升 (yoy+43%), 表现出强劲的市场需求。短期成本回落酒企盈利能力有望提升, 长期推动行业高端化升级。青岛啤酒 2021 年原材料及包材占成本 69%, 每 1% 包材成本变动影响净利率 0.3% 变化, 2022 年 3 月 1 日至 7 月 27 日, 除大麦价格提升 11.6% 以外, 包材中铝、玻璃、纸箱月均价分别下降 20.0%/30.4%/4.8%。
- 产品领跑高端化, 渠道效率凸显, 实力强劲:** “青岛”高端+“崂山”中低端双品牌布局完善, 高端产品线推出时间遥遥领先。自 2009 年以来, 公司陆续推出奥古特、鸿运当头等高端产品线, 相较竞企提前 8-9 年布局高端系列, 2021 年公司吨价 3,742 元/千升 (yoy+7.0%)。业内领先研发能力助力产品迭代升级, “青岛纯生”爆品引领时代发展。公司拥有啤酒行业内唯一国家级重点微生物发酵实验室, 具备高水平的研发团队, 2021 年公司专利数 550 个, 比第二名 111 个专利数多 439 个。公司 1998 年推出青岛纯生, 牢牢抓住 6-8 元细分市场, 占领消费者心智。全方位推广塑造品牌活力, 公司是 2022 年冬奥会和冬残奥会官方赞助商, 在全国 62 个城市开设 200+Tsingtao1903 啤酒吧, 提供沉浸式品牌体验, 2022 年 6 月签约肖战为代言人, 深受年轻群体喜爱。创新立体渠道资源, 深耕山东基地市场。公司推广“大客户+微观运营”模式, 线上线下立体销售渠道共同发力, 2021 年公司山东地区营收 197 亿元, 占总营收 56.9%, 毛利率由 18 年提升 2.2pct 至 36.8%。
- 盈利预测与投资评级:** 基于公司龙二地位稳固, 产品力较强叠加优势地区强渠道力, 我们上调 2022-23 年归母净利 34.2/40.8 亿元 (前值为 29.2/32.8 亿元), 预测 2024 年归母净利 45.0 亿元, 对应最新收盘价 2022-2024 年 PE 为 40/34/30 倍, 参考历史估值溢价区间我们给予 2023 年目标估值 45 倍, 对应空间 32.4%, 上调评级至“买入”。
- 风险提示:** 疫情影响导致餐饮业复苏不及预期; 成本端压力上涨风险; 竞争格局变化。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	100.57
一年最低/最高价	73.66/109.50
市净率(倍)	5.68
流通 A 股市值(百万元)	70,426.46
总市值(百万元)	137,213.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.71
资产负债率(% ,LF)	46.85
总股本(百万股)	1,364.35
流通 A 股(百万股)	700.27

相关研究

《青岛啤酒(600600): 2021 年中报点评: 业绩超市场预期, 结构升级步伐持续增速》

2021-08-28

《青岛啤酒(600600): Q1 业绩符合预期, 产品坚持高端化》

2021-04-25

《青岛啤酒(600600): 2020 年年报点评: 业绩基本符合市场预期, 产品结构升级, 盈利能力进一步释放》

2021-04-02

内容目录

1. 百年青啤创经典，高端产品迎机遇	5
1.1. 百年栉风沐雨创经典	5
1.2. 管理团队优势互补，股权激励注入活力	6
1.2.1. 管理团队经验丰富，有益公司发展	6
1.2.2. 股权激励已逐步落地，释放公司动能	7
1.2.3. 股权架构清晰，吸引多方战投	8
1.3. 产品矩阵清晰，坚持“青岛主+崂山辅”品牌战略	8
1.4. 产品转型高端化，盈利能力大幅提升	9
2. 龙头竞争，价升量减，高端化成大势所趋	9
2.1. 行业集中，龙头竞争，规模化成重要趋势	9
2.1.1. 五足鼎立局面成熟，集中度显著提升	10
2.2. 产品结构升级，吨价提升，高端化之路明朗	10
2.2.1. 啤酒消费结构转型，高端产品占比提升	10
2.2.2. 高端化叠加成本压力，提价成为啤酒行业新常态	11
3. 青岛啤酒：产品领跑高端化，渠道效率凸显，实力强劲	13
3.1. 产品：研发能力业内第一，主品牌销量稳步提升	13
3.1.1. 产品矩阵布局完善，高端产品销量稳步提升	13
3.1.2. 业内领先的研发能力助力产品升级，打造纯生爆品	15
3.2. 品牌：百年积淀造精品，品牌价值历久弥新	16
3.2.1. 品牌积淀深厚，强大研发实力引领产品创新	16
3.2.2. “四位一体”推广塑造品牌活力	17
3.3. 渠道：创新立体渠道资源，深耕优质基地市场	17
3.3.1. 深度分销掌控终端，构建立体化渠道	18
3.3.2. 基地市场优势突出，规模化更显成效	19
4. 财务分析：营收利率增速明显，财务状况稳定健康	21
5. 盈利预测与投资建议	24
6. 风险提示	26

图表目录

图 1: 2017-2022 年青岛啤酒、雪花啤酒、燕京啤酒品牌价值 (单位: 亿元)	5
图 2: 青岛啤酒发展史	6
图 3: 公司股权结构	8
图 4: 公司产品矩阵	9
图 5: 青岛啤酒 2016-2021 年总营收及归母净利润	9
图 6: 青岛啤酒高端产品销量及同比	9
图 7: 中国 CR5 市占率水平	10
图 8: 中国 CR5 各品牌市占率水平	10
图 9: 近 10 年各档次啤酒销量占比	11
图 10: 啤酒行业量减价升	11
图 11: 精酿啤酒及啤酒总销量增速	11
图 12: 青岛啤酒成本弹性测算	12
图 13: 原材料价格变化	12
图 14: 青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒推出高端化产品时间线	14
图 15: 2021 年青岛啤酒与其他品牌吨价对比 (元/千升)	14
图 16: 青岛啤酒及高端产品销量 (万千升)	15
图 17: 青岛及崂山啤酒吨价 (元/千升)	15
图 18: 2021 年各厂商专利数 (个)	15
图 19: 青岛啤酒品牌价值持续提升	16
图 20: 青岛啤酒品牌价值位列啤酒行业第一	16
图 21: 青岛啤酒品牌传递冬奥力量	17
图 22: 青岛啤酒在 2022 冬奥会期间推出“冬奥冰雪罐”新包装	17
图 23: “TSINGTAO1903”精酿酒吧	17
图 24: 签约肖战, 推动品牌年轻化	17
图 25: 经销商数量	18
图 26: 青岛啤酒 2021 年销售渠道结构	18
图 27: 青岛啤酒各年总销量	19
图 28: 主品牌青岛啤酒各年销量	19
图 29: 山东市场啤酒产量占全国比例	19
图 30: 青岛啤酒在山东地区的销售收入与毛利率	19
图 31: 各地区占青岛啤酒总销售收入 (千元) 比例	20
图 32: 山东省销量占青岛啤酒总销量比例	20
图 33: 青岛啤酒与华润啤酒、重庆啤酒产能利用率对比	20
图 34: 青啤三厂即将投产	20
图 35: 青岛啤酒各年运输费用	21
图 36: 青岛原浆啤酒	21
图 37: 公司营收 (百万元) 及毛利率 (%)	21
图 38: 人工成本占比提升	22
图 39: 归母净利率增速明显	22
图 40: 公司 ROE 增速明显 (%)	22
图 41: 销售净利率明显提升	22
图 42: 2019—2021 年存货周转率 (次)	23
图 43: 2019—2021 年应收账款周转率 (次)	23

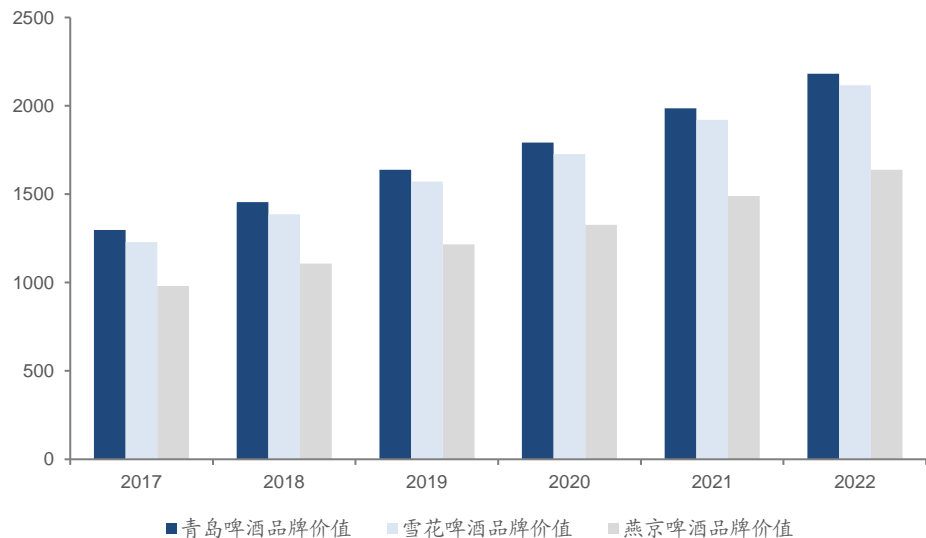
图 44: 总资产周转率 (次)	23
图 45: 资产负债率 (%)	23
表 1: 公司管理层.....	7
表 2: 公司股权激励各年度考核目标.....	7
表 3: 青岛啤酒品牌策略.....	13
表 4: 青岛啤酒主要产品.....	13
表 5: 龙头企业主要产品对比.....	16
表 6: 龙头企业纯生产品对比.....	16
表 7: 青岛啤酒盈利预测.....	24
表 8: 可比公司相对估值.....	25

1. 百年青啤创经典，高端产品迎机遇

1.1. 百年栉风沐雨创经典

深耕啤酒领域超百年，连续 19 年品牌价值行业第一。青岛啤酒始建于 1903 年，德英商人在青岛建立日耳曼啤酒公司青岛啤酒股份有限公司，即青岛啤酒前身。1945 年，新中国成立后，该厂由政府部门接管并更名为“国营青岛酒厂”。1993 年，青岛啤酒股份有限公司先后在 H 股和 A 股上市。作为我国历史最悠久的啤酒品牌和第一家啤酒上市公司，青岛啤酒在国内外市场都具有强大的品牌影响力和较高的知名度，2022 年，青岛啤酒以人民币 2182.25 亿元的品牌价值连续 19 年保持中国啤酒行业品牌价值第一，同时青岛及其子品牌累计价值超 3400 亿元。

图1：2017-2022 年青岛啤酒、雪花啤酒、燕京啤酒品牌价值（单位：亿元）



数据来源：World Brand Lab，东吴证券研究所

青岛啤酒历经百年发展史现已成为国内啤酒行业龙头企业，公司在山东地区具有绝对优势，深耕华北地区。回望青啤百年沉浮史，其发展历程大致可分为以下四个阶段：

(1) 彭作义时代（1996-2001）：打响并购浪潮第一枪

1996 年，彭作义出任公司总经理，作为掀起啤酒企业并购浪潮第一人一手主导策划了“青岛啤酒并购战役”。期间公司实施外延式扩张战略快速做大做强，完成 40 余笔收购，公司产量从 1996 年的 35 万吨上升至 2001 年的 251 万吨，5 年间公司产量 CAGR 为 48.3%。

(2) 金志国时代（2001-2012）：外延扩大转为内延驱动

2001 年，金志国出任公司总经理，将“外延扩大再生产”的战略调整为“内涵扩大

再生产”，将“做大做强”的方针调整为“做强做大”。同时 2008 年公司提出“大客户+微观运营”的渠道模式，2001-2012 年公司营收规模快速上升，由 52.8 亿元增长至 257.8 亿元，11 年间 CAGR 为 37.3%。

(3) 孙明波时代 (2012-2018): 从“有一瓶”到“有一套”

2012 年，孙明波出任公司总经理，酿酒师出身的孙明波在任职期间引领公司技术提高和产品升级，期间公司逐步推出奥古特、鸿运当头、青岛啤酒 IPA 等高端产品，2015 年公司品牌战略调整为“青岛+崂山”双品牌战略，不断推动公司产品品质升级。

(4) 黄克兴时代 (2018-至今): 带领高端产品逆势上扬

2018 年，“营销大师”黄克兴出任公司董事长。任职后黄克兴将“1+1”品牌战略深入贯彻，聚焦于主品牌青岛啤酒和第二品牌崂山，以黄克兴提出的“品牌引领、创新驱动、质量第一、收益优先、结构优化、协调发展”的六大战略指引作为方针，继续推动公司高质量发展。2021 年公司已行销世界一百余个国家和地区，实现啤酒销量 793 万千升，营业收入 301.7 亿元。

图2: 青岛啤酒发展史



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.2. 管理团队优势互补，股权激励注入活力

1.2.1. 管理团队经验丰富，有益公司发展

管理团队能力互补，高管持股充分保障员工积极性。管理团队具有丰富的专业经验，董事长黄克兴曾任总裁助理兼战略投资管理总部部长、副总裁、总裁兼营销总裁，具有啤酒行业战略规划、投资管理、经营管理、市场营销及品牌管理经验。公司于2022年6月21日聘任姜宗祥为总裁兼供应链总裁，聘任侯秋燕为财务总监，高管团队经验丰富有益于公司产品加速升级，保持可持续性发展。同时股权激励使得高管均持有公司股份，充分保障员工积极性，其中董事长持股 15.1 万股（占总股本 0.01%），营

销总裁持有 13 万股（占总股本 0.01%）。

表1: 公司管理层

姓名	职位	年龄	任职时间	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	主要经历
黄克兴	董事长、党委书记	59	2018/5/17	15.1	0.011%	曾任本公司总裁助理兼战略投资管理总部部长、本公司副总裁、本公司总裁兼营销总裁。具有丰富的啤酒行业战略规划、投资管理、经营管理、市场营销及品牌管理经验。
侯秋燕	财务总监	56	2022/6/21	6.0	0.004%	山东理工大学工商管理硕士研究生学历，现任本公司总裁助理兼财务管理总部部长。曾任本公司区域生产工厂、销售公司财务负责人，本公司财务管理总部副部长、部长等职，长期从事上市公司财务管理工作，具有丰富的啤酒企业生产及销售等经营及财务管理经验。
王瑞永	执行董事、副总裁	56	2018/6/28	11.0	0.008%	曾任北京青岛啤酒有限公司总经理，上海青岛啤酒华东营销公司总经理，青岛啤酒营销中心山东省区总经理，本公司总裁助理，本公司营销总裁。具有丰富的市场营销、生产运营和企业管理经验。
蔡志伟	营销总裁	54	2021/6/28	13.0	0.010%	历任青岛啤酒二厂车间主任、副厂长，青岛啤酒（厦门）有限公司总经理、厦门青岛啤酒东南营销有限公司总经理，上海青岛啤酒华东营销有限公司总经理，营销中心山东省区总经理，公司营销副总裁兼营销中心销售管理总部总经理，公司营销中心常务副总裁等职，具有丰富的营销管理经验。
姜宗祥	总裁、供应链总裁	49	2022/6/21	11.3	0.008%	曾任青岛啤酒（芜湖）有限公司副总经理，本公司战略投资管理总部副部长，信息管理总部部长及制造中心采购管理总部部长，制造总裁助理兼采购管理总部部长，具有丰富的啤酒行业战略规划，投资管理，经营管理，数字化运营及供应链管理经验的。
徐楠	副总裁、制造总裁、总酿酒师	54	2019/8/1	11.0	0.008%	曾任青岛啤酒（寿光）有限公司总酿酒师、总经理，本公司制造总裁助理兼青岛啤酒二厂厂长，本公司制造总裁助理兼青岛啤酒三厂厂长，本公司制造总裁助理兼生产技术管理总部部长。具有丰富的生产运营及质量管理经验。
王少波	副总裁	54	2019/8/1	11.0	0.008%	曾任本公司青岛啤酒厂厂长助理，深圳青岛啤酒朝日有限公司副总经理，本公司运营管理部生产运营总监，本公司总裁助理兼战略投资管理总部部长，具有丰富的啤酒行业战略规划、并购投资管理及生产运营经验。
张瑞祥	董事会秘书	57	2011/6/16	9.0	0.007%	曾任本公司董事会秘书室主任助理、副主任、主任兼证券事务代表。具有长期的上市公司运作、信息披露及资本市场融资经验。

备注：数据截止至 2022 年 6 月 22 日

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2.2. 股权激励已逐步落地，释放公司动能

股权激励已逐步落地，力度大覆盖广。公司激励计划于 2020 年 3 月公布草案，分三期解锁，解锁条件包含公司 ROE 在 2020-2022 分别不低于 8.1%/8.3%/8.5%，且以 2016-2018 年净利润均值为基数净利润增长率不低于 50%/70%/90%。计划拟授予 1350 万股限制性激励股票，占总股本 1.0%，激励对象为 638 位管理层及核心骨干成员，占 2020 年总员工 1.8%。此次股权激励计划成效显著，2020-2021 年公司分别完成净利润 23/33 亿元，较 2016-2018 均值增长率分别为 72%/141%，净资产收益率分别为 11.1%/14.5%，均成功实现考核目标，激励力度大、范围广，为公司近年注入发展动力。

表2: 公司股权激励各年度考核目标

解除限售期限	净利润考核目标（以 2016-2018 年净利润均值为基数）	净资产收益率考核目标
第一个解除限售期	2020 年净利润增长率不低于 50%	2020 年不低于 8.1%

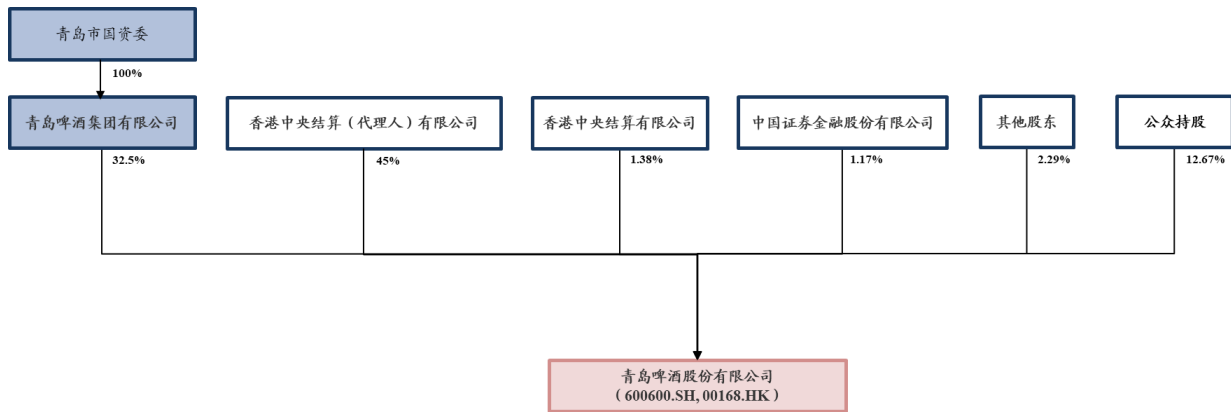
第二个解除限售期	2021年净利润增长率不低于70%	2021年不低于8.3%
第三个解除限售期	2022年净利润增长率不低于90%	2022年不低于8.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2.3. 股权架构清晰，吸引多方战投

优质国企背景，吸引外资多方战投。 青岛啤酒实际控制人为青岛市国资委，通过青岛啤酒集团有限公司持股比例 32.51%。2002 百威英博战投青岛啤酒，为青岛啤酒提供了世界一流的经营及技术资源，2009 年朝日啤酒收购青啤近 20% 股份，双方在中国品牌价值得到提升，强强联合，2017 年朝日啤酒向复星集团出让 17.99% 股份，至今年 5 月底复星已减持全部公司股份，但对公司业务影响不大，青岛啤酒将持续专注布局高端化发展。

图3：公司股权结构



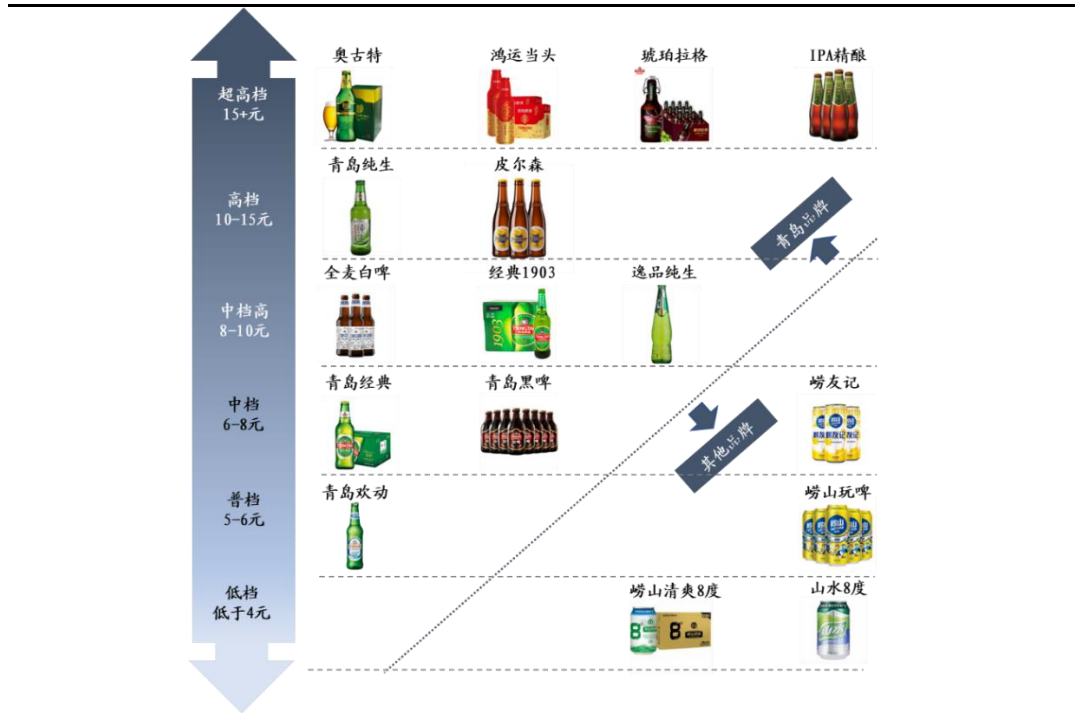
备注：数据截止至 2022 年 8 月 16 日

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.3. 产品矩阵清晰，坚持“青岛主+崂山辅”品牌战略

产品布局完善，“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”战略持续贯彻。 公司自 2016 年起实行“1+1”的品牌发展策略，以青岛啤酒为主品牌，主要覆盖中高端啤酒系列；崂山啤酒作为第二品牌，主要覆盖面向大众的低端啤酒系列。公司产品矩阵完善，各价格带均有产品覆盖，满足不同消费者需求，其中主品牌青岛啤酒是最早开始高端化的产品，早在 1988 年就推出了高端产品青岛纯生，2020 年推出的百年之旅、琥珀拉格等高端产品引领了公司超高端市场的消费潮流，提升了公司产品竞争力，也展现了公司继续将中高端产品做大做强的决心，2021 年公司总销量 793 万千升 (yoy+1.4%)，其中主品牌青岛啤酒销量 432.9 万千升 (yoy+11.6%)。

图4: 公司产品矩阵

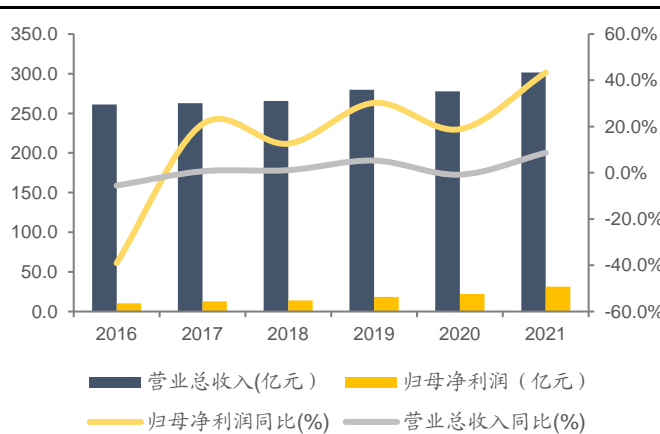


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.4. 产品转型高端化, 盈利能力大幅提升

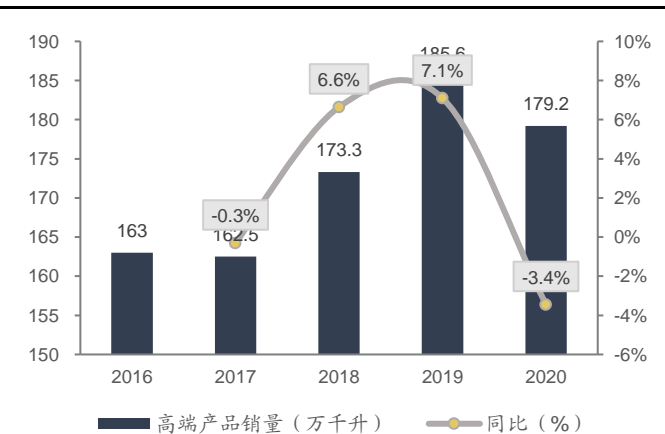
产品转型助力公司业绩持续向好。自2016年公司确立“1+1”双品牌战略以来, 公司高端产品销量逐年提升, 带动盈利水平逐步提升, 2016到2020年公司高端产品销量占比由163万千升提高至179.2万千升, 占总销量比重由20.6%升至22.9%, 营业收入由2016年261.1亿元升至2021年301.7亿元, 归母净利润由10.4亿元升至31.6亿元, 归母净利润5年CAGR为24.8%, 盈利能力大幅提升。

图5: 青岛啤酒2016-2021年总营收及归母净利润



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 青岛啤酒高端产品销量及同比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 龙头竞争, 价升量减, 高端化成大势所趋

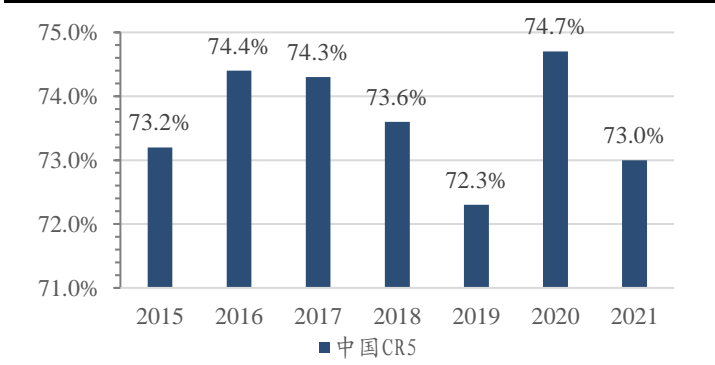
2.1. 行业集中, 龙头竞争, 规模化成重要趋势

2.1.1. 五足鼎立局面成熟，集中度显著提升

啤酒行业集中度不断提高，五大龙头占据 70%+ 市场份额。进入 21 世纪，随着市场化的持续推进，资本的力量不断介入，并在 2000 年至 2010 年十年间出现了兼并收购的浪潮。在这一时期，扩张聚焦于产量和销量的提升，对营收的重视高于利润水平。通过兼并收购，优势不大的地方型啤酒商被龙头企业吸收，啤酒行业不断整合，市场成熟度也不断提高，龙头企业规模化优势不断显现，随之而来的是效率提升，产能优化以及品牌能力的塑造。

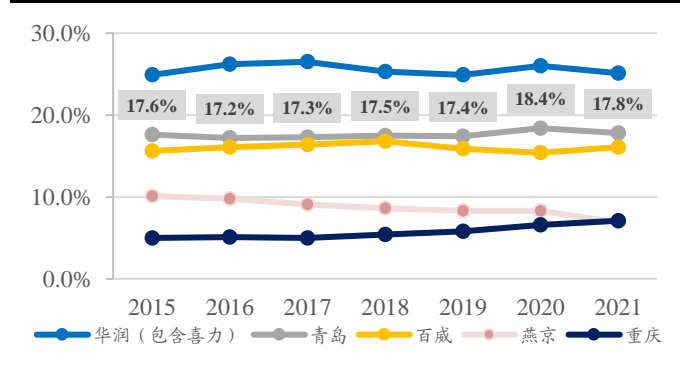
青岛啤酒 2016-2021 年市占率稳居龙头第二。至 2016 年后，啤酒行业已经基本形成了以华润啤酒、青岛啤酒、百威、重庆啤酒和燕京啤酒五足鼎立的竞争格局，各个玩家每年市占率也相对保持稳定。根据欧睿国际数据，2021 年中国啤酒行业 CR5 达到 73%，其中华润啤酒占 25.1%，青岛啤酒占 17.8%，稳居第二，百威占 16.1%，重啤占 7.1% 超过占 6.9% 的燕京啤酒成为第四。

图7：中国 CR5 市占率水平



数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

图8：中国 CR5 各品牌市占率水平



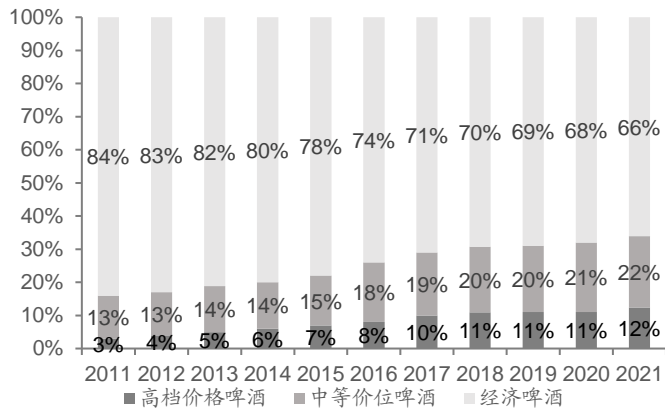
数据来源：欧睿国际，东吴证券研究所

2.2. 产品结构升级，吨价提升，高端化之路明朗

2.2.1. 啤酒消费结构转型，高端产品占比提升

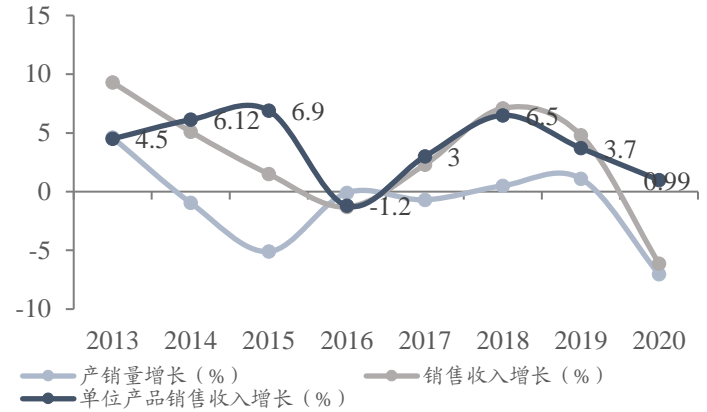
消费升级带动啤酒行业向高端化转型。随着经济持续发展，国民收入不断提高，人们对消费的品质需求不断升级，也带领了啤酒消费结构的不断优化。据欧睿数据表明，2021 年 7 元及以下经济型啤酒销量占比 66%，仍然占据啤酒销量的主要部分，但随着消费升级，中高端啤酒市场接受度在不断提高，近 10 年中档价位及高档价位啤酒销量占比分别由 2011 年 13%/3% 一路增长至 2021 年的 22%/12%。同时据中国酒业协会统计数据，自 2013 年起我国啤酒产销量见顶回落，2015 年和 2020 年均出现明显的负增长。但啤酒销售均价和单位销售收入加速增长，从“量价齐升”转变为“量减价增”，体现出头部啤酒企业带领行业朝高端化方向加速发展趋势。

图9: 近 10 年各档次啤酒销量占比



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

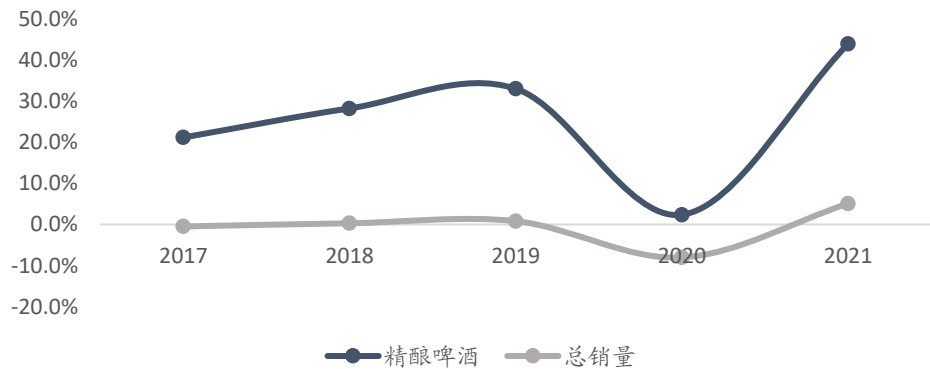
图10: 啤酒行业量减价升



数据来源: 中国酒业协会, 东吴证券研究所

精酿啤酒接受度持续提升, 市场需求强劲。随着年轻群体不断成为啤酒新的消费主力, 高端的精酿啤酒在中国市场的影响力和接受度也在迅速提高。除 2020 年受疫情影响, 2017-2021 年精酿啤酒种类均保持了 20%+ 增速, 远高于啤酒总销量增速。2021 年精酿啤酒销量摆脱疫情的影响, 快速反弹并实现突破, 销量实现 3.7 万千升 (yoy+43%), 表现出强劲的市场需求。高端啤酒玩家们也注意到了这一趋势, 例如百威 2017 年收购了拳击猫精酿啤酒商, 意在抢先占领中国精酿啤酒市场, 维持其在高端赛道的领导地位。除此之外, 精酿啤酒在引入中国时间较晚, 在精酿文化、消费水平都快速发展的时期, 高端精酿有着较大提升空间。

图11: 精酿啤酒及啤酒总销量增速



数据来源: 欧睿国际, 东吴证券研究所

2.2.2. 高端化叠加成本压力, 提价成为啤酒行业新常态

啤酒企业原材料及包材为主要成本构成, 每 1% 包材成本变动影响净利率 0.3% 变化。以青岛啤酒成本构成来看, 2021 年直接材料和外购成本占总成本 69%: 其中包材占比 48%, 原材料大麦占比 21%。除直接材料成本外, 成本构成还包括直接人工成本 (占比 5%)、制造费用 (占比 24%) 及其他非主营业务 (占比 2%)。通过对后期成本变化假设, 收入不变基础上在包材和大麦涨幅 20% 以内将带来毛利率 8.7% 的变化区间,

平均每 1%包材成本变动会影响对应净利率 0.3%变化。

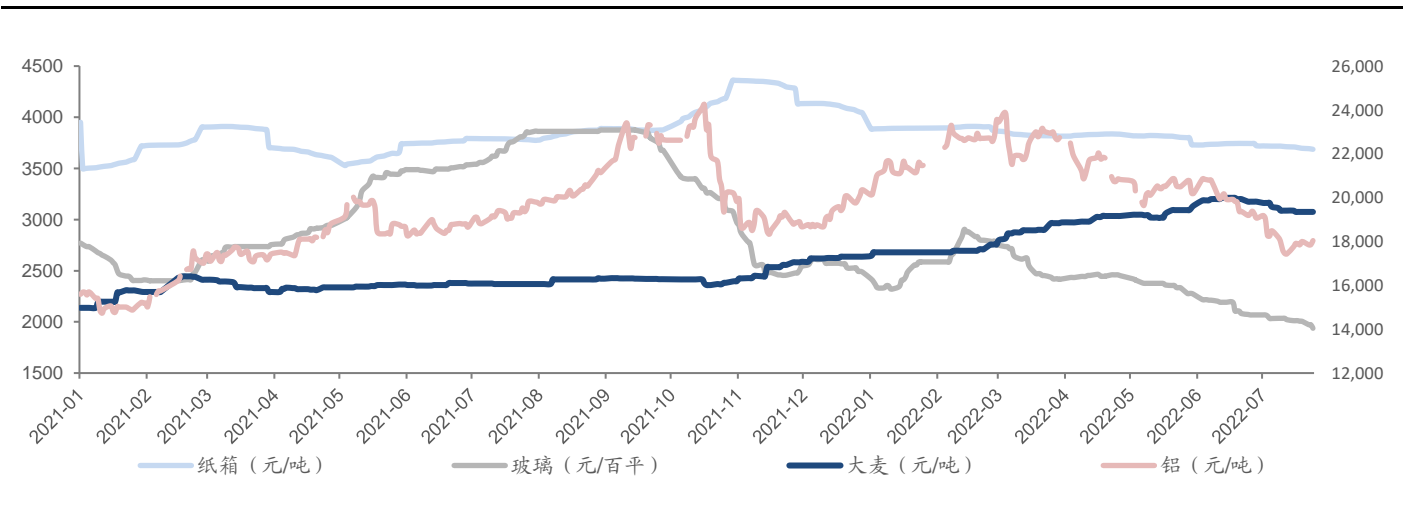
图12: 青岛啤酒成本弹性测算

毛利率变动 (pct)		包材成本(铝材、纸箱、玻璃瓶)较2021年同比增速								
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
大麦成本 较2021年 同比增速	-20%	8.7%	7.2%	5.7%	4.2%	2.7%	1.2%	-0.3%	-1.8%	-3.4%
	-15%	8.0%	6.5%	5.0%	3.5%	2.0%	0.5%	-1.0%	-2.5%	-4.0%
	-10%	7.4%	5.9%	4.4%	2.8%	1.3%	-0.2%	-1.7%	-3.2%	-4.7%
	-5%	6.7%	5.2%	3.7%	2.2%	0.7%	-0.8%	-2.3%	-3.9%	-5.4%
	0%	6.0%	4.5%	3.0%	1.5%	0.0%	-1.5%	-3.0%	-4.5%	-6.0%
	5%	5.4%	3.9%	2.3%	0.8%	-0.7%	-2.2%	-3.7%	-5.2%	-6.7%
	10%	4.7%	3.2%	1.7%	0.2%	-1.3%	-2.8%	-4.4%	-5.9%	-7.4%
	15%	4.0%	2.5%	1.0%	-0.5%	-2.0%	-3.5%	-5.0%	-6.5%	-8.0%
	20%	3.4%	1.8%	0.3%	-1.2%	-2.7%	-4.2%	-5.7%	-7.2%	-8.7%

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

短期成本回落利于酒企盈利能力提升, 长期原材料成本压力推动行业高端化升级。短期来看, 大麦价格不断提升, 包材成本有所回落, 2022年3月1日至7月27日, 除了原材料大麦价格提升 11.6%以外, 包材中铝、玻璃、纸箱月均价分别下降 20.0%/30.4%/4.8%。长期来看, 自 2021 年年初至 7 月 27 日, 铝材及大麦价格分别提升 15.7%/43.9%, 原材料成本压力较大, 酒企将通过提价/产品升级对冲消化成本压力。

图13: 原材料价格变化



备注: 铝材价格为次坐标轴, 其余均为主坐标轴

数据来源: 卓创资讯, Wind, 东吴证券研究所

3. 青岛啤酒：产品领跑高端化，渠道效率凸显，实力强劲

高端化之路的领跑者，创新渠道模式，稳坐基地市场，不断降本增效，青岛啤酒具有稳固王者地位的实质。研，产，销是啤酒行业的三大顶梁柱，是未来增长的核心动力。当下龙头竞争加剧，高端化转变加速，市场消费习惯变化，啤酒企业胜出的关键是：（1）做好研发，打造高端产品矩阵，树立强大品牌形象；（2）开发高效渠道分销模式，稳稳把握终端，抓住基地市场；（3）优化产能，提质增效，实现深度分工。青岛啤酒无疑是啤酒产品高端化的领头羊，并且不断完善分销模式，牢牢掌握瞬息万变的终端市场。青岛啤酒的战略眼光将带领其在未来稳坐王者地位。

3.1. 产品：研发能力业内第一，主品牌销量稳步提升

3.1.1. 产品矩阵布局完善，高端产品销量稳步提升

公司产品矩阵布局完善，“青岛+崂山”产品组合策略满足不同消费者需求。自2015年以来，公司实行“1+1”的品牌策略，以青岛啤酒为主品牌，崂山啤酒为第二品牌。公司目前产品覆盖全价格带，高档及以上产品价格定价在9元以上，主要包括奥古特、鸿运当头、IPA、纯生系列产品，中档/中档高产品主要包括白啤、经典1903、经典等，价格在6-9元；普档及以下产品价格6元以下，主要包括青岛欢动、崂山品牌等产品。青岛啤酒产品矩阵配置完善，能够满足各消费水平消费者的差异化需求。

表3: 青岛啤酒品牌策略

品牌策略	时间	策略内容
1+3+N	2006-2013年	青岛主品牌+崂山、汉斯、山水副品牌+其他区域品牌
1+1+N	2014年	青岛主品牌+崂山第二品牌+其他区域品牌
1+1	2015年-至今	青岛主品牌+崂山第二品牌

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

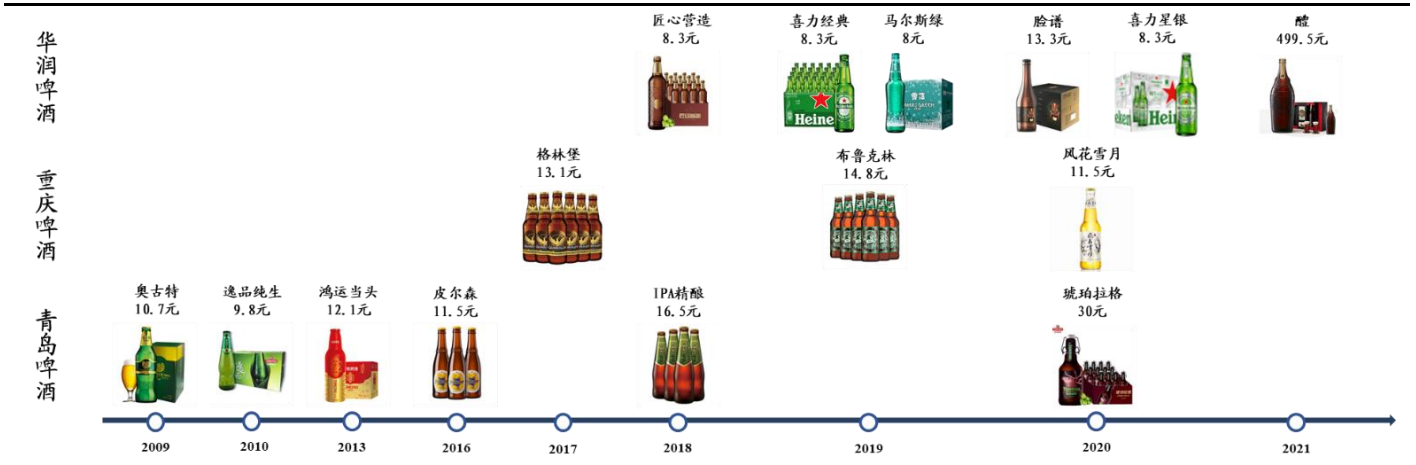
表4: 青岛啤酒主要产品

产品定位	产品名称	规格 (ml)	麦芽度 (°P)	流通渠道价格 (元/瓶)
超高档	琥珀拉格	380	13.8	35.0
	IPA 精酿	330	14	16.2
	鸿运当头	355	11	11.2
	奥古特	480	12	10.7
高档	纯生系列 (逸品纯生)	330	9	9.6
中档高	全麦白啤	500	10	7.3
	青岛经典 1903	500	10	7.3
中档	崂友记 (罐装)	500	10	6.1
	青岛经典	330	11	5.9
普档	崂山玩啤 (罐装)	500	9	5.1
	青岛欢动	316	7	3.3
低档	山水 8 度 (罐装)	330	8	2.4
	崂山清爽 8 度 (罐装)	330	8	2.3

数据来源：京东商城、淘宝、东吴证券研究所

公司高端化起步较快，相较竞企提前布局近 10 年。公司 2009 年起陆续推出奥古特、逸品纯生、鸿运当头、皮尔森、IPA 精酿、琥珀拉格等高端产品，对比重啤及润啤，高端化产品布局明显起步较早，在行业内具有较为前瞻性视野。

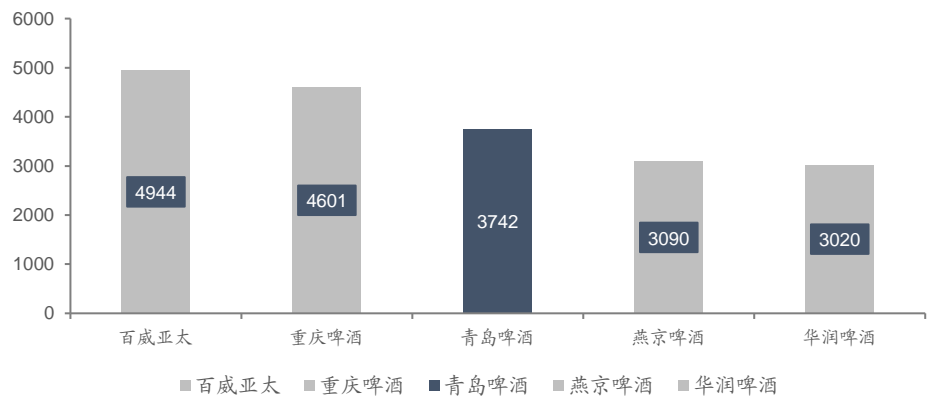
图14：青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒推出高端化产品时间线



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

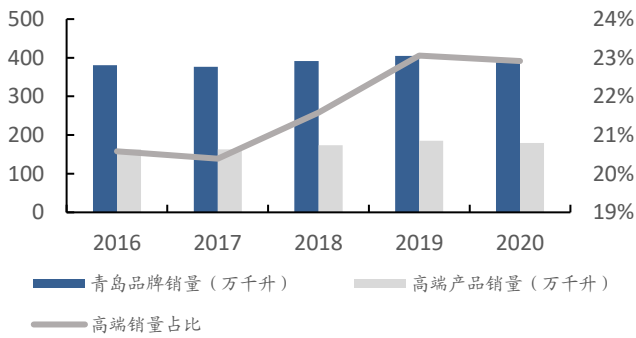
高端化转型成功，引领量价不断提升。公司奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒等高端产品销量稳步提升，2020 年公司高端产品销量达 179.2 万千升；高端产品销量占啤酒总销量的比例从 2016 年的 20.58% 上升至 2020 年的 22.92%。整体吨价水平也持续上升，2021 年青岛啤酒吨价同比增长 7.0% 至 3,742 元/千升，公司整体吨价水平处于 CR5 中第三位，仅次于高端龙头百威及重啤。

图15：2021 年青岛啤酒与其他品牌吨价对比 (元/千升)



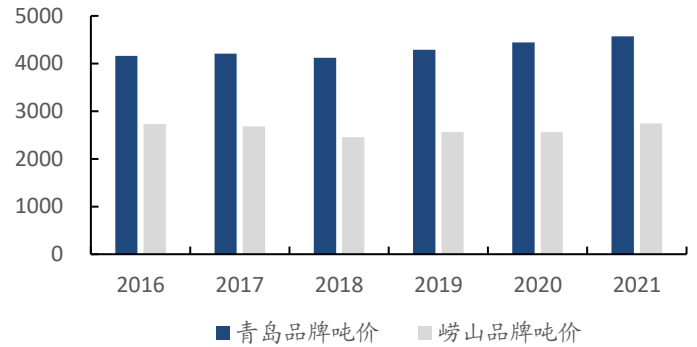
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图16: 青岛啤酒及高端产品销量 (万千升)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图17: 青岛及崂山啤酒吨价 (元/千升)

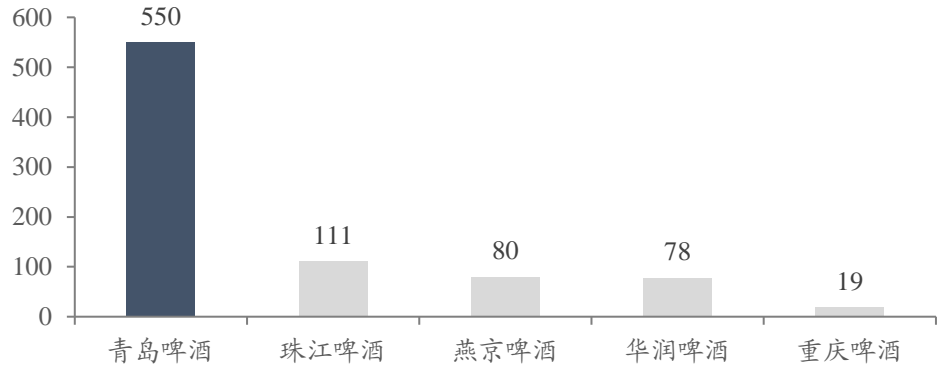


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.1.2. 业内领先的研发能力助力产品升级, 打造纯生爆品

公司拥有中国唯一国家级实验室, 产品研发能力业内领先。公司拥有啤酒行业内唯一的国家级重点微生物发酵实验室, 具备高水平的研发团队, 基础研究能力出众, 并在此基础上形成了多项自主知识产权, 保持了青啤在国内啤酒市场上核心技术层面的领先地位, 近年来青啤发布的新品数目领先于国内其他酒商, 获取专利数目亦远多于珠江啤酒、燕京啤酒等啤酒企业, 2021年青岛啤酒专利数550个, 比第二名珠江啤酒111个专利数多439个。出色的研发能力助力青岛啤酒不断推陈出新, 研发出IPA精酿、青岛原浆、炫奇果啤等特色产品, 满足更多细分市场的消费者需求。

图18: 2021年各厂商专利数 (个)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司产品布局全面且接受度较高, 青岛纯生引领“纯生”时代发展, 深受消费者喜爱。对比润啤及重啤, 公司通过纯生及经典系列大单品全面布局各价格段, 抓住消费者心智。青岛纯生与国内外其他啤酒品牌相比, 青岛纯生率先进入纯生市场, 于1998年推出首款纯生产品“青岛纯生”, 早于同行业竞争对手2-8年。保质期方面, 500ml瓶装青岛纯生的保质期仅为180天, 保质期较短, 保证了啤酒的口感和风味。价格方面, 青岛纯生属于青岛品牌旗下中高端产品, 以京东自营店流通渠道价格为例, 500ml听装价格为9.9元/瓶, 高于其他品牌纯生啤酒。作为啤酒市场上最受欢迎的品类之一, 纯生啤酒一直受到国内消费者的喜爱。据2015年消费者报告数据显示, 青岛

纯生消费者综合评分为 4.2，仅略低于燕京纯生啤酒，处于同品类领先地位。

表5: 龙头企业主要产品对比

价格区间	品牌名称	产品名称	规格	麦芽度(°P)	价格(元/瓶)
9+元	青岛啤酒	奥古特	500	12	10.8
	重庆啤酒	乌苏楼兰秘酿	500	16	10.0
	青岛啤酒	青岛纯生	500	8	9.9
	华润啤酒	匠心营造	500	10	9.0
6-9元	华润啤酒	喜力经典	500	11.4	8.9
	华润啤酒	SuperX	500	8	6.6
	青岛啤酒	经典 1903	500	10	6.2
低于 6 元	华润啤酒	勇闯天涯	500	8	5.4
	青岛啤酒	青岛经典	500	10	5.4

数据来源: 京东商城、淘宝、东吴证券研究所

表6: 龙头企业纯生产品对比

听装	青岛纯生	燕京纯生	燕京纯生	雪花纯生	百威纯生
推出年份	1998	2000	2000	2005	2006
麦芽浓度(°P)	8	10	11	8	8
规格(ml)	500	500	330	500	330
保质期(天)	365	360	360	360	365
价格(元/瓶)	9.9	6.6	3.4	7.2	5.3
消费者综合评分	4.2	4.4	4.4	4.1	3.9

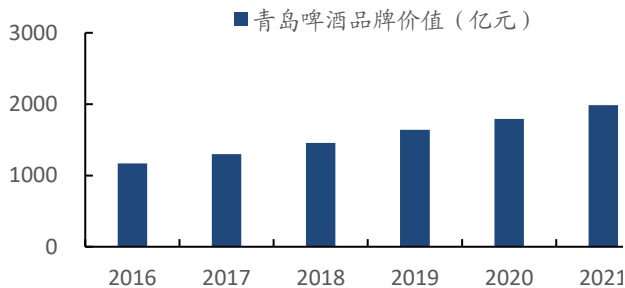
数据来源: 京东商城、淘宝、东吴证券研究所

3.2. 品牌: 百年积淀造精品, 品牌价值历久弥新

3.2.1. 品牌积淀深厚, 强大研发实力引领产品创新

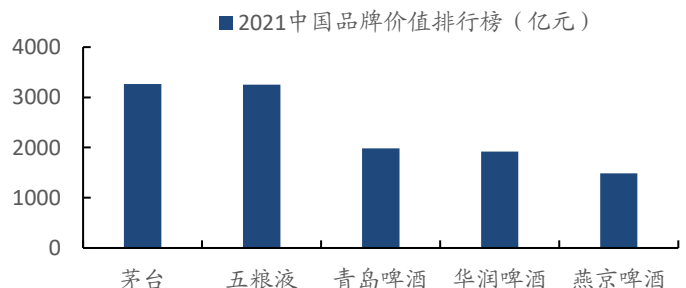
百年历史积淀, 品牌价值居业内之首。成立于 1903 年的青岛啤酒是中国历史最悠久的啤酒生产企业, 是我国首批十大驰名商标之一。百年风雨兼程, 青岛啤酒品牌价值随时间积淀不断提升, 品牌影响力和竞争力也在逐渐提升。根据 World Brand Lab 发布的品牌价值榜单, 青岛啤酒连续 19 年位列啤酒行业首位, 在食品饮料行业仅次于茅台、五粮液, 充分体现青岛啤酒品牌认可度。

图19: 青岛啤酒品牌价值持续提升



数据来源: World Brand Lab, 东吴证券研究所

图20: 青岛啤酒品牌价值位列啤酒行业第一



数据来源: World Brand Lab, 东吴证券研究所

3.2.2. “四位一体”推广塑造品牌活力

多样化营销方式助力公司品牌塑造。有“营销大师”之称的黄克兴董事长提出了“四位一体”的品牌推广模式，包含品牌传播、产品销售、消费者体验、粉丝互动。通过体育营销、音乐营销、体验营销等多种方式实现品牌塑造和推广。其中公司以体育营销为主，借助大型赛事的关注度，青岛啤酒是北京奥运会、CBA 联赛、北京冬奥会及冬残奥会的官方赞助商/合作伙伴，并在2022冬奥会期间推出量身定制的“冬奥冰雪罐”新包装，其设计体现了青岛啤酒国际化、年轻化、时尚化的特点，在向大众普及冬奥项目的同时提升品牌影响力。

图21: 青岛啤酒品牌传递冬奥力量



数据来源: 百度, 东吴证券研究所

图22: 青岛啤酒在 2022 冬奥会期间推出“冬奥冰雪罐”新包装



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

自建酒吧开拓新渠道，签约明星推动年轻化。青岛啤酒在营销渠道的拓展上聚焦年轻群体，近年来的营销动作趋于个性化、年轻化。2020 年，公司开始在全国建设酒吧渠道，打造高端消费场景氛围，满足消费者个性化、场景化、高端化、便捷化的多层次需求。目前青岛啤酒已在全国开设 200 余家 Tsingtao1903 啤酒吧，覆盖全国 20 个省份 62 座城市，将“四位一体”传播模式升级为让消费者集舌尖享受、啤酒知识学习、精神愉悦、感情升华于一体的“沉浸式品牌体验模式”。除此之外，公司 2022 年 6 月签约顶流肖战作为公司代言人，其深受年轻群体喜爱，有效推动品牌年轻化、潮流化，提升品牌影响力和市场竞争力。

图23: “TSINGTAO1903”精酿酒吧



资料来源: 百度, 东吴证券研究所

图24: 签约肖战，推动品牌年轻化



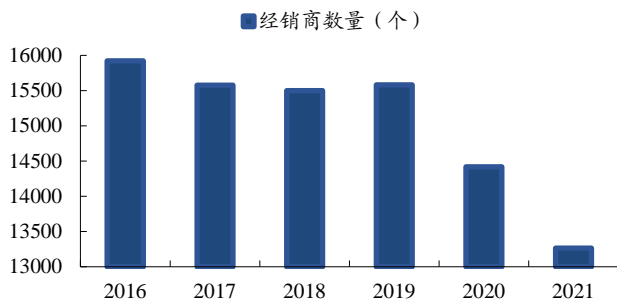
资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3.3. 渠道: 创新立体渠道资源，深耕优质基地市场

3.3.1. 深度分销掌控终端，构建立体化渠道

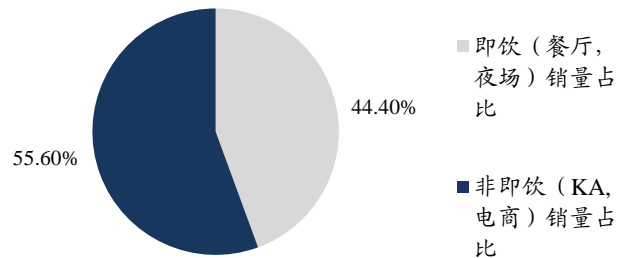
深化并推广“大客户+微观运营”营销模式，经销商质增量减，提升市场掌控能力。青岛啤酒在多年营销作战中，2008年总结探索出“大客户+微观运营”营销模式，提高了营销效率和组织能力。“大客户”指充分利用各区域大经销商、批发商的资源和经验优势，建立和终端良好合作关系，助力青岛啤酒开拓新市场，稳固成熟市场，2020年以来，公司大幅减少经销商数量，重新评估经销商能力并整合渠道资源，集中发力“大客户”，2021年经销商数量为13,265个。“微观运营”类似深度分销，将目标市场分为较小的经营单元，市，县，乡分层管理，并匹配合适的经销商，大大提高了终端掌控能力和市场组织能力。

图25: 经销商数量



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

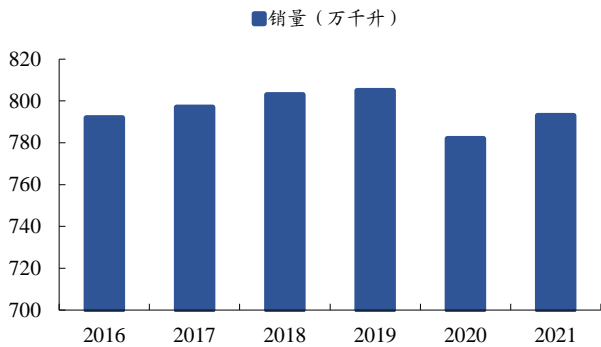
图26: 青岛啤酒 2021 年销售渠道结构



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

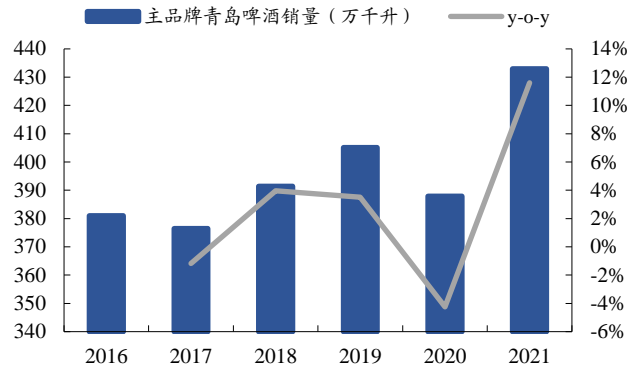
构建立体化销售渠道，线上线下共同发力，顺应消费趋势。疫情影响下，餐饮，夜场等现饮渠道以及线下销售渠道受阻。2021年公司加大非即饮销售力度，顺应消费趋势，使非即饮销售成为渠道重点，占比过半。(1) 构建并拓展“互联网+”渠道体系，搭建电商渠道专业组织，放大“官方旗舰店+官方商城+网上零售商+分销专营店”的立体化电子商务渠道领先优势；(2) 积极与第三方平台展开合作，在特殊时期快速创新营销模式，推进O2O、B2B、社区团购等业务，多渠道满足互联网时代消费需求；(3) 推进营销数字化转型发展，借助数字化新技术，推动供应链、经销商网络模式全面升级。(4) 开设超过200家TSINGTAO1903青岛啤酒吧，发展时尚啤酒板块，创新消费场景，“时尚夜经济”匹配“高端化产品”转型。多元化，立体化销售渠道保障了疫情后的销量稳增，增强了渠道韧性，打造线上线下互补的渠道优势。2021年公司销量实现793万千升，逐渐回归疫情前水平，主品牌青岛啤酒销量达到5年最高432.9万千升。

图27: 青岛啤酒各年总销量



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图28: 主品牌青岛啤酒各年销量

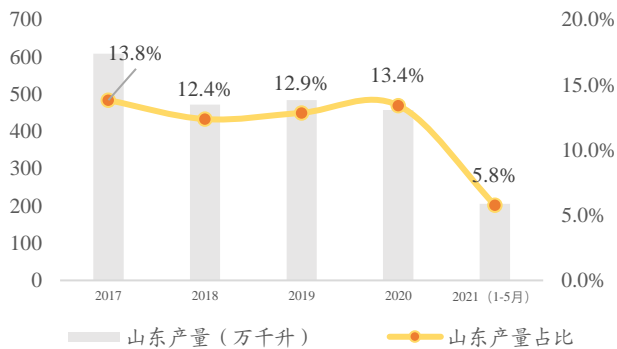


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3.3.2. 基地市场优势突出, 规模化更显成效

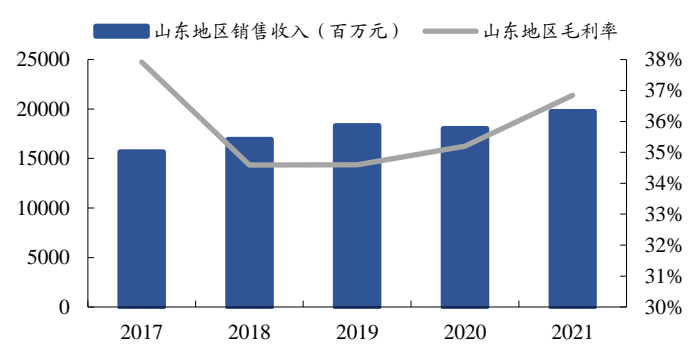
山东是青岛啤酒最大基地市场, 在山东的绝对优势带来规模化效应。山东是青岛啤酒的核心消费市场, 其啤酒文化历史悠久, 多年均居全国啤酒产销量首位, 2020 年贡献了全国啤酒产量的 13.4%, 占据了山东市场即占据了啤酒行业竞争中的护城河。青岛啤酒在山东销售收入一直稳步提升, 在 2021 年达到 197 亿元, 占总营业收入的 56.9%, 足以彰显其核心地位。同时, 青岛啤酒在山东省的毛利率逐年提升, 2021 年山东毛利率 36.8%。

图29: 山东市场啤酒产量占全国比例



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

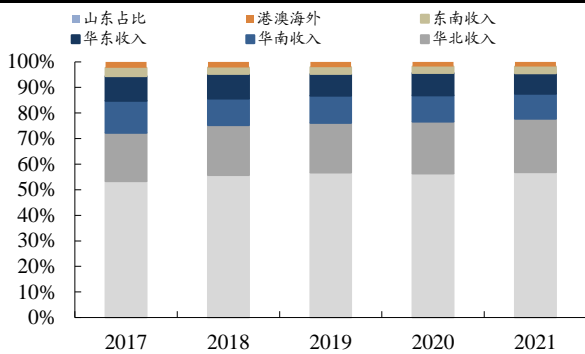
图30: 青岛啤酒在山东地区的销售收入与毛利率



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

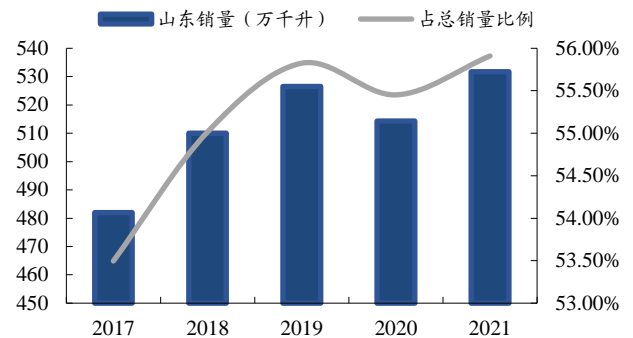
山东地区核心地位不断加强。2017 年至 2021 年, 山东省销量占公司总销量比例由 54% 提升至 56%, 收入贡献。公司不断加强巩固山东市场地位, 优化产能配置, 经销商网络和渠道运营, 多年来持续稳坐山东的头把交椅。

图31: 各地区占青岛啤酒总销售收入(千元)比例



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

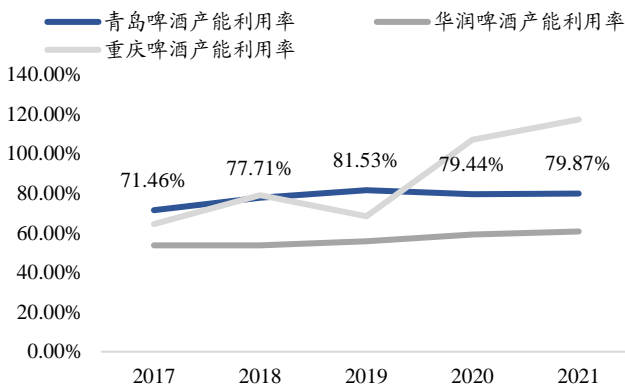
图32: 山东省销量占青岛啤酒总销量比例



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司优化产能布局, 产能利用率逐步趋稳。 青岛啤酒不断进行产能优化, 解决落后产能, 关闭低效工厂, 至今青岛啤酒的产能利用率基本保持稳定。近五年来公司利用率稳定在 80%左右。目前, 公司将产能移动至核心地区——山东, 进一步稳固最强大的基地市场。2021年4月, 青岛啤酒智慧产业园, 青岛啤酒三厂 120 万千升项目通过主体验收, 将成为国内单体规模最大、硬件配置国际一流的智能化啤酒生产中心。位于青岛市内, 进一步加强了青岛啤酒在山东的运输优势, 提高了竞争对手的进入壁垒。有利于深化分工, 进一步提高啤酒生产在山东省内的规模效应和盈利水平。

图33: 青岛啤酒与华润啤酒、重庆啤酒产能利用率对比



备注: 华润啤酒产能利用率=销量/产能
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

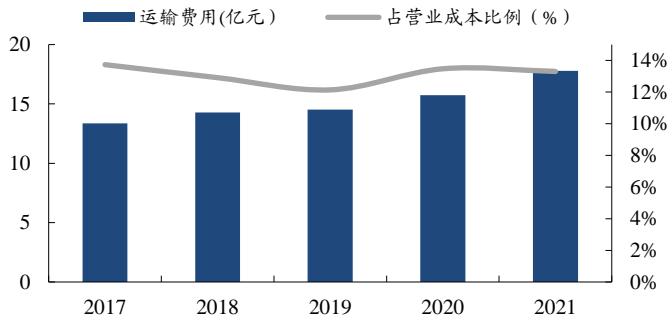
图34: 青啤三厂即将投产



数据来源: 大众报业, 东吴证券研究所

啤酒具有运输成本高属性, 消费者对“新鲜感”要求使得基地市场异常重要。 在青岛啤酒全国扩张战略中, 运输费用逐年递增, 占营业成本比重较为稳定, 保持在 15%左右。体现了运输成本在啤酒销售成本中灵活性较低。同时, 伴随消费者对啤酒“新鲜”口感的追求以及青啤原浆的 7 天短保质期, 基地市场愈发重要。青啤原浆原麦汁浓度 13°P, 麦香浓郁, 鲜爽可口, 深受消费者喜爱, 目前可以通过低温罐装和冷链速递解决地域难题, 但山东作为啤酒销量大省公司仍在运输半径和鲜啤高端化上具有绝对优势。

图35: 青岛啤酒各年运输费用



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图36: 青岛原浆啤酒

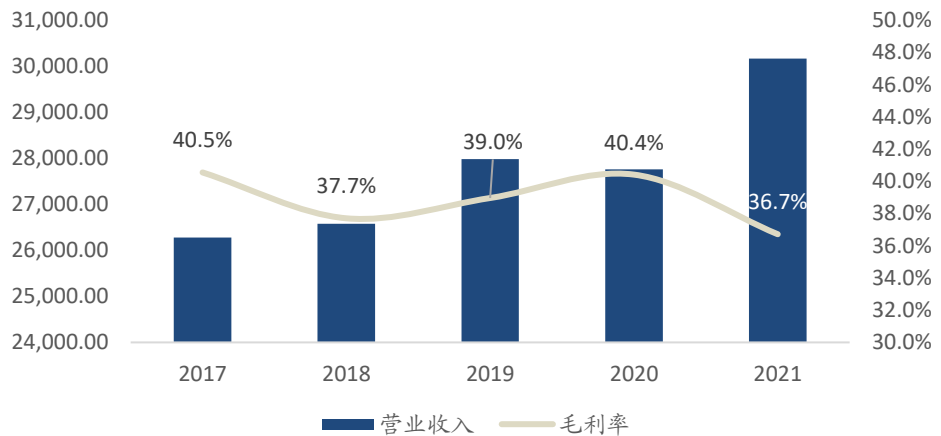


数据来源: 京东, 东吴证券研究所

4. 财务分析: 营收利率增速明显, 财务状况稳定健康

营收增速明显, 毛利水平稳定。 青岛啤酒 2017—2021 年营收提升趋势明显。2019-2021 收入分别为 279.8/277.6/301.7 亿元。而青岛啤酒毛利水平常年较稳定, 2019-2021 毛利率分别为 39.0%/40.4%/36.7%。受疫情和竞争加剧影响, 毛利水平有所下降, 但随着公司布局、渠道等方面不断优化, 未来毛利回稳可观。

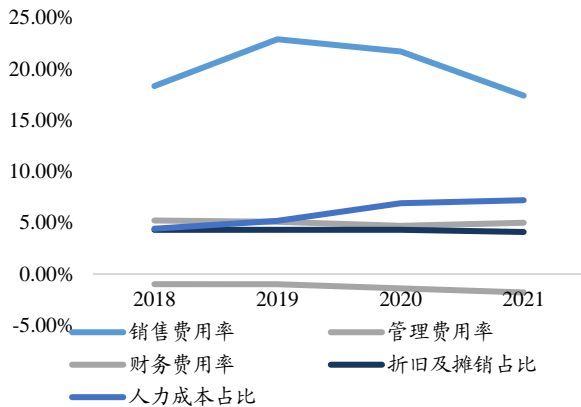
图37: 公司营收(百万元)及毛利率(%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

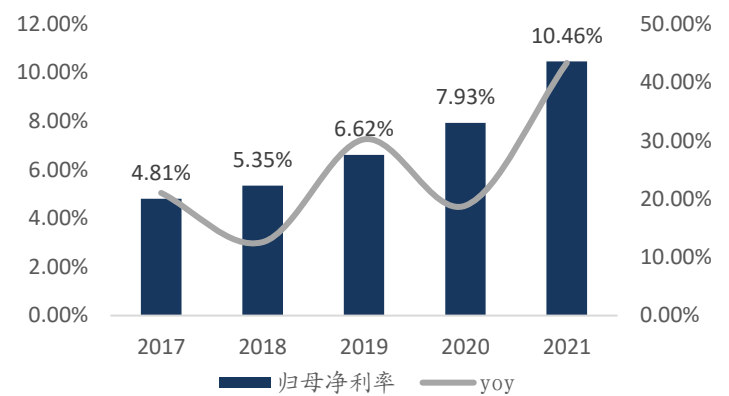
费用管控平稳优异, 归母净利率大幅提升。 费用端来看, 由于股权激励政策及员工薪酬计划的落地, 2018-2021 人工成本占比营收分别为 4.4%/5.2%/6.9%/7.2%, 同时公司销售成本、管理成本波动下降, 由于降本增效、费用优化带动。2021 年公司归母净利率大幅提升, 2021 年归母净利率为 10.46%, 同比+2.53pct。

图38: 人工成本占比提升



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

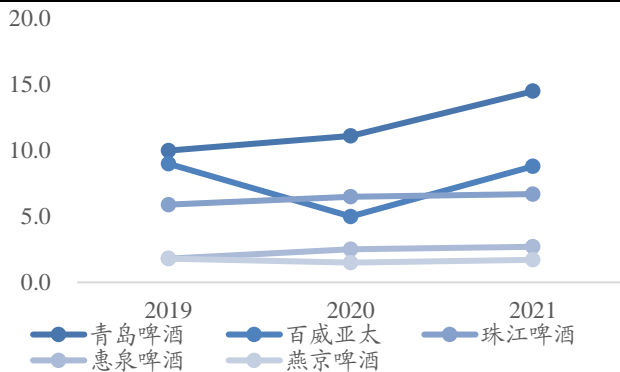
图39: 归母净利率增速明显



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

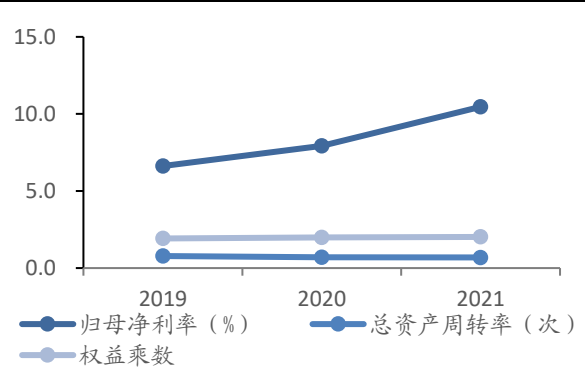
盈利能力不断改善, 加权 ROE 提升显著。青岛啤酒 2019-2021 年加权 ROE 水平由 10.0% 提升至 14.5%, 相较百威、燕京等同行业公司提升显著, 就 2018-2021 年拆分数据来看, 青岛啤酒高加权 ROE 贡献主要来源于净利率提升, 从 2019-2021 年, 归母净利率由 6.6% 提升至 10.5%。

图40: 公司 ROE 增速明显 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

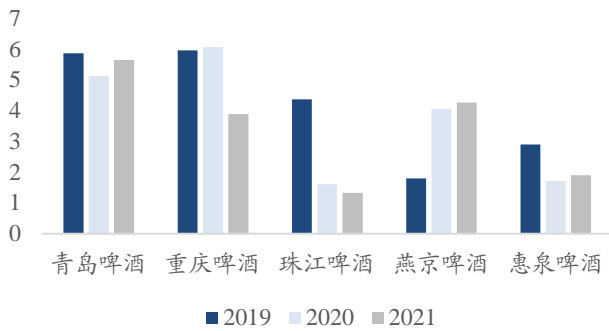
图41: 销售净利率明显提升



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

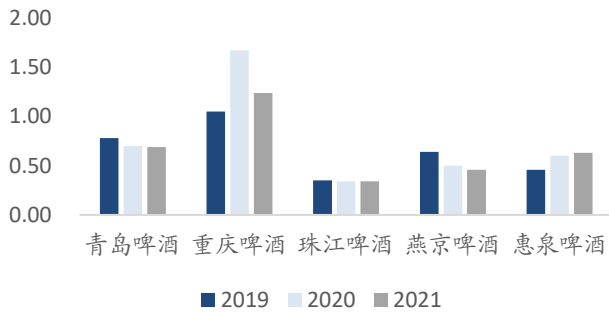
存货周转率和资产周转率保持健康。青岛啤酒作为行业龙头具有较为成熟完善的供应链体系, 2019-2021 存货周转率维持业内领先水平为 5.86/5.12/5.64 次。总资产周转率及资产负债率较为稳定, 且保持健康状态, 2019-2021 年总资产周转率为 0.78/0.70/0.69 次, 资产负债率为 46.6%/48.5%/48.9%。

图42: 2019—2021年存货周转率(次)



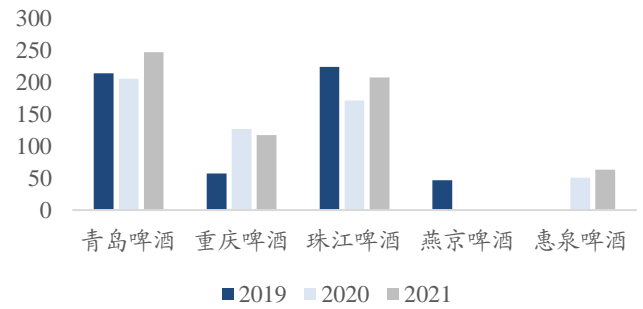
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图44: 总资产周转率(次)



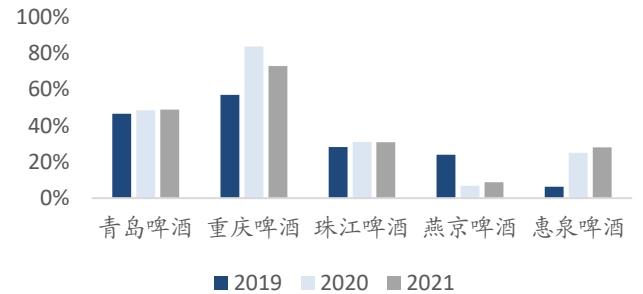
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图43: 2019—2021年应收账款周转率(次)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图45: 资产负债率(%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

量：啤酒行业近年来产销量逐年略降，我们考虑到 2022 年疫情影响淡季 3-5 月销量，Q3 迎来啤酒旺季反弹，Q4 疫情有望逐步趋稳情况下，公司作为啤酒龙二销量有望小幅略增，预计 2022 年全年销量 807.4 万千升（yoy+1.8%），2023-2024 年维持销量平稳，分别为 818.6/825.83 万千升（yoy+1.4%/+0.9%），其中偏中高端青岛品牌 2022-2024 销量分别为 454.5 /472.7 /486.9 万千升，占比总销量分别为 56%/58%/59%。

价：受益于成本端包材成本回落叠加提价落地，高端化逻辑持续演绎，我们预计青岛品牌/其它品牌 2022-2024 吨价分别同比增长小个数增幅，带动 2022-2024 吨价提升至 3912 /4046 /4140 元/千升（yoy+4.5%/3.4%/2.3%）。

收入：基于以上量价假设，预计整体主营业务收入增速 2022-2024 年为中位数增幅，由于公司非主营业务收入占比较小，总体营收 2022-2024 年为 320.1/335.7/346.5 亿元（yoy+6.1%/4.9%/3.2%）。

毛利率：由于中高端青岛品牌销量占比提升且听装酒增速较快带动毛利率提升，成本端 2022 年原材料价格维持较高水平，包材成本在下半年企稳回落，预计 2022-2024 年成本压力有望进一步缓解，我们预计 2022-2024 年主营业务毛利率分别为 38.2%/39.4%/39.9%，其中青岛品牌毛利率为 44.3%/45.1%/45.6%，其它品牌毛利率为 24.9%/26.3%/25.7%。

归母净利润：基于公司处于高端化进程中仍需投放一定费用，随着渠道精细化管理费效比有望小幅提升。我们预计 2022-2024 销售费用率分别为 13.6%/13.2%/13.0%，管理费用率为 5.6%/5.4%/5.3%，研发费用率 0.1%/0.1%/0.1%。公司 2022-2024 年实现归母净利润 34.2/40.8/45.0 亿元（yoy+8.4%/+19.2%/+10.4%）。

表7：青岛啤酒盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
总营收（百万元）	30,167	32,014	33,570	34,648
yoy	8.7%	6.1%	4.9%	3.2%
主营业务收入（百万元）	29,673	31,587	33,122	34,192
yoy	8.5%	6.5%	4.9%	3.2%
销量（万千升）	793	807	819	826
yoy	1.4%	1.8%	1.4%	0.9%
青岛品牌	432.9	454.5	472.7	486.9
yoy	11.6%	5.0%	4.0%	3.0%
占比	54.6%	56.3%	57.8%	59.0%
其它品牌	360.1	352.9	345.8	338.9
yoy	-8.6%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
吨价（元/千升）	3,742	3,912	4,046	4,140
yoy	7.0%	4.5%	3.4%	2.3%

青岛品牌	4,573	4,756	4,898	4,996
yoy	2.8%	4.0%	3.0%	2.0%
其它品牌	2,743	2,825	2,882	2,910
yoy	7.2%	3.0%	2.0%	1.0%
吨成本(元/千升)	2,368	2,419	2,450	2,488
青岛品牌	2,572	2,649	2,689	2,716
yoy	11.8%	3.0%	1.5%	1.0%
其它品牌	2,122	2,123	2,123	2,161
yoy	14.4%	0.1%	0.0%	1.8%
主营业务毛利率	36.7%	38.2%	39.4%	39.9%
青岛品牌	43.8%	44.3%	45.1%	45.6%
较去年变化 pct	-4.5%	0.5%	0.8%	0.5%
其它品牌	22.7%	24.9%	26.3%	25.7%
较去年变化 pct	-4.9%	2.2%	1.4%	-0.6%
归母净利润(百万元)	3,155	3,421	4,077	4,502
yoy	43.3%	8.4%	19.2%	10.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

基于行业集中度较高及公司规模较大特点，我们选取中国啤酒3家龙头公司百威亚太、华润啤酒、重庆啤酒作为可比公司，对比可比公司相对估值，考虑到青岛啤酒龙二地位，具有产品力强的青岛品牌及优势地区强渠道力，未来仍具有领先优势及韧性区间，我们上调2022-23年归母净利34.2/40.8亿元（前值为29.2/32.8亿元），预测2024年归母净利45.0亿元，对应最新收盘价2022-2024年PE为40/34/30倍，参考历史估值溢价区间我们给予2023年目标估值45倍，对应空间32.4%，上调评级至“买入”。

表8：可比公司相对估值

	证券代码	收盘价(元)	EPS(元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
百威亚太	1876.HK	19.6	0.08	0.09	0.10	35	31	27
重庆啤酒	600132.SH	107.1	2.91	3.64	4.36	37	29	25
华润啤酒	0291.HK	48.9	1.29	1.57	1.83	38	31	27
平均值	/	/	/	/	/	37	30	26
青岛啤酒	600600.SH	100.6	2.51	2.99	3.30	40	34	30

备注：百威亚太、重庆啤酒EPS/PE来自wind一致预期预测，华润啤酒预期来自东吴证券研究所预测；百威亚太及华润啤酒收盘价换算为人民币，港元汇率为0.8691。

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

6. 风险提示

疫情影响导致餐饮业复苏不及预期：餐饮行业受疫情影响较大，由于防控政策不确定性导致门店关停，现饮渠道销量受损。

成本端压力上涨风险：原材料成本上升将对公司盈利能力产生影响。若原材料价格持续上涨，且公司未能在合适时点提前锁价，将导致成本上涨。

竞争格局变化：公司作为行业龙头，可能面临 CR5 对于存量啤酒市场区域争夺风险。

青岛啤酒三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	28,959	29,967	35,709	40,251	营业总收入	30,167	32,014	33,570	34,648
货币资金及交易性金融资产	17,376	17,875	21,858	25,940	营业成本(含金融类)	19,091	19,833	20,336	20,830
经营性应收款项	353	370	382	396	税金及附加	2,319	2,461	2,580	2,663
存货	3,493	3,535	3,693	3,700	销售费用	4,097	4,340	4,420	4,494
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,693	1,800	1,814	1,821
其他流动资产	7,737	8,187	9,776	10,214	研发费用	31	29	31	32
非流动资产	17,604	17,669	17,719	17,744	财务费用	-243	-423	-428	-538
长期股权投资	366	369	372	375	加:其他收益	556	609	630	651
固定资产及使用权资产	10,317	10,470	10,591	10,680	投资净收益	186	113	133	145
在建工程	762	674	612	568	公允价值变动	253	50	50	50
无形资产	2,481	2,451	2,421	2,391	减值损失	-202	-82	-82	-82
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	资产处置收益	482	265	316	351
长期待摊费用	127	157	177	187	营业利润	4,455	4,929	5,865	6,461
其他非流动资产	2,245	2,242	2,239	2,236	营业外净收支	24	14	9	16
资产总计	46,563	47,636	53,428	57,995	利润总额	4,479	4,944	5,874	6,477
流动负债	18,259	17,244	18,771	18,643	减:所得税	1,223	1,380	1,630	1,796
短期借款及一年内到期的非流动负债	294	344	394	444	净利润	3,256	3,564	4,244	4,681
经营性应付款项	3,298	2,666	3,491	2,844	减:少数股东损益	101	143	167	179
合同负债	8,123	7,794	8,120	8,364	归属母公司净利润	3,155	3,421	4,077	4,502
其他流动负债	6,543	6,441	6,767	6,992	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.31	2.51	2.99	3.30
非流动负债	4,511	4,531	4,546	4,556	EBIT	3,480	4,160	5,019	5,459
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	4,624	4,783	5,628	6,058
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.71	38.05	39.42	39.88
租赁负债	113	133	148	158	归母净利率(%)	10.46	10.68	12.14	12.99
其他非流动负债	4,398	4,398	4,398	4,398	收入增长率(%)	8.67	6.12	4.86	3.21
负债合计	22,769	21,775	23,317	23,199	归母净利润增长率(%)	43.34	8.40	19.19	10.42
归属母公司股东权益	23,002	24,927	29,009	33,515					
少数股东权益	792	935	1,102	1,281					
所有者权益合计	23,794	25,861	30,111	34,796					
负债和股东权益	46,563	47,636	53,428	57,995					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6,043	2,267	4,161	4,181	每股净资产(元)	16.86	18.27	21.26	24.57
投资活动现金流	-10,250	-577	-481	-394	最新发行在外股份(百万股)	1,364	1,364	1,364	1,364
筹资活动现金流	-1,614	-1,445	48	41	ROIC(%)	10.90	11.87	12.73	11.95
现金净增加额	-5,829	249	3,733	3,832	ROE-摊薄(%)	13.72	13.72	14.05	13.43
折旧和摊销	1,144	623	609	599	资产负债率(%)	48.90	45.71	43.64	40.00
资本开支	-1,602	-411	-347	-281	P/E(现价&最新股本摊薄)	43.48	40.11	33.66	30.48
营运资本变动	3,009	-1,574	-282	-638	P/B(现价)	5.97	5.50	4.73	4.09

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

