



## 买入（首次）

所属行业：食品饮料/饮料制造  
当前价格(元)：96.67

### 证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

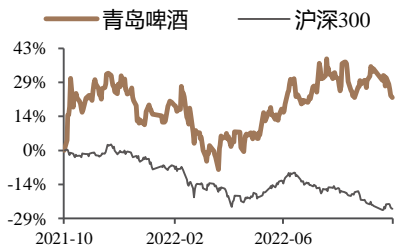
董广达

资格编号：S0120522070002

邮箱：donggd@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.11	-6.62	-0.35
相对涨幅(%)	-0.99	3.22	11.29

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 青岛啤酒（600600.SH）：百年历史啤酒龙头，行稳致远再扬帆

## 投资要点

- 啤酒行业进入存量竞争阶段，产品结构高端化是行业核心成长驱动因素。2014年以来我国啤酒行业呈现价增量减局面：1) 价的角度：我国啤酒单价稳步攀升，2014-2021年由3821元/吨增长至4449元/吨，CAGR2.2%。2) 量的角度：整体来看，2014-2021年我国啤酒总产量由4936万千升下降至3562万千升，CAGR-4.6%。3) 我们判断啤酒行业产品结构将由“圣诞树形”向“纺锤形”转变，次高端快速扩容将成为核心驱动力。在消费升级的趋势下，中端价位段产品将逐步向次高端价格段升维，次高端价位端进一步扩容，中端价位段的升级将成为产品结构升级的核心驱动力。
- 品牌与渠道双重发展，构筑公司竞争实力。品牌端，青岛啤酒近年来不断简化和梳理品牌体系，2015年起持续推进“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，构成了覆盖全国市场的完善的品牌和产品结构体系。渠道端，分区域采用深度分销模式，拓展“互联网+”渠道体系，多渠道满足消费者需求及体验。
- “振兴沿海，提速沿黄，解放沿江”勾勒出区域发展新蓝图。为了打开沿海局面、加速升级沿黄地带、逆转沿江颓势，公司制定了区域市场化发展战略。沿海市场中，公司注重一线城市覆盖率，加码布局高端线，净利润扭亏为盈有所改善。沿黄市场中，借力中高端产品带动收入增长，同时连片开发提升产能利用率，进一步巩固全国强势市场竞争力。沿江市场中，加大罐装产品占比实现产品差异化，市场经营逐步好转。
- 开源节流，不断释放盈利空间。近年来，公司营收增速恢复，结构调整和内部管理带动盈利能力整体呈上升趋势。1) 开源：公司不断完善高端啤酒市场的布局，产品单价的提升成为公司营收增长的主要支撑。与同行业公司相比，青岛啤酒单价及单价增速均位于行业前列，公司在高端化布局中具备优势。2) 节流：缩减人员数量，提高人均产量及创收；同时，公司采取关厂措施，降本提效，经营效率持续改善。
- 百年历史啤酒龙头，中长期走向增长进程。青岛啤酒是一家历史悠久、拥有较大品牌影响力的公司。公司多年来持续深耕中高端产品市场，采取多元化的渠道策略因地制宜，同时注重经营效率的提升。因此，我们看好公司业绩走上向上轨道。预计青岛啤酒2022-2024年实现营收328.2、351.6、376.0亿元，同比增长8.8%、7.1%、6.9%；实现归母净利润33.9、40.8、48.0亿元，同比增长7.6%、20.1%、17.6%。对应EPS2.49、2.99、3.51元。考虑到公司高端化布局及费用控制存在优化空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品结构升级不及预期；市场高端化竞争加剧；原材料成本上升；疫情扰动等。

**股票数据**

总股本(百万股):	1,364.35
流通 A 股(百万股):	700.27
52 周内股价区间(元):	72.82-109.50
总市值(百万元):	131,892.18
总资产(百万元):	50,077.01
每股净资产(元):	17.96

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,760	30,167	32,819	35,160	37,600
(+/-)YOY(%)	-0.8%	8.7%	8.8%	7.1%	6.9%
净利润(百万元)	2,201	3,155	3,394	4,077	4,795
(+/-)YOY(%)	18.9%	43.3%	7.6%	20.1%	17.6%
全面摊薄 EPS(元)	1.61	2.31	2.49	2.99	3.51
毛利率(%)	35.3%	36.7%	36.2%	37.8%	39.2%
净资产收益率(%)	10.7%	13.7%	13.4%	14.6%	15.4%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 啤酒行业：走向高端化新趋势 .....	6
1.1. 历史复盘：从跑马圈地到存量博弈 .....	6
1.1.1. 1990-2002：啤酒兴起，高速扩张 .....	6
1.1.2. 2003-2013：市场成熟，走向顶峰 .....	7
1.1.3. 2014-2021：存量博弈期 .....	8
1.2. 啤酒行业高端化趋势下的竞争格局 .....	10
1.2.1. 产品结构向“纺锤形”转变，打造品牌力成主要竞争策略 .....	10
1.2.2. 行业竞争格局稳固，行业改善空间明确 .....	11
2. 青岛啤酒：百年世界啤酒品牌，焕新升级引领未来 .....	15
2.1. 历史进程：悠久历程奠定国潮底蕴 .....	15
2.2. 背靠优质国企，股权激励加持彰显信心 .....	16
2.3. 聚焦“1+1”品牌体系，产品结构多元化 .....	16
2.4. 持续优化渠道体系，提高渠道掌控力 .....	18
3. 区域市场分化，因地制宜全国化布局 .....	20
3.1. 沿海地区：扭亏为盈，啤酒份额有望迎来提升 .....	21
3.2. 沿黄地区：立足齐鲁大地，连片开发沿黄市场 .....	21
3.3. 沿江地区：渠道、产品结构调整，经营状况好转 .....	23
4. 财务端：开源节流，释放盈利空间 .....	24
4.1. 结构调整与内部管理，带动营收净利双增长 .....	24
4.2. 开源：布局高端啤酒市场，加快产品升级 .....	24
4.3. 节流：关厂减员提升盈利，产能利用率逐步改善 .....	25
5. 盈利预测与投资建议 .....	28
5.1. 盈利预测 .....	28
5.2. 相对估值 .....	29
5.3. 投资建议 .....	30
6. 风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1: 2013 年我国啤酒产量走向顶峰 .....	6
图 2: 啤酒行业兴起, 企业高速扩张时期.....	7
图 3: 2013 年我国啤酒行业 CR5.....	8
图 4: 行业市场逐步成熟, 2013 年走向巅峰 .....	8
图 5: 2015-2021 年我国啤酒行业利润 .....	9
图 6: 2013-2021 年我国啤酒行业收入稳中有降.....	9
图 7: 2013-2021 年我国啤酒产量呈逐年下降趋势 .....	9
图 8: 我国啤酒行业呈现量减价增局面 .....	9
图 9: 我国啤酒单价上涨 .....	9
图 10: 我国人均啤酒消费量有所下滑 .....	10
图 11: 我国啤酒消费人群于 20-50 岁左右人群较多 .....	10
图 12: 啤酒消费人口占比下滑带动啤酒产量下降.....	10
图 13: 我国啤酒行业结构变化.....	11
图 14: 高端啤酒依靠品牌力增强竞争力 .....	11
图 15: 2021 年我国啤酒行业市占率.....	12
图 16: 啤酒企业主动提价影响因素.....	12
图 17: 我国人均可支配收入增速与啤酒均价增速差有望缩窄.....	12
图 18: 我国玻璃价格指数持续上涨.....	13
图 19: 原材料成本呈上升趋势.....	13
图 20: 近年来中国罐化率逐步攀升.....	13
图 21: 2020 年中国罐化率仍与其他国家有所差距 .....	13
图 22: 青岛啤酒历史复盘 .....	15
图 23: 青岛啤酒股权结构.....	16
图 24: 青岛啤酒品牌战略变化.....	17
图 25: 青岛啤酒产品体系 .....	17
图 26: 青岛啤酒产品组合 .....	17
图 27: 青岛啤酒多元化板块 .....	18
图 28: 青岛啤酒经销商单位创收 .....	18
图 29: 青岛啤酒与美团点评签署战略合作.....	19
图 30: 青岛啤酒各地区收入情况 (亿元) .....	20
图 31: 青岛啤酒市场战略 .....	20
图 32: 华南市场扭亏为盈, 毛利率稳定 .....	21

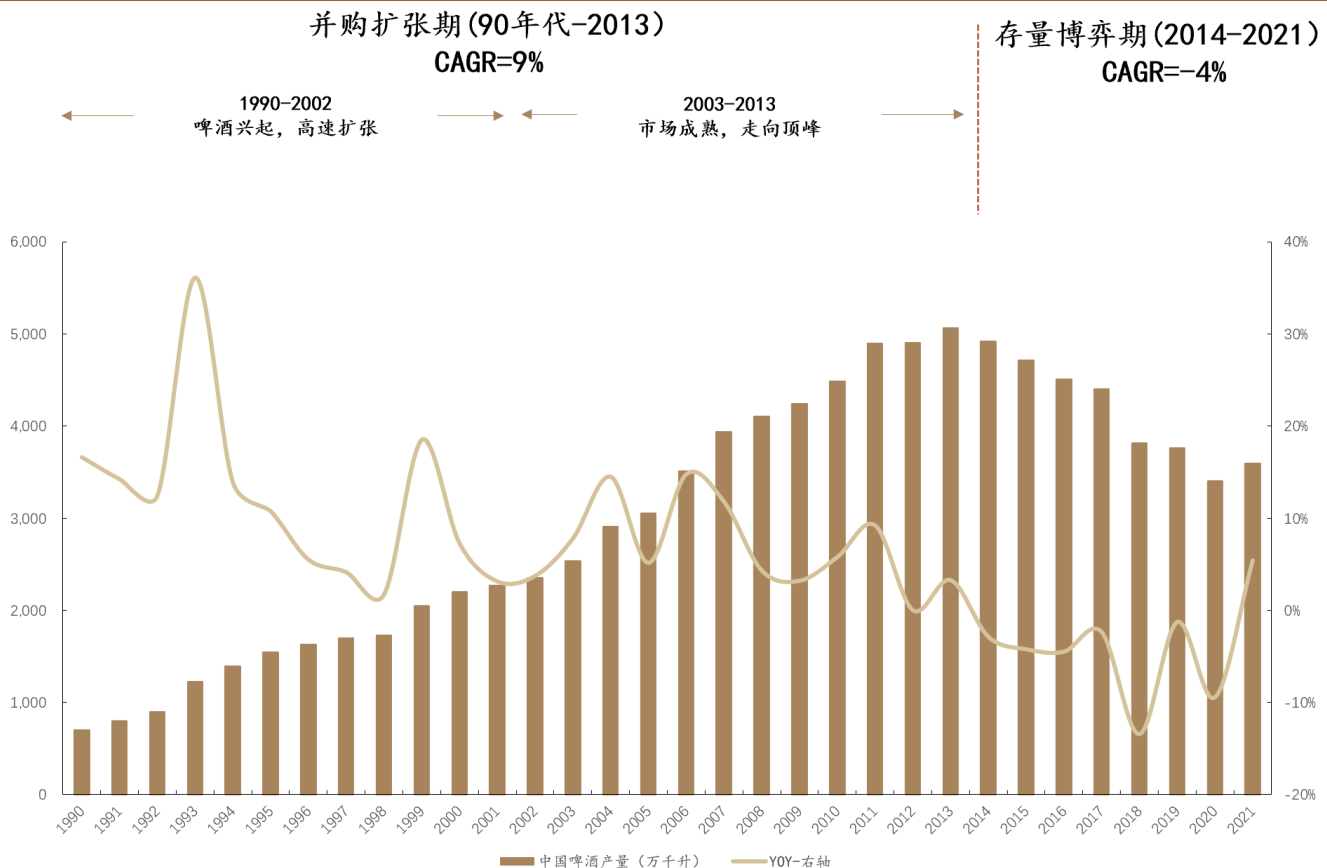
图 33: 山东地区销售收入和毛利情况.....	21
图 34: 华北地区销售收入和毛利情况.....	21
图 35: 山东地区销量和吨价 .....	22
图 36: 华北地区销量和吨价 .....	22
图 37: 青岛啤酒枣庄 100 万千升啤酒新建项目 .....	22
图 38: 青岛啤酒沿江地区战略调整.....	23
图 39: 存量竞争背景下, 营收增速恢复 .....	24
图 40: 青岛啤酒归母净利取得快速增长 .....	24
图 41: 青岛啤酒及同业公司管理费用率 .....	24
图 42: 青岛啤酒及同业公司销售费用率 .....	24
图 43: 青岛啤酒产品价位段分布 .....	25
图 44: 青岛啤酒单价及主品牌销量比.....	25
图 45: 单价增长成青岛啤酒主要支撑.....	25
图 46: 2021 年啤酒龙头企业单价及增速.....	25
图 47: 青岛啤酒人均产量及创收逐年上升.....	26
图 48: 青岛啤酒人均产量及创收仍有优化空间 .....	26
图 49: 青岛啤酒产能利用率呈上升趋势 .....	26
图 50: 关厂后折旧费用率走低.....	26
图 51: 青岛啤酒平度智慧产业示范园.....	27
图 52: 青岛啤酒“灯塔工厂”啤酒生产过程.....	27
表 1: 2021 年以来啤酒提价情况 .....	13
表 2: 各啤酒公司部分关厂措施.....	14
表 3: 青岛啤酒股权激励计划.....	16
表 4: 青岛啤酒近期在山东、华北地区的提价举措 .....	22
表 5: 青岛啤酒人员数量变动.....	25
表 6: 青岛啤酒厂家数量变动.....	26
表 7: 青岛啤酒收入预测 .....	28
表 8: 青岛啤酒毛利预测 .....	29
表 9: 青岛啤酒费用率及归母净利润预测.....	29
表 10: 可比公司估值 .....	29

## 1. 啤酒行业：走向高端化新趋势

### 1.1. 历史复盘：从跑马圈地到存量博弈

纵观近三十年啤酒市场历程，以 2013 年为转折点，我们可将国内啤酒市场分为并购扩张期与存量博弈期。1990-2013 年，我国啤酒产量由 700 万千升增长至 2013 年的 5065 万千升 (CAGR9%)，龙头啤酒企业不断并购扩张、跑马圈地。2014-2021 年，我国啤酒产量由最高点转折向下至 3562 万千升 (CAGR-4%)，我国啤酒市场进入存量竞争阶段，开启了高端化的博弈竞争时代。

图 1：2013 年我国啤酒产量走向顶峰



资料来源：Wind，巴特哈斯集团，德邦研究所

#### 1.1.1. 1990-2002：啤酒兴起，高速扩张

该期间，在国家“啤酒专项工程”的政策带领下，我国啤酒业迅速兴起。同时，以百威为代表的众多啤酒海外企业随着改革开放的浪潮涌入国内市场，本土品牌如青岛、华润、燕京、重庆啤酒也不断收购兼并、迅速发展。

- 海外品牌：百威英博。百威英博于 20 世纪 90 年代初进入中国发展，并在早期先后收购了长江啤酒与金陵啤酒。由于其照搬美国营运管理模式，没有及时结合中国市场进行改善，百威英博开局不利、产生亏损。而 1997 年后，公司迅速调整并制定“高端、关联性 & 一致性”战略，通过直销团队确保产品的分销与高档性保持一致。与此同时，公司不断通过并购国内啤酒企业进而本土化，不断渗透进入中国消费市场。

- 本土品牌：1.华润啤酒。1993年，华润创业与沈阳啤酒厂合资收购雪花啤酒，从此华润雪花正式成立。并迅速与国际啤酒巨头之一 SAB 合作，引进国际经验，进一步扩大市场。公司立足东北，聚焦“蘑菇战略”进行并购，而后分别扩张至安徽、武汉、天津等地。2.燕京啤酒。公司成立于1980年，并于1997年成功上市A股及H股。公司在建立初期，充公打破计划经济的统购包销走向市场化，于1995年成为全国产销量第一的啤酒企业。借助上市优势及时代红利，公司开启了一系列的收购，逐步将市场向北京以外地区辐射扩张。3.重庆啤酒。作为川渝地区啤酒品牌，该时期重庆啤酒先后围绕本土地区及西南三省并购了多家公司，在西南地区有了稳定的市场。

图 2：啤酒行业兴起，企业高速扩张时期



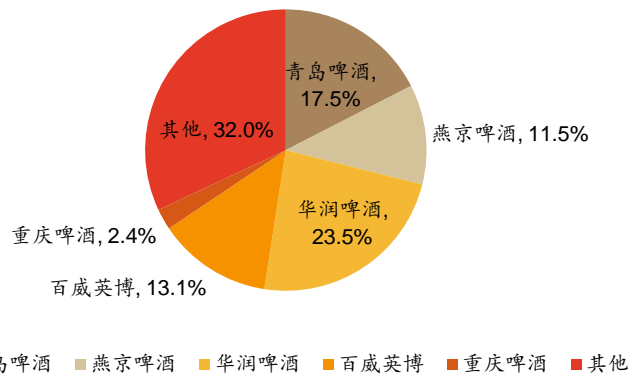
资料来源：酒度 VOL，览富财经网，中访网财经，食业头条产经，酒市网，公司公告，德邦研究所

### 1.1.2. 2003-2013：市场成熟，走向顶峰

经历了早期的并购扩张，各啤酒品牌享受着行业的增量红利，直至 2013 年啤酒行业产量见顶。该时期，各品牌除了在重视并购整合的同时，还开始注重品牌优势的建设，试图在市场中立足脚跟。于 2013 年，我们测算出我国啤酒行业 CR5 达到 68%，并购热潮逐步褪去，形成了寡头角逐的激烈局面。

- 海外品牌：百威英博。2004 年，公司收购了哈啤后从此走上巅峰之路，并收揽了湖南、湖北、浙江等地区的区域性品牌。于 2009 年，百威英博旗下百威亚太成为中国大陆第一大外资啤酒企业，销量排名位于华润、青啤后，位列第三。期间，公司利用其国际化高端品牌先发优势，打入超高端啤酒赛道，通过专业的夜店营销能力深入中高端消费场景。
- 本土品牌：1.华润啤酒。2005 年，华润啤酒喊出“雪花啤酒，勇闯天涯”的品牌定位，逐步构建中高低品牌矩阵。直至 2013 年，公司累计收购 10 余家酒厂，于 2011 年成为国内首家销量超过 1000 万吨的企业，稳居龙头宝座。2.燕京啤酒。2008 年起，公司推进“1+3”品牌战略，开始梳理市场区域和产品档次的划分。以燕京为主品牌从北京向外扩散，副品牌漓泉、惠泉、雪鹿主攻广西、福建、内蒙古等地。3.重庆啤酒。2008 年-2013 年，嘉士伯多次收购重啤股权，最后持股比例高达 60%，使得重啤获得国际品牌背书。期间，重啤与嘉士伯进行优势互补，在中西部地区形成较强竞争力。

图 3：2013 年我国啤酒行业 CR5



资料来源：Wind，各公司公告，德邦研究所测算

图 4：行业市场逐步成熟，2013 年走向巅峰

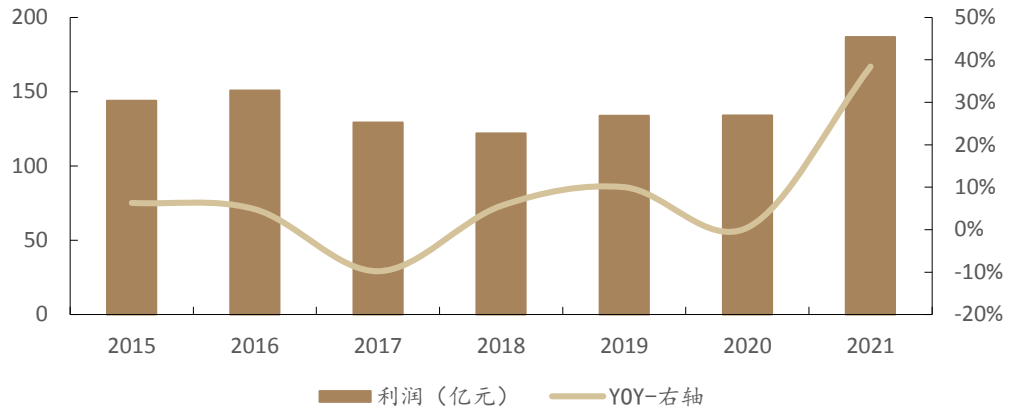


资料来源：各公司公告，佳酿网，中国经济网，云酒传媒，人民网国际金融报，红商网，京华时报，南方都市报，嘉士伯中国官网，新疆啤酒花股份有限公司收购报告书，德邦研究所

### 1.1.3. 2014-2021：存量博弈期

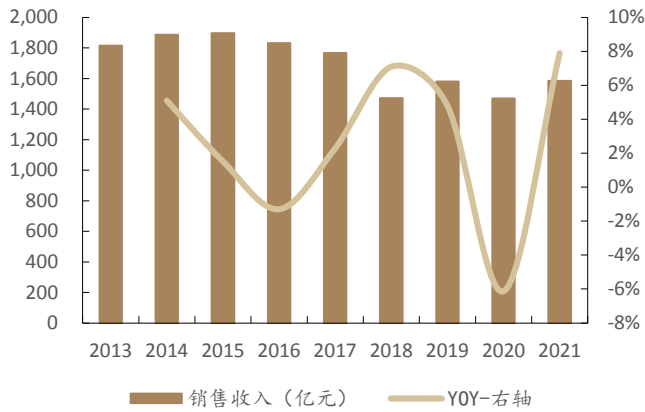
2013 年过后，我国啤酒产量总体规模见顶并呈现出逐年下滑趋势，而销售收入规模也稳中有降。2015-2021 年，啤酒行业利润整体呈向上趋势，由 143.9 亿元增长至 186.8 亿元 (CAGR4%)。啤酒企业逐步收尾并购动作，市场也从增量转入存量竞争阶段。

图 5: 2015-2021 年我国啤酒行业利润



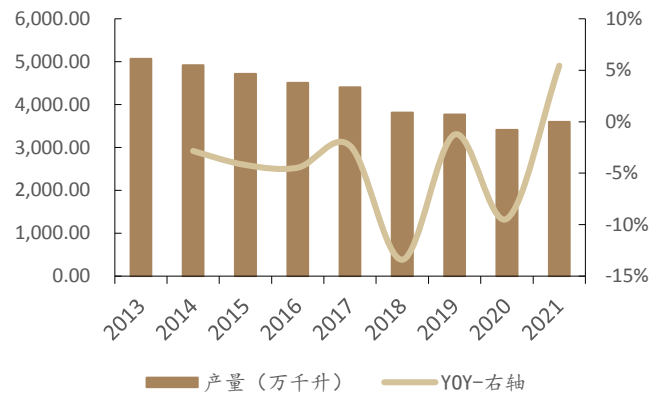
资料来源: 中国酒业协会, 国家统计局, 德邦研究所 (注: 2018 年起统计口径有所调整)

图 6: 2013-2021 年我国啤酒行业收入稳中有降



资料来源: 中国产业信息网, 国家统计局, 中国酒业协会, 德邦研究所  
注: 2018 年起统计口径调整

图 7: 2013-2021 年我国啤酒产量呈逐年下降趋势

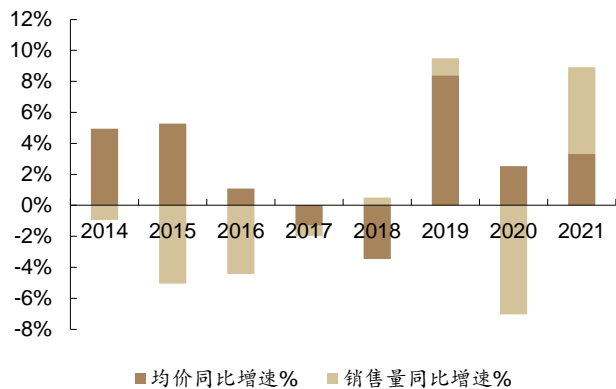


资料来源: Wind, 巴特哈斯集团, 德邦研究所  
注: 2018 年起统计口径调整

整体来看, 我国啤酒行业呈现价增量减局面:

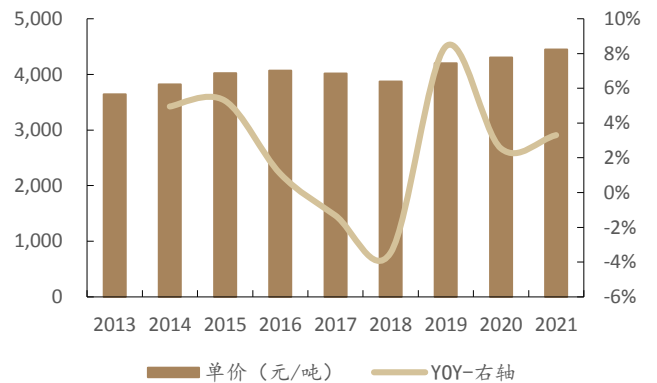
1) 价的角度: 我国啤酒单价稳步攀升, 2014-2021 年由 3821 元/吨增长至 4449 元/吨, CAGR2.2%。我们认为啤酒单价持续提升背后的驱动力一方面来自于啤酒厂商调整竞争策略, 持续推动产品结构升级, 另一方面来自于消费者消费水平提升、消费需求多元化。

图 8: 我国啤酒行业呈现量减价增局面



资料来源: 中国酒业协会, 德邦研究所

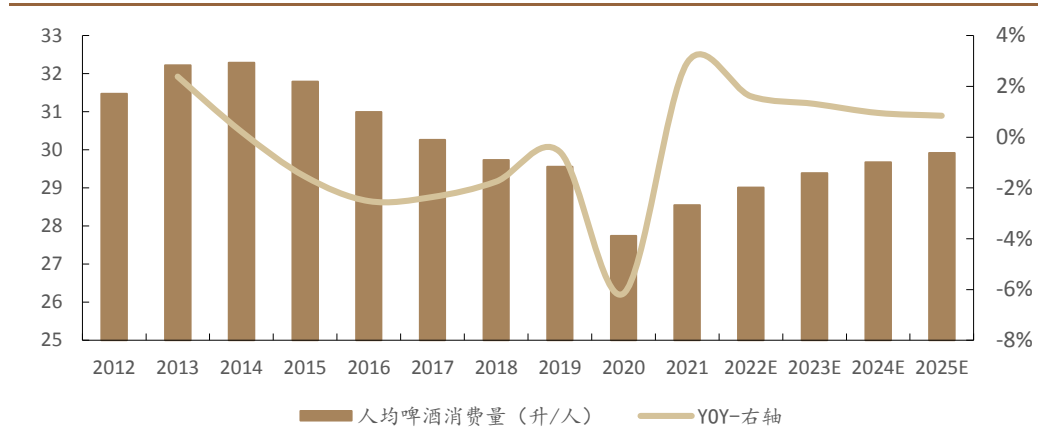
图 9: 我国啤酒单价上涨



资料来源: 中国酒业协会, 德邦研究所

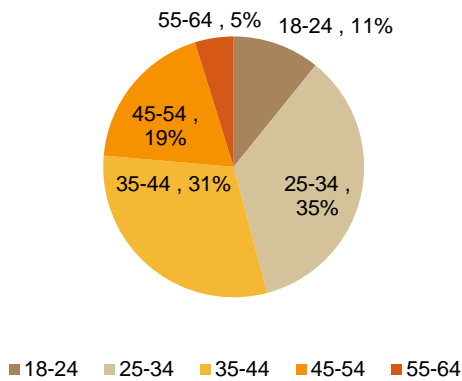
2) 量的角度：整体来看，2014-2021 年我国啤酒总产量由 4936 万千升下降至 3562 万千升，CAGR-4.6%。经 Statista 统计，近年来我国人均啤酒消费量有所下滑，由 2012 年的 31.5 升/人下降至 2021 年的 28.6 升/人（CAGR-1.1%）。尽管经预测，疫情影响减弱后 2022 至 2025 人均啤酒消费量将有所反弹，但恢复和超越之前水平有所难度，其主要原因为随着我国人口老龄化，人口结构有所转移。经调查统计，我国啤酒消费人群中，25-34/35-44/45-54 岁年龄段占比最多，分别为 35%/31%/19%。然而，近几年我国 20-49 岁年龄段人口占比呈不断下滑趋势，可观察到我国啤酒产量也随之呈现下滑。

图 10：我国人均啤酒消费量有所下滑



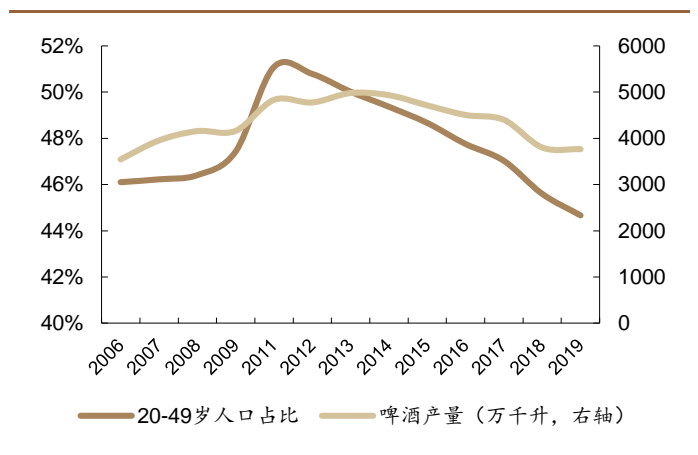
资料来源：Statista, 德邦研究所

图 11：我国啤酒消费人群于 20-50 岁左右人群较多



资料来源：Statista, 德邦研究所

图 12：啤酒消费人口占比下滑带动啤酒产量下降



资料来源：Wind, 国家统计局, 德邦研究所

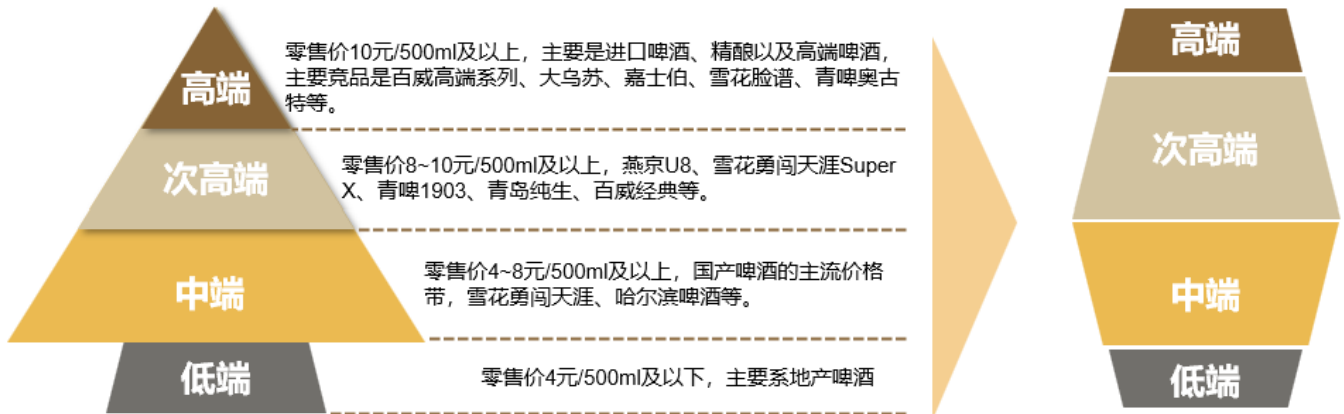
## 1.2. 啤酒行业高端化趋势下的竞争格局

### 1.2.1. 产品结构向“纺锤形”转变，打造品牌力成主要竞争策略

啤酒行业产品结构将由“圣诞树形”向“纺锤形”转变，次高端快速扩容将成为核心驱动力。10 元以上的价位段主要由百威、嘉士伯以及喜力占据，该价位段需要较强的品牌拉力支撑，国内华润脸谱、青岛奥古特等高端品牌发展相对缓慢。国内啤酒行业的主流价格段在 4~8 元及 8~10 元左右，在消费升级的趋势下，

中端价位段产品将逐步向次高端价格段升维，次高端价位端进一步扩容，成为产品结构升级的核心驱动力。

图 13：我国啤酒行业结构变化



资料来源：青岛啤酒公司公告，百威亚太公司公告，啤酒板，酒讯，京东，德邦研究所

高端啤酒的竞争策略更多地围绕打造品牌力以及体验感展开。啤酒企业由过去通过高费用投入掌控终端、塑造品牌、资本并购的“品牌+基地市场”竞争方式，转向细分市场下更为多样化的竞争方式。高端啤酒（百威、喜力等海外品牌）市场由品牌力驱动，超高端领域（进口+精酿）则更多的是依赖口味多样化、定制化的体验。青啤通过孵化奥古特等高端自有品牌，加入高端啤酒的争夺赛。

图 14：高端啤酒依靠品牌力增强竞争力

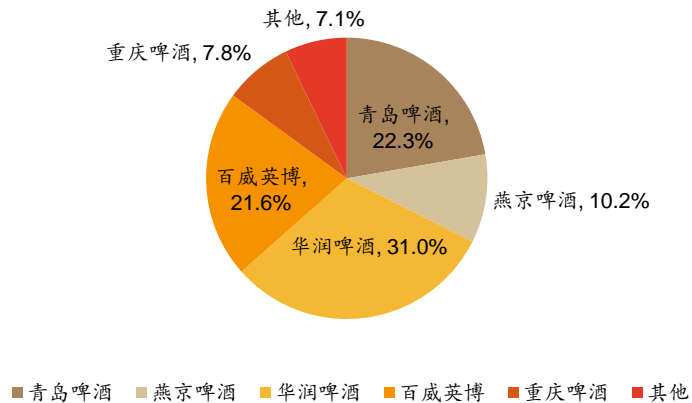


资料来源：各公司官网、线上旗舰店，德邦研究所整理

### 1.2.2. 行业竞争格局稳固，行业改善空间明确

截至 2021 年，我们估算出国内啤酒 CR5 达到 92.9%，形成了华润啤酒、青岛啤酒、百威啤酒、燕京啤酒和重庆啤酒 5 家龙头公司的寡头竞争格局。国内主要区域市场已经划分完毕，各主要区域基本由 1~2 个品牌主导，行业整体格局基本稳固。

图 15: 2021 年我国啤酒行业市占率

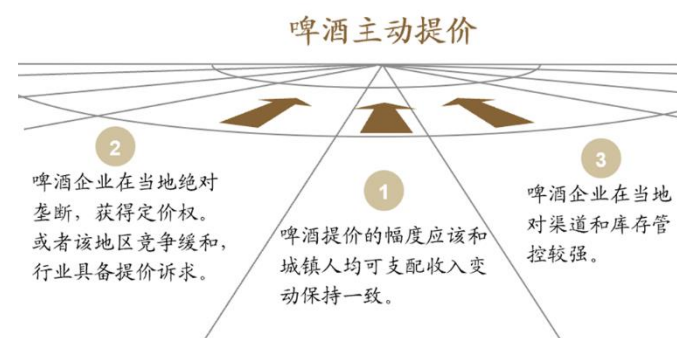


资料来源: 各公司公告, Wind, 德邦研究所测算

啤酒巨头由“份额优先”转向“利润优先”，行业竞争格局逐步改善。复盘我国啤酒行业，存量阶段中我国啤酒企业提升利润的主要措施如下：1) 主动/被动提价 2) 提升罐化率 3) 关厂提效。

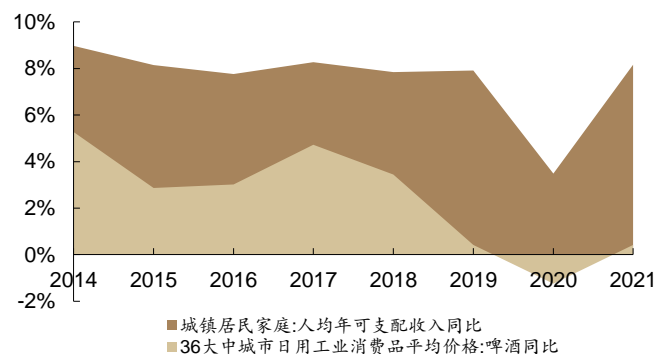
- 主动/被动提价成为我国啤酒公司增收的主要举措。城镇人均可支配收入提升是啤酒主动提价的动因，近年来有望均值回归。啤酒全国性/区域性主动提价的主要因素无外乎以下三方面：一是城镇人均可支配收入的提升带动下，啤酒企业主动提价。二是啤酒企业在当地市场份额绝对垄断，夺得区域啤酒定价权，或者该区域行业具备一致的提价诉求。三是啤酒企业的渠道和库存管控较强。目前，我国啤酒行业直接提价的三因素基本满足，从人均可支配收入维度来看，根据统计局数据显示，2014~2021年啤酒的平均价格增速（GAGR 仅 1.93%）远低于人均可支配收入（GAGR 达 7.36%），两者之间的差距有望逐年缩窄。

图 16: 啤酒企业主动提价影响因素



资料来源: 德邦研究所整理

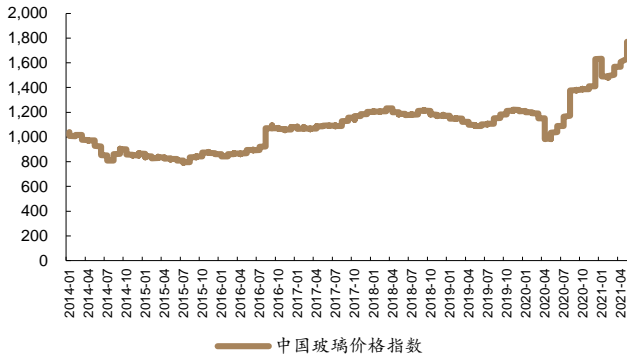
图 17: 我国人均可支配收入增速与啤酒均价增速差有望缩窄



资料来源: Wind, 德邦研究所

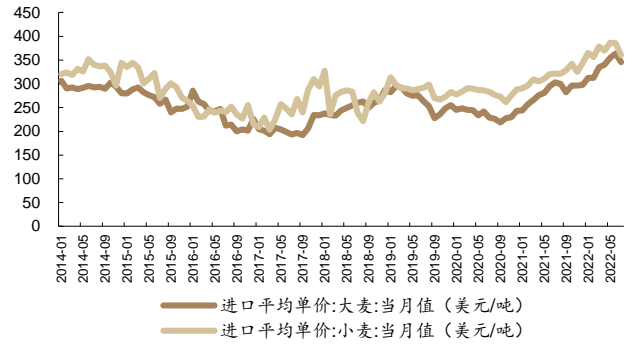
啤酒原材料成本上涨成为啤酒厂商被动提价的主要原因。原材料成本在啤酒出厂价中占比较多，因此成本上涨对啤酒利润影响较大。由于啤酒竞争较为激烈，渠道相对强势，酒企缺乏较大的议价权，因此一般会通过集体涨价的方式来转移成本。

图 18: 我国玻璃价格指数持续上涨



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 19: 原材料成本呈上升趋势



资料来源: Wind, 德邦研究所

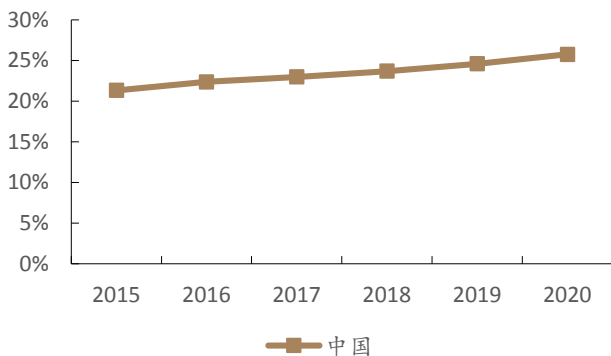
表 1: 2021 年以来啤酒提价情况

时间	酒企	提价信息
2021 年 4 月	百威啤酒	各地由通胀水平而加价
2021 年 7 月	华润啤酒	勇闯天涯提升幅度为 10%
2021 年 8 月	青岛啤酒	山东纯生提升幅度约 5%
2021 年 9 月	重庆啤酒	疆外乌苏提价超 10%
2021 年 11 月	百威啤酒	部分产品部分地区提价 3-10%
2021 年 12 月	青岛啤酒	白啤听装提价 13%; 1903 听装提价 9%
2022 年 3 月-4 月	百威啤酒	提价幅度达到中单位数

资料来源: 中国国际啤酒网, 食品饮料行业微刊, 钛媒体, 零售信息微信公众号, 中访网财经, 百威亚太业绩说明会, 德邦研究所整理

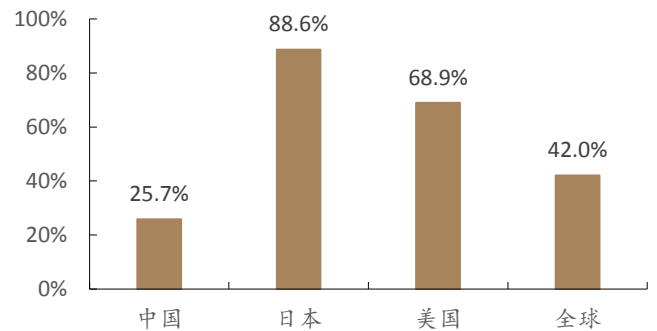
- 通过提升罐化率减少运输费用的支出。我国啤酒行业发展早期以瓶装为主, 主要源于我国啤酒消费渠道以餐饮渠道为主, 且行业发展早期铝材成本较高。2020 年我国平均啤酒罐化率是在 25.7% 左右, 对比日本的 88.6%, 美国的 68.9%, 我国啤酒罐装化率仍有较大提升空间。相较于玻璃瓶, 罐装在成本和保质期方面具备优势。随着电商等新渠道的发展及企业产能调整导致运输半径增加, 罐装啤酒在运输费用上花费更少。

图 20: 近年来中国罐化率逐步攀升



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

图 21: 2020 年中国罐化率仍与其他国家有所差距



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

- 关闭工厂优化产能进而提升运营效率已成趋势。**近年来各啤酒厂商逐步展开关厂提效动作，通过对于落后或冗余产能进行逐步淘汰。关闭多余工厂不仅可以缩减每年公司的折旧与摊销费用，同时还能缩减企业生产人员数量进而降低单位人工成本。

**表 2: 各啤酒公司部分关厂措施**

公司	时间	部分关厂动作
重庆啤酒	2015	关闭了綦江、柳州、九华山、永川、黔江和六盘水等酒厂的生产性业务
	2016	已关停黔江分公司、重庆啤酒集团六盘水啤酒有限责任公司、重庆啤酒亳州有限公司等三家分子公司
	2017	关闭甘肃金山啤酒公司
	2018	已关闭湖南重庆啤酒国人有限责任公司常德分公司
华润啤酒	2018	关闭吉林、浙江、广东、内蒙古、安徽各 1 家，辽宁 3 家，湖北 2 家，四川 2 家
	2019	关闭内蒙古、四川、贵州、黑龙江、天津各 1 家，湖北 2 家
	2020	关闭吉林、山西、浙江、湖南各 1 家
	2021	关闭辽宁、江苏、安徽、四川 1 家
青岛啤酒	2017	取消收购河北嘉禾
	2018	关闭芜湖、杨浦分公司
	2019	关闭台州公司
	2021	关闭漳州公司

资料来源：各公司年报，消费界，德邦研究所

## 2. 青岛啤酒：百年世界啤酒品牌，换新升级引领未来

### 2.1. 历史进程：悠久历程奠定国潮底蕴

青岛啤酒于 1993 年先后在香港交易所和上海证券交易所两地同时上市，通过“外延式扩张”和“内涵式增长”的发展策略，青岛啤酒成为了国内第二大的啤酒企业，拥有 60 家啤酒生产企业，分布于全国 20 个省市、自治区，旗下拥有“青岛”和“崂山”两大全国性品牌。公司发展历程可以分为四个阶段：

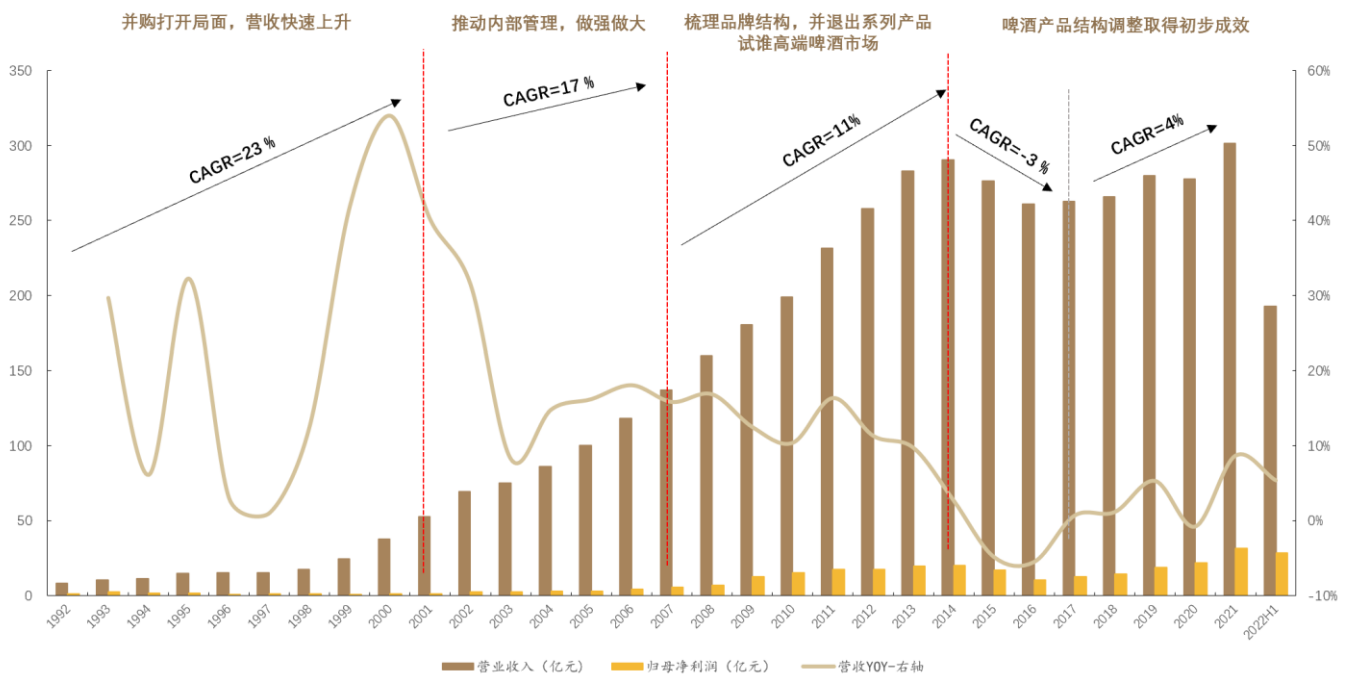
**1993~2001 年，青岛啤酒两地上市，大规模并购带来财务隐患。**在此期间，公司通过大规模的投资并购活动实现了规模的快速扩张。到 2001 年，公司已收购 47 家啤酒企业，厂房遍布全国 17 个省市，产量从 1996 年的 35 万吨上升到 2001 年的 251 万吨，市场占有率从 3% 上升到 11%。但规模扩张也带来了许多潜在的隐患，如公司面临高额的负债和过低的产能利用率等。

**2002~2006 年，引入战略合作伙伴，重视企业内部的系统整合。**公司持续推动内部管理，启动了 EVA 价值管理活动，同时引入战略合作伙伴 AB 公司，推动了企业经营业绩的稳步提升。从品牌战略来看，公司精简产品体系，在 2003 年提出了“1+3”的品牌发展战略，确定了青岛啤酒为第一品牌，崂山、汉斯、山水为第二品牌。公司坚持市场导向，在 2005 年进行组织变革，取消了原有的事业部制度。

**2007~2014 年，整合和扩张双轮驱动，试水高端市场。**公司根据价值链结构进行专业化分工，聚焦成立了投资、营销、制造三大中心，有助于提升公司的核心竞争力以及战略协同效应。青岛啤酒采取并购、扩产和技改相结合的方式，不断提升产能；并通过推出奥古特、逸品纯生、鸿运当头等高端产品优化产品结构，公司的市场竞争力逐步增强。

**2015 年至今，产品渠道同时发力，六大战略指引公司发展。**青岛啤酒积极构建“互联网+”渠道体系，建立了“电商+门店+厂家直销”的立体销售平台。“营销大师”黄克兴董事长上台以来，提出了六大战略指引，帮助青岛啤酒建立了规范化的战略管理体系，实现了高质量发展。

图 22：青岛啤酒历史复盘

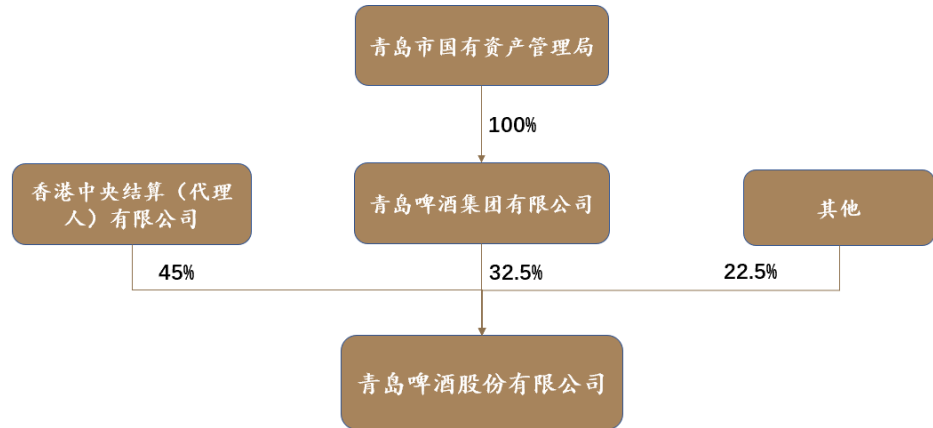


资料来源：公司公告，公司官网，Wind，德邦研究所

## 2.2. 背靠优质国企，股权激励加持彰显信心

青岛啤酒背靠优质国企青岛国有资产管理局，通过青岛啤酒集团有限公司持股 32.5%。青岛啤酒作为我国啤酒行业的领先企业，受到了外国啤酒企业的青睐，AB 公司、日本朝日公司先后成为公司的二股东。

图 23：青岛啤酒股权结构



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

**股权激励加持，彰显经营信心。**青岛啤酒在 2020 年 3 月推出股权激励计划草案。本次股权激励涉及到公司董事、高级管理人员、核心管理人员、中层管理人员、核心骨干人员等，首次授予部分激励的对象不超过 660 人。本次股权激励方案推出，短期来看有助于在疫情影响下恢复员工对于公司的信心，长期来看可以实现员工和公司的深度绑定，加强员工、管理层和股东之间的目标一致性，持续推动公司业绩增长。

表 3：青岛啤酒股权激励计划

	ROE	净利润指标	其他指标补充
第一阶段	≥8.1%	≥20.24 亿元	相应年度净利润较 2016 年~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。在三年里，公司主营业务收入占营业收入的比重均需不低于 90%。
第二阶段	≥8.3%	≥22.94 亿元	
第三阶段	≥8.5%	≥25.64 亿元	

资料来源：公司公告，德邦研究所

## 2.3. 聚焦“1+1”品牌体系，产品结构多元化

**梳理品牌体系，持续聚焦“青岛+崂山”。**啤酒行业在早期的扩张过程中，通过兼并收购形成了复杂的品牌体系，各品牌间可能存在冲突，不利于公司进行管理。因此，各大啤酒企业都基于现有品牌体系进行简化和梳理。青岛啤酒在 2003-2013 年间采用“1+3+N”战略，以青岛啤酒为主，崂山、山水、汉斯为副品牌，同时推进其他品牌。2014 年，青岛啤酒提出了“1+1+N”的产品体系，即以青岛啤酒为主品牌，崂山啤酒+汉斯、山水、银麦等区域品牌为第二品牌。2015 年起，公司持续推进“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略，以主品牌面对中高端啤酒市场进行推广和销售，同时第二品牌主推大众品牌市场销售，构成了覆盖全国市场的完善的品牌和产品结构体系。

图 24: 青岛啤酒品牌战略变化



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 25: 青岛啤酒产品体系



资料来源：公司官网，淘宝，德邦研究所

图 26: 青岛啤酒产品组合

品牌	品类	产品	包装	规格 (ml)	麦芽浓度 (°P)	酒精含量 (≥%vol)	保质期 (天/月)	价格 (元)
青岛啤酒	纯生系列	青岛纯生啤酒	罐装	330	8	3.1	365天	5.47
		青岛啤酒经典10度	罐装	500	8	3.1	365天	7.50
	经典系列	青岛啤酒经典10度	罐装	500	10	4	365天	4.91
		青岛啤酒经典11度	罐装	330	11	4.3	365天	4.48
		青岛啤酒经典11度	瓶装	330	11	4.3	240天	5.32
		青岛啤酒经典1903	罐装	500	10	4	365天	8.50
		青岛啤酒经典1903	铝瓶装	473	10	4	365天	12.42
	新特系列	全麦白啤	罐装	500	11	4.1	365天	7.42
		黑啤	罐装	500	12	4.5	365天	9.64
		黑啤	瓶装	330	18	6.7	365天	10.50
		奥古特	罐装	500	12	4.7	365天	9.59
		奥古特	罐装	330	12	4.7	365天	6.58
		皮尔森	罐装	500	10.5	4	240天	11.14
		鸿运当头	瓶装	473	11	4.3	365天	23.92
		鸿运当头	瓶装	355	11	4.3	365天	12.42
		青岛啤酒IPA	瓶装	330	14	5.2	365天	17.28
		琥珀拉格	瓶装	380	13.8	5.5	365天	30.53
	其他	百年之旅	瓶装	815	15	6	18个月	362.00
		青岛啤酒金标清爽8度	罐装	330	8	3.1	365天	2.82
		青岛啤酒红金	罐装	330	9	3.1	365天	4.29
青岛啤酒小棕金		瓶装	296	11	4.3	365天	5.38	
炫奇果啤		罐装	330	9.5	0.6~2.5	365天	7.28	
BGM		瓶装	330	10	5	365天	8.33	
青岛啤酒生啤		瓶装	1000	10	4	20天	37.11	
青岛原浆生啤		瓶装	5000	12.7	4.7	7天	258.00	
崂山啤酒	崂友记	崂山啤酒崂友记	罐装	1000	13	4.7	7天	48.00
	劲爽	崂山啤酒崂友记	罐装	330	10	4	365天	3.29
		崂山8度	罐装	330	8	3.1	365天	1.59
	崂山玩啤	崂山8度清爽纯正	罐装	330	8	3.1	365天	1.87
		崂山清爽	罐装	330	8	3.1	365天	2.33
其他	全麦白啤	罐装	500	8	3.1	365天	4.80	
	汉斯	汉斯啤酒10度红狼特醇	瓶装	500	10	4	180天	8.25
	汉斯	汉斯啤酒鲜活纯生8度	瓶装	316	8	3.1	180天	4.13

资料来源：京东，淘宝，德邦研究所

注：价格取3个商家售价均值（统计时间为2022年10月，可能存在波动）

**酒水业务双轮驱动，渠道品牌互相赋能。**我国啤酒市场自2013年到达行业顶点后便开始逐渐下滑，各大啤酒企业也开始寻求业务转型。青岛啤酒则结合现有的生产线优势开拓和啤酒生产工艺类似的威士忌业务，同时还开拓了健康板块。从品类来看，啤酒和水业务的客户和渠道重合度较高，未来青岛啤酒将通过“快乐、健康、时尚”三大板块，构建与啤酒业务互补的生态体系。

图 27: 青岛啤酒多元化板块

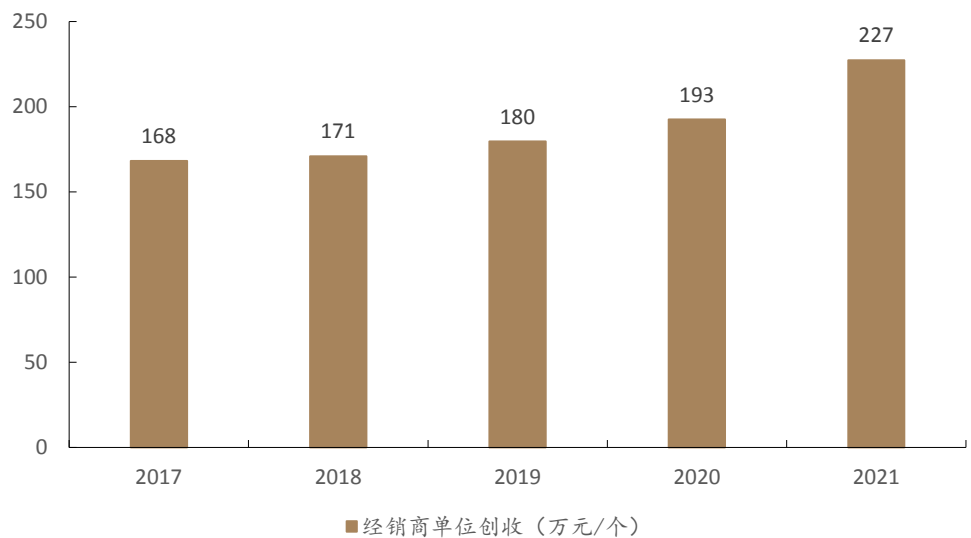


资料来源：公司官网，德邦研究所

## 2.4. 持续优化渠道体系，提高渠道掌控力

**分区域采用深度分销模式，提高渠道掌控力。**公司对市场区域和渠道进行精细化管理，在各个分公司、省区、省办开设分支机构进行市场开拓及维护。同时，公司不断培育多种渠道的专业经销商，通过网络分工协作、专业市场开发以及市场促销等措施，不断提高各区域的分销能力及客户服务能力，进而提升品牌影响力。公司充分发展并利用经销商资源，为价值链上各合作伙伴增值。公司不断发挥策划管理优势，开创渠道模式变革 TM 项目，采用“厂商协作分销-MDCD”模式，全面提升细分领域专业化程度，实现 1+1>2 的执行合力。据年报数据，近年来青岛啤酒经销商单位创收稳步增长，至 2021 年已增至 227 万元/个。

图 28: 青岛啤酒经销商单位创收



资料来源：公司年报，德邦研究所

**拓展“互联网+”渠道体系，多渠道满足消费者需求及体验。**公司通过搭建电商渠道专业组织，形成“官方旗舰店+官方商城+网上零售商+分销专营店”的渠道优势，同时大力推广 O2O、B2B、社区团购等业务，实现线上线下立体化的渠道模式。2020 年，青岛啤酒宣布与美团点评达成战略合作，标志着青岛啤酒正式启动 O2O 业务，双方将利用各自资源优势，进行全渠道渗透。利用线上互联网平台，青岛啤酒将可进行相关营销活动和资源投放，从而转化居家或到店消费，架起消费者、终端门店和品牌商三者之间的沟通桥梁。

图 29：青岛啤酒与美团点评签署战略合作

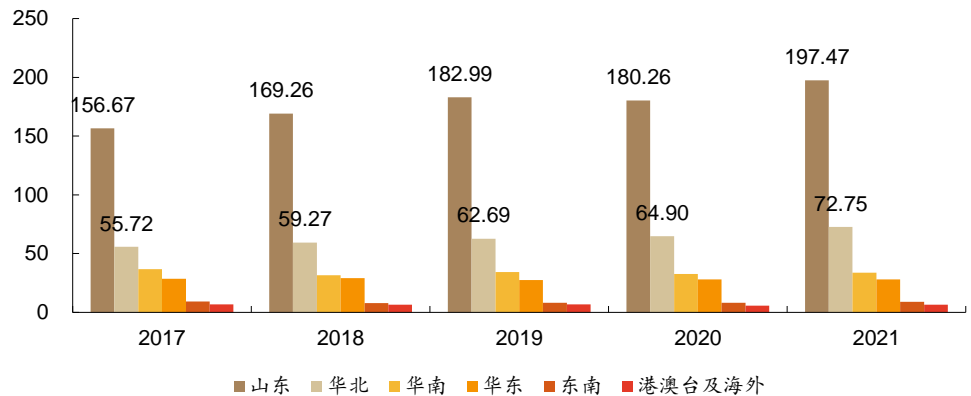


资料来源：新经销，德邦研究所

### 3. 区域市场分化，因地制宜全国化布局

2021 年实现啤酒销售收入 296.73 亿元，销量 793 万千升。其中山东、华北分别取得收入 197.5/72.8 亿元，合计占比全年收入约为 91%；取得销量 531.8/201.7 万千升，合计占比全年销量约为 92%。山东和华北市场提供了公司的大部分收入和销量，其他地区销量和收入都较低，区域间差异大。

图 30：青岛啤酒各地区收入情况（亿元）



资料来源：公司年报，德邦研究所

青岛啤酒采取“振兴沿海，提速沿黄，解放沿江”的市场战略，力求打开沿海局面、加速升级沿黄地带、逆转沿江颓势。其中，沿海市场主要是指广东、福建、浙江等为代表的东部沿海线，市场规模大、经济水平排名靠前、啤酒消费升级潜力巨大，该区域未来啤酒产品将向中高端价位集中，是青岛啤酒发力中高端需要重点关注的市场地区。沿黄市场是指山东、河南、河北、陕西和甘肃等黄河一带市场，公司在该区域具有较强的竞争力，近年来有形成连片开发的趋势，公司在该区域的规模优势将进一步体现。沿江市场包括上海、湖南、湖北、安徽、重庆和四川等长江一代市场，公司在该市场面较大的竞争压力，常年处于亏损状态，随着公司产品结构升级的推进和管理的精细化，近年来公司的收入得到大幅度改善，未来有望扭亏为盈。

图 31：青岛啤酒市场战略

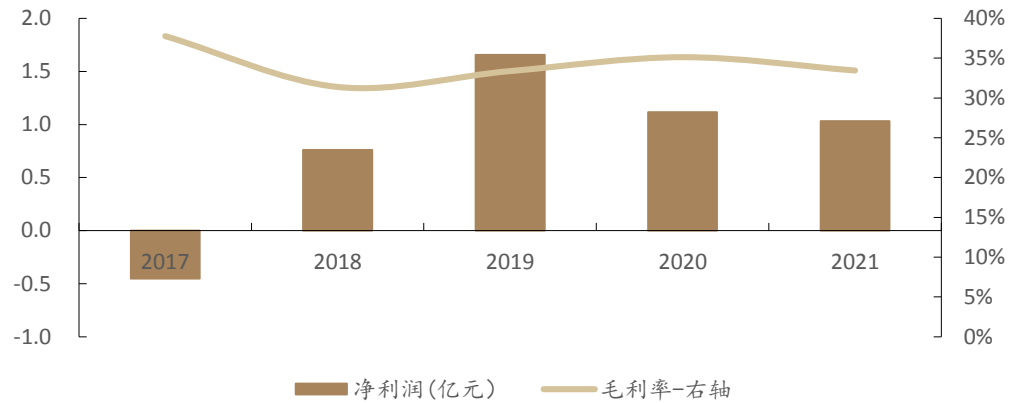


资料来源：上证路演中心，德邦研究所

### 3.1. 沿海地区：扭亏为盈，啤酒份额有望迎来提升

高端啤酒在一线城市覆盖率有待提升，净利润扭亏为盈有所改善。福建，广东和浙江等东部沿海市场经济发展水平较高，是高端啤酒的重要消费市场。其中广东作为中国啤酒消费量的第二大省，青岛啤酒也牢牢把握住机会，早在2011年成功在粤东揭阳新建工厂并收购广东“活力啤酒”。自此，青啤在活力啤酒的加持下如虎添翼，不断加速布局广东市场。在抢占华南市场先机的同时，青岛啤酒还能将广东市场、江西市场及湖南市场形成链合，辐射内陆腹地，可谓一举多得。随着公司对华南市场的重视，近年来华南地区净利润扭亏为盈，毛利率保持稳定。

图 32：华南市场扭亏为盈，毛利率稳定

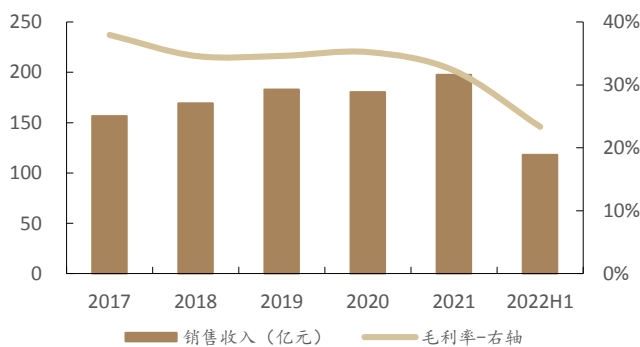


资料来源：公司年报，德邦研究所

### 3.2. 沿黄地区：立足齐鲁大地，连片开发沿黄市场

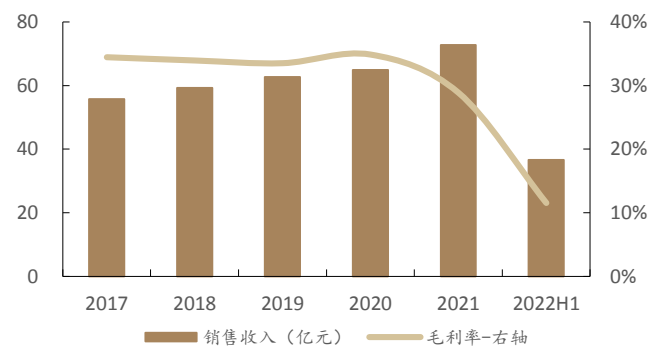
山东和河北市场是青啤重要的收入基地，面临来自华润啤酒和燕京啤酒的竞争。山东是青岛啤酒最大的基地市场，2021年山东地区贡献了三分之二左右的收入和销量（含分部间抵消）。在收购汉斯啤酒后，青岛啤酒在陕西也获得了较高的占有率。此外，依托着基地市场对周边区域的辐射作用，青啤在河北和山西两地也拥有较高市占率，整个华北地区2021年销量贡献超过200万吨。

图 33：山东地区销售收入和毛利情况



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 34：华北地区销售收入和毛利情况

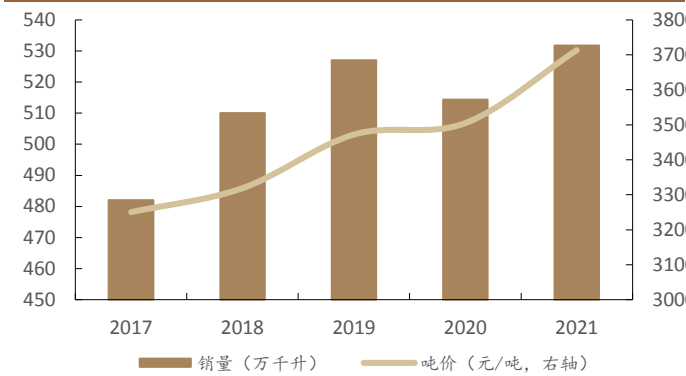


资料来源：公司年报，德邦研究所

借力中高端，产品结构升级带动收入增长。青岛啤酒在山东和河北市场具有良好的市场基础和吨价提升空间。从销量表现来看，青岛啤酒在山东和河北市场的啤酒销量逐年上升，带动了营业收入的增长。从价格表现来看，青岛啤酒的吨价也迎来了大幅度的上涨，既有提价的影响，又有产品结构升级的驱动。2020年遭受疫情影响，啤酒线下消费场景缺失，中高档啤酒销量略有下滑，但2021年有

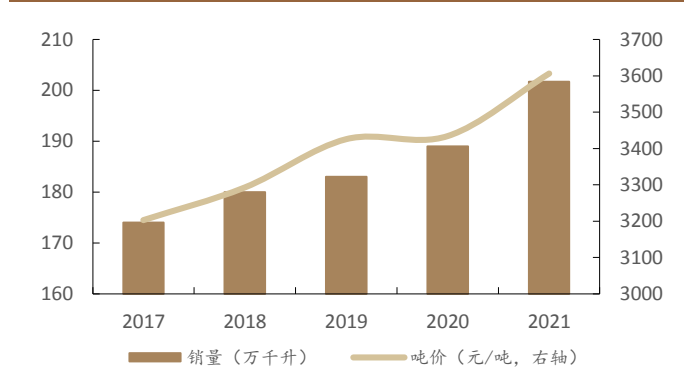
所恢复,这和公司积极推进中高端产品是密不可分的。未来随着“提速沿黄”战略的不断推进,青岛啤酒可以凭借自身在中高端啤酒市场上的优势地位实现产品结构升级的顺利推行,巩固市场地位。

图 35: 山东地区销量和吨价



资料来源:公司公告,德邦研究所

图 36: 华北地区销量和吨价



资料来源:公司公告,德邦研究所

表 4: 青岛啤酒近期在山东、华北地区的提价举措

时间	提价产品	具体提价信息
2020 年	经典系列、崂山品牌啤酒	山东地区对经典系列、崂山品牌进行提价
2020 年	崂山精品	青岛啤酒对河北地区的崂山精品每箱提价 3 元
2021 年 8 月	青岛纯生	山东区域青岛纯生终端供货价上调 4 元/箱, 提价幅度约 5%

资料来源:啤酒板,德邦研究所

**连片开发沿黄市场,未来产能利用率将迎来改善。**青岛啤酒在沿黄市场取得竞争优势后,预计将对该区域的市场和产能进行整合。从市场来看,公司未来将在沿黄市场积极推进产品的升级换代,加快公司高端化进程,进一步提高公司在该区域的盈利水平和市场竞争力。同时为其他区域市场的拓展提供跳板和支持,助力青啤高端化的持续推进。从产能来看,目前青岛啤酒的产能利用率还有进一步提升的空间,以山东区域为例,2021 年 8 月 26 日,青岛啤酒(薛城)有限公司正式停产,转而由青岛啤酒(枣庄)有限公司的智能生产工厂承接生产任务,产能利用率得到提升。未来公司可能会对该区域的工厂进行调整,逐步实现用智慧工厂替代落后产能,逐步推进生产的集中化和智能化,从而降低成本并提高生产效率,巩固公司的基地市场,实现更高的利润水平。

图 37: 青岛啤酒枣庄 100 万千升啤酒新建项目

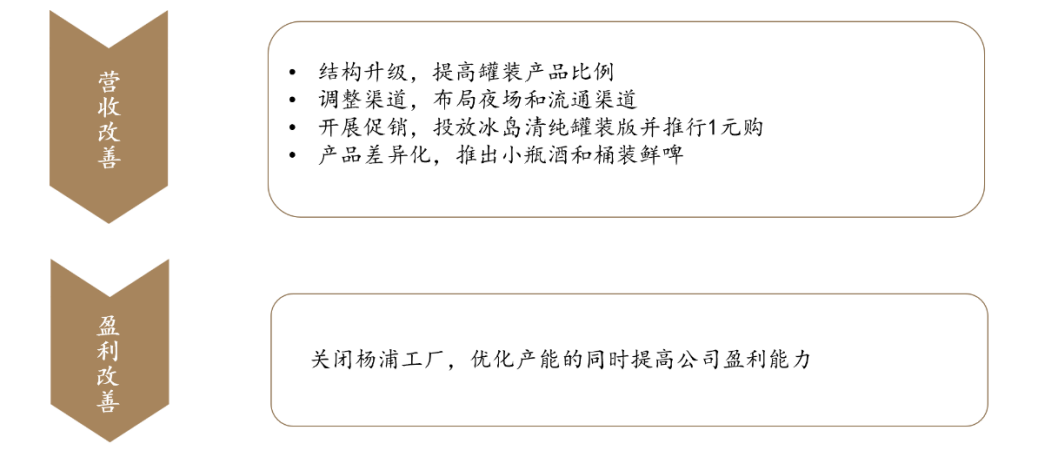


资料来源:糖酒快讯,德邦研究所

### 3.3. 沿江地区：渠道、产品结构调整，经营状况好转

加大罐装产品占比，沿江市场经营逐渐好转。2015年青岛啤酒通过收购自身和三得利在上海的合营公司，巩固了公司在上海和江苏市场地位，同时提高了公司的销量和收入，带动公司毛利率的提升。但目前青岛啤酒在沿江区域市场的整体占有率仍然较低，而且常年处于亏损状态，该区域主要的竞争对手是华润、百威和重庆啤酒。对此，公司积极调整策略，在沿江市场积极进行结构升级，提高罐装产品占比；调整渠道布局，积极布局夜场和流通渠道；积极开展促销，投放青岛冰纯罐装版并推行1元购；实行产品差异化措施，推出小瓶酒、桶装鲜啤吸引客户。预计未来，公司在沿江市场的经营情况有望在市占率提升、产品结构提升的带动下逐渐好转。

图 38：青岛啤酒沿江地区战略调整



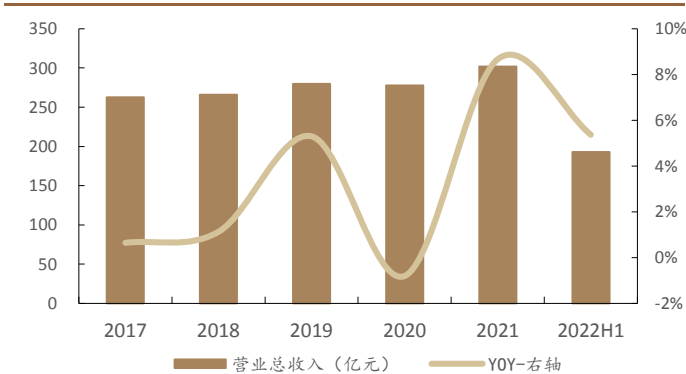
资料来源：同花顺财经，成都本地宝，德邦研究所

## 4. 财务端：开源节流，释放盈利空间

### 4.1. 结构调整与内部管理，带动营收净利双增长

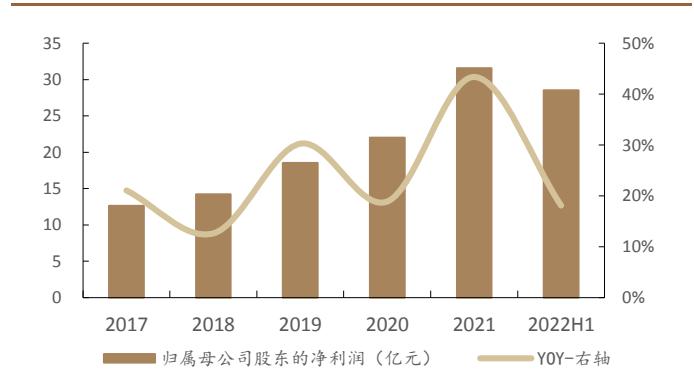
营收增速恢复，结构调整和内部管理带动盈利能力逐年上升。从营收情况看，目前我国啤酒市场处于存量竞争阶段，行业增速放缓，公司于2016年提出“能力支撑品牌带动下的发展战略”，推动公司高质量发展。2017年到2021年青岛啤酒的营收增速逐步恢复，CAGR约为3.2%，2022H1年取得营业收入192.73亿元，同比增长5.4%。从盈利能力看，随着公司产品结构升级的持续推进，公司归母净利润取得了快速增长，2017年到2021年CAGR约为25.72%。公司长期坚持精细化的内部管理，各项费用得到了有效的控制，2022H1净利率水平达到14.80%。未来随着高端化发展的不断推进，公司的盈利能力有望进一步改善。从费用率来看，青岛啤酒管理费用率长期处于行业较低水平，2022H1为4%，受益于长期以来公司内部对费用的有效管控。销售费用率在公司的有效控制下，2017-2021年逐步下降，2022H1降低到11%。

图 39：存量竞争背景下，营收增速恢复



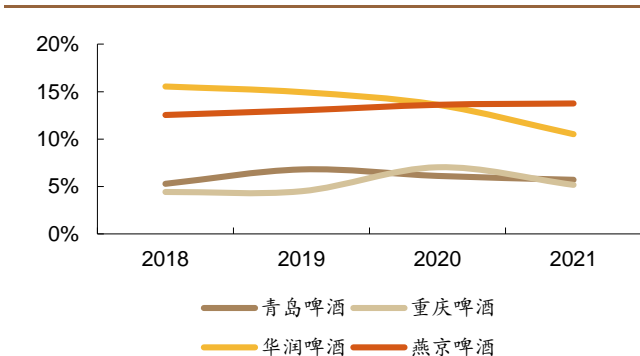
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 40：青岛啤酒归母净利润取得快速增长



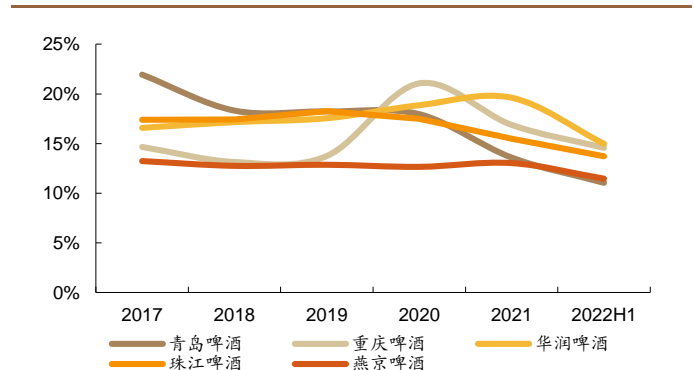
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 41：青岛啤酒及同业公司管理费用率



资料来源：Wind，各公司公告，德邦研究所

图 42：青岛啤酒及同业公司销售费用率



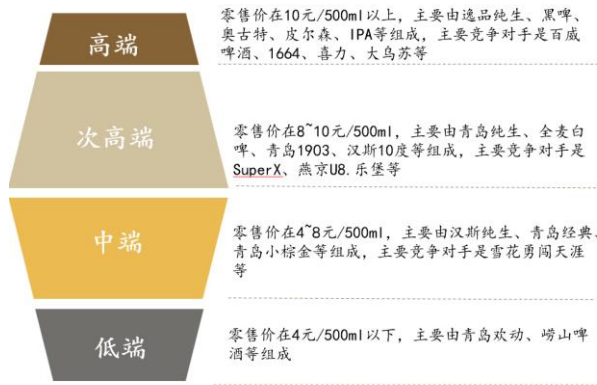
资料来源：Wind，各公司公告，德邦研究所

### 4.2. 开源：布局高端啤酒市场，加快产品升级

青岛啤酒自2010年就推出了奥古特和逸品纯生等一系列高端产品，并在之后设立研发中心开发了一系列的啤酒产品，完善了公司在高端啤酒市场的布局。从价格带来看，青岛啤酒已经形成了高端（10元以上）、次高端（8-10元）、中端（4-8元）和低端（4元以下）的产品体系。从产品构成来看，青岛啤酒逐年加大中高端产品的布局。2021年年报显示，青岛啤酒高档以上产品共实现销量52万千升，同比增长14.2%；公司千升酒营业收入（吨价）同比增长7.2%。同时，公司青岛啤酒主品牌销量占比持续提升，2021年占比已达到54.6%，产品结构升级

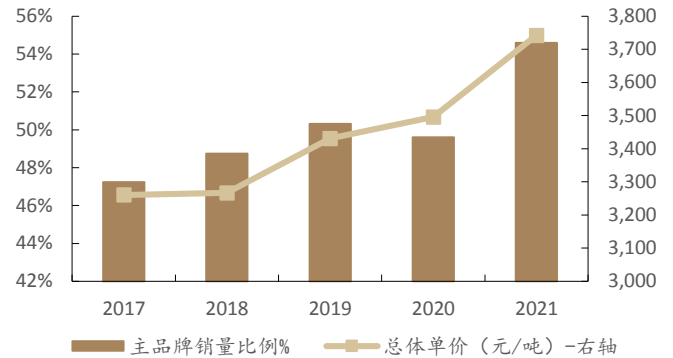
成效显著。从产品单价来看,2017-2021 年公司啤酒单价持续增长至 3742 元/吨, CAGR3.5%, 单价的提升成为公司营收增长的主要支撑。与同行业公司相比, 青岛啤酒单价及单价增速均位于行业前列, 公司在高端化布局中具备优势。

图 43: 青岛啤酒产品价位段分布



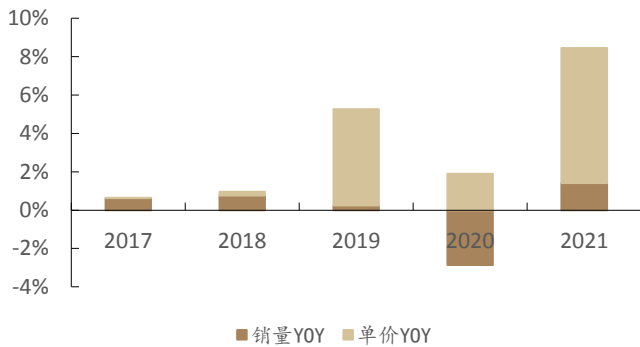
资料来源: 公司官网, 淘宝, 德邦研究所

图 44: 青岛啤酒单价及主品牌销量比



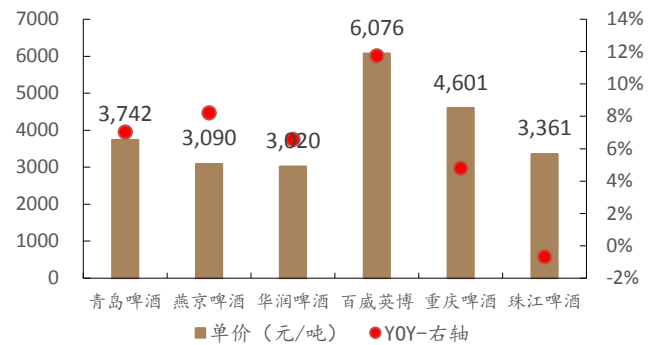
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 45: 单价增长成青岛啤酒主要支撑



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

图 46: 2021 年啤酒龙头企业单价及增速



资料来源: 各公司公告, 德邦研究所

### 4.3. 节流: 关厂减员提升盈利, 产能利用率逐步改善

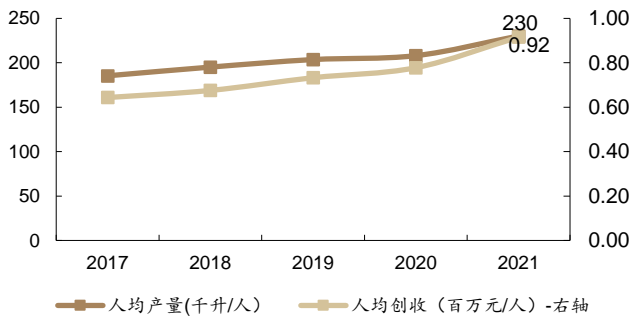
**缩减人员数量, 提高人均产量及创收。**根据年报披露, 2017-2021 年公司持续缩减人员数量, 5 年间人员数量从 43228 人缩减至 32947 人, 缩减幅度达到 24%。经我们计算, 2017-2021 年青岛啤酒人均创收和人均产量持续增长, 分别达到 0.9 百万元/人和 230 千升/人, CAGR9.1%/5.6%, 生产效率不断升级。但对标国内龙头重庆啤酒, 青岛啤酒人均产量及创收仅达 56%/46%, 仍有提升空间。若青岛啤酒未来持续注重人员缩减、控制成本, 公司盈利能力有望获得更大的释放。

表 5: 青岛啤酒人员数量变动

时间	2017	2018	2019	2020	2021
期初人员数量 (人)	43228	40810	39320	38169	35678
期末人员数量 (人)	40810	39320	38169	35678	32947
净减人数 (人)	2418	1490	1151	2491	2731

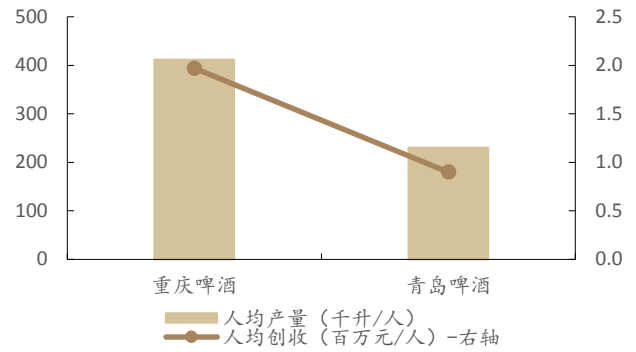
资料来源: 公司年报, 德邦研究所

图 47: 青岛啤酒人均产量及创收逐年上升



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

图 48: 青岛啤酒人均产量及创收仍有优化空间



资料来源: 各公司 2021 年年报, 德邦研究所

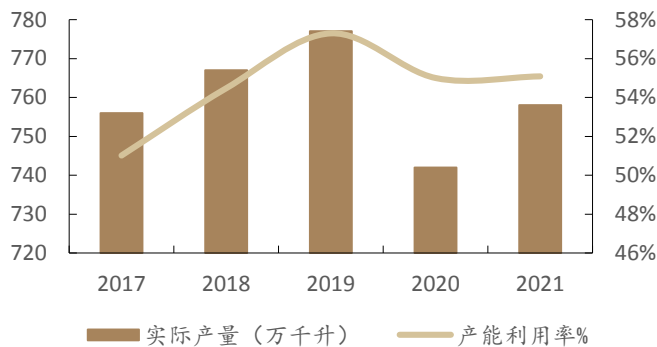
**加快关厂进度, 降本提效。**青岛啤酒在扩张阶段通过大规模的投资并购在全国范围内形成了部分冗余产能, 近年来公司开启关厂步伐。2018 年以来公司关闭 4 家工厂, 并于 2019 年提出将在未来 3~5 年关闭 10 家工厂。公司产能利用率 2021 年达到 55.1%, 经营效率持续改善。关厂后, 公司折旧费用率呈走低趋势, 预计未来 2~3 年关厂提效给盈利带来的积极效应将会持续兑现。

表 6: 青岛啤酒厂家数量变动

时间	2017	2018	2019	2020	2021
期初工厂数量 (家)	62	62	62	60	60
期末工厂数量 (家)	62	62	60	60	58
净减数量 (家)	0	0	2	0	2

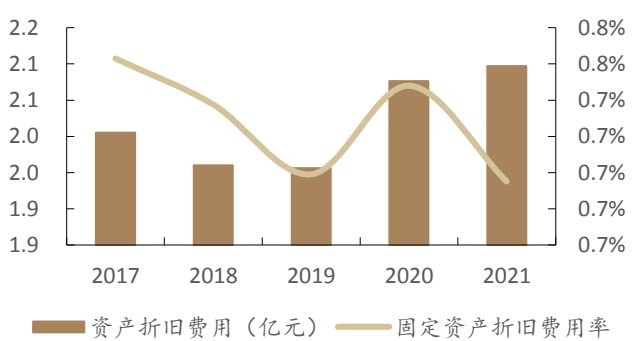
资料来源: 公司年报, 德邦研究所

图 49: 青岛啤酒产能利用率呈上升趋势



资料来源: 公司年报, 德邦研究所 (注: 产能利用率=实际产量/设计产能)

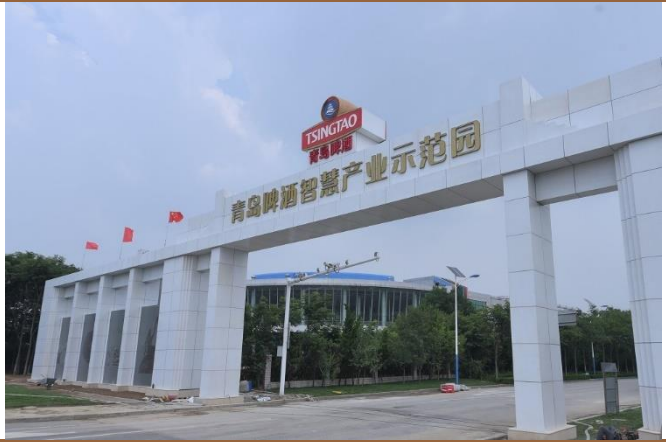
图 50: 关厂后折旧费用率走低



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

**扩建关厂并行不悖, 加快灯塔工厂和优质产能建设。**2020 年青岛啤酒完成了平度智慧产业示范园 100 万千升啤酒扩建, 2021 年完成了西安汉斯公司年产 100 万千升的搬迁新建工程, 助力新旧动能准换。同时, 青岛啤酒扩建了智能制造示范工厂, 基于数字化体系实现消费者需求、智能制造、智慧物流、精准营销端到端的产品供给全过程, 实现了生产过程智能化, 大幅度提高了产能利用率。未来青岛啤酒将持续推进智慧化工厂的改造升级, 加快建设优质产能。

图 51: 青岛啤酒平度智慧产业示范园



资料来源: 新京报, 德邦研究所

图 52: 青岛啤酒“灯塔工厂”啤酒生产过程



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测

**核心假设：高端化结构发展推动营收高质量发展，产能优化、开源节流促进盈利不断释放**

**收入端：**预计 2022-2024 年公司主营收入分别为 328.2、351.6、376.0 亿元，同比增长 8.8%、7.1%、6.9%。主要考虑到公司加强高端化布局，因此销售产品占比将逐步向高档产品倾斜。1) 分啤酒类品牌来看，青岛品牌 2022-2024 年营收预计达到 226.6、252.2、278.1 亿元，同比增长 14.5%、11.3%、10.2%；其他品牌营收达到 97.4、95.6、94.4 亿元，同比-1.4%、-1.8%、-1.3%。2) 销量角度来看，随着疫情影响边际减弱，预计销量将有所恢复。因此，我们预测 2022-2024 年，公司销量将达到 802、804、805 万千升，同比增加 1.2%、0.2%、0.1%。3) 吨价角度来看，在公司顺应高端化进程主动提价及成本加压被动提价的影响下，公司吨酒价格将有所上升。预计 2022-2024 年吨酒价格达到 4038、4326、4627 元/吨，同比增长 7.9%、7.1%、7.0%。

表 7：青岛啤酒收入预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入 (百万元)</b>	<b>27984</b>	<b>27760</b>	<b>30167</b>	<b>32819</b>	<b>35160</b>	<b>37600</b>
同比增速	5.3%	-0.8%	8.7%	8.8%	7.1%	6.9%
毛利率	39.0%	40.4%	36.7%	36.2%	37.8%	39.2%
<b>啤酒销量 (万千升)</b>	<b>805.0</b>	<b>782.0</b>	<b>793.0</b>	<b>802</b>	<b>804</b>	<b>805</b>
同比增速	0.2%	-2.9%	1.4%	1.2%	0.2%	0.1%
<b>吨酒价格 (元/吨)</b>	<b>3431</b>	<b>3496</b>	<b>3742</b>	<b>4038</b>	<b>4326</b>	<b>4627</b>
同比增速	5.0%	1.9%	7.0%	7.9%	7.1%	7.0%
<b>青岛品牌营收 (百万元)</b>	<b>17381</b>	<b>17251</b>	<b>19796</b>	<b>22662</b>	<b>25223</b>	<b>27806</b>
同比增速	7.8%	26.3%	14.8%	14.5%	11.3%	10.2%
收入占比	62.1%	62.1%	65.6%	69.1%	71.7%	74.0%
<b>青岛品牌销量 (万千升)</b>	<b>405</b>	<b>388</b>	<b>433</b>	<b>468</b>	<b>491</b>	<b>511</b>
同比增速	3.6%	-4.2%	11.6%	8.0%	5.0%	4.0%
销量占比	50.3%	49.6%	54.6%	58.3%	61.1%	63.4%
<b>其他品牌营收 (百万元)</b>	<b>10238</b>	<b>10087</b>	<b>9877</b>	<b>9737</b>	<b>9559</b>	<b>9435</b>
同比增速	1.2%	-1.5%	-2.1%	-1.4%	-1.8%	-1.3%
收入占比	36.6%	36.3%	32.7%	29.7%	27.2%	25.1%
<b>其他品牌销量 (万千升)</b>	<b>400</b>	<b>394</b>	<b>360</b>	<b>335</b>	<b>313</b>	<b>294</b>
同比增速	-2.9%	-1.5%	-8.6%	-7.0%	-6.5%	-6.0%
销量占比	49.7%	50.4%	45.4%	41.7%	38.9%	36.6%
<b>其他产品营收 (百万元)</b>	<b>365</b>	<b>422</b>	<b>494</b>	<b>420</b>	<b>378</b>	<b>359</b>
同比增速	7.1%	15.5%	17.2%	-15.0%	-10.0%	-5.0%
收入占比	1.3%	1.5%	1.6%	1.3%	1.1%	1.0%

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

**毛利端：**从产品结构来看，公司不断提升高毛利高端产品比例及罐化率；从运营战略来看，公司注重产能优化、闭厂减员进而提升营运效率。因此，中长期来看公司毛利率仍有提升空间。尽管短期来看，原材料及包材成本有所上涨，使得公司毛利短期承压。但随着未来成本压力有所下滑，公司优化产品结构及提价措施仍能对冲成本，未来毛利仍能有所推进。因此，我们预测 2022-2024 年毛利率为 36.2%、37.8%、39.2%，同比-0.5pct、+1.5pct、+1.4pct。

**表 8：青岛啤酒毛利预测**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利 (百万元)	10903	11219	11076	11893	13279	14742
同比增速	9%	3%	-1%	7%	12%	11%
青岛品牌毛利 (百万元)	8141	8324	8661	9674	11040	12466
同比增速	10%	2%	4%	12%	14%	13%
其他品牌毛利 (百万元)	2614	3048	2237	2063	2097	2140
同比增速	6%	17%	-27%	-8%	2%	2%
其他业务毛利 (百万元)	148	117	178	155	142	136
毛利率 (%)	39%	40%	37%	36%	38%	39%
青岛品牌毛利率 (%)	47%	48%	44%	43%	44%	45%
其他品牌毛利率 (%)	26%	30%	23%	21%	22%	23%

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

**费用率端：**整体来看，公司推广高端产品会产生一定费用支出，同时公司通过内部改革开源节流压缩费用，因此我们预测未来费用率整体保持平稳。2022-2024 年，我们预测销售费用率为 12.82%、12.73%、12.64%，管理费用率为 5.56%、5.61%、5.62%，研发费用率为 0.1%、0.1%、0.1%。

**表 9：青岛啤酒费用率及归母净利润预测**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	18.24%	17.96%	13.58%	12.82%	12.73%	12.55%
管理费用率	6.72%	6.04%	5.61%	5.56%	5.61%	5.62%
研发费用率	0.08%	0.08%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
归母净利润 (百万元)	1852	2201	3155	3380	4055	4801
归母净利率	7%	8%	10%	10%	12%	13%
同比增速	30%	19%	43%	8%	20%	18%

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

## 5.2. 相对估值

短期来看，随着疫情好转、消费旺季来临及原材料成本有望下行，公司 Q3 销售及毛利增长可期。中长期来看，公司不断推进产品结构升级顺应行业高端化进程，同时开源节流促进盈利释放。我们选取了 A 股中啤酒行业内可比公司，2022 年公司 PE 估值在 40X 左右，略高于行业 PE 中位数，考虑到青岛啤酒较高的业绩增长确定性以及经营稳定性，我们认为当前估值水平相对合理。

**表 10：可比公司估值**

股票代码	公司	市值 (亿元)	收盘价 (元)	市盈率				EPS			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600132.SH	重庆啤酒	525	95.00	63	33	26	22	2.41	2.92	3.62	4.34
002461.SZ	珠江啤酒	168	7.00	33	24	21	18	0.28	0.30	0.34	0.38
000729.SZ	燕京啤酒	256	9.46	105	84	54	42	0.08	0.11	0.18	0.23
	中位数				37						
	均值				46						
600600.SH	青岛啤酒	1,319	96.67	43	39	32	28	2.33	2.49	2.99	3.51

资料来源：Wind，德邦研究所

注：股价截止日为 2022 年 10 月 21 日，可比公司 EPS 为德邦预测

### 5.3. 投资建议

综合来看，我们预计青岛啤酒 2022-2024 年实现营收 328.2、351.6、376.0 亿元，实现归母净利润 33.9、40.8、48.0 亿元，对应 EPS2.49、2.99、3.51 元。考虑到公司高端化布局及费用控制存在优化空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 6. 风险提示

产品结构升级不及预期；市场高端化竞争加剧；原材料成本上升；疫情扰动等。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	2.33	2.49	2.99	3.51
每股净资产	16.86	18.53	20.53	22.88
每股经营现金流	4.43	6.42	3.94	4.29
每股股利	1.10	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	42.53	38.86	32.35	27.51
P/B	5.87	5.22	4.71	4.22
P/S	4.37	4.02	3.75	3.51
EV/EBITDA	26.14	25.19	20.59	16.93
股息率%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.7%	36.2%	37.8%	39.2%
净利润率	10.8%	10.7%	12.0%	13.1%
净资产收益率	13.7%	13.4%	14.6%	15.4%
资产回报率	6.8%	6.8%	7.6%	8.3%
投资回报率	10.5%	10.7%	11.7%	12.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.7%	8.8%	7.1%	6.9%
EBIT 增长率	22.8%	12.3%	21.3%	19.7%
净利润增长率	43.3%	7.6%	20.1%	17.6%
偿债能力指标				
资产负债率	48.9%	47.6%	46.1%	44.1%
流动比率	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.0	1.3	1.5	1.6
现金比率	0.8	1.1	1.2	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.5	1.5	1.5	1.5
存货周转天数	63.9	63.9	63.9	63.9
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6
固定资产周转率	3.0	3.2	3.5	3.7

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	3,155	3,394	4,077	4,795
少数股东损益	101	105	126	148
非现金支出	1,346	553	557	562
非经营收益	-1,568	-904	-874	-913
营运资金变动	3,009	5,614	1,482	1,263
经营活动现金流	6,043	8,761	5,369	5,855
资产	-1,602	-187	-163	-139
投资	-9,185	-1,190	-1,200	-1,200
其他	537	359	417	432
投资活动现金流	-10,250	-1,017	-947	-907
债权募资	-450	-10	-10	-10
股权募资	6	0	0	0
其他	-1,170	-1,130	-1,355	-1,592
融资活动现金流	-1,614	-1,140	-1,365	-1,602
现金净流量	-5,829	6,604	3,057	3,345

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 21 日  
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	30,167	32,819	35,160	37,600
营业成本	19,091	20,926	21,881	22,857
毛利率%	36.7%	36.2%	37.8%	39.2%
营业税金及附加	2,319	2,523	2,703	2,890
营业税金率%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
营业费用	4,097	4,209	4,477	4,720
营业费用率%	13.6%	12.8%	12.7%	12.6%
管理费用	1,693	1,825	1,972	2,114
管理费用率%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
研发费用	31	34	36	39
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EBIT	3,480	3,908	4,740	5,672
财务费用	-243	-209	-308	-354
财务费用率%	-0.8%	-0.6%	-0.9%	-0.9%
资产减值损失	-189	-50	-50	-50
投资收益	186	202	217	232
营业利润	4,455	4,798	5,766	6,784
营业外收支	24	15	15	15
利润总额	4,479	4,813	5,781	6,799
EBITDA	4,624	4,411	5,247	6,184
所得税	1,223	1,314	1,578	1,856
有效所得税率%	27.3%	27.3%	27.3%	27.3%
少数股东损益	101	105	126	148
归属母公司所有者净利润	3,155	3,394	4,077	4,795

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	14,598	21,201	24,259	27,604
应收账款及应收票据	125	141	144	161
存货	3,493	3,882	3,782	4,229
其它流动资产	10,743	6,930	7,735	7,914
流动资产合计	28,959	32,154	35,919	39,907
长期股权投资	366	356	356	356
固定资产	10,149	10,116	10,078	10,037
在建工程	762	812	862	912
无形资产	2,481	2,481	2,481	2,481
非流动资产合计	17,604	17,833	17,956	18,074
资产总计	46,563	49,987	53,875	57,981
短期借款	246	246	246	246
应付票据及应付账款	3,298	3,294	3,599	3,602
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	14,715	15,775	16,509	17,262
流动负债合计	18,259	19,314	20,354	21,109
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	4,511	4,501	4,491	4,481
非流动负债合计	4,511	4,501	4,491	4,481
负债总计	22,769	23,815	24,844	25,590
实收资本	1,364	1,364	1,364	1,364
普通股股东权益	23,002	25,276	28,007	31,220
少数股东权益	792	897	1,023	1,171
负债和所有者权益合计	46,563	49,987	53,875	57,981

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

**花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。**十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

**董广达，德邦证券食品饮料行业分析师。**毕业于伦敦政治经济学院，拥有零售咨询经验，曾任职于中银国际证券，2 年食品饮料行业卖方研究经验，主要覆盖啤酒、休闲食品、肉制品等板块。2021 年卖方分析师水晶球奖入围团队成员。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。