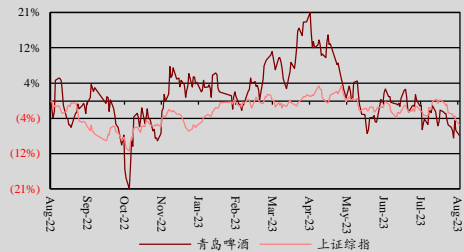


**600600.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 93.08

板块评级: 强于大市

**股价表现**


| (%)    | 今年至今   | 1个月   | 3个月    | 12个月   |
|--------|--------|-------|--------|--------|
| 绝对     | (11.5) | (4.0) | (13.4) | (10.1) |
| 相对上证综指 | (10.7) | (1.6) | (7.6)  | (5.0)  |

|                   |            |
|-------------------|------------|
| 发行股数 (百万)         | 1,364.23   |
| 流通股 (百万)          | 1,359.77   |
| 总市值 (人民币 百万)      | 126,982.79 |
| 3个月日均交易额 (人民币 百万) | 509.51     |
| 主要股东              |            |
| 香港中央结算(代理人)有限公司   | 45         |

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
 以2023年8月21日收市价为标准

**中银国际证券股份有限公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**
**食品饮料: 非白酒**
**证券分析师: 汤玮亮**

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

**证券分析师: 邓天娇**

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

# 青岛啤酒

## 产品战略再明确, 未来两年业绩有望高增

在良好区域竞争格局+消费升级进程下, 未来啤酒行业盈利水平有望继续向上。我们预计, 青岛啤酒在结构升级进程下, 未来3年吨价复合增速有望接近5%。在聚焦核心区域的战略下, 销量增速有望持续优于行业。在供给侧因素共振下, 未来两年业绩有望高增, 长期盈利水平有望持续向上。预计公司23-25年EPS为3.41、4.14、4.87元, 同比+25.5%、+21.3%、+17.6%, 维持买入评级。

**支撑评级的要点**
**啤酒行业:**

■ **良好区域竞争格局+消费升级进程下, 啤酒行业盈利水平有望继续向上。**在当前的结构升级时代下, 啤酒行业量稳价增, 盈利水平持续提升, 竞争格局五强已定。由于运输半径对啤酒的成本、质量影响较大, 历史上啤酒厂商大多通过就地建厂生产/收购的方式来完成区域扩张, 导致啤酒的竞争格局呈现出较强的区域性特征。对比海外龙头企业的EBITDA Margin, 我国啤酒企业的盈利水平还有广阔的提升空间。展望未来, 我们预计啤酒销量将稳定在3500-3800万千升/年, 吨价和盈利水平将在良好区域竞争格局+消费升级进程下继续向上。

**青岛啤酒:**

■ **结构升级进程下, 未来3年吨价复合增速有望接近5%。**公司聚焦中高端核心升级单品, 近期进一步明确了核心单品的战略规划。我们认为, 全新“1+1+1+2+N”规划中的核心单品分布于不同的价位段、主打不同渠道, 兼具品牌力、产品力、渠道吸引力, 打法思路清晰明确。在经过前期大量验证的情况下, 根据不同类型区域、渠道、终端类型进行大规模、有针对性的铺货, 替换低端产品的逻辑通畅, 预计未来3年公司吨价的复合增长率有望接近5%。

■ **战略聚焦核心区域, 销量增速有望持续优于行业。**公司在沿黄区域重点投入, 巩固核心市场龙头地位。沿江区域积极降本增效、积蓄动能。沿海区域依托品牌拉力、积极布局高端市场。销售模式上分区深度分销精准把控线下渠道。同时对固有的经销网络“瘦身强体”, 通过削减尾部低效经销商, 提升核心经销商的经营质量。从近几年来看, 公司渠道管理战略执行效果显著, 核心区域营收实现稳健增长, 弱势区域毛利率持续提升(2018-2021年)。我们预计在即饮渠道修复+聚焦核心市场的作用下, 公司产品销量有望在三年内突破870万千升, 增速将持续优于行业。

■ **供给侧因素共振下, 未来两年业绩有望高增。**新采购周期内虽然大麦价格依然处于高位, 但包材价格持续回落。根据我们的测算, 如果不考虑结构升级的影响, 今年公司产品吨成本中的直接材料成本有望下降2%-3%。后续随着澳麦反倾销税、反补贴税的取消, 低价大麦平替带来的吨成本下降有望从2024年开始在报表端有所体现。虽然公司人效逐年提升, 但对标其他企业依然还有较大的提升空间。如果假设公司人效可以在5年内达到华润啤酒当前水准, 那么有望在5年内带来2%以上的净利率提升。综合考虑量、价、供给侧因素的影响, 我们认为公司2023、2024年的业绩有望高增, 后续盈利水平有望持续向上。

**估值&盈利预测:**

■ 结合近期原材料成本变化情况, 我们预计公司23-25年EPS为3.41、4.14、4.87元, 同比+25.5%、+21.3%、+17.6%, 我们认为公司结构升级路径清晰、区域聚焦战略明确、人效提升空间较大, 盈利水平稳健向上的确定性高, 当前公司A股估值处于中间水平, 维持**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

■ 宏观经济波动、原材料成本波动、行业竞争再次加剧等。

**投资摘要**

| 年结日: 12月31日     | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(人民币 百万)    | 30,167 | 32,172 | 34,631 | 37,086 | 39,703 |
| 增长率(%)          | 8.7    | 6.6    | 7.6    | 7.1    | 7.1    |
| EBITDA(人民币 百万)  | 3,879  | 4,838  | 6,205  | 7,559  | 8,820  |
| 归母净利润(人民币 百万)   | 3,155  | 3,711  | 4,659  | 5,652  | 6,645  |
| 增长率(%)          | 43.3   | 17.6   | 25.5   | 21.3   | 17.6   |
| 最新股本摊薄每股收益(人民币) | 2.31   | 2.72   | 3.41   | 4.14   | 4.87   |
| 原先预测摊薄每股收益(人民币) |        |        | 3.29   | 3.92   | 4.58   |
| 调整幅度(%)         |        |        | 3.6    | 5.6    | 6.3    |
| 市盈率(倍)          | 40.2   | 34.2   | 27.3   | 22.5   | 19.1   |
| 市净率(倍)          | 5.5    | 5.0    | 4.7    | 4.4    | 4.1    |
| EV/EBITDA(倍)    | 31.1   | 26.7   | 17.3   | 13.7   | 11.3   |
| 每股股息(人民币)       | 1.1    | 1.8    | 2.3    | 2.7    | 3.2    |
| 股息率(%)          | 1.1    | 1.7    | 2.4    | 2.9    | 3.5    |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 目录

|  |    |
|--|----|
| 结构升级时代下，啤酒行业盈利水平有望持续提升 .....             | 5  |
| 行业现状：量稳价增，盈利水平持续提升 .....                 | 5  |
| 未来展望：良好区域竞争格局+消费升级进程下，盈利水平有望继续向上 .....   | 6  |
| 百年青啤，股权激励注入成长动力 .....                    | 8  |
| 百年历史，品牌底蕴深厚 .....                        | 8  |
| 国资控股，股权激励下管理层与公司利益深度绑定 .....             | 9  |
| 结构升级进程下，未来3年吨价复合增速有望接近5% .....           | 11 |
| “1+1+1+2+N”产品规划下，吨价提升路径清晰明确 .....        | 11 |
| 重点发力体验式营销，直抵终端占据品牌推广新高地 .....            | 13 |
| 战略聚焦核心区域，销量增速有望持续优于行业 .....              | 15 |
| 分区域深度分销精准把控线下渠道，瘦身强体提升经销商经营质量 .....      | 15 |
| “两横一纵”战略布局下，重点发力核心区域市场 .....             | 16 |
| 供给侧因素共振下，未来两年业绩有望高增 .....                | 18 |
| 澳麦反倾销税取消+包材价格回落带动下，中短期直接材料成本有望持续下降 ..... | 18 |
| 人效提升带动下，有望在5年内带来2%以上的净利率提升 .....         | 19 |
| 产能持续优化，资本开支助力生产效率提升 .....                | 20 |
| 盈利预测与投资评级 .....                          | 22 |
| 核心假设 .....                               | 22 |
| 投资评级 .....                               | 22 |
| 风险提示 .....                               | 23 |

图表目录

股价表现..... 1

投资摘要..... 1

图表 1. 啤酒产量 2013 年见顶后逐年回落..... 5

图表 2. 2018 年后啤酒企业吨价快速上行..... 5

图表 3. 2018 年后啤酒企业管理费用率持续下降..... 5

图表 4. 2018 年后啤酒企业毛销差、净利率快速上行..... 5

图表 5. 2022 年啤酒市场竞争格局（按销量计算）..... 6

图表 6. 2018 年后啤酒行业集中度达到高点，行业盈利水平迎来主升浪..... 6

图表 7. 我国主要啤酒企业盈利水平（EBITDA Margin）较海外啤酒龙头还有较大差距..... 7

图表 8. 青岛啤酒发展历史..... 9

图表 9. 青岛啤酒股权结构图..... 9

图表 10. 青岛啤酒管理层持股情况（2022 年）..... 10

图表 11. 青岛啤酒品牌战略变迁..... 11

图表 12. 青岛啤酒“1+1+1+2+N”布局下核心产品布局信息..... 12

图表 13. 青岛啤酒分品牌销量预测..... 13

图表 14. 青岛啤酒 2022 年冬奥会、世界杯联名产品..... 13

图表 15. 青岛啤酒 2023 年长沙草莓音乐节营销活动..... 13

图表 16. 青岛啤酒时光海岸精酿啤酒花园项目..... 14

图表 17. 青岛啤酒节现场..... 14

图表 18. 青岛啤酒 1903 酒吧..... 14

图表 19. 青岛啤酒“1903 酒吧”分布图..... 14

图表 20. 青岛啤酒即饮、非即饮渠道占比（2022 年）..... 15

图表 21. 青岛啤酒渠道占比变化..... 15

图表 22. 青岛啤酒渠道模式..... 15

图表 23. 青岛啤酒经销商数量变化..... 16

图表 24. 青岛啤酒产品销量/经销商数量..... 16

图表 25. 青岛啤酒“两横一纵”战略布局..... 16

图表 26. 青岛啤酒主要区域销量、毛利率对比（2022 年）..... 17

图表 27. 青岛啤酒主要区域营收占比（2022 年）..... 17

图表 28. 青岛啤酒核心区域营收、销量稳健增长..... 17

图表 29. 青岛啤酒弱势区域毛利率变化(加回受会计准则调整影响的运输费用后)  
..... 17

图表 30. 铝锭、玻璃价格变动（截至 2023 年 6 月 30 日）..... 18

图表 31. 瓦楞纸价格变动（截至 2023 年 6 月 30 日）..... 18

图表 32. 进口大麦价格变动（截至 2023 年 5 月）..... 18

|  |    |
|--|----|
| 图表 33. 青岛啤酒营业成本拆分 (2022 年) .....           | 19 |
| 图表 34. 青岛啤酒采购额占比 (2022 年) .....            | 19 |
| 图表 35. 啤酒行业各原料占直接材料比例 (估算) .....           | 19 |
| 图表 36. 直接材料单位成本变动测算 (2023 采购周期内) .....     | 19 |
| 图表 37. 澳麦、法麦、加麦反倾销税、反补贴税前后价格对比.....        | 19 |
| 图表 38. 青岛啤酒员工数量逐年下降.....                   | 20 |
| 图表 39. 青岛啤酒人效逐年提升.....                     | 20 |
| 图表 40. 对标华润啤酒, 青啤人效还有较大提升空间 (2022 年) ..... | 20 |
| 图表 41. 青岛啤酒固定资产、在建工程变化.....                | 21 |
| 图表 42. 青岛啤酒产能、工厂数量变化情况.....                | 21 |
| 图表 43. 青岛啤酒后续计划投资项目 .....                  | 21 |
| 图表 44. 公司 A 股、H 股可比公司估值表.....              | 22 |
| 利润表(人民币 百万).....                           | 24 |
| 现金流量表(人民币 百万).....                         | 24 |
| 财务指标.....                                  | 24 |
| 资产负债表(人民币 百万).....                         | 24 |

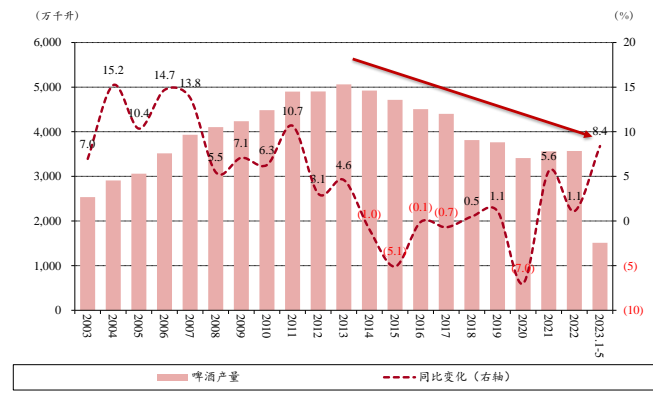
## 结构升级时代下，啤酒行业盈利水平有望持续提升

### 行业现状：量稳价增，盈利水平持续提升

人口制约下啤酒产量见顶回落，目前稳定在 3500-3800 万千升/年。受出生率下降的影响，啤酒核心消费人群（20-50 岁人口）数量逐年下降，导致啤酒产量在 2013 年突破 5000 万千升后见顶回落，如今稳定在 3500 万-3800 千升之间，预计未来这一数字仍将保持稳定。

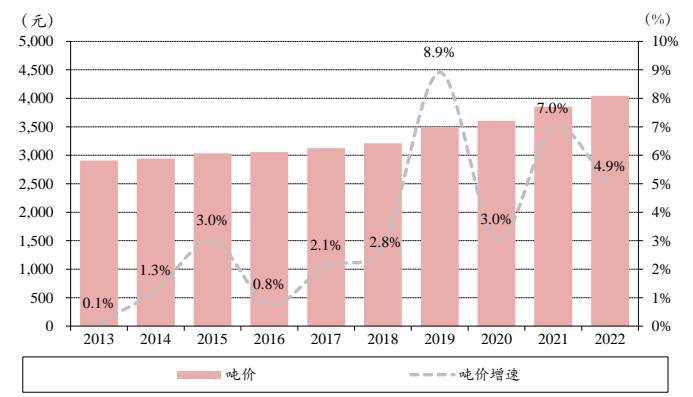
吨价提升+降本增效拉动下，啤酒企业盈利水平快速上行。2018 年后，随着行业竞争主线由量转变为价，在产品结构向升级、直接提价等一系列措施下，啤酒吨价快速提升。由于升级啤酒产品的成本弹性远小于收入弹性，啤酒企业的盈利空间得到大幅改善，上市企业整体的毛销差由 2018 年时的 21.8% 大幅提升 4.5pct 至 2022 年的 26.3%。同时由于在 2018 年后普遍开始降本增效，啤酒 A 股上市企业 2022 年的管理费用率相比 2018 年下降了 1.2pct。在吨价提升与降本增效的共同带动下，啤酒企业的销售净利率由 2018 年时的 4.6% 提升 6.8pct 至 2022 年的 11.4%。

图表 1. 啤酒产量 2013 年见顶后逐年回落



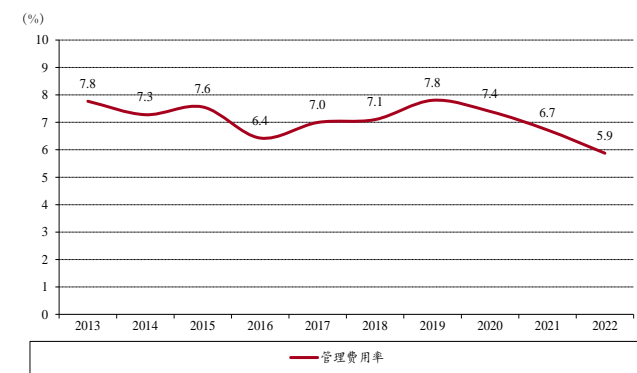
资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 2018 年后啤酒企业吨价快速上行



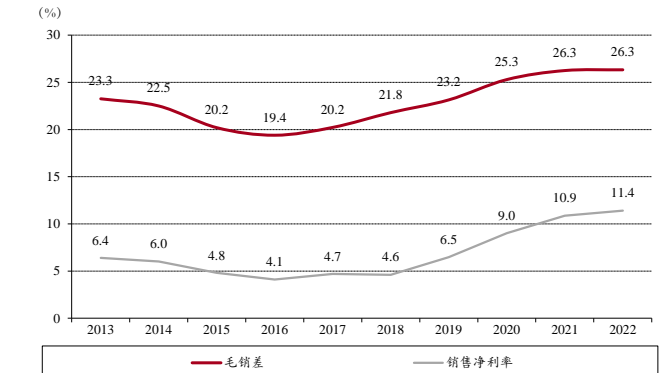
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 3. 2018 年后啤酒企业管理费用率持续下降



资料来源: Wind, 中银证券

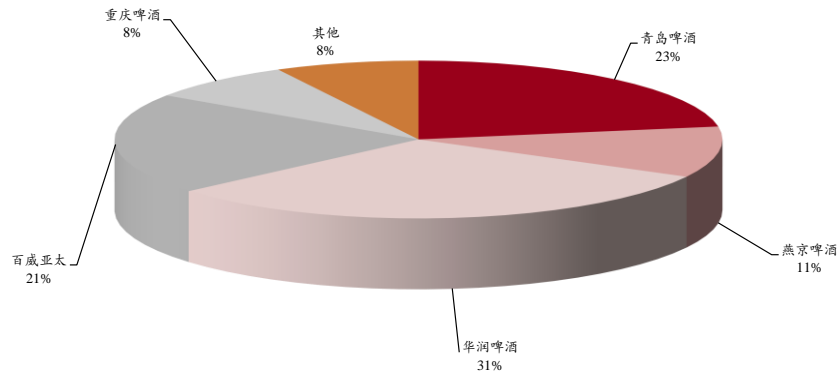
图表 4. 2018 年后啤酒企业毛销差、净利率快速上行



资料来源: Wind, 中银证券

五强格局下，啤酒企业在基地市场内优势显著。1) 整体来看，目前 5 家龙头公司占据了我国啤酒市场的主要份额。华润啤酒、青岛啤酒、百威亚太（中国区）已经与其他企业拉开了差距，2022 年销量分别为 1110、807、750 万千升，市占率分别为 31%、22.6%、21%，是我国啤酒市场的主要龙头企业。重庆啤酒完成资产重组后市占率快速提升，2022 年市占率达到 8.0%。燕京啤酒在进行积极的国企改革、推出 U8 大单品后，市场份额 2022 年小幅回升至 10.6%。2) 分区域来看，啤酒竞争格局的区域性特征显著，五强在基地市场内优势显著。由于运输半径对啤酒的质量、成本影响较大，历史上啤酒厂商大多通过就地建厂生产、收购的方式来完成扩张。这样的扩张方式使得啤酒的竞争格局呈现出了较强的区域性特征。五强啤酒企业都拥有各自的基地市场，在这些市场中龙头厂商具有较大优势，是啤酒企业利润的主要来源。与此同时，也有部分省份在历史的演进过程中未能形成绝对的龙头啤酒企业，竞争较为激烈。

图表 5. 2022 年啤酒市场竞争格局 (按销量计算)

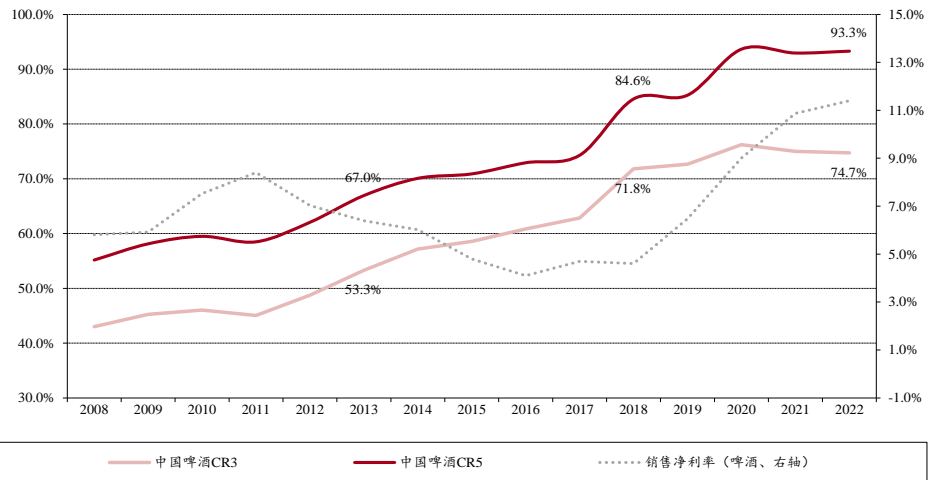


资料来源：公司年报、Wind，中银证券

### 未来展望：良好区域竞争格局+消费升级进程下，盈利水平有望继续向上

良好的区域竞争格局和消费升级是啤酒企业盈利水平能够不断提升的核心原因。1) 2013-2017 年，受行业价格战+原材料综合成本上行的影响，啤酒行业的低效产能出清，集中度快速提升，但盈利水平受损严重。而在 2018 年后，随着大部分区域市场竞争格局的改善、行业集中度达到高位，啤酒行业迎来了盈利水平的主升浪。我们认为，这主要是因为区域市场竞争格局改善后，单一/较少的头部玩家能够保证定价权垄断在少数企业手中（单寡头仅需控制利润水平规避新入局者、双/多寡头格局需要企业间保持默契、避免价格战/费用竞争），从而使产品结构的升级更加顺利、费用的优化更加容易实现。而在区域内头部玩家将利润水平缓慢提升至合理范围的过程中，传统竞争者经过多年两败俱伤的价格战，意识到无法在保持盈利的状态下蚕食区域龙头的份额，因此不会轻易再加入竞争；新入局者则由于缺乏规模效应和品牌优势，难以在保持盈亏平衡的基础上通过价格优势/更高渠道利润/品牌力带来的更高周转速度与老玩家竞争，只能通过差异化打法博取小众市场，区域内的主流市场仍将保持在存量竞争状态。2) 与此同时，我们发现随着人均可支配收入的提升，我国高端啤酒的占比在不断提升。且高端啤酒的占比增速快慢与人均可支配收入的实际增速快慢相关。这说明消费升级也是啤酒行业盈利能力提升的抓手之一：随着高毛利的高端啤酒产品占比不断提升，啤酒企业的盈利能力能够得到进一步的提升。

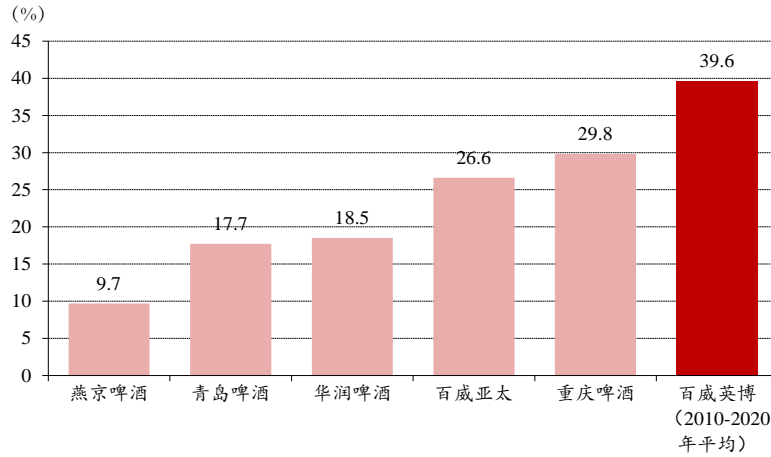
图表 6. 2018 年后啤酒行业集中度达到高点，行业盈利水平迎来主升浪



资料来源：公司年报、Wind，中银证券

对比海外成熟的啤酒龙头企业，我国啤酒企业盈利水平依然偏低，未来有望持续向上。从盈利水平上来看：排除税收、负债利息、折旧等因素的影响后，当前我国 5 家主流啤酒企业平均 20.5% 的 EBITDA Margin 相比百威英博 2010-2020 年间平均 39.6% 的 EBITDA Margin 依然相差 19.1%。我们判断主要系 2013-2018 年期间，受价格战的影响下，我国啤酒企业的产品结构、盈利水平受到了较大的压抑，距离全新区域竞争格局下的合理盈利水平还有较大差距所致。我们认为，目前啤酒的区域竞争格局依然良好，啤酒企业有望继续通过产品的结构性升级来完成盈利水平的修复。同时长期来看，随着消费力的增加，高端啤酒占比有望进一步提升，接棒盈利修复逻辑，帮助啤酒企业实现盈利水平的进一步突破。

图表 7. 我国主要啤酒企业盈利水平 (EBITDA Margin) 较海外啤酒龙头还有较大差距



资料来源: Wind, 中银证券

## 百年青啤，股权激励注入成长动力

### 百年历史，品牌底蕴深厚

青岛啤酒总部位于山东省青岛市，前身是1903年8月由德国商人和英国商人合资在青岛创建的日耳曼啤酒公司青岛股份公司，是中国最早的一批啤酒制造厂商。截至2022年末，青岛啤酒在全国各地共有57家全资/控股的啤酒生产工厂，设计产能1408万千升、实际产能950万千升。自1993年在香港上市以来，青岛啤酒的发展大体可以划分为四个阶段：

- 1. 全国化扩张期（1993-2000年）：**1993年完成股份制改革后，公司于A股、H股上市，但上市后业绩表现不佳。随即管理层出现了更替，李贵荣、彭作义于1996先后年分别上任董事长、总经理。随后，以规模为导向快速扩张，先后通过投资控股、破产收购、债务重组等方式控股了全国多个省份的啤酒生产工厂。在这一阶段，青岛啤酒初步完成了全国化扩张进程，正式由一家地方性啤酒企业跻身全国性啤酒企业，2000年末销量突破180万吨，产能接近300万吨，市占率突破8%。
- 2. 做强做大期（2001-2012年）：**2001年金志国上任总经理后，公司发展思路由“做大做强”转变为“做强做大”，发展方式由外延式扩张转变为内涵式发展，发展目标由单一的规模导向转变为规模、利润水平并重。与此同时，在这段时间内，公司积极引入外资扩充资本存量，优化治理水平，先后于2003年、2009年引入Anheuser-Busch(安海斯-布希)与朝日啤酒作为战略投资者。同时借助2008年奥运积极开展体育营销。在公司一系列努力下，2012年末公司啤酒营业总收入突破250亿元，销量突破790万千升，市占率突破16%，归母净利润由2000年时的0.95亿元提升至2012年的17.6亿元，同时实现了营收、利润的快速增长。
- 3. 转型发展期（2013-2018年）：**2012年公司管理层出现变动，孙明波，黄克兴分别接任董事长，总裁。随后于2013年，啤酒行业总产量突破5000万千升。在这一阶段，公司由于过于注重规模上的增长，未能及时将战略重心调整至高端市场，导致结构性升级速度慢于同时期的竞争对手，在啤酒销量触顶反弹后损失了一部分高端市场份额。但在2015年后快速调整，将发展战略转变为“稳增长，调结构”，发展重心逐渐转向产品建设、品牌建设与渠道建设。先后提出“青岛+崂山”双品牌战略，“一纵一横”渠道战略。这段时间，由于啤酒行业逐渐步入存量市场，公司增速放缓，销量由2013年的870万千升下降至2018年的803万千升，利润水平受竞争加剧影响出现了较大的下滑，归母净利润由2013年的19.7亿元下降至2018年的14.2亿元。
- 4. 降本增效+结构性升级期（2019年至今）：**2018年黄克兴接任董事长后，公司发展战略整体延续了之前注重产品建设、品牌建设与渠道建设的风格。产品战略由“青岛+崂山”升级至更具体的“1+1+N”，再到最新的“1+1+1+2+N”，确立了围绕核心单品发展的产品战略。渠道战略由“一纵一横”升级至“两横一纵”，提出振兴沿海，提速沿黄，解放沿江，扩大山东基地市场圈的发展战略。与此同时，公司积极降本增效，优化产能分布。工厂数量由2018年末的62家下降至2022年末的57家。在行业竞争格局改善，降本增效两大因素的共同影响下，公司营收上实现量稳价增，利润得以快速释放，归母净利润由2018年的14.2亿元快速提升至2022年的37.1亿元。

图表 8. 青岛啤酒发展历史

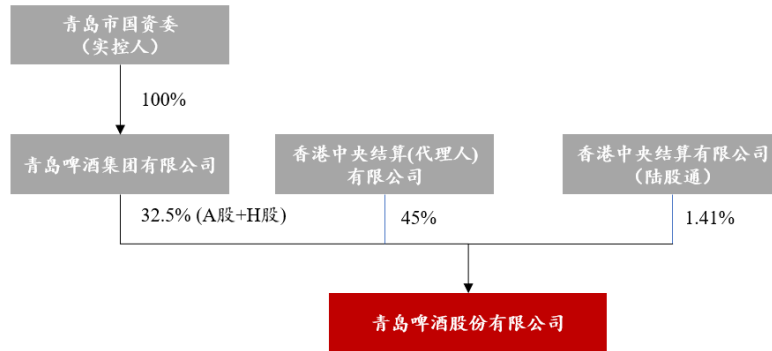


资料来源：公司年报、公司官网，中银证券整理

## 国资控股，股权激励下管理层与公司利益深度绑定

股权架构清晰，青岛市国资委是上市公司实控人。截至 2023 年一季报，青岛市国资委通过青啤集团（青岛啤酒集团有限公司）间接持有上市公司 32.5% 的股权（A 股+H 股），是上市公司的实际控制人。此外，通过股权激励计划，公司核心骨干员工总计获得了约 1% 的股权。

图表 9. 青岛啤酒股权结构图



资料来源：Wind，中银证券

管理层通过股权激励计划大量持股，与公司利益深度绑定。随着 2020 年股权激励计划考核目标的顺利达成，公司管理层获得了大量公司股份，与公司利益的绑定得到了进一步加深。截至 2022 年年报，董事长黄克兴持有上市公司股票 15.13 万股，按照公司期末（2022 年 12 月 31 日）股价计算，价值超过 1500 万元。其他高管方面，包括总裁姜宗祥、营销总裁蔡志伟在内的一众公司核心高管亦通过股权激励计划等方式获得了数量不等的上市公司股票。当前还有部分股权激励计划授予的股权尚未解禁。

图表 10. 青岛啤酒管理层持股情况 (2022 年)

|     | 职务             | 期末持股数(万股) | 期末参考持股市值(万元) |
|-----|----------------|-----------|--------------|
| 蔡志伟 | 营销总裁           | 13.00     | 1,397.50     |
| 黄克兴 | 董事长,党委书记       | 15.13     | 1,626.47     |
| 姜宗祥 | 执行董事,党委副书记,总裁  | 11.29     | 1,213.67     |
| 王瑞永 | 执行董事,党委委员,副总裁  | 11.00     | 1,182.50     |
| 徐楠  | 副总裁,制造总裁,总酿酒师  | 11.00     | 1,182.50     |
| 王少波 | 原副总裁           | 11.00     | 1,182.50     |
| 于竹明 | 原执行董事          | 11.00     | 1,182.50     |
| 张瑞祥 | 董事会秘书          | 6.75      | 725.63       |
| 侯秋燕 | 执行董事,党委委员,财务总监 | 6.00      | 645.00       |
| 员水源 | 副总裁,供应链总裁      | 5.07      | 544.67       |
| 李辉  | 副总裁            | 4.67      | 501.67       |

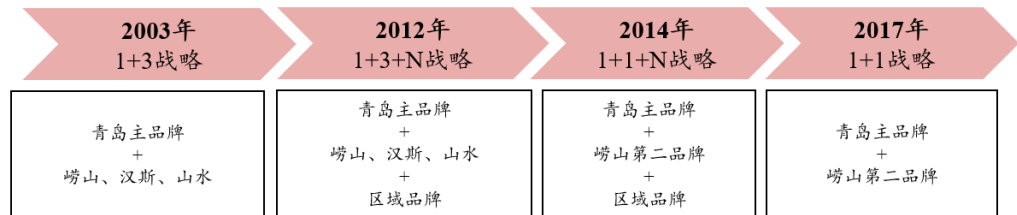
资料来源: Wind, 中银证券

## 结构升级进程下，未来3年吨价复合增速有望接近5%

### “1+1+1+2+N”产品规划下，吨价提升路径清晰明确

双品牌战略下，聚焦中高端核心升级单品。历史上，公司曾使用过“1+3”，“1+3+N”，“1+1+N”等多种品牌战略。2017年确立了“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的“1+1”双品牌战略后，公司一直沿用这一品牌战略至今。2017-2021年间，公司注重品牌的高端化，打造了奥古特、鸿运当头、琥珀拉格等超高端产品，以及百年之旅、一世传奇等终端售价百元以上的啤酒产品。近期公司在经历了前期的摸索后，明确了“1+1+1+2+N”的中高端升级单品布局，更加聚焦中高端核心升级单品，推动产品结构转向橄榄型/钻石型。在不牺牲市占率的前提下，资源向经典、纯生、白啤等中高端核心单品倾斜，同时加大力度推广原浆、水晶纯生等高价、短保、高运输要求的鲜啤产品。








图表 11. 青岛啤酒品牌战略变迁



资料来源：公司年报，中银证券

资源集中支持下大单品兼具品牌力、产品力、渠道吸引力，升级替代逻辑顺畅。我们认为，将资源集中投放于少数单品有利于公司进一步树立品牌形象，同时也有助于进一步提升营销资源的使用效率。与此同时，青岛啤酒的核心升级单品分布于不同的价位段、主打不同渠道，兼具品牌力、产品力、渠道吸引力，打法思路清晰明确。在经过前期大量验证的情况下，根据不同类型区域、渠道、终端类型进行大规模、有针对性的铺货，替换低端产品的逻辑通畅，产品升级成功的概率较大。

图表 12. 青岛啤酒“1+1+1+2+N”布局下核心产品布局信息

| 产品系列 | 代表产品                    | 线上售价(元) | 产品特点  | 渠道规划                        | 区域规划               | 产品  |
|------|-------------------------|---------|---|-----------------------------|--------------------|---|
| 经典   | 经典啤酒<br>500ml           | 5.8     | 麦芽汁浓度高、口感醇厚；包括经典、经典 1903 两款产品,其中 1903 工艺更复杂、原料选材更好。 | 全渠道推广的大单品                   | 全区域推广              |    |
|      | 经典 1903<br>500ml        | 6.6     |   |                             |                    |    |
| 纯生   | 纯生 600ml                | 7.4     | 介于原浆、经典之间,新鲜度偏高、保质期偏短                               | 主要通过餐饮渠道推广                  | 全区域推广              |    |
| 白啤   | 全麦白啤<br>330ml           | 8       | 原料有差异,全麦酿造;与普通啤酒相比口味更柔和、更爽口,有特殊香气;酒精度低于经典;营养物质更丰富。  | 主打餐饮渠道,同时发力 KA 渠道、流通渠道、线上渠道 | 全区域推广              |    |
| 原浆   | 7 天精品原浆 13 度 1L         | 78      | 口感新鲜、低保产品(7 天)、需要冷链配合运输                             | 主要在餐饮渠道推广                   | ---                |    |
| 水晶纯生 | 21 天水晶纯生 11 度 1L        | 49.5    | 口感新鲜、低保产品、需要冷链配合运输                                  | 主要在餐饮渠道推广                   | ---                |   |
| 崂山   | 崂山啤酒<br>清爽 8 度<br>330ml | 2.25    | 口感清淡、麦芽度低于经典、控制成本的淡啤。                               | 全渠道推广                       | 主要在山东根据地市场圈、下沉市场推广 |  |

资料来源：青岛啤酒京东自营旗舰店、崂山啤酒京东自营旗舰店、公司官网、啤酒板，中银证券整理

产品结构升级下,公司未来 3 年吨价复合增速有望接近 5%。如果居民消费力稳健增长,经典、纯生、白啤等青岛品牌核心升级单品顺利完成对其他品牌产品、青岛品牌低线产品的替换。我们预计青岛品牌产品销量有望在 3 年内提升至 530 万吨,其他品牌产品销量或将在三年内收缩至 330 万吨;公司整体啤酒吨价有望在 3 年内提升至 4500 元,复合增速接近 5%。

图表 13. 青岛啤酒分品牌销量预测

|             | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>青岛品牌</b> |        |        |        |        |
| 销量/万吨       | 444.0  | 475.1  | 506.0  | 536.3  |
| YoY         | 2.5%   | 7.0%   | 6.5%   | 6.0%   |
| 吨价          | 4823.6 | 4987.6 | 5162.2 | 5368.7 |
| YoY         | 5.5%   | 3.4%   | 3.5%   | 4.0%   |
| <b>其他品牌</b> |        |        |        |        |
| 销量/万吨       | 363.0  | 356.2  | 346.3  | 333.6  |
| YoY         | 0.8%   | -1.9%  | -2.8%  | -3.7%  |
| 吨价          | 2832.1 | 2917.0 | 2990.0 | 3067.7 |
| YoY         | 3.2%   | 3.0%   | 2.5%   | 2.6%   |
| <b>整体</b>   |        |        |        |        |
| 销量/万吨       | 807.0  | 831.3  | 852.2  | 870.0  |
| YoY         | 1.8%   | 3.0%   | 2.5%   | 2.1%   |
| 吨价          | 3986.6 | 4166.0 | 4351.6 | 4563.8 |
| YoY         | 4.8%   | 4.5%   | 4.5%   | 4.9%   |

资料来源：公司年报，中银证券估算

### 重点发力体验式营销，直抵终端占据品牌推广新高地

公司的营销策略以“体育+音乐+体验式营销”为主线。体育营销上，公司积极围绕各项体育赛事展开营销活动，2022年围绕“冬奥会+世界杯”推出“青岛啤酒冬奥冰雪罐”、“青岛啤酒1903炫彩加油罐、青岛纯生球迷狂欢罐”等联名款产品。音乐营销上，公司主要通过冠名演唱会、与音乐节合作等方式展开营销，目前公司已与ISY音乐节、草莓音乐节、天空音乐节等音乐节活动达成合作关系。此外，公司在体验式营销上重点发力，投资了青岛啤酒时光海岸精酿啤酒花园项目，通过“啤酒+文旅”业态相结合的方式对产品开展营销，同时积极参与主办各类啤酒节活动，全面推开“1903酒吧”业务，通过入局小酒馆的方式直抵终端，了解消费者的偏好。

图表 14. 青岛啤酒 2022 年冬奥会、世界杯联名产品



资料来源：公司官网，中银证券

图表 15. 青岛啤酒 2023 年长沙草莓音乐节营销活动



资料来源：搜狐新闻，中银证券

图表 16. 青岛啤酒时光海岸精酿啤酒花园项目



资料来源：公司官网，中银证券

图表 17. 青岛啤酒节现场



资料来源：公司官网，中银证券

重点发力体验式营销，“1903 酒吧”已初步实现全国化布局。根据公司官网披露的信息，截至 2022 年末，“青岛啤酒 Tsingtao1903 酒吧”门店已覆盖超过 20 个省市，通过不同规格的门店实现对不同消费场景、不同类别人群的全覆盖。虽然短期内小酒馆业务对公司利润的贡献有限，但我们预计待小酒馆业态成熟后，将成为公司推广品牌、推广新产品、推广生鲜啤酒的新高地。

图表 18. 青岛啤酒 1903 酒吧



资料来源：公司年报，中银证券

图表 19. 青岛啤酒“1903 酒吧”分布图



资料来源：公司官网，中银证券

## 战略聚焦核心区域，销量增速有望持续优于行业

### 分区域深度分销精准把控线下渠道，瘦身强体提升经销商经营质量

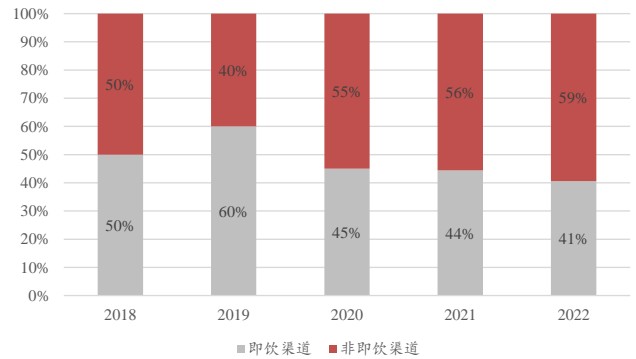
全渠道布局，疫情影响下非即饮渠道占比逐年提升。公司在餐饮、夜场等即饮渠道，流通、KA、线上等非即饮渠道全面布局。2022年即饮渠道销量327.6万千升，占比40.6%，非即饮渠道销量479.4万千升，占比59.4%。2020年后餐饮、夜场等即饮渠道受疫情的影响较大，导致公司非即饮渠道销量占比持续攀升，预计后续即饮渠道占比会逐步回归至疫情前水准。

图表 20. 青岛啤酒即饮、非即饮渠道占比 (2022 年)



资料来源：公司年报，中银证券

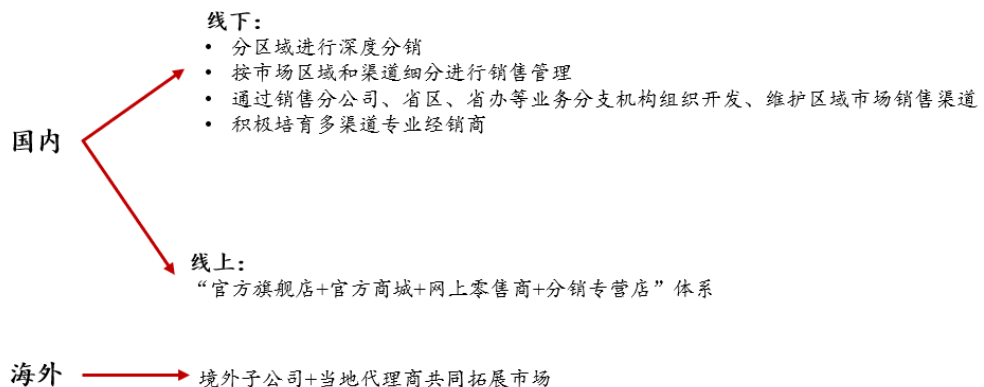
图表 21. 青岛啤酒渠道占比变化



资料来源：公司年报，中银证券

分区域深度分销精准把控线下渠道，创新实践线上线下载体化多链路业务拓展。1) 线下市场(国内)：公司分区域进行深度分销、按市场区域和渠道细分进行销售管理。通过包括各销售分公司、省区、省办等业务分支机构组织开发及维护区域市场销售渠道，同时积极培育多渠道专业经销商。2) 其他市场：公司在线上市场采用“官方旗舰店+官方商城+网上零售商+分销专营店”的销售体系。积极与第三方平台展开合作，推进 O2O、B2B、社区团购等业务，多渠道满足互联网时代消费者的购买需求和消费体验。海外市场则主要通过境外子公司和当地代理商进行销售。借力经销商本土资源，尝试建立属地化的业务开发团队。充分发挥青岛啤酒的品牌和品质优势，打造高端的品牌形象。

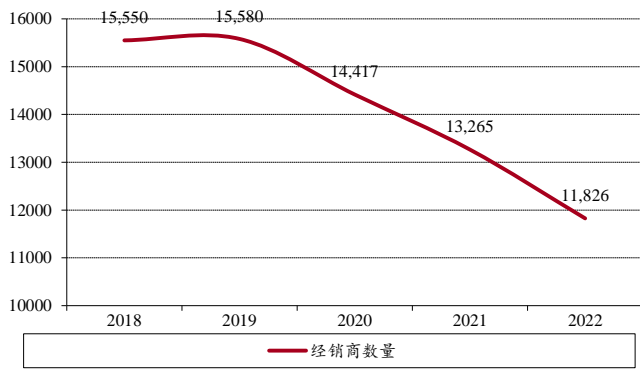
图表 22. 青岛啤酒渠道模式



资料来源：公司年报，中银证券整理

固有经销网络“瘦身强体”，提升经销商经营质量。公司经销商数量从2019年时的15580个下降至2022年时的11826个，单个经销商的销售规模从2018年时的516.4吨提升至682.4吨，我们判断这一变化可能主要系公司在提升经销商经营质量的战略导向下，削减了部分经营不善的尾部经销商所致。我们认为，随着固有经销网络的“瘦身”，剩余经销商的经营质量有望得到加强。

图表 23. 青岛啤酒经销商数量变化



资料来源：公司年报，中银证券

图表 24. 青岛啤酒产品销量/经销商数量



资料来源：公司年报，中银证券

## “两横一纵”战略布局下，重点发力核心区域市场

公司在区域拓展上的打法遵循“两横一纵”战略：

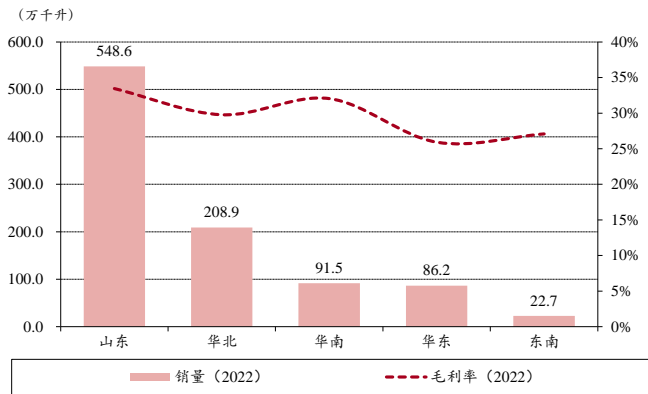
- 1) 沿黄区域（包括山东、华北等传统优势区域）重点投入，巩固核心市场龙头地位。**沿黄区域是公司的营收中心、利润中心，也是资源重点投入的方向。打法上，公司在核心区域精耕细作，投入大量资源巩固自身优势的同时，不断对产品结构进行升级。通过强品牌力带动终端高周转，以高周转+合理利润率锁定渠道。同时广泛渠道网络+经销商高忠诚度又能巩固公司的规模、品牌优势。由于具有区域规模效应，公司在这部分市场内的盈利能力更高，毛利率显著高于其他区域。
- 2) 沿江区域积极降本增效、积蓄动能。**沿江省份公司的市场份额相对较少，且竞争激烈，高端市场的培育尚不完善，公司在这部分市场的盈利能力较差。出于高质量发展的考量，公司在沿江市场选择了战略收缩，关闭了一部分亏损的工厂，积蓄动能等待机会。
- 3) 沿海区域依托品牌拉力、积极布局高端市场。**历史上公司曾在沿海等区域内战绩辉煌，品牌形象深入人心，至今依然有一定的品牌影响力。因此公司在沿海区域市场依托历史形成的品牌认知、品牌拉力，专注于高端、超高端产品的竞争，依靠大商的渠道资源来重振市场。

图表 25. 青岛啤酒“两横一纵”战略布局



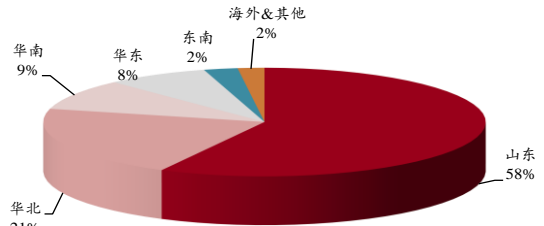
资料来源：上证路演中心，中银证券

图表 26. 青岛啤酒主要区域销量、毛利率对比（2022 年）



资料来源：公司年报，中银证券  
注：以上数据不考虑区域间抵消

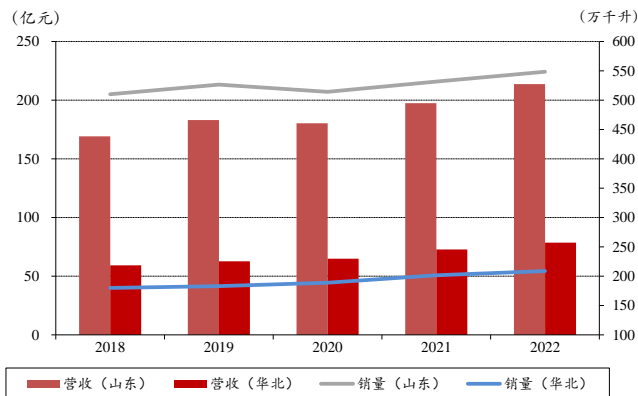
图表 27. 青岛啤酒主要区域营收占比（2022 年）



资料来源：公司年报，中银证券  
注：以上数据不考虑区域间抵消

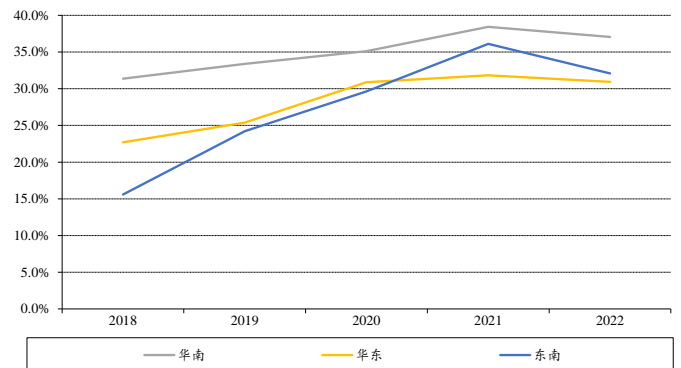
**战略执行效果显著，核心区域营收实现稳健增长，弱势区域毛利率 2018-2021 年间持续提升。**在“两横一纵”战略的指引下，通过聚焦核心市场，公司核心区域（山东、华北大区）营收实现了快速增长。2018 年至今山东区域营收从 169.3 亿元提升至 213.7 亿元，销量从 510 万千升提升至 548.6 万千升；华北大区营收从 59.3 亿元提升至 78.6 亿元，销量从 180.0 万千升提升至 208.9 万千升。同时在部分弱势区域主打高端市场、部分弱势区域降本增效的推动下，公司弱势区域（华南、华东、东南）的毛利率在 2018-2021 年间有大幅提升（加回受会计准则影响的运输费用后）。后续由于原材料成本上行、疫情反复，2022 年弱势区域的毛利率有所下滑。

图表 28. 青岛啤酒核心区域营收、销量稳健增长



资料来源：公司年报，中银证券  
注：以上数据不考虑区域间抵消

图表 29. 青岛啤酒弱势区域毛利率变化（加回受会计准则调整影响的运输费用后）



资料来源：公司年报，中银证券估算  
注：以上数据不考虑区域间抵消，  
运输费用对 2021、2022 年毛利率的影响根据历史数据估算

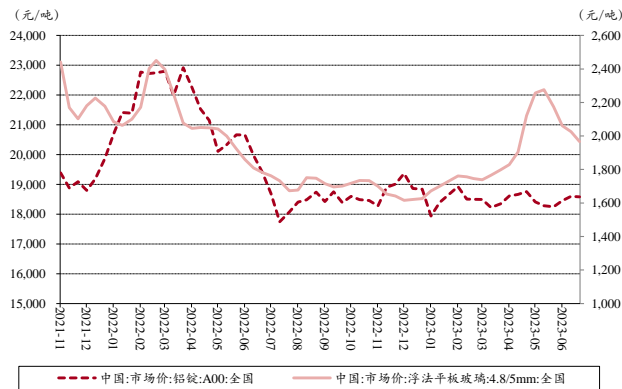
**短期即饮渠道修复+长期聚焦核心市场下，公司短期销量有望快速回暖，长期销量增速有望持续优于行业。**短期来看，疫情影响下 2022 年即饮渠道受损严重，公司销量基数较低。我们认为 2023 年随着即饮场景的修复，全年销量增速有望达到 3%。长期来看，我们认为在山东市场，公司的渠道、品牌壁垒牢固，且具有显著的规模效应，销量有望保持稳健增长。华北市场在销售费用、营销资源的重点投入下，公司有望在供应链优势的支持下，依托前期积攒的品牌势能、渠道推力，占据更多的即饮、流通渠道的份额，实现较快的增长。华南、东南市场随着高端渠道的修复，在大商模式+专注于中高端市场的战略下，有望重回增长。华东市场内竞争激烈，公司持续积蓄动能、厚积薄发，未来 3 年销量有望保持平稳。整体来看，在加入港澳台&海外市场销量后，我们预计公司 2025 年销量有望增长至 870 万吨，销量增速将持续优于行业。

## 供给侧因素共振下，未来两年业绩有望高增

澳麦反倾销税取消+包材价格回落带动下，中短期直接材料成本有望持续下降

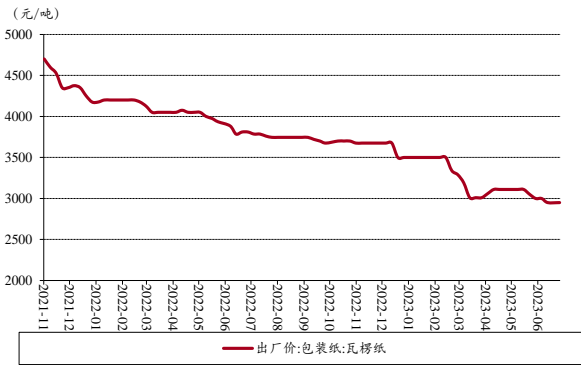
新采购周期内包材价格回落，大麦价格依然处于高位。公司2022年的存货的周转周期大约为2个月，且采用加权平均法核算存货的发出成本。我们以新锁价/采购周期至今原料价格的平均值估算全年的生产成本。新的锁价周期内，大麦价格依然居高不下，2023年初进口大麦均价同比往年采购周期上涨了31.2%。新的采购周期内，玻璃、铝锭、瓦楞纸等包材的价格则有所下降，2022年11月以来价格较往年分别同比-13.0%/-11.0%/-20.4%。

图表 30. 铝锭、玻璃价格变动（截至 2023 年 6 月 30 日）



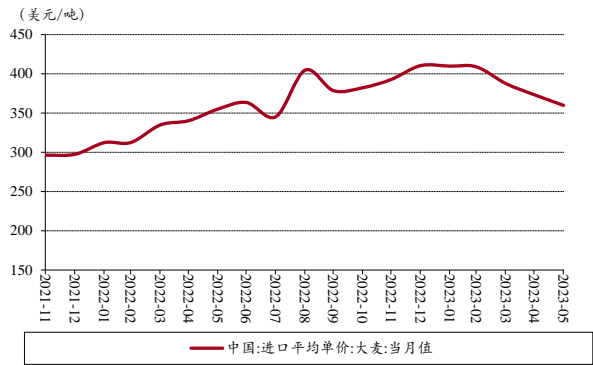
资料来源：Wind，中银证券

图表 31. 瓦楞纸价格变动（截至 2023 年 6 月 30 日）



资料来源：同花顺，中银证券

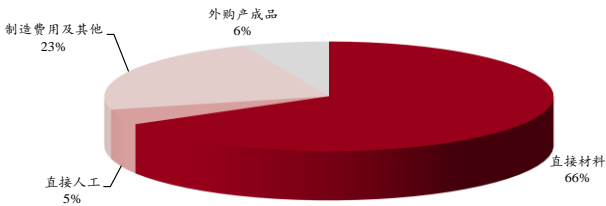
图表 32. 进口大麦价格变动（截至 2023 年 5 月）



资料来源：Wind，中银证券

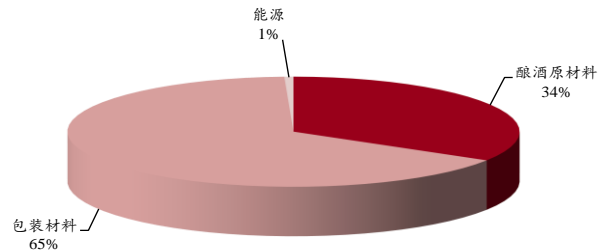
综合测算下，今年有望节省 2%-3% 的直接材料成本。虽然大麦成本居高不下，但由于大麦在直接材料中占比有限，直接材料成本受大麦价格波动的影响会被缩小。如果假定玻璃、铝锭、瓦楞纸、大麦占直接材料的比例分别为 30%、20%、15%、20%，其他分项（大米、酒花、辅助材料等）的单位成本同比+1.5%，那么根据我们的估算，受益于包装物价格的回落，新采购周期内公司直接材料的单位成本大约下降了 2%-3%。按照直接材料成本占比 65% 计算，预计原料价格波动对公司产品吨成本的影响在 -1% 至 -2% 之间。

图表 33. 青岛啤酒营业成本拆分 (2022 年)



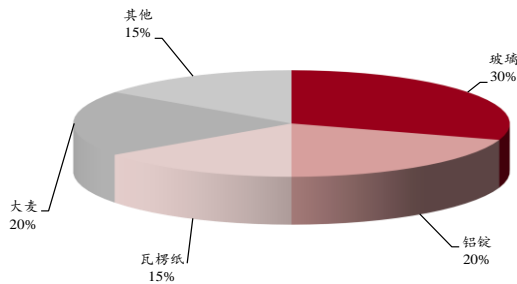
资料来源: Wind, 中银证券

图表 34. 青岛啤酒采购额占比 (2022 年)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 35. 啤酒行业各原料占直接材料比例 (估算)



资料来源: 智研咨询、珠江啤酒年报, 中银证券估算

图表 36. 直接材料单位成本变动测算 (2023 采购周期内)

|                    | 占直接材料比例(%) | 同比变化(%)        |
|--------------------|------------|----------------|
| 玻璃                 | 30         | (13.0)         |
| 铝锭                 | 20         | (11.0)         |
| 瓦楞纸                | 15         | (20.4)         |
| 大麦                 | 20         | 31.2           |
| 其他                 | 15         | 1.5            |
| <b>单位成本变化-直接材料</b> |            | <b>-2%至-3%</b> |
| <b>对公司产品吨成本的影响</b> |            | <b>-1%至-2%</b> |

资料来源: Wind, 中银证券

取消澳麦反倾销税、反补贴税后, 低价大麦平替带来的成本下降有望从 2024 年开始在报表端体现。我国 2020 年 5 月 19 日起对澳麦征收反倾销税和反补贴税, 反倾销税率为 73.6%, 反补贴税率为 6.9%, 征收期限为 5 年, 导致啤酒企业从 21 年开始减少了澳麦的进口, 并开始使用法国、加拿大等国家的进口大麦。根据商务部的公告, 自 2023 年 8 月 5 日起, 我国将终止对原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税和反补贴税。从澳大利亚农业资源经济科学局和海关总署的数据来看, 预计 2022-2023 年澳麦、法麦、加麦的价格分别为 1565、2431、2538 人民币/吨, 澳麦与法麦、加麦的价差均在 35% 以上。由于 2023 年初大部分啤酒企业已经锁定大麦价格, 预计相关价格的变化将从 2024 年开始在报表中体现。我们预计将贵价大麦替换为澳麦能够节省 2%-3% 的单位直接材料成本。公司中短期的吨成本有望持续向好。

图表 37. 澳麦、法麦、加麦反倾销税、反补贴税前后价格对比

|    | 税前价格 (元/吨) | 反倾销税率(%) | 反补贴税率(%) | 税后价格 (元/吨) |
|----|------------|----------|----------|------------|
| 澳麦 | 1,565      | 73.60    | 6.90     | 2,903      |
| 法麦 | 2,431      | ---      | ---      | 2,431      |
| 加麦 | 2,538      | ---      | ---      | 2,538      |

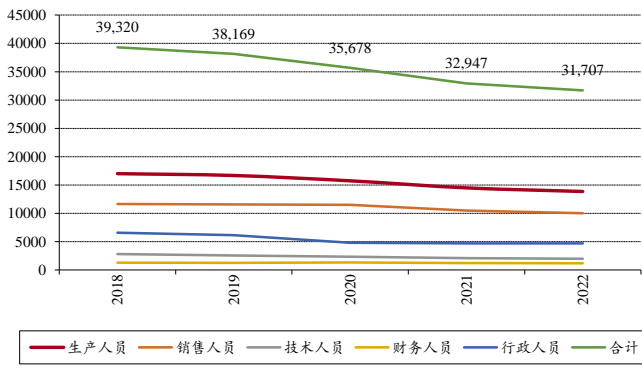
资料来源: 澳大利亚农业资源经济科学局(ABARES)、海关总署, 中银证券

注: 2023 年 6 月数据, 计价单位已转化为人民币

## 人效提升带动下, 有望在 5 年内带来 2% 以上的净利率提升

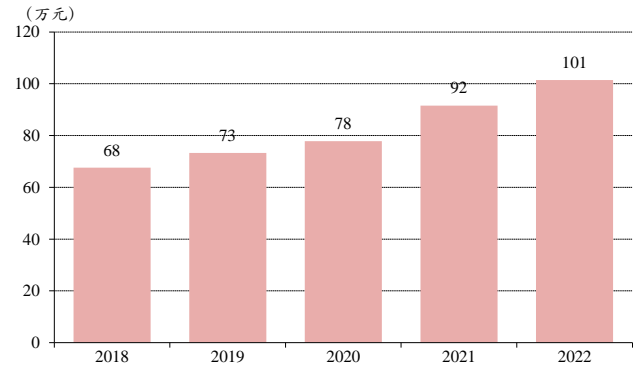
公司人效逐年提升, 但对标其他企业尚有较大提升空间。在降本增效战略的指引下, 公司员工数量逐年下降, 员工总数自 2018 的 39320 人下降至 2022 年末的 31707 人。与此同时, 公司人效逐年提升, 从 2018 年的 68 万元/人提升至 2022 年的 101 万元/人。但对比行业内其他企业, 公司人效依然处于较低水平, 距离同为国企且执行深度分销策略的华润啤酒、外资控股的重庆啤酒、百威亚太还有较大差距。我们认为后续随着当前员工的自然退休, 产能的进一步优化, 公司人效还有望得到进一步的提升。

图表 38. 青岛啤酒员工数量逐年下降



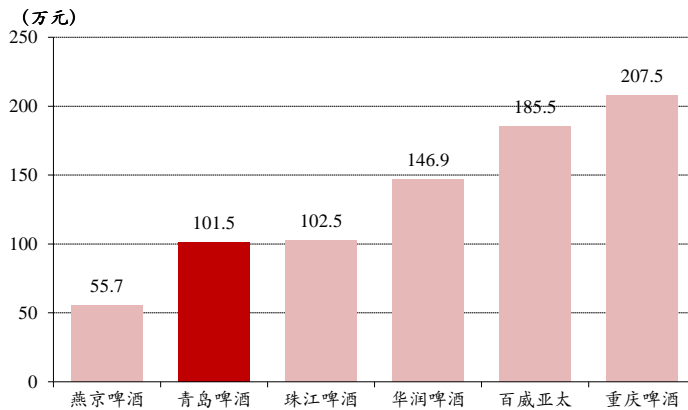
资料来源: Wind, 中银证券

图表 39. 青岛啤酒人效逐年提升



资料来源: Wind, 中银证券

图表 40. 对标华润啤酒, 青啤人效还有较大提升空间 (2022 年)



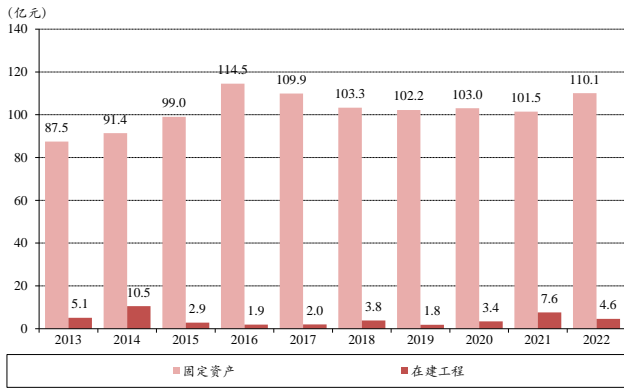
资料来源: 公司年报, 中银证券整理

假设公司人效可以在 5 年内达到华润啤酒当前水准, 有望在五年内带来 2% 以上的净利率提升。以体制相近的华润啤酒为参照系, 假设随着当前公司员工的自然退休, 公司人效可以在 5 年内提升至 150 万元以上。按照 2022 年报估算的人均薪酬 16.6 万元/人、人均薪酬复合增速 6% 左右计算, 我们预计在人效的逐年提升下, 公司在 5 年内合计能释放出 2.4pct 的利润空间。

### 产能持续优化, 资本开支助力生产效率提升

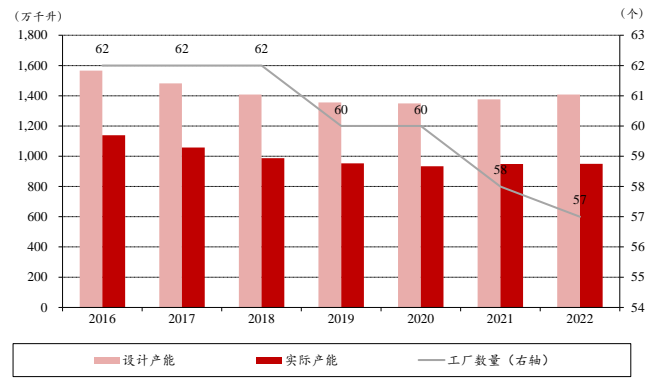
产能持续优化, 资本开支助力生产效率提升。公司经历 2013 年后的资本开支周期后, 固定资产余额在 2016 年达到顶点, 随后由于啤酒需求见顶, 开启了去产能周期, 关闭效率低下的工厂, 实际产能从 2016 年时的 1139 万千升下降至 2022 年时的 950 万千升, 工厂数量从 62 个下降至的 57 个。2021 年, 公司对产能进行了再优化, 扩张大厂产能, 缩减关闭小厂产能来提升生产效率, 资本开支有所回升。根据公司 2022 年业绩说明会披露的规划, 公司未来还将投资青岛五厂 100 万千升高端特色啤酒及威士忌生产基地、青岛二厂纯生生产基地扩建等项目。

图表 41. 青岛啤酒固定资产、在建工程变化



资料来源: Wind, 中银证券

图表 42. 青岛啤酒产能、工厂数量变化情况



资料来源: Wind, 中银证券

图表 43. 青岛啤酒后续计划投资项目

| 项目   | 预计新增产能  |
|--|---------|
| 1.青啤五厂年产 100 万千升高端特色啤酒以及威士忌生产基地（一期 60 万千升，以白啤为主） | 100 万千升 |
| 2.青啤二厂 100 万千升纯生生产基地（由 70 万千升扩建）                 | 30 万千升  |
| 3.青岛啤酒麦芽厂扩建项目                                    | ---     |

资料来源: 上证路演中心、公司官网, 中银证券整理

## 盈利预测与投资评级

### 核心假设

**一、营收端：1) 量上**，假设公司在山东区域能够延续稳健增长、华北区域在资源重点投入下能够实现较快增长，华南/东南市场在聚焦高端战略+大商模式支持能够重回增长。预计公司未来三年整体销量增速分别为 3.0%、2.5%、2.1%。**2) 价上**，我们假设公司吨价的增长主要由产品的结构性升级贡献，未来三年吨价增速分别为 4.5%、4.5%、4.9%

**二、成本&费用端：1) 营业成本**，我们在不考虑结构升级的前提下，将对原材料价格变化、人效提升、资本开支周期带来折旧摊销变化的判断对应到直接材料、直接人工、制造费用及其他、外购产成品四个科目上，判断公司单品的吨成本变化情况。并假设公司核心单品的吨成本变化幅度相同，通过不同产品吨成本加权平均来引入结构升级的影响，计算公司整体的吨成本变化。**2) 期间费用**，我们把对人效提升的判断对应到销售费用、管理费用的员工薪酬科目中，并分项预测相关费用的变化情况。

### 投资评级

结合近期原材料成本变化情况，我们预计公司 23-25 年 EPS 为 3.41、4.14、4.87 元，同比+25.5%、+21.3%、+17.6%，我们认为公司结构升级路径清晰、区域聚焦战略明确、人效提升空间较大，盈利水平稳健向上的确定性高。选取 A 股、港股主要啤酒企业作为比较对象，当前公司估值处于中间水平，维持 **买入** 评级。

图表 44. 公司 A 股、H 股可比公司估值表

|            | 市值<br>(亿元) | 收盘价<br>(元) | EPS (元) |       |       | 市盈率         |             |             |
|------------|------------|------------|---------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|
|            |            |            | 2023E   | 2024E | 2025E | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
| 青岛啤酒       | 1,052.3    | 93.1       | 3.41    | 4.14  | 4.87  | 27.3        | 22.5        | 19.1        |
| 重庆啤酒       | 436.2      | 90.1       | 3.16    | 3.75  | 4.36  | 28.6        | 24.0        | 20.7        |
| 珠江啤酒       | 194.6      | 8.8        | 0.32    | 0.38  | 0.42  | 27.5        | 23.1        | 20.9        |
| 燕京啤酒       | 297.1      | 10.5       | 0.21    | 0.30  | 0.40  | 49.7        | 34.7        | 26.0        |
| 华润啤酒       | 1,343.3    | 41.4       | 1.67    | 2.02  | 2.39  | 24.9        | 20.5        | 17.3        |
| 百威亚太       | 2,062.0    | 15.6       | 0.60    | 0.70  | 0.80  | 26.2        | 22.1        | 19.4        |
| <b>平均值</b> |            |            |         |       |       | <b>31.4</b> | <b>24.9</b> | <b>20.9</b> |

资料来源：公司年报、Wind，中银证券预测

注：股价截至 2023 年 8 月 21 日，青岛啤酒、珠江啤酒 EPS 为中银证券食品饮料组预测值，其他为 Wind 一致预期值；华润啤酒、百威亚太数据已根据即期汇率换算为人民币

## 风险提示

- 1.宏观经济波动风险：**如果宏观经济出现波动，居民对未来收入的预期变差，公司产品吨价的提升速度可能会放缓。
- 2.原材料成本波动风险：**啤酒原材料包括了玻璃、铝锭、瓦楞纸等包材，以及大麦等农作物，如果相关原料的价格出现大幅波动，公司产品的生产成本将受到影响。
- 3.行业竞争加剧风险：**随着啤酒行业盈利水平的恢复，部分区域、细分渠道的竞争可能会再次加剧，影响企业的盈利能力。

## 利润表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日    | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入          | 30,167 | 32,172 | 34,631 | 37,086 | 39,703 |
| 营业收入           | 30,167 | 32,172 | 34,631 | 37,086 | 39,703 |
| 营业成本           | 19,091 | 20,318 | 21,014 | 21,732 | 22,699 |
| 营业税金及附加        | 2,319  | 2,391  | 2,573  | 2,756  | 2,950  |
| 销售费用           | 4,097  | 4,200  | 4,489  | 4,714  | 4,885  |
| 管理费用           | 1,693  | 1,473  | 1,512  | 1,552  | 1,593  |
| 研发费用           | 31     | 63     | 76     | 83     | 91     |
| 财务费用           | (243)  | (421)  | (496)  | (572)  | (684)  |
| 其他收益           | 556    | 543    | 524    | 524    | 524    |
| 资产减值损失         | (189)  | (26)   | 0      | 0      | 0      |
| 信用减值损失         | (13)   | 11     | 0      | 0      | 0      |
| 资产处置收益         | 482    | (10)   | 10     | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益       | 253    | 164    | 181    | 181    | 181    |
| 投资收益           | 186    | 170    | 136    | 136    | 136    |
| 汇兑收益           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润           | 4,455  | 5,001  | 6,314  | 7,662  | 9,009  |
| 营业外收入          | 33     | 20     | 20     | 20     | 20     |
| 营业外支出          | 9      | 15     | 15     | 15     | 15     |
| 利润总额           | 4,479  | 5,006  | 6,319  | 7,667  | 9,014  |
| 所得税            | 1,223  | 1,201  | 1,517  | 1,840  | 2,163  |
| 净利润            | 3,256  | 3,805  | 4,803  | 5,827  | 6,851  |
| 少数股东损益         | 101    | 94     | 144    | 175    | 206    |
| 归母净利润          | 3,155  | 3,711  | 4,659  | 5,652  | 6,645  |
| EBITDA         | 3,879  | 4,838  | 6,205  | 7,559  | 8,820  |
| EPS(最新股本摊薄, 元) | 2.31   | 2.72   | 3.41   | 4.14   | 4.87   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日      | 2021          | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>28,959</b> | <b>32,002</b> | <b>33,938</b> | <b>37,772</b> | <b>42,255</b> |
| 货币资金             | 14,598        | 17,855        | 19,689        | 23,004        | 27,592        |
| 应收账款             | 125           | 120           | 143           | 138           | 163           |
| 应收票据             | 0             | 5             | 1             | 5             | 1             |
| 存货               | 3,493         | 4,152         | 3,755         | 4,422         | 4,119         |
| 预付账款             | 228           | 282           | 245           | 300           | 270           |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动资产           | 10,515        | 9,589         | 10,105        | 9,903         | 10,110        |
| <b>非流动资产</b>     | <b>17,604</b> | <b>18,309</b> | <b>18,559</b> | <b>18,215</b> | <b>17,156</b> |
| 长期投资             | 367           | 369           | 369           | 369           | 369           |
| 固定资产             | 10,149        | 11,009        | 11,283        | 11,037        | 10,472        |
| 无形资产             | 2,481         | 2,558         | 2,413         | 2,268         | 2,123         |
| 其他长期资产           | 4,608         | 4,374         | 4,494         | 4,541         | 4,191         |
| <b>资产合计</b>      | <b>46,563</b> | <b>50,312</b> | <b>52,497</b> | <b>55,987</b> | <b>59,410</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>18,259</b> | <b>19,672</b> | <b>20,064</b> | <b>21,490</b> | <b>22,433</b> |
| 短期借款             | 246           | 225           | 0             | 0             | 0             |
| 应付账款             | 3,128         | 3,464         | 3,354         | 3,697         | 3,667         |
| 其他流动负债           | 14,885        | 15,983        | 16,711        | 17,794        | 18,765        |
| <b>非流动负债</b>     | <b>4,511</b>  | <b>4,368</b>  | <b>4,432</b>  | <b>4,400</b>  | <b>4,416</b>  |
| 长期借款             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他长期负债           | 4,511         | 4,368         | 4,432         | 4,400         | 4,416         |
| <b>负债合计</b>      | <b>22,769</b> | <b>24,039</b> | <b>24,496</b> | <b>25,890</b> | <b>26,849</b> |
| 股本               | 1,364         | 1,364         | 1,364         | 1,364         | 1,364         |
| 少数股东权益           | 792           | 777           | 922           | 1,096         | 1,302         |
| 归属母公司股东权益        | 23,002        | 25,495        | 27,079        | 29,001        | 31,260        |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>46,563</b> | <b>50,312</b> | <b>52,497</b> | <b>55,987</b> | <b>59,410</b> |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日    | 2021            | 2022           | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润            | 3,256           | 3,805          | 4,803          | 5,827          | 6,851          |
| 折旧摊销           | 1,144           | 1,125          | 1,237          | 1,310          | 1,336          |
| 营运资金变动         | (4,110)         | 1,552          | 517            | 907            | 1,048          |
| 其他             | 5,753           | (1,603)        | (705)          | (948)          | (972)          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>6,043</b>    | <b>4,879</b>   | <b>5,852</b>   | <b>7,096</b>   | <b>8,263</b>   |
| 资本支出           | (1,635)         | (1,780)        | (1,540)        | (940)          | (290)          |
| 投资变动           | (626)           | 253            | 181            | 181            | 181            |
| 其他             | (7,988)         | (672)          | 146            | 136            | 136            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(10,250)</b> | <b>(2,199)</b> | <b>(1,213)</b> | <b>(623)</b>   | <b>27</b>      |
| 银行借款           | (457)           | (20)           | (225)          | 0              | 0              |
| 股权融资           | (1,391)         | (2,064)        | (3,075)        | (3,731)        | (4,386)        |
| 其他             | 235             | 408            | 496            | 573            | 684            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(1,614)</b>  | <b>(1,676)</b> | <b>(2,805)</b> | <b>(3,158)</b> | <b>(3,702)</b> |
| <b>净现金流</b>    | <b>(5,820)</b>  | <b>1,004</b>   | <b>1,834</b>   | <b>3,315</b>   | <b>4,588</b>   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

| 年结日: 12月31日       | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 营业收入增长率(%)        | 8.7   | 6.6   | 7.6   | 7.1   | 7.1   |
| 营业利润增长率(%)        | 37.1  | 12.3  | 26.3  | 21.4  | 17.6  |
| 归属于母公司净利润增长率(%)   | 43.3  | 17.6  | 25.5  | 21.3  | 17.6  |
| 息税前利润增长率(%)       | 25.0  | 35.7  | 33.8  | 25.8  | 19.8  |
| 息税折旧前利润增长率(%)     | 15.8  | 24.7  | 28.3  | 21.8  | 16.7  |
| EPS(最新股本摊薄)增长率(%) | 43.3  | 17.6  | 25.5  | 21.3  | 17.6  |
| <b>获利能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 息税前利润率(%)         | 9.1   | 11.5  | 14.3  | 16.9  | 18.8  |
| 营业利润率(%)          | 14.8  | 15.5  | 18.2  | 20.7  | 22.7  |
| 毛利率(%)            | 36.7  | 36.8  | 39.3  | 41.4  | 42.8  |
| 归母净利润率(%)         | 10.5  | 11.5  | 13.5  | 15.2  | 16.7  |
| ROE(%)            | 13.7  | 14.6  | 17.2  | 19.5  | 21.3  |
| ROIC(%)           | 21.1  | 33.0  | 45.6  | 67.6  | 115.5 |
| <b>偿债能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 资产负债率             | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 净负债权益比            | (0.6) | (0.7) | (0.7) | (0.8) | (0.8) |
| 流动比率              | 1.6   | 1.6   | 1.7   | 1.8   | 1.9   |
| <b>营运能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率            | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 应收账款周转率           | 247.0 | 263.3 | 263.3 | 263.3 | 263.3 |
| 应付账款周转率           | 11.3  | 9.8   | 10.2  | 10.5  | 10.8  |
| <b>费用率</b>        |       |       |       |       |       |
| 销售费用率(%)          | 13.6  | 13.1  | 13.0  | 12.7  | 12.3  |
| 管理费用率(%)          | 5.6   | 4.6   | 4.4   | 4.2   | 4.0   |
| 研发费用率(%)          | 0.1   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| 财务费用率(%)          | (0.8) | (1.3) | (1.4) | (1.5) | (1.7) |
| <b>每股指标(元)</b>    |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)        | 2.3   | 2.7   | 3.4   | 4.1   | 4.9   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 4.4   | 3.6   | 4.3   | 5.2   | 6.1   |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 16.9  | 18.7  | 19.8  | 21.3  | 22.9  |
| 每股股息              | 1.1   | 1.8   | 2.3   | 2.7   | 3.2   |
| <b>估值比率</b>       |       |       |       |       |       |
| P/E(最新摊薄)         | 40.2  | 34.2  | 27.3  | 22.5  | 19.1  |
| P/B(最新摊薄)         | 5.5   | 5.0   | 4.7   | 4.4   | 4.1   |
| EV/EBITDA         | 31.1  | 26.7  | 17.3  | 13.7  | 11.3  |
| 价格/现金流(倍)         | 21.0  | 26.0  | 21.7  | 17.9  | 15.4  |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371