

升级提效望共振，百年青啤谋复兴

买入（首次）

2020年06月02日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

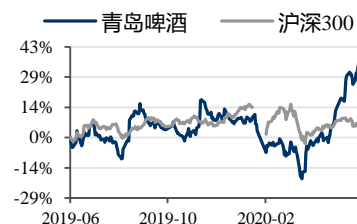
yangmx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	27,984	28,641	31,072	33,890
同比（%）	5.3%	2.3%	8.5%	9.1%
归母净利润（百万元）	1,852	1,993	2,413	2,979
同比（%）	30.2%	7.6%	21.0%	23.5%
每股收益（元/股）	1.37	1.48	1.79	2.21
P/E（倍）	45.05	41.86	34.58	28.01

投资要点

- 百年青啤风雨兼程，股权激励释放新活力：**19年公司实现营收279.84亿元，归母净利18.52亿元。2019年公司实现啤酒销售805万千升，其中主品牌销量占比超50%，高端化进程加速布局。17年复星入股开启公司国改之路，人均创收创利不断刷新；18年名列青岛国资委混改名单中；20年公司股权激励方案出台，三年分批次限制性条件解禁下，经测算公司20-22年考虑摊销后归母净利分别为18.37/20.66/23.27亿元，同比-0.8%/+12.5%/+12.7%，三年CAGR约8%，方案设计合理，短、长期利益均衡提振士气。
- 长期：产品+品牌+渠道力优势显著，或利好公司实现量价齐升：**行业增量见顶趋势下，吨价提升成为新利润增长点，未来啤酒行业吨价将持续上涨。1) **产品：**定位、研发及策略三板斧加码高端化。复盘朝日，日本消费需求侧改革推动产品发展，公司研发能力出众，产品策略紧跟市场变化，推动单品持续高端化升级。2) **渠道：**短期即饮发力，长期线上线下支撑量能突围。**线下：**山东、陕西托底营收，公司沿黄河求空间，沿海控费效，实行合理战略布局。“大客户+微观运营”的渠道模式深化市场销售网络，单个经销商效能持续上升。**线上：**建立“电商+门店+厂家直销”的立体销售平台，双十一期间多平台销量成倍增长。3) **品牌：**获国内最优品牌矩阵，泛娱乐营销促高端化推进。通过纽约时装周、世界杯等契机传递品牌价值，提升品牌地位。青啤主品牌吨价全国领先，毛利率不断提升。
- 原材料成本压力下，短期提效+结构升级预计将增厚盈利水平。**假设其他条件不变，崂山等品牌吨价提升1-3%可直接增加营收0.4-1.1%；结构升级下高端产品销量提升4-8%可直接增加营收2.5-4.9%。综合考虑成本/费用变动，假设毛销差不变，受益产品提价+结构升级公司营收增长2-8%可直接增厚净利润8-32%。**产能过剩下，关厂降本增效。**因啤酒行业整体产能过剩，公司计划未来3-5年内关闭10家工厂，提升产能利用率，降本增效。除短期一次性费用外，长期可降低制造及人工等成本，提升运营效率，据测算若至2022年公司关闭6-10家工厂情形下，净利润可提升0.22-0.98pct。
- 盈利预测与投资评级：**公司作为行业龙头长期竞争优势显著，提价+结构升级背景下具备高利润弹性，短期环保政策趋缓叠加夏季高温提前或助力公司量增，本次股权激励彰显公司长期发展的决心，有望进一步提升估值中枢。我们预计20-22年公司营业收入286/311/339亿元，同比+2%/9%/9%；归母净利20/24/30亿元，同比+8%/21%/24%，对应EPS分别为1.5/1.8/2.2元，当前股价对应20-22年PE分别为42/35/28X，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济下行；市场竞争加剧；食品安全等问题。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	61.76
一年最低/最高价	36.40/65.00
市净率(倍)	4.27
流通A股市值(百万元)	42979.62

基础数据

每股净资产(元)	14.46
资产负债率(%)	45.24
总股本(百万股)	1350.98
流通A股(百万股)	695.91

相关研究

内容目录

1. 百年青啤风雨兼程，股权激励释放活力	5
1.1. 百年国牌风雨兼程，高端化开启新征程	5
1.2. 管理变革与股权激励护航企业长期发展	5
1.2.1. 引入复星彰显改革决心，开启百年国牌改革之路	5
1.2.2. 股权激励方案出台，短、长期利益均衡提振士气	6
2. 竞争优势：龙头功底深厚，产品+品牌+渠道力优势显著	7
2.1. 产品：定位+研发+策略三板斧加码高端化	8
2.1.1. 复盘朝日：进入买方市场，产品实力是核心	8
2.1.2. 公司研发能力出众，策略协同发力高端价格带	11
2.2. 渠道：短期即饮发力，长期线上线下支撑量能突围	12
2.2.1. 线下：战略布局、微观运营，深抓渠道	13
2.2.2. 线上：成绩可圈点，积极拓展新渠道	15
2.3. 品牌：积淀百年，高端矩阵丰富引领量价齐增	15
2.3.1. 国内最优品牌矩阵，品牌价值引领行业	15
2.3.2. 泛娱乐营销发力，百年青啤显活力	17
2.3.3. 公司高端化成果显著，细分市场市占率仅次百威	19
3. 环保趋缓+夏季高温，短期利好助力量增	20
4. 财务分析：提价升级+关厂提效提升盈利水平	21
4.1. 澳麦“双反”加税下，提价增厚盈利水平	21
4.1.1. 原材料保持高位，成本压力犹在但可控	21
4.1.2. 提价+结构升级预计将增厚盈利水平	23
4.2. 关停低效工厂提升效率，净利水平亦显著提升	25
5. 盈利预测与投资建议	28
5.1. 盈利预测	28
5.2. 投资建议	29
6. 风险提示	30

图表目录

图 1: 公司营收及业绩复盘	5
图 2: 公司人均创收	5
图 3: 公司人均创利	5
图 4: 根据考核目标推算 20-22 年归母净利及增速	6
图 5: 2019 年青岛啤酒毛利率及人均创收处于行业中游	7
图 6: 2019 年各品牌产能利用率	7
图 7: 各国啤酒零售价 (美元/吨)	7
图 8: 行业中高低端占比	7
图 9: 日本主要啤酒商市场占有率 (单位: %)	8
图 10: 日本新产品引入数量	9
图 11: 朝日啤酒 1987 年销售额陡增 (单位: 十亿日元)	10
图 12: 朝日啤酒市占率超过麒麟 (单位: %)	10
图 13: Super dry 推出后各厂家跟随风潮	11
图 14: 美中日啤酒行业新品引入数量 (口径含新产品、新配方、新包装、原有产品重新发售、产品系列拓展 单位: 个)	11
图 15: 2019 年国内各啤酒厂商专利数目对比	11
图 16: 青啤, 华润高端产品布局进程对比	12
图 17: 2019 年公司山东地区营收领先	13
图 18: 山东地区销量占比提升	13
图 19: 青啤在全国历年各地区营收构成	13
图 20: 青啤在华东地区减亏效应显现	13
图 21: 青啤划分市场类型, 定制渠道运作模式	14
图 22: 青啤经销商数量下降, 效能上升	14
图 23: 19 年青啤经典 24 听位列京东单品销量第一、崂山啤酒双十一增长迅速	15
图 24: 青岛主品牌 19 年销量占比较高	16
图 25: 青岛主品牌吨价超过 4100 元 (单位: 元)	16
图 26: 青啤品牌价值持续增长 (单位: 亿元)	17
图 27: 2019 中国品牌价值排行榜 (亿元)	17
图 28: 青啤在 18 俄罗斯世界杯期间即时推出“加油杯”新包装	18
图 29: 青啤携手 NPC 亮相纽约时装周	18
图 30: 青啤紧跟年轻潮流推出魔兽罐, 深夜食堂罐	18
图 31: 主品牌销量占比提升	19
图 32: 青岛啤酒净利率水平领先 (单位: %)	19
图 33: 青岛啤酒吨价领先于华润、燕京 (单位: 元)	19
图 34: 高端市场青啤市占率仅次于百威	20
图 35: 青啤高端销量占比持续提升	20
图 36: 高温与啤酒产量增速具备相关性	21
图 37: 青啤 2019 年啤酒成本构成	21
图 38: 中国玻璃价格指数	21
图 39: 青岛啤酒吨酒成本变化 (单位: 元)	22
图 40: 17/18 年吨酒成本上升高于吨酒收入	22
图 41: 进口大麦数量及增速	23

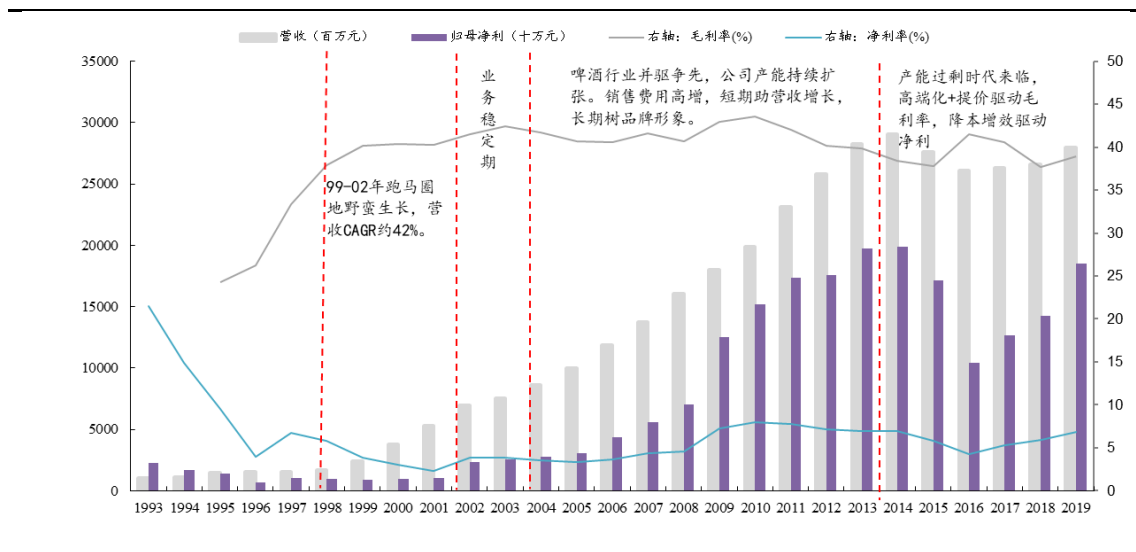
图 42: 中国进口各国大麦占比	23
图 43: 公司高端产品销量占比升高	24
图 44: 公司销售/成本吨价、增长率与毛利率	24
图 45: 直接提价+结构升级对公司营收的影响测算	24
图 46: 直接提价+结构升级对公司营收变动的的影响测算	24
图 47: 营收变动+毛销差变动对公司净利润的影响测算	24
图 48: 营收变动+毛销差变动对公司净利变动的的影响测算	24
图 49: 青啤管理费用率处于行业较低水平 (单位: %)	26
图 50: 青啤 16 年以来销售费用率下降 (单位: %)	26
图 51: 公司累计折旧趋于平稳	27
图 52: 处置资产收回现金增厚现金流	27
表 1: 公司股权激励限售股解禁条件	6
表 2: 啤酒行业集体涨价	8
表 3: 青啤渠道运营策略	14
表 4: 青啤品牌策略演进	16
表 5: 青岛啤酒产品矩阵	16
表 6: 各地放宽外摆限制	20
表 7: 主要啤酒厂商开始主动提价增厚利润	22
表 8: 关闭不同数量工厂所产生的一次性费用对于净利率影响	25
表 9: 关闭不同数量工厂的毛利率	26
表 10: 关闭不同数量工厂销售费用对于净利率影响	27
表 11: 关闭不同数量工厂对于净利率的整体影响	27
表 12: 公司主要业务营收盈利预测 (百万元, 万千升, 百万/万千升)	29
表 13: 可比公司估值	30

1. 百年青啤风雨兼程，股权激励释放活力

1.1. 百年国牌风雨兼程，高端化开启新征程

公司品牌历史悠久，稳固推进高端化、多元化发展。公司始建于 1903 年，作为百年国牌历史底蕴深厚，当下以啤酒市场高端化、多元化、特色化消费升级需求为导向，积极推进“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒副品牌”的双品牌战略。2019 年公司实现啤酒销售 805 万千升，其中主品牌青岛啤酒实现销量 405.1 万千升，同增 3.5%；19 年全年实现营收 279.84 亿元，同增 5.3%；实现归母净利 18.52 亿元，同增 30.23%。

图 1：公司营收及业绩复盘



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

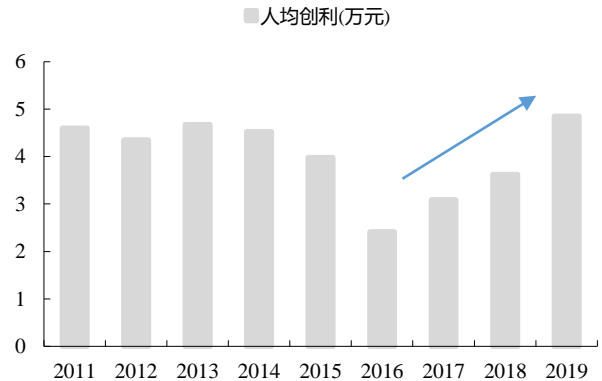
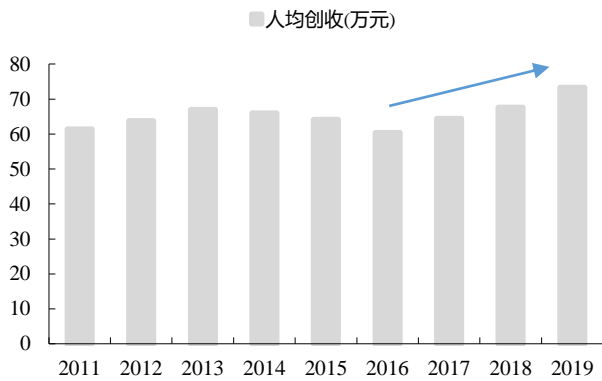
1.2. 管理变革与股权激励护航企业长期发展

1.2.1. 引入复星彰显改革决心，开启百年国牌改革之路

复星入驻后聚焦效能与盈利，混改名单在列彰显改革决心。2017 年复星以 66 亿港元收购朝日集团持有青啤的 H 股股份，成为公司第二大股东，持有公司约 18% 股权。具备专业投资眼光的复星更聚焦公司效率与盈利能力提升，入驻后的 18-19 年归母净利 CAGR 超 20%，人均创收与创利也不断刷新，彰显公司提升国企运营效率的改革决心。2018 年 8 月青岛市国资委发布《青岛市国有企业混合所有制改革招商项目书》，公司与双星集团、澳柯玛、海信集团等位列其中，目前双星集团混改方案已获批，公司未来也将逐步推进改革进程，激发公司活力。

图 2：公司人均创收

图 3：公司人均创利



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.2.2. 股权激励方案出台，短、长期利益均衡提振士气

股权激励解禁方案设计合理，激发积极性。20Q1 公司颁布上市以来首次股权激励草案，拟向董监高及其他核心骨干人员（总数 600 多人）授予 1350 万股（其中预留 30 万股），授予价格为 21.73 元（前一个交易日均价的 56.5%）。公司对于该部分限售股三年分批次解禁规定明确利润率相关条件，可避免短视行为，护航公司中长期发展。

表 1：公司股权激励限售股解禁条件

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2020 年公司净资产收益率不低于 8.1%；以 2016-2018 年净利润均值为基数，公司 2020 年净利润增长率不低于 50%等其他条件
第二个解除限售期	2021 年公司净资产收益率不低于 8.3%；以 2016-2018 年净利润均值为基数，公司 2021 年净利润增长率不低于 70%等其他条件
第三个解除限售期	2022 年公司净资产收益率不低于 8.5%；以 2016-2018 年净利润均值为基数，公司 2022 年净利润增长率不低于 90%等其他条件

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

根据计算，公司 16-18 年归母净利均值为 12.43 亿元。我们根据公司业绩考核要求推算，公司 20-22 年考虑摊销前归母净利分别为 18.64/21.13/23.62 亿元，同比 +0.7/13.3/11.8%；公司 20-22 年考虑摊销后归母净利分别为 18.37/20.66/23.27 亿元，同比 -0.8/+12.5/+12.7%，三年 CAGR 约 8%。我们认为该方案设计合理，可激发积极性，原因在于：1) 公司高端业务稳固推进，毛利率具备提升空间。2) 17 年复星入驻后公司调整战略规划，关闭部分盈利能力不佳的低端生产线降本增效，对标其他可比公司人均创收及创利，公司净利仍具备可提升空间。

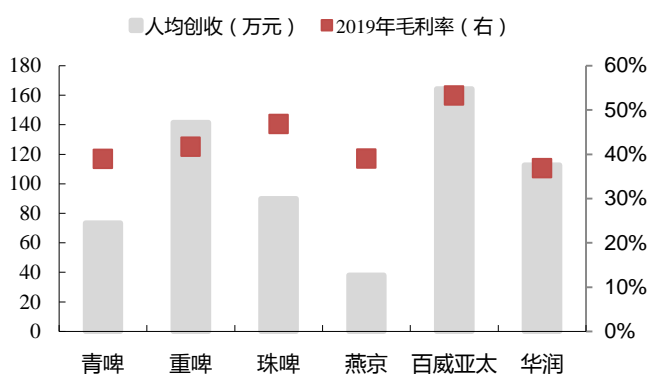
图 4：根据考核目标推算 20-22 年归母净利及增速

单位：亿元	2016	2017	2018	2016-2018均值	2019	2020E	2021E	2022E
考虑摊销前的归母净利润	10.43	12.63	14.22	12.43	18.52	18.64	21.13	23.62
对比16-18均值最低要求累计增速						50%	70%	90%
同比增速		21.0%	12.6%		30.2%	0.7%	13.3%	11.8%
股权激励摊销费用						0.49	0.84	0.61
少数股东权益/净利润	5.6%	8.6%	8.9%	7.7%		7.7%	7.7%	7.7%
平均所得税率	47.9%	34.3%	34.4%	38.9%		38.9%	38.9%	38.9%
考虑摊销后的归母净利润	10.43	12.63	14.22	12.43	18.52	18.37	20.66	23.27
YOY		21.0%	12.6%		30.2%	-0.8%	12.5%	12.7%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

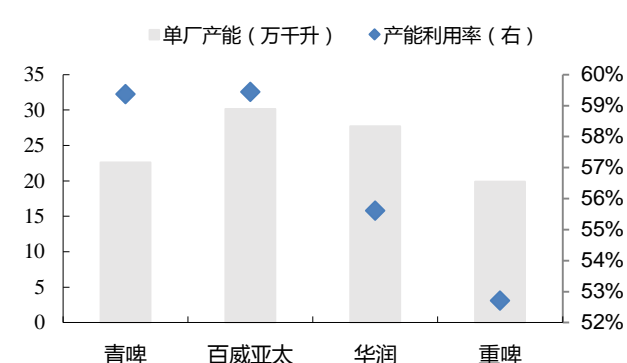
注：考虑股权激励摊销费用后的归母净利润=考虑摊销前的归母净利润-摊销费用*(1-少数股东权益占比)
*(1-平均所得税率) 其中少数股东权益占比与平均所得税率均取16-18年平均值

图 5：2019 年青岛啤酒毛利率及人均创收处于行业中游



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 6：2019 年各品牌产能利用率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

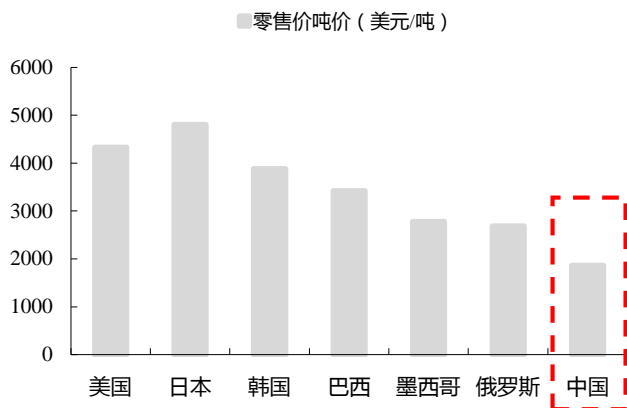
2. 竞争优势：龙头功底深厚，产品+品牌+渠道力优势显著

直接提价+发力高端助力均价提升，提价升级时代产品力为王。行业增量见顶趋势下，吨价提升成为新的利润增长点。我们认为未来啤酒行业均价将持续上涨，主要由于

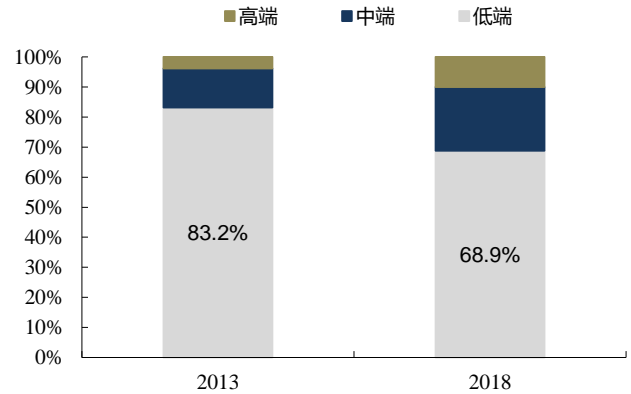
- 1) 国内龙头布局高端，结构升级成重要筹码。低端啤酒市场持续低迷叠加消费升级加速产品差异化需求，各酒企精心培育高端市场，2013 年我国啤酒行业中高端占比仅 16.77%，2018 年提升至 31.14%，13-18 年中高端产品占比 CAGR 约为 13%，结构化升级趋势明显。
- 2) 对标国际市场，国内啤酒定价明显偏低。过去 20 年我国啤酒产能扩张迅猛致酒企间恶性竞争，压低行业均价。对标国际，我国人均消费能力显著提升下，具备较明显提价空间。
- 3) 成本压力下的被动提价。2018 年华润、青啤、百威英博等龙头企业因原材料与人工成本上升，引领集体涨价。未来为降低成本压力，不排除公司被动提价行为。

图 7：各国啤酒零售价（美元/吨）

图 8：行业中高低端占比



数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所



数据来源：前瞻产业研究院、东吴证券研究所

表 2：啤酒行业集体涨价

公司	时间	涨价情况
燕京啤酒	2017 年 12 月	460ml 本生啤酒零售价格涨 1 元/瓶
	2018 年 3 月	低端产品涨价 5%左右
华润啤酒	2018 年 1 月	上调包括雪花纯生、勇闯天涯、晶尊在内的九款产品进店价格，幅度在 2 到 10 元不等
青岛啤酒	2018 年 1 月	拟上调部分区域部分产品价格，拟涨价产品平均涨价幅度不超过 5%
	2018 年 5 月	提价优质品牌，单款单箱全国提价 2 元
百威英博	2018 年 3 月	批价由 57 元/件提至 85 元/件

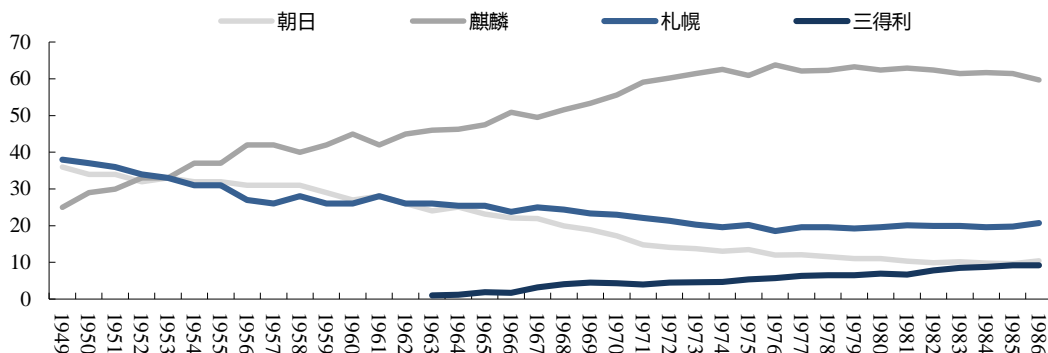
数据来源：渠道调研、南方财经、经济观察网、东吴证券研究所

2.1. 产品：定位+研发+策略三板斧加码高端化

2.1.1. 复盘朝日：进入买方市场，产品实力是核心

复盘日本啤酒史，朝日凭领先行业的产品打破稳定格局，走出经营困境。战后朝日啤酒经营状况每况愈下财务表现糟糕，市占率持续下降，麒麟啤酒在 1954 年后长期处于日本啤酒市场主导地位。麒麟啤酒在 70 年代中期至 85 年前一直占有 61%左右的份额，而朝日啤酒仅占比以 9%-13%，政府出于税收原因不支持啤酒行业的价格竞争，彼时各厂家主要通过产品质量、广告投入、渠道控制与开拓开展竞争，这种竞争模式使得凭借规模效应而拥有低产品成本，高渠道议价能力、以及强品牌效力的麒麟啤酒始终具备竞争优势。不论是日本六十年代末三得利率先引入生啤还是七十年代末朝日进行的各种包装创新都没有撼动麒麟啤酒的地位。

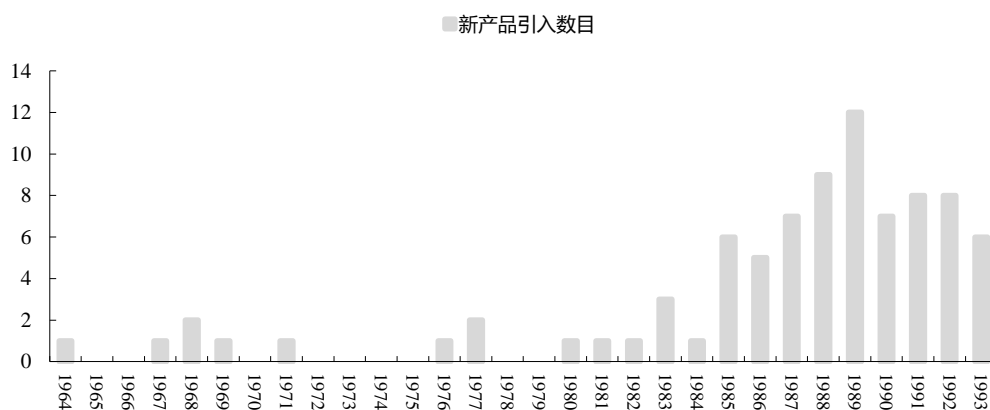
图 9：日本主要啤酒商市场占有率（单位：%）



数据来源：Japan and the World Economy、东吴证券研究所

需求侧变化带动日本啤酒行业新产品引入量上升。在1980年之前，日本啤酒行业的产品创新大都着眼于对现有品牌的味道微调和基于包装的产品差异化。1980年之后，日本啤酒行业迎来新的变化。需求侧看，啤酒的主要消费群体从战前一代过渡到战后出生的一代，拥有了更多现代口味，同时日本经济表现亮眼，收入的提高拉动消费支出并使得消费更倾向于满足个人品味；供给侧看，外国品牌的啤酒诸如百威、喜力全面进入市场，给予消费者更多选择，且其价格较低（由于当时的汇率有利）使竞争更激烈；在此背景下，日本啤酒行业新产品引入数目开始明显上升。

图 10：日本新产品引入数量

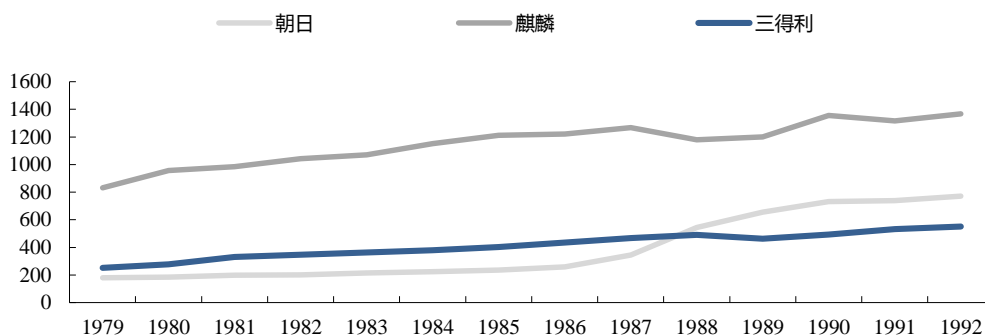


数据来源：Organization Science、东吴证券研究所

紧抓需求变化，Super dry 单骑救主，朝日走出困境。消费者的变化给一直注重产品创新的朝日带来了转机。朝日啤酒通过访谈敏锐地察觉到日本饮食构成的变化，并在1984年开展了5000人的口味偏好调查，发现年青一代的口味不再集中于苦涩厚重的啤酒产品如麒麟的Lager啤酒，而是更加偏好清爽醇厚的口感。在此结论上进行的产品研发，最终促成了Super dry的诞生，其于1987年投放市场，一经推出便大获成功，当年

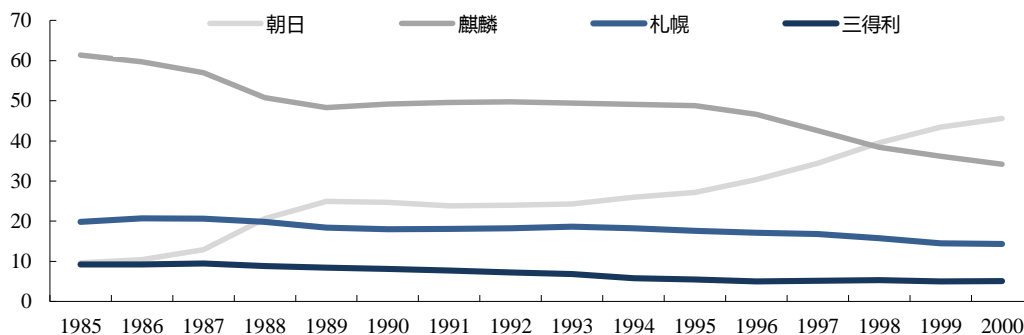
即售出 1350 万箱 Super dry, 拉动朝日啤酒销售额同比增加 33%。Super dry 推出第三年, 其消费占比达到日本啤酒行全部消费的 20%, 帮助朝日超越札幌。品牌方面, 由于产品具备推出时间领先对手的先发优势, 在对手推出竞品之前的窗口期内, Super dry 已然成为干啤的代表, 提升了朝日啤酒的品牌声誉。渠道方面, 朝日依托产品吸引力, 在 Super dry 推出后开拓许多新的分销渠道和销售网点, 在其销量的持续增长下, 朝日啤酒最终市占率超过麒麟, 取得行业龙头地位。

图 11: 朝日啤酒 1987 年销售额陡增 (单位: 十亿日元)



数据来源: Organization Science、东吴证券研究所

图 12: 朝日啤酒市占率超过麒麟 (单位: %)



数据来源: Japan and the World Economy、东吴证券研究所

消费者话语权增强, 产品能力愈发重要。回顾历史, 在行业格局稳定、消费者选择增多的情形下, 朝日啤酒曾在产品方面多次创新以求突围。如 1958 年推出日本首个罐装啤酒, 1968 年推出该行业的首个瓶装生啤, 在 1977 年在包装设计上的差异化竞争策略, 1987 年推出 Super dry, 引发各厂家跟随等; 反观麒麟则在 1987 年对干啤产品的趋势把握出现错误 (认为是一时风潮), 在 1994 年日本兴起的发泡酒浪潮中也未占得先机, 其十数年持续的市场占有率下降反映了传统渠道品牌优势难以抵御核心竞品对市

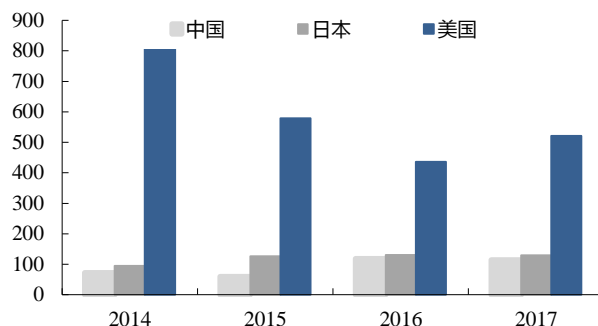
场份额的蚕食，创新产品能力在消费选择增多时显得愈发重要。

图 13: Super dry 推出后各厂家跟风潮



数据来源: Tokyo weekender、东吴证券研究所

图 14: 美中日啤酒行业新品引入数量 (口径含新产品、新配方、新包装、原有产品重新发售、产品系列拓展 单位: 个)



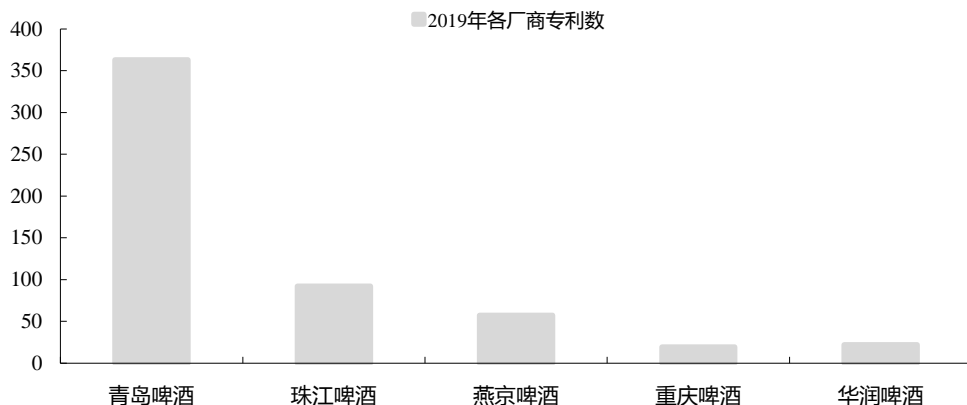
数据来源: Japan and the World Economy、东吴证券研究所

我国啤酒行业创新仍有空间，产品力竞争青啤占优。我国啤酒行业格局暂时趋稳，日本啤酒业在 1985 年左右由卖方进入买方市场，产品推新速度加快，1997 年行业销量见顶。而中国自 13 年以来啤酒销量开始下滑，16 年行业新品引入数量同比增速高达 96%，行业开始从卖方向买方市场演变，消费者选择变多。总量下降更需要有新品刺激消费，同时啤酒产品对于消费者视觉、味觉、认同感等不同需求的满足变得愈来愈重要，相应也对啤酒厂商产品结构的丰富性、产品策略制定、产品研发能力提出更高的要求。在 2014-2017 年，日本、美国分别推出 481 款、2372 款新品、我国则推出 364 款新品，对比美日成熟市场，我国啤酒产品创新未来仍然有提升空间，在此过程中，产品力是未来啤酒企业竞争重要着力点，而青啤产品能力对比国内竞争者具备明显优势。

2.1.2. 公司研发能力出众，策略协同发力高端价格带

青啤具备业内先进的产品研发能力。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国内其他酒商。

图 15: 2019 年国内各啤酒厂商专利数目对比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

产品策略紧跟市场变化，推动单品持续升级。在产品策略上，青啤兼具合理和前瞻性，公司将一线对消费者需求洞察的“素描画像”转化为数字化指标，解码消费者需求，经数据分析后通过逻辑推演提出新产品概念，最终由公司技术委员会决策，降低决策风险；同时公司提前预见产品结构高端化趋势，10年即推出奥古特、逸品纯生两个高端单品布局高端，之后又相继推出黑啤、鸿运当头、1903精酿等高端产品。

图 16：青啤，华润高端产品布局进程对比



数据来源：公开信息整理、东吴证券研究所

在 2014 年，公司又成立“蓝军创新事业部”研发新的产品品类，寻找新的市场空间，同年引入国内第一款水蜜桃味果啤，后陆续有皮尔森精酿、全麦白啤、原浆桶啤、青岛啤酒 0.00 等一系列新品（其中白啤成为中国白啤第一品类、皮尔森也是国内首创品类、青岛啤酒 0.00 是国内首款无酒精啤酒风味的饮料）；18 年公司又推出 IPA 精酿，率先进入中国啤酒 IPA 品类的空白市场。品类的持续高端化升级和新鲜化贴近消费者，加快青岛向高附加值产品的转型升级。

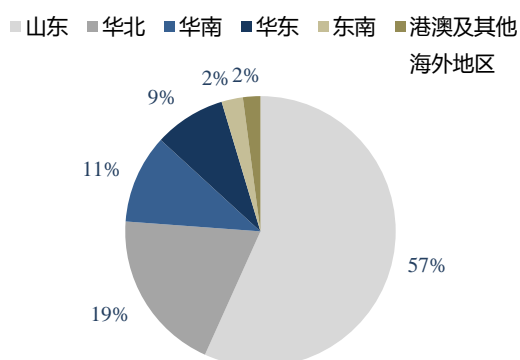
2.2. 渠道：短期即饮发力，长期线上线下支撑量能突围

2.2.1. 线下：战略布局、微观运营，深抓渠道

我国啤酒行业巨头割据，青啤强势市场位于山东和陕西(汉斯啤酒)，此外在海南、上海、广东、河北、江苏、福建等市场也拥有相当份额，公司因城施策，对不同市占率及盈利状况市场采取不同措施。

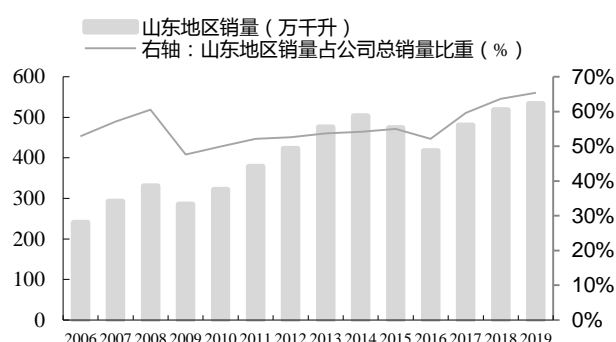
山东、陕西托底营收，调结构、调价格推动利润扩张。公司在山东、陕西一带具备主导地位，在山东省内市占率预计超 75%，在陕西当地市占率预计超 60%。针对山东市场公司推动调整策略常态化，紧盯市场，调整结构与价格，得益于正确策略，公司产品价格带上移，伴随山东地区常住人口数量不断回升，未来公司优势区域仍有望实现量增。

图 17：2019 年公司山东地区营收领先



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 18：山东地区销量占比提升



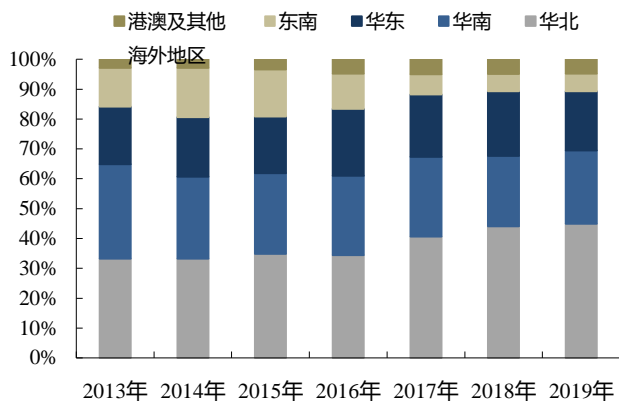
数据来源：Wind、东吴证券研究所

沿黄河求空间，沿海控费效，实行合理战略布局。华北地区是青啤次优势市场，主推青岛纯生，汉斯西北狼等产品，近年来是除去山东外对公司营收贡献最大的区域，19 年华北地区营收占比 19%，近三年营收 CAGR 为 14%。为依托基地市场竞争优势，辐射带动周边市场增长，公司推行沿黄河战略，力图将山东、山西、陕西等优势区域连接，形成战略带，快速提升次优秀市场市占率。

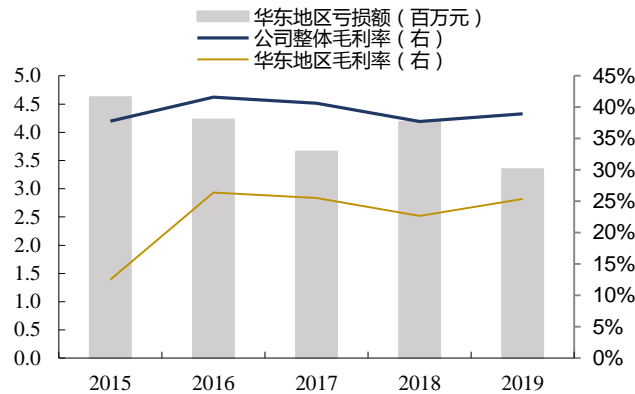
而在沿海地区，因与华润竞争焦灼，公司产能利用率低且费用投放大，在华东地区连年亏损，2018 年关厂增效下，2019 年华东地区实现减亏 0.84 亿元，考虑到华东地区消费基础好，预计各酒企陆续关厂后，竞争格局改善下的费效提升。

图 19：青啤在全国历年各地区营收构成

图 20：青啤在华东地区减亏效应显现



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

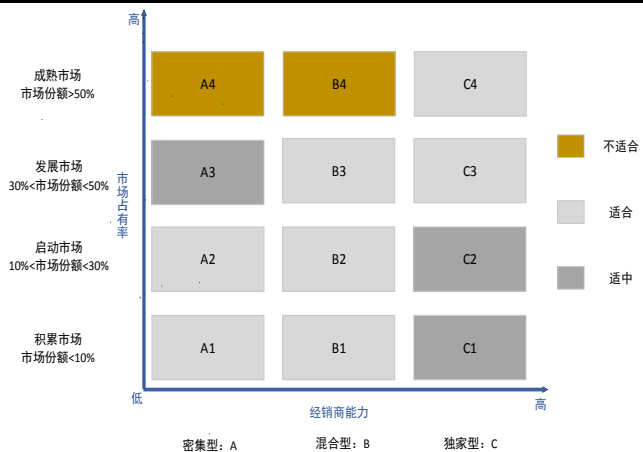


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

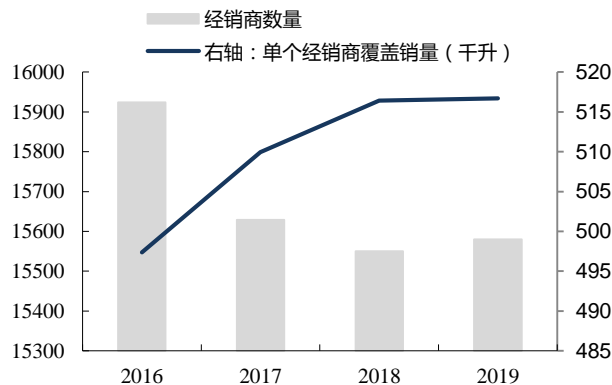
“大客户+微观运营”的渠道模式深化市场销售网络。公司依据市场成熟度、经销商能力的差异将渠道运营模式划分为密集型、混合型、独家型三种。微观层面上，公司通过工作站对一线业务人员进行业绩、运营等的考核，给每个基层工作人员划定区域，制定每日终端拜访计划，并进行每日复盘以加强基层一线业务员的执行力和公司对渠道的整体控制力。战略大客户则提高区域市场分销能力，微观运营提升终端客户掌控能力，近年来经销商数量降低，但单个经销商效能持续上升。

图 21：青啤划分市场类型，定制渠道运作模式

图 22：青啤经销商数量下降，效能上升



数据来源：唐贝网、道客巴巴、东吴证券研究所



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 3：青啤渠道运营策略

渠道策略分类	特征	采取策略
密集型	经销商能力弱	各个小区域内选择多家小经销商，厂商运作为主，经销商是物流服务及资金提供者角色
混合型	经销商能力适中	按区域、品类或产品划分，区域内选数个中型经销商，经销商有自己的团队，可以承担开发终端渠道，寻找二批商的功能。

独家型

经销商能力强

寻找实力强大的经销商承担全区域全品类销售及物流工作

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2.2.2. 线上：成绩可圈点，积极拓展新渠道

青啤线上渠道具备显著优势。公司积极开拓线上渠道，在行业内率先构建了“网络零售商+官方旗舰店+分销专营店+官方商城”的电商渠道体系，上线移动端“青岛啤酒微信商城”、“APP 青啤快购”，建立起“电商+门店+厂家直销”的立体销售平台，多年来青啤在线上销售额领先于国内其他内资啤酒厂商。19 年青岛天猫旗舰店双 11 当日销售额同比增长 212%，转化率同比提升 182%，京东青岛啤酒官方旗舰店双 11 全程销售额同比增长达 408%，双 11 当天销售额同比增长 420%，青岛啤酒经典 24 听居京东啤酒品类单品销量之首，同时青啤夺得 19 年苏宁易购啤酒 TOP 品牌第一名。

图 23：19 年青啤经典 24 听位列京东单品销量第一、崂山啤酒双十一增长迅速



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

积极推展新零售渠道，支撑产品结构升级。青啤销售主要通过经销商以批发代理模式实现，以餐饮等即饮市场为主要销售渠道，占公司市场销量比重超过 50%；其余为通过商超等渠道实现的非即饮市场销量。青啤于 2018 年与阿里签署战略合作协议，协议将青啤全面融入阿里巴巴新零售体系，进一步扩大在线下零售小店的市场份额。即饮渠道典型如餐饮啤酒消费偏向于产品价格带中低端，随着公司产品结构进一步升级，非即饮渠道愈发成为未来发展的方向，故拓展新零售渠道，有利于加快品牌下沉，提升非即饮渠道占比，支撑公司产品结构升级。

2.3. 品牌：积淀百年，高端矩阵丰富引领量价齐增

2.3.1. 国内最优品牌矩阵，品牌价值引领行业

青岛啤酒是国内啤酒厂商中产品线最丰富的的商家，产品矩阵完善。15 年以来公

司理清品牌战略，形成以青岛啤酒为主品牌、崂山为第二品牌的“1+1”品牌战略，品牌聚焦以实现资源聚焦。公司目前形成了9大系列、70多种新产品、1500多个品种规格，产品系列在低端、中端、中高端及高端价格带都有分布，满足各消费层次消费者需求。分价格带来看，公司青岛主品牌为中高端、高端价格带主打产品系列，18年青岛主品牌贡献了61%的营收；公司在中端及低端产品价格带则主要是由崂山、小体量区域品牌及部分低价青岛啤酒构成。

表 4：青啤品牌策略演进

品牌策略	时间	策略内容
1+3+N	2006年-2013年	青岛主品牌+崂山、山水、汉斯副品牌+其他地段区域品牌
1+1+N	2014年	青岛主品牌+崂山副品牌+其他区域品牌
1+1	2015-2018年	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 5：青岛啤酒产品矩阵

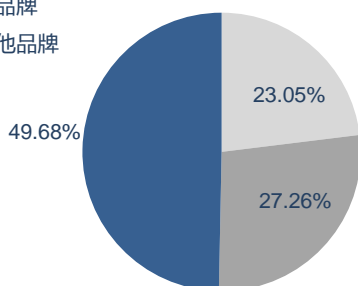
品牌	产品定位	产品名称	产品均价（元/500ML）	推出时间
青岛主品牌	高端	青岛啤酒 IPA	23.44	2018年
		逸品纯生		2010年
		青岛啤酒原浆		2015年
		鸿运当头		2013年
	中高端	青岛黑啤	8.08	2009年
		青岛纯生		1998年
		皮尔森		2016年
		青岛啤酒奥古特		2009年
		青岛炫奇果啤		2015年
		全麦白啤		2015年
	中低端	青岛经典啤酒	5.77	2014年
		1903		
		青岛欢动		2007年
	低端	青岛经典	4.67	年代久远
崂山第二品牌	中低端	崂山玩啤	7.54	2018年
		崂友记		2017年
	低端	8度崂山啤酒	3.41	2000年
山水区域品牌	中低端	山水8度啤酒	6.19	1998年

数据来源：京东、公司官网、东吴证券研究所

图 24：青岛主品牌 19 年销量占比高

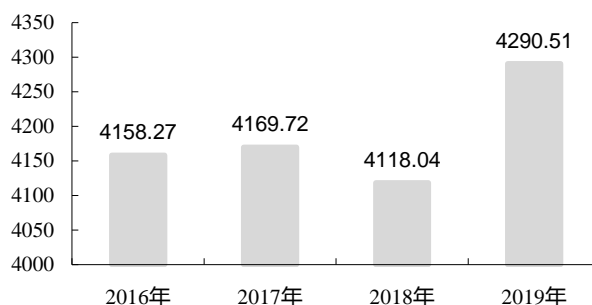
图 25：青岛主品牌吨价超过 4100 元（单位：元）

- 高端青啤（奥古特、鸿运当头、经典1903、纯生啤酒）
- 其他青啤品牌
- 崂山等其他品牌



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

主品牌吨价

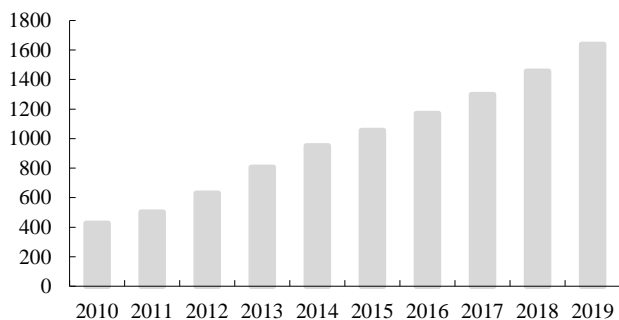


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

百年历史沉淀，品牌价值居啤酒行业之首。青啤成立于1903年，所拥有的“青岛啤酒”品牌是我国首批十大驰名商标之一，在国内外市场具有强大的品牌影响力和较高的知名度，目前已在全球100多个国家地区开展销售。2019年青岛啤酒继续以1637.72亿元的品牌价值蝉联中国啤酒行业之首，品牌价值在国内食品饮料行业中仅次于茅台、五粮液。同时青啤区域市场知名度和竞争力也在逐年提升，可以满足不同层次消费人群的消费需求。

图 26：青啤品牌价值持续增长（单位：亿元）

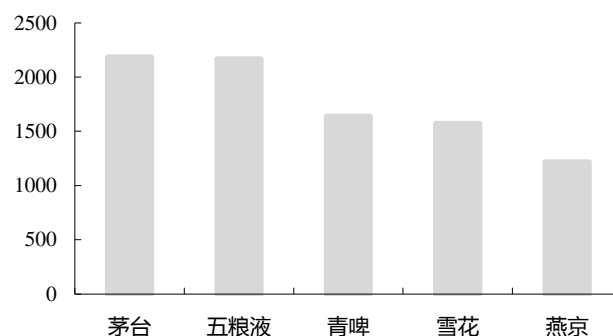
青啤品牌价值（亿元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 27：2019 中国品牌价值排行榜（亿元）

品牌价值（亿元）



数据来源：World Brand Lab、东吴证券研究所

2.3.2. 泛娱乐营销发力，百年青啤显活力

复星系入局董事会，营销与传媒结合树品牌形象扩大知名度。2018年黄克兴先生担任公司董事长，素有营销大师之称的黄克兴先生在接棒后建立起“四位一体”的品牌推广模式，将品牌传播、消费者体验、产品销售、粉丝互动相结合，针对年轻群体推出体育与音乐营销理念，主导了世界杯、CBA、亚冠等营销活动。20Q1公司引入复星系石

琨先生进入董事会，石琨先生媒体出身，现任豫园股份联席总裁，其以文化推动国牌商业的经营理念致力于将豫园股份打造为江南文化老字号集群。现任董事长的营销理念、石琨先生的媒体敏锐感加之复星旗下的传媒资源，公司未来在品牌建设方面有望大放异彩，从而支持公司品牌推广与形象树立。

图 28：青啤在 18 俄罗斯世界杯期间即时推出“加油杯”新包装



数据来源：青岛日报、东吴证券研究所

跨界营销紧跟潮流，亮相纽约时装周，时尚形象深入人心。19 年青啤跨界携手潮牌 NPC 登上纽约时装周中国日，将青岛啤酒的百年历史文化元素结合潮流趋势巧妙融入时装设计细节之中。文化底蕴是品牌的核心价值之一，青啤通过发掘品牌核心内容，然后通过现代时尚的方式方法去沟通年轻消费群体，推出青岛经典 1903 复古罐，联手天猫国潮行动限量发售国潮走秀时装，连接经典与时尚，深受年轻受众喜爱。此外，青啤开展了诸多前卫创新的跨界营销活动，如在 16 年魔兽电影首映时紧跟热点 IP；17 年同深夜食堂联名推出青啤经典 1903 “深夜罐”等，积极将青岛啤酒品牌同年轻人时下关注热点联系起来，塑造青啤品牌时尚年轻形象。

图 29：青啤携手 NPC 亮相纽约时装周



数据来源：新华网、东吴证券研究所

图 30：青啤紧跟年轻潮流推出魔兽罐，深夜食堂罐

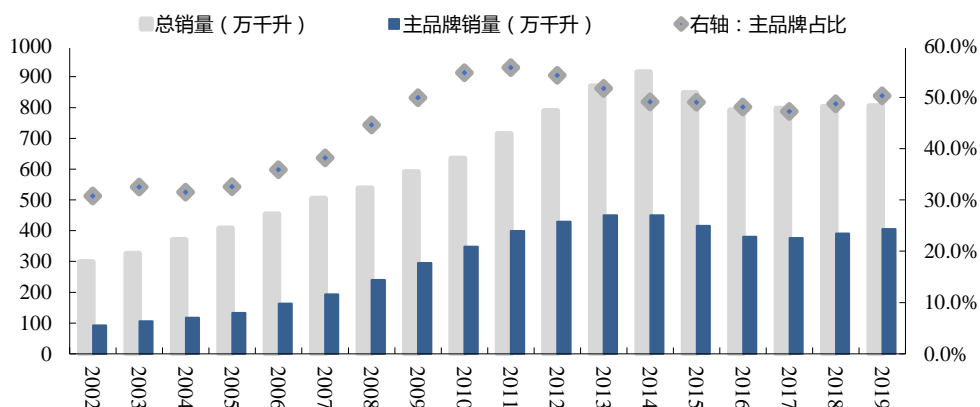


数据来源：齐鲁网、环球网、东吴证券研究所

2.3.3. 公司高端化成果显著，细分市场市占率仅次于百威

公司占据中高端价格带第一位置，均价盈利能力齐领先。主品牌青岛多年来占比有上涨趋势，从2002-2019年，青岛啤酒主品牌销量占比从30.8%提升到50.3%，CAGR约9.47%。就主品牌而言，青啤吨酒价格超过4100元，在当今国内的全国性品牌厂商中排名靠前，吨价领先、中高端主品牌销量占比增长支撑了青啤高于竞品的盈利能力。

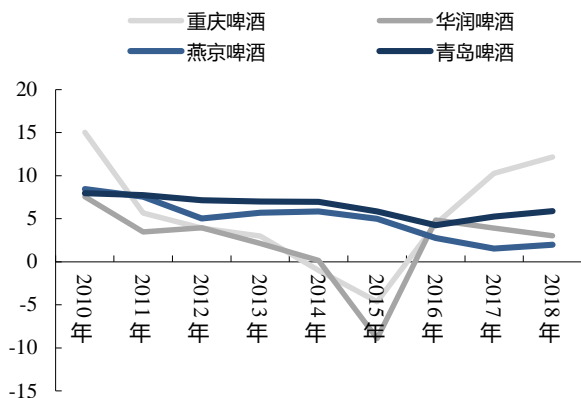
图 31：主品牌销量占比提升



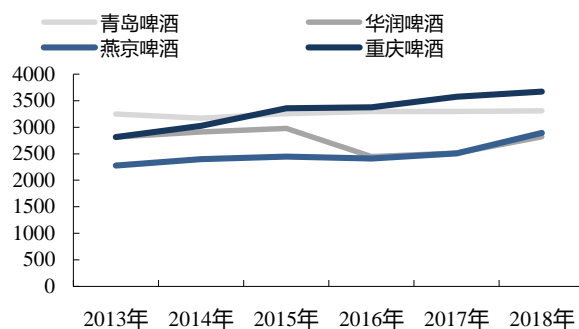
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 32：青岛啤酒净利率水平领先（单位：%）

图 33：青岛啤酒吨价领先于华润、燕京（单位：元）



数据来源: Wind、东吴证券研究所

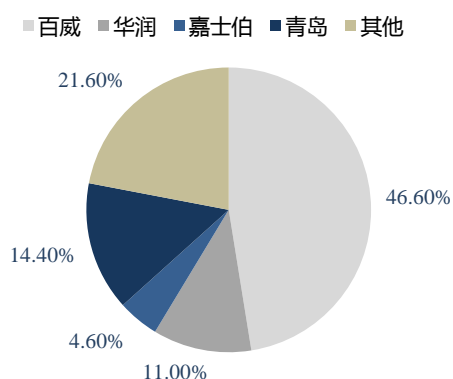


数据来源: Wind、东吴证券研究所

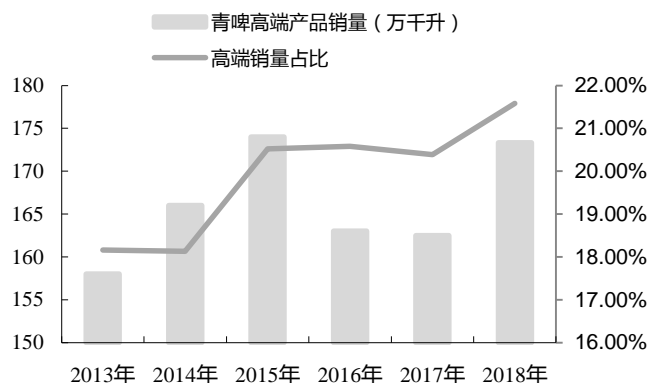
产品结构升级顺畅, 高端细分市场市占率仅次于百威。借助其产品矩阵本身聚焦中高端的优越性, 以及精准把握市场的产品策略, 青岛啤酒在产品结构升级方面表现出色, 2019H1 青啤高端产品销量达 105 万千升, 同比增长 10%, 毛利率为 40.11%, 行业内仅次于百威。随着产品高端化继续推进, 青啤高端市场份额有望进一步提升。

图 34: 高端市场青啤市占率仅次于百威

图 35: 青啤高端销量占比持续提升



数据来源: Global Data、东吴证券研究所



数据来源: Wind、东吴证券研究所

3. 环保趋缓+夏季高温, 短期利好助力量增

疫情影响下, 国内急需提振消费扩大内需, 环保政策在前期取得较好成绩, 当下各地放宽外摆限制, 后续政策或趋缓, 利好短期量增。为提振疫后消费信心, 各地均出台延伸消费时段办法, 并放宽临时外摆限制。夜市小吃摊的复苏利好啤酒行业短期量增。

表 6: 各地放宽外摆限制

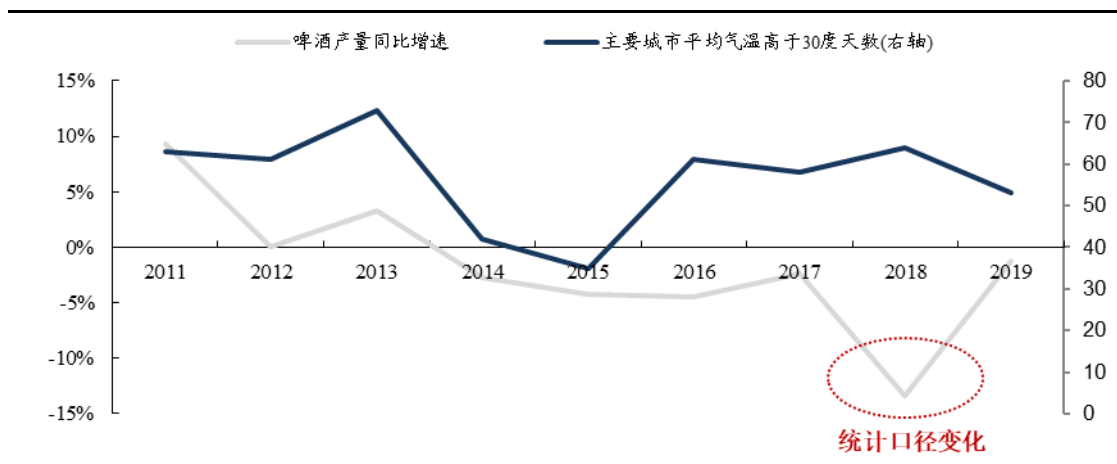
地区	内容
南京	2020 年国庆长假前, 允许有序设立“周末临时外摆”, 试点推行商圈

	和特色商业街城市管理负面清单制
上海	拟于 6 月共同举办首个上海夜生活节，聚焦夜购、夜食、夜游、夜娱、夜秀、夜读等 6 大主题
福州	试点在夜间特定时段，放宽夜间外摆位管制，做好夜市试点工作，引导季节性夜市规范有序发展等

数据来源：新华网等、东吴证券研究所

同时，主要基地市场的高温来临或进一步利好消费旺季。近年来夏季高温记录持续刷新，以山东青岛为例，历史 4-10 月平均气温不断升高，今年 3 月以来山东全省气温快速回升，利好啤酒旺季消费。公司以山东地区为主要消费市场，且山东啤酒消费量居于全国首位，企稳逐步回升利好产品动销。同时据国家气象局反馈，近期全国多地较往年已提前进入高温时段，5 月 3 日成都甚至迎来近 60 年来最早高温日，高温天气利好公司全国啤酒动销。

图 36：高温与啤酒产量增速具备相关性



数据来源：Wind、公司公告、国家气象局、东吴证券研究所

4. 财务分析：提价升级+关厂提效提升盈利水平

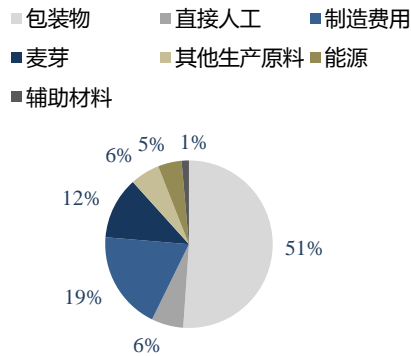
4.1. 澳麦“双反”加税下，提价增厚盈利水平

4.1.1. 原材料保持高位，成本压力犹在但可控

包材成本未来保持高位波动状态。在青啤的直接材料成本中，包装材料所占比重超过 50%。我国玻璃价格指数从 16 年以来上涨趋势明显，未来依旧可能保持高位波动的状态。

图 37：青啤 2019 年啤酒成本构成

图 38：中国玻璃价格指数



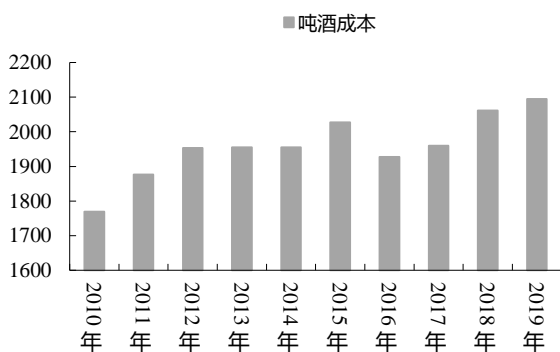
数据来源：公司公告、东吴证券研究所



数据来源：Wind、东吴证券研究所

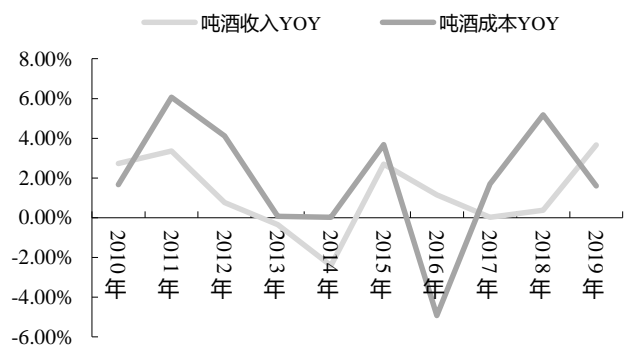
澳麦“双反”加税，短期价格锁定，成本可控；长期啤酒行业高集中度下具备提价能力。 鉴于进口大麦品质更高，目前我国啤酒行业酿造产酒对进口大麦的依存度较高，酿酒的进口大麦以澳大利亚、加拿大产出的优质大麦为主。2020年5月19日，中国对澳洲进口大麦征收73.6%的反倾销税和6.9%反补贴税，征收期限为5年。澳麦自15年10月起为免税产品，加征关税后税率升至80.5%。短期来看，青啤对于需要采购的大宗物资全部由总部统一竞价，公司20年大麦原料价格已提前锁定，加之可采购法麦或加麦缓解成本压力，短期而言澳麦加征关税对于公司成本端影响较小。长期来看，TOP5企业在国内近75%强势省份形成的区域性垄断格局，使得行业集体提价具备可能性。纵观过去行业的3轮提价，主要是用于对冲原材料成本的涨价；19年起，青啤、华润、百威在原材料成本压力可控的背景下均有直接提价动作或计划。可见高集中度下啤酒行业具备提价能力应对成本上升。

图 39：青岛啤酒吨酒成本变化（单位：元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 40：17/18 年吨酒成本上升高于吨酒收入



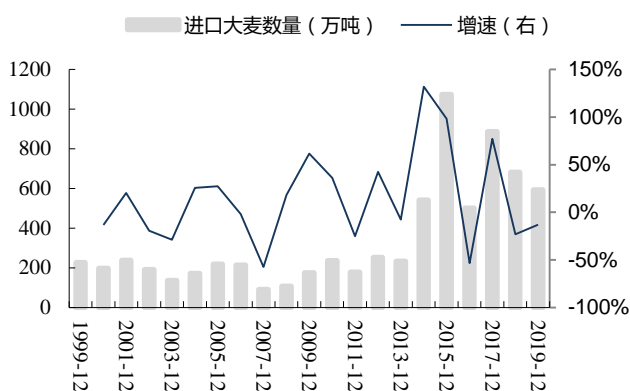
数据来源：Wind、东吴证券研究所

表 7：主要啤酒厂商开始主动提价增厚利润

时间	提价品牌及涨幅	提价原因
08-09 年	青啤纯生（部分地区提价约 9%） 燕京啤酒（部分地区与产品提价约 6%） 青岛啤酒（全国主要品牌提价约 10%）	大麦、玻璃、纸箱等原材料成本上涨
11-12 年	燕京啤酒（全国主要品牌提价约 10%） 华润啤酒（部分地区提价） 百威中国（部分地区提价）	大麦等原材料成本上涨
18 年	青岛啤酒（年内两次提价） 华润啤酒（纯生、勇闯天涯等品牌、年内两次提价/哈啤一次提价） 百威中国（年内三次提价） 燕京啤酒（年内三次提价） 重啤、珠啤均有提价动作	大麦、包材等原材料成本上涨
19-20 年	青岛啤酒（山东等部分区域高端产品提价约 6-10%） 华润啤酒、百威中国（主要产品进行均有提价计划，提价约 5-10%）	成本变动幅度较小，厂家主动提价

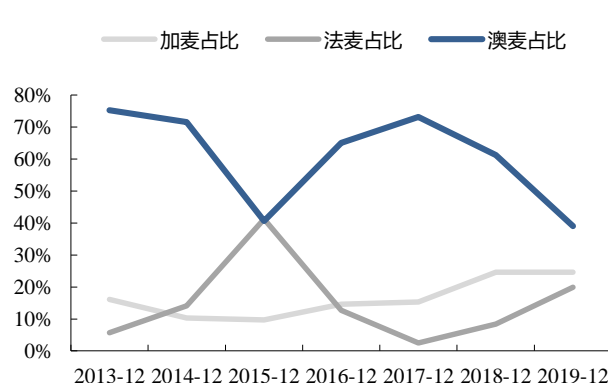
数据来源：渠道调研、南方财经网、经济观察网等、东吴证券研究所

图 41：进口大麦数量及增速



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 42：中国进口各国大麦占比



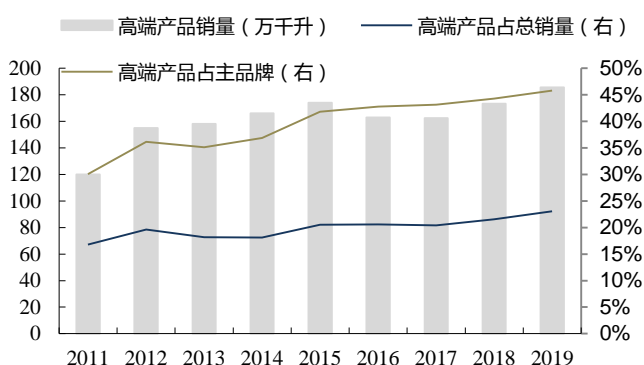
数据来源：Wind、东吴证券研究所

4.1.2. 提价+结构升级预计将增厚盈利水平

作为百年国牌，公司发展历史折射我国啤酒行业变革进程。2010 年公司推出高端品种奥古特及逸品纯生，加之先前已推出的高端品类，2019 年高端线占比已由 16 年的 16.8% 提升至 23.1%。产品结构升级下，公司销售吨价不断攀升，但因成本压力日渐上行，公司毛利率并未明显提升。2018 年公司为应对成本压力直接提价，2019 年产品结构升级与提价效应贡献营收增量 4.8%。同时据中国国际啤酒网反馈，2020 年公司旗下低端品牌崂山系列已经更换包装，并在省内青岛、济南等地区提价，未来省内其他地区或将跟

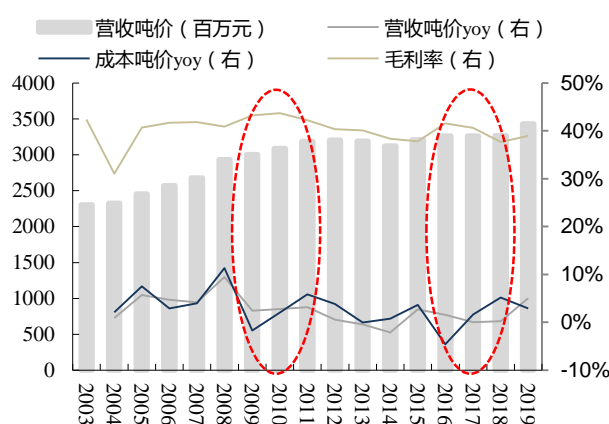
随提价，19、20 年公司在成本压力可控背景下采取直接提价措施印证行业升级趋势，未来提价趋势远未结束。我们以 2019 年数据为基础进行测算，假设其他条件不变的情况，**崂山等非青啤品牌吨价提升 1-3%可直接增加营业收入 0.4-1.1%；结构升级下高端产品销量提升 4-8%可直接增加营业收入 2.5-4.9%。**我们认为高档产品占比提升+低档产品直接提价带来带来的综合效应有望显著提振公司业绩，企业前期在产品高端化的过程中，受益于吨价提升毛利率将进入上行通道，但预计也将有一定程度的销售活动力度加大，消费培育前期毛销差或将略有下降，后期形成消费者品牌认知后预计毛销差将得以提振，**综合考虑成本/费用的变动情况，假设毛销差不变，在低端产品提价+产品结构升级影响下公司营收增长 2-8%可直接增厚净利润 8-32%。**

图 43：公司高端产品销量占比升高



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 44：公司销售/成本吨价、增长率与毛利率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 45：直接提价+结构升级对公司营收的影响测算

	营业收入 (亿元)	直接提价-崂山等非青啤品牌吨价提升比率						
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
结构提升- 青岛主品 牌销量提 升比率	0.0%	283	284	285	285	286	286	287
	2.0%	287	287	288	289	289	290	290
	4.0%	290	291	291	292	292	293	294
	6.0%	294	294	295	295	296	296	297
	8.0%	297	298	298	299	299	300	300
	10.0%	301	301	302	302	303	303	304
	12.0%	304	305	305	306	306	307	307

数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

图 46：直接提价+结构升级对公司营收变动的的影响测算

	营收变动	直接提价-崂山等非青啤品牌吨价提升比率						
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
结构提升- 青岛主品 牌销量提 升比率	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%
	2.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	1.9%	2.1%	2.3%
	4.0%	2.5%	2.6%	2.8%	3.0%	3.2%	3.4%	3.5%
	6.0%	3.7%	3.9%	4.0%	4.2%	4.4%	4.6%	4.8%
	8.0%	4.9%	5.1%	5.3%	5.4%	5.6%	5.8%	6.0%
	10.0%	6.1%	6.3%	6.5%	6.7%	6.9%	7.0%	7.2%
	12.0%	7.4%	7.5%	7.7%	7.9%	8.1%	8.3%	8.4%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

图 47：营收变动+毛销差变动对公司净利润的影响测算

图 48：营收变动+毛销差变动对公司净利变动的的影响测算

	净利润额 (亿元)	营收变动						
		-2.0%	0.0%	2.0%	4.0%	6.0%	8.0%	10.0%
毛销差 增加额	-0.8%	16.3	17.8	19.3	20.8	22.3	23.8	25.3
	-0.5%	16.8	18.3	19.8	21.3	22.9	24.4	25.9
	-0.3%	17.3	18.8	20.3	21.9	23.4	24.9	26.5
	0.0%	17.7	19.3	20.8	22.4	23.9	25.5	27.0
	0.3%	18.2	19.8	21.3	22.9	24.5	26.0	27.6
	0.5%	18.7	20.3	21.9	23.4	25.0	26.5	28.1
	0.8%	19.2	20.8	22.4	23.9	25.5	27.1	28.7

数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

	净利润变动	营收变动						
		-2.0%	0.0%	2.0%	4.0%	6.0%	8.0%	10.0%
毛销差 增加额	-0.8%	-15.6%	-7.8%	0.0%	7.9%	15.7%	23.6%	31.4%
	-0.5%	-13.1%	-5.2%	2.7%	10.6%	18.5%	26.4%	34.3%
	-0.3%	-10.5%	-2.6%	5.3%	13.3%	21.2%	29.2%	37.1%
	0.0%	-8.0%	0.0%	8.0%	16.0%	24.0%	32.0%	40.0%
	0.3%	-5.4%	2.6%	10.6%	18.7%	26.7%	34.8%	42.8%
	0.5%	-2.9%	5.2%	13.3%	21.4%	29.5%	37.6%	45.7%
	0.8%	-0.4%	7.8%	15.9%	24.1%	32.3%	40.4%	48.6%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

4.2. 关停低效工厂提升效率，净利水平亦显著提升

受益于18年关闭2家工厂的滞后效应，19年公司毛利率、净利率均有所提升。公司反馈未来3-5年内计划继续关闭整合其他约10家工厂，或持续利好公司降本增效。

短期造成一次性人员安置费及减值损失

关闭工厂产生员工安置费及资产减值损失。2018年公司关闭上海杨浦及芜湖工厂，新增0.48亿元员工安置费及1.47亿资产减值损失，资产减值损失中华东地区0.72亿，还原0.48亿与0.72亿非经常性损益后，公司净利率为6.17%，较当年5.87%高0.30pct。

基于此，我们假设未来关厂所带来的一次性安置费与当年减少的员工数量相关，资产减值损失与关闭工厂个数线性相关。基于2019年财务数据，测得2022年若关厂6家/10家对净利率影响分别为-0.32pct与-0.65pct。

表8：关闭不同数量工厂所产生的一次性费用对于净利率影响

关闭6家	2019A	2020E	2021E	2022E
对净利率影响	-	-0.31pct	-0.31pct	-0.32pct
关闭10家	2019A	2020E	2021E	2022E
对净利率影响	-	-0.47pct	-0.47pct	-0.65pct

数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

减少员工开支与制造费用，毛利率或可提升至40.3%，显著提升净利水平

基于2019年财务数据，我们假设1)公司关闭工厂后的制造费用变化与产量相关，2)直接人工费用与生产员工数量相关。以2018-2019年关厂后效应为基数，测得2022年关厂6家与关厂10家的毛利率可分别达39.2%与40.3%，关闭低效工厂后所带来的

毛利率提升明显，净利水平可提升约 0.20pct 与 0.95pct。

表 9：关闭不同数量工厂的毛利率

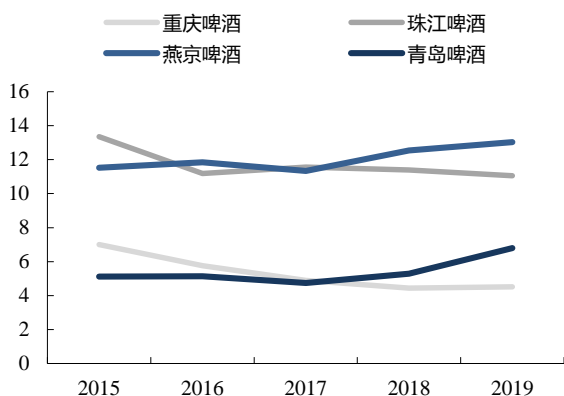
关闭 6 家	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	38.9%	39.0%	39.1%	39.2%
有效产能利用率	57%	59%	62%	64%
对净利率影响	-	+0.02pct	+0.10pct	+0.20pct
关闭 10 家	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	38.9%	39.2%	39.6%	40.3%
有效产能利用率	57%	60%	64%	70%
对净利率影响	-	+0.19pct	+0.46pct	+0.95pct

数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

资本开支高峰期已过，持续利好净利率

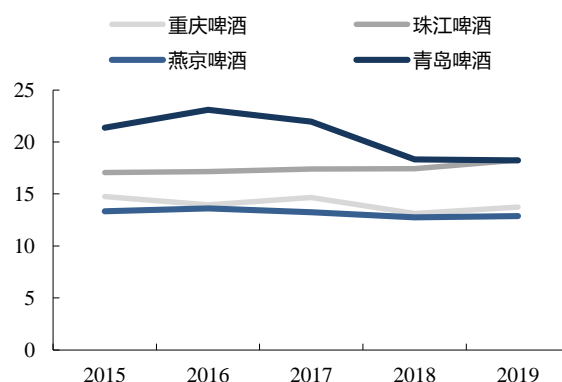
费控能力改善，销售费用率稳步下调。公司现金充裕，财务费用率长期为负，管理费用率基本保持平稳位于行业低位，故期间费用状况主要受销售费用影响。近年来公司销售费用率高于竞争对手，公司近年采取多项举措抓费效提升投放效率，16 年以来公司销售费用率已呈现下降趋势，16-18 年降幅达 4.86pct，期间费用率相应下调。预计随着公司提效控费继续推进，公司控费能力有继续改善空间，伴随关闭工厂后销售人员的减少，销售费用率有望下降 0.33 至 0.68pct。

图 49：青啤管理费用率处于行业较低水平（单位：%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 50：青啤 16 年以来销售费用率下降（单位：%）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

减产提效规划下，公司未来资本支出以现有生产线改造为主，加之关闭工厂额外带来的折旧费用减少，预计未来新增折旧将维持在 4-5 亿元。基于 2019 年财务数据，测得 2022 年关厂 6 家与关厂 10 家后销售费用减少可分别增厚对净利率约 0.34/0.68pct。

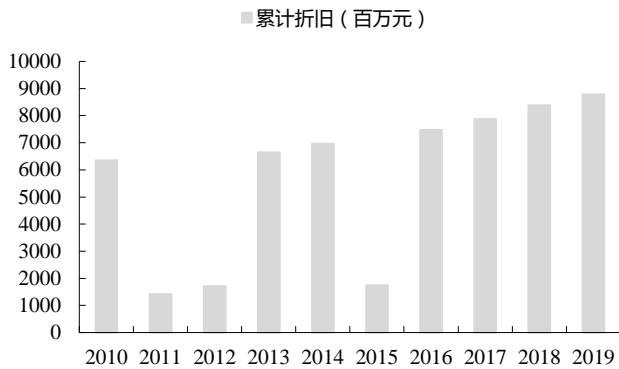
综上，2022 年关闭低效工厂或将提升公司净利率水平约 0.22-0.98pct。

表 10：关闭不同数量工厂销售费用对于净利率影响

关闭 6 家	2019A	2020E	2021E	2022E
对净利率影响	-	+0.33pct	+0.34pct	+0.34pct
关闭 10 家	2019A	2020E	2021E	2022E
对净利率影响	-	+0.49pct	+0.50pct	+0.68pct

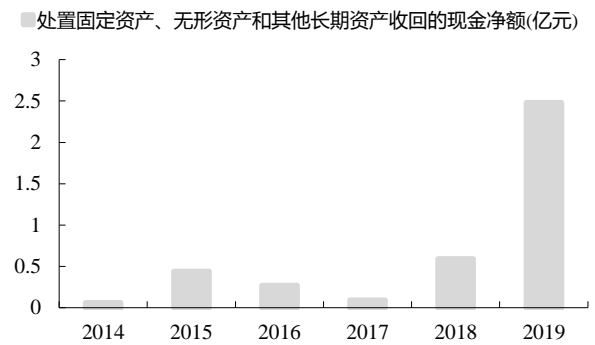
数据来源：东吴证券研究所测算

图 51：公司累计折旧趋于平稳



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 52：处置资产收回现金增厚现金流



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表 11：关闭不同数量工厂对于净利率的整体影响

关闭 6 家	2019A	2020E	2021E	2022E
1. 一次性费用对净利率影响	-	-0.31pct	-0.31pct	-0.32pct
2. 闭厂后员工开支与制造费用变动对净利率影响	-	+0.02pct	+0.10pct	+0.20pct
3. 闭厂后销售费用变化对净利率影响	-	+0.33pct	+0.34pct	+0.34pct
对净利率影响	-	+0.04pct	+0.13pct	+0.22pct
关闭 10 家	2019A	2020E	2021E	2022E
1. 一次性费用对净利率影响	-	-0.47pct	-0.47pct	-0.65pct
2. 闭厂后员工开支与制造费用变动对净利率影响	-	+0.19pct	+0.46pct	+0.95pct

3. 闭厂后销售费用变化	-	+0.49pct	+0.50pct	+0.68pct
对净利率影响				
对净利率影响	-	+0.21pct	+0.49pct	+0.98pct

数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

核心假设：

1. 青岛主品牌受益行业高端化，销量保持高增，销量占比提升。
2. 崂山等其他品牌销量趋稳，未来主要通过直接提价方式提升吨价，公司整体吨价受益于结构升级稳步提升。
3. 公司成本压力整体可控，未来按计划每年关厂 2 家左右，高端化及关厂提效有望带动公司盈利水平稳步提升。

我们预计未来 3 年啤酒行业结构升级，高端化发展趋势不改，青啤将大力发展“奥古特、鸿运当头、经典系列、纯生系列”等高端产品，不断提升高端产品占比及吨价水平，稳步驱动产品高端化进程，公司青岛主品牌销量将保持高增，公司整体吨价及毛利水平稳步上升。

1) 针对青岛主品牌，公司 20 年受疫情影响，预计 20 年上半年销量下滑对业绩形成冲击，但公司作为啤酒行业龙头，疫情影响下中小酒厂加速出清，疫后消费加速补回利好重点动销及行业进一步集中，同时考虑到 20 年低基数，21-22 年业绩或将提速。预计 20-22 年青岛主品牌销量分别为 426/453/482 万千升，同比+5.1/6.4/6.5%，公司在产品结构优化背景下，主品牌产品销量占比提升带动吨价提升，同比+5.5/5.5/6.0%，营收同比+10.9/12.2/12.9%。

2) 针对崂山等其他品牌，多数属于中低端产品，预计受疫情影响，同时叠加高端化进程，未来或通过直接提价方式保持收入水平，销量处于下滑状态。预计 20-22 年崂山等其他品牌销量分别为 340/332/322 万千升，同比-15.0/-2.5/-3.0%，低端产品通过直接提价方式拉动吨价提升，受疫情影响 20 年营收明显下滑，21-22 年保持稳定，同比-12.5/+0.4/-0.1%。

3) 成本方面，公司包材及粮食成本仍存，但考虑到公司作为行业龙头针对上游具备较高议价权，预计成本变动整体可控。盈利能力方面，考虑公司未来直接提价+结构升级+关厂提效其毛利率、净利率将进入上行通道。

表 12：公司主要业务营收盈利预测（百万元，万千升，百万/万千升）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	26575	27984	28641	31072	33890
yoy	1.1%	5.3%	2.3%	8.5%	9.1%
啤酒业务营收	26234	27618	28239	30630	33403
yoy	1.0%	5.3%	2.2%	8.5%	9.1%
吨价	3265.4	3430.4	3687.3	3904.8	4155.8
yoy	0.2%	5.1%	7.5%	5.9%	6.4%
销量	803	805	766	784	804
yoy	0.8%	0.2%	-4.9%	2.4%	2.5%
1) 青岛啤酒品					
牌-营收	16119	17381	19276	21629	24410
yoy	2.7%	7.8%	10.9%	12.2%	12.9%
吨价	4118.2	4290.5	4526.5	4775.4	5062.0
yoy	-1.4%	4.2%	5.5%	5.5%	6.0%
销量	391	405	426	453	482
yoy	4.1%	3.5%	5.1%	6.4%	6.5%
2) 崂山（等其					
他）品牌	10115	10238	8963	9001	8993
Yoy	-1.7%	1.2%	-12.5%	0.4%	-0.1%
吨价	2455.21	2559.40	2636.2	2715.3	2796.7
yoy	0.49%	4.24%	3.0%	3.0%	3.0%
销量	412	400	340	332	322
yoy	-2.14%	-2.91%	-15.0%	-2.5%	-3.0%
归母净利润	1,263	1,852	1,993	2,413	2,979
yoy	21.0%	30.2%	7.6%	21.0%	23.5%
毛利率	37.70%	38.96%	40.67%	41.52%	42.27%
净利率	5.35%	6.62%	6.97%	7.77%	8.80%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

5.2. 投资建议

考虑到啤酒行业具备很强的重资产属性，其固定资产折旧摊销额度较大，为更好衡量啤酒公司的盈利能力，采取 PE 与 EV/EBITDA 的方法进行估值。我国啤酒行业正处于快速高端化和产品结构升级时期，长期看利润释放业绩确定性较强，短期看疫情冲击龙头加速集中，环保政策趋缓、气温回升、疫后消费反弹等利好因素又将加速业绩兑现。

我们预计 20-22 年公司营业收入 286/311/339 亿元，同比+2%/9%/9%；归母净利润 20/24/30 亿元，同比+8%/21%/24%，对应 EPS 分别为 1.5/1.8/2.2 元，当前股价对应 20-22 年 PE 分别为 42/35/28X。长期以来公司 PE 和 EV/EBITDA 均低于行业平均水平，主因市场对公司体制及执行力存在担忧，此次股权激励我们看好公司活力进一步被激发，估值中枢有望进一步上移，同时未来公司产品高端化及关厂提效将带来较大的利润弹性，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 13：可比公司估值

股票代码	股票名称	最新收盘价	EPS (元/股)			EV/EBITDA			PE (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
0291.HK	华润啤酒*	44.8	0.8	1.1	1.3	27	21	18	58	40	36
000729.SZ	燕京啤酒*	6.4	0.1	0.1	0.1	18	16	11	92	60	48
002461.SZ	珠江啤酒*	8.8	0.2	0.3	0.3	22	20	17	37	33	29
600132.SH	重庆啤酒*	59.3	1.1	1.3	1.5	39	33	30	55	45	40
	平均值					27	22	19	61	45	38
600600.SH	青岛啤酒	61.8	1.5	1.8	2.2	19	16	13	42	35	28

数据来源：Wind、东吴证券研究所 注：标*为 WIND 一致预期数据，数据截至 2020.06.02

6. 风险提示

宏观经济增速大幅放缓影响行业需求。行业受宏观经济形势影响较大，低迷的宏观经济将提升消费者对价格敏感度并降低消费需求，对行业造成一定的冲击。

市场竞争加剧，费用大幅上升且无改善迹象。市场越来越激烈，产品越来越流通，公司将加大营销费用投入以抢占市场份额，业绩会受到一定的影响。

省外市场扩张受阻拖累业绩增长。基地市场背景下省外市场表现不佳，从而拖累业绩增长。

管理层动荡带来公司经营持续性受到影响。若管理层持续不稳定，会失去明确的公司经营方向，影响公司正常运转，降低公司管理效率，并对公司的品牌形象造成冲击。

食品安全问题。酿酒辅料污染物超标、糖化发酵剂有虫害等会造成食品安全问题。

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	21,002	23,206	25,340	28,055	营业收入	27,984	28,641	31,072	33,890
现金	15,302	18,056	19,179	22,361	减:营业成本	17,080	16,992	18,171	19,564
应收账款	226	174	260	213	营业税金及附加	2,313	2,294	2,413	2,592
存货	3,182	2,621	3,584	3,097	营业费用	5,104	5,148	5,497	5,992
其他流动资产	2,292	2,355	2,317	2,384	管理费用	1,881	1,906	2,059	2,047
非流动资产	16,311	15,576	15,530	15,498	财务费用	-484	-570	-631	-686
长期股权投资	377	402	428	454	资产减值损失	-121	0	0	0
固定资产	10,222	9,758	9,959	10,214	加:投资净收益	25	23	23	23
在建工程	179	148	136	130	其他收益	57	28	35	43
无形资产	2,559	2,308	2,064	1,758	营业利润	2,698	2,922	3,621	4,447
其他非流动资产	2,974	2,960	2,944	2,943	加:营业外净收支	29	157	75	66
资产总计	37,312	38,782	40,871	43,553	利润总额	2,727	3,079	3,696	4,513
流动负债	13,354	13,490	13,674	13,895	减:所得税费用	798	1,003	1,183	1,410
短期借款	271	271	271	271	少数股东损益	77	83	100	124
应付账款	2,167	2,224	2,472	2,584	归属母公司净利润	1,852	1,993	2,413	2,979
其他流动负债	10,916	10,996	10,931	11,041	EBIT	2,284	2,595	3,154	3,906
非流动负债	4,045	4,045	4,045	4,045	EBITDA	3,399	3,576	4,183	4,999
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	4,045	4,045	4,045	4,045	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	17,399	17,535	17,719	17,940	每股收益(元)	1.37	1.48	1.79	2.21
少数股东权益	742	825	925	1,049	每股净资产(元)	14.19	15.12	16.45	18.18
归属母公司股东权益	19,172	20,422	22,227	24,564	发行在外股份(百万股)	1351	1351	1351	1351
负债和股东权益	37,312	38,782	40,871	43,553	ROIC(%)	6.9%	7.1%	8.1%	9.4%
					ROE(%)	9.7%	9.8%	10.9%	12.1%
					毛利率(%)	39.0%	40.7%	41.5%	42.3%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	6.6%	7.0%	7.8%	8.8%
经营活动现金流	4,017	3,145	2,025	4,131	资产负债率(%)	46.6%	45.2%	43.4%	41.2%
投资活动现金流	-348	-196	-925	-993	收入增长率(%)	5.3%	2.3%	8.5%	9.1%
筹资活动现金流	-769	-195	23	44	净利润增长率(%)	30.2%	7.6%	21.0%	23.5%
现金净增加额	2,904	2,754	1,123	3,182	P/E	45.05	41.86	34.58	28.01
折旧和摊销	1,115	981	1,029	1,092	P/B	4.35	4.09	3.75	3.40
资本开支	1,155	-760	-72	-59	EV/EBITDA	21.04	19.24	16.21	12.95
营运资本变动	1,954	709	-828	688					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>