

当谈青岛啤酒利润弹性时，我们谈些什么？

青岛啤酒（600600.SH）深度研究

证券研究报告

2022年03月02日

● 核心结论

摘要内容

高端化趋势下，啤酒行业利润存在巨大弹性。随着居民消费水平提升，啤酒高端升级趋势明显，根据“十四五”啤酒产业发展目标，2025年啤酒行业吨价有望达到6316元，较十三五末增长47%，利润达到300亿元，较十三五末增长124%，啤酒行业增长潜力可观。青岛啤酒作为我国啤酒行业龙头之一，品牌力、产品力、渠道力多维奠定了发展优势，利润增长空间可期。

提价顺利传导才能支撑股价长期走高。复盘啤酒三轮提价，2007-2008和2017-2018年，提价顺利传导，酒企盈利能力于2009、2019年得到改善，股价也在同年有较大涨幅。而2010-2011年，提价未缓解成本压力，2012年公司毛利率仍未改善，股价也未出现涨势。综上，我们认为啤酒提价信号虽然能催化短期股价上涨，但长期走势仍需要业绩支撑。

直接提价+结构升级推动吨价提升，带来利润增长。我们预计本次直接提价将推动公司2022年吨价上涨约6%，成本端将会有中单位数上涨，吨成本变动幅度为4%/5%/6%时，对应归母净利润同比提升23%/17%/11%。结构升级方面，当主品牌销量占比提升1%/2%/3%时，整体吨价提升0.6%/1.1%/1.7%，归母净利润提升1.5%/4.1%/6.7%。综上，我们预计公司2022年利润增速约为28%（扣除21年土地补偿款）。

投资建议：我们预计公司2021/2022/2023年归母净利润为32/35/44亿元，EPS为2.31/2.54/3.23元/股。公司目前产品结构升级顺利，叠加控费、罐化率提升、提价落地等利好因素，给予公司2022年48倍PE，对应目标价121.92元，维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情反复；原材料价格波动；行业竞争加剧等。

● 核心数据

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	27,984	27,760	30,091	33,206	35,009
增长率	5.3%	-0.8%	8.4%	10.4%	5.4%
归母净利润（百万元）	1,852	2,201	3,150	3,469	4,401
增长率	30.2%	18.9%	43.1%	10.1%	26.9%
每股收益（EPS）	1.36	1.61	2.31	2.54	3.23
市盈率（P/E）	74.7	63.0	44.0	40.0	31.5
市净率（P/B）	7.2	6.7	6.0	5.4	4.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

买入

股票代码

600600

前次评级

买入

评级变动

维持

当前价格

101.58

近一年股价走势



分析师



熊鹏 S0800521080001



xiongpeng@research.xbmail.com.cn

相关研究

青岛啤酒：产品结构持续升级，公司业绩符合预期——青岛啤酒（600600.SH）三季报点评 2021-11-09

青岛啤酒：百年酿经典，国货谋复兴——青岛啤酒（600600.SH）首次覆盖深度报告 2021-11-08

青岛啤酒：聚焦品质，加速改善，百年青啤迎破局之路——青岛啤酒（600600.SH）首次覆盖 2019-12-02

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
青岛啤酒核心指标概览	6
引言	7
一、按迹寻因，静观起落	7
1.1 啤酒行业估值复盘	7
1.2 青岛啤酒股价复盘	11
二、以史为鉴，看青啤本轮提价弹性	13
2.1 第一轮提价复盘（2007.12-2008）	15
2.2 第二轮提价复盘（2010-2011）	18
2.3 第三轮提价复盘（2017-2018）	20
2.4 第四轮提价（2020-2021）&青岛啤酒本轮提价利润弹性测算	23
三、盈利预测与估值	28
3.1 关键假设与盈利预测	28
3.2 估值与投资建议	29
3.2.1 相对估值	29
3.2.2 绝对估值	30
3.2.3 投资建议	31
四、风险提示	31

图表目录

图 1：青岛啤酒核心指标概览图	6
图 2：啤酒、白酒行业相对于食品饮料行业的 beta	8
图 3：啤酒行业 PE 情况（TTM）	8
图 4：2007 年啤酒行业 PE（TTM）达到相对高点	9
图 5：2007 年年初至 2017 年 8 月 31 日细分行业涨跌幅情况	9
图 6：2020 年啤酒行业 PE 走高（TTM）	10
图 7：2020 年分行业涨跌幅	10
图 8：2015 年重庆啤酒率先开始关厂（单位：个）	11
图 9：关厂后公司产能利用率逐步提升	11

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图 10: 啤酒企业吨价不断提升 (元/千升)	11
图 11: 高端化使啤酒企业毛利率提升	11
图 12: 青岛啤酒股价变动复盘	12
图 13: 新冠肺炎当日新增与青啤股价情况	13
图 14: 2005 年以来 PPI 共有四轮上涨	14
图 15: 青岛啤酒 2020 年成本构成拆分	14
图 16: 成本上涨时, 啤酒板块毛利率与净利率随之下降	14
图 17: 瓦楞纸价格情况 (单位: 元/吨)	15
图 18: 进口大麦价格情况 (单位: 美元/吨)	15
图 19: PPI 与 CPI 剪刀差	15
图 20: 2007 年进口大麦价格快速上涨 (单位: 美元/吨)	16
图 21: 青岛啤酒季度吨成本情况 (单位: 元/千升)	16
图 22: 啤酒企业年度吨成本情况 (单位: 元/千升)	16
图 23: 2007-2009 年啤酒企业毛利率	17
图 24: 2007-2009 年啤酒企业净利率	17
图 25: 申万啤酒指数	17
图 26: 青岛啤酒、燕京啤酒 2007-2009 年股价走势	18
图 27: 2010-2014 年进口大麦价格 (单位: 美元/吨)	18
图 28: 主要啤酒企业吨成本变化 (单位: 元/千升)	19
图 29: 2010-2012 年主要啤酒企业毛利率	20
图 30: 2010-2011 年主要酒企股价波动情况 (单位: 元/股)	20
图 31: 2017-2019 年进口大麦价格	21
图 32: 2017-2019 年玻璃价格	21
图 33: 2018 年啤酒企业吨成本承压明显 (单位: 元/千升)	21
图 34: 啤酒企业吨价情况 (单位: 元/千升)	22
图 35: 啤酒企业净利率情况	22
图 36: 2017-2019 年主要酒企股价波动情况 (单位: 元/股)	23
图 37: 进口大麦价格 (单位: 美元/吨)	23
图 38: 玻璃价格 (单位: 元/吨)	23
图 39: 瓦楞纸价格 (单位: 元/吨)	24
图 40: 铝锭价格 (单位: 元/吨)	24
表 1: 第一轮提价情况	17
表 2: 第一轮提价兑现表	18
表 3: 第二轮提价情况	19
表 4: 第二轮提价兑现表	20
表 5: 第三轮提价情况	21
表 6: 第三轮业绩兑现时间	23
表 7: 2022 年上半年包材市场价格同比变动情况	24

找报告, 上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

表 8: 2022H1 吨成本预测	25
表 9: 包材每半年度价格变动幅度 (单位: 元/吨)	25
表 10: 2022H2 包材部分成本同比变动幅度测算	25
表 11: 2022H2 吨成本测算	26
表 12: 2022 年全年成本预测	26
表 13: 青岛啤酒第四轮提价情况	26
表 14: 提价后吨价变动测算 (单位: 元/千升、万千升)	26
表 15: 吨价、吨成本变动对归母净利润影响	27
表 16: 结构升级下吨成本的变动	27
表 17: 青啤历次提价业绩兑现和股价表现对比	28
表 18: 主营业务盈利预测	29
表 19: 可比公司估值 (单位: CNY)	30
表 20: 公司绝对估值	30
表 21: 绝对估值敏感性分析 (单位: 元)	30

投资要点

关键假设

收入端：1) **销量：**公司聚焦中高端产品，未来会加快低端产品向中高端产品升级的步伐，我们预计未来 3 年主品牌销量占比将逐年提升约 2%。总体来看，我们预计 2021/2022/2023 年公司啤酒销量为 793/810/820 万千升，同比+1.4%/+2.1%/+1.3%。

2) **吨价：**考虑到未来对优势地区的主流产品进行提价将会成为啤酒企业提高收入的主要手段之一，同时其他品牌定位于大众市场，我们预计公司主品牌吨价提升幅度将会高于其他品牌，分别来看，2021/2022/2023 年主品牌吨价增幅为 6.3%/9.6%/3.5%，其他品牌吨价增幅为 0.9%/1.0%/1.0%；总体来看 2021/2022/2023 年公司啤酒吨价增幅为 6.8%/8.1%/4.1%。

利润端：1) **毛利率：**公司产能利用率的提升，折旧摊销、生产人员工资的减少及罐化率提升将会打开毛利率提升空间。产品结构升级、毛利率较高的主品牌产品销量占比提升将拉动公司毛利率进一步提升。我们预计 2021/2022/2023 年公司毛利率分别为 42%/44%/47%。

2) **费用率：**2017 年起公司开始控费提效，成效显著，外加关闭落后产能带来的折旧及摊销减少，我们预计未来公司费用率稳中微降。

区别于市场的观点

市场担忧青岛啤酒在超高端价格带没有大单品出现，后续竞争能力不足。我们认为，目前谈超高端为时尚早，中国啤酒高端化升级一靠高端扩容，二靠低端向中高端过渡。目前宏观以稳增长为主，疫情下居民消费意愿降低，低端产品向中高端过渡比依靠超高端扩容更具确定性，青岛啤酒有望依靠这条途径实现利润增厚。

股价上涨催化剂

- 1) 短期：公司产品提价落地；
- 2) 中长期：公司产品结构升级顺利，高端产品销量占比提升，公司在啤酒高端市场市占率提升。

估值与目标价

我们认为啤酒行业高端化开始提速，公司在高端化竞争下具有品牌、产品、渠道优势，且目前公司产品结构升级顺利，叠加控费、罐化率提升、提价落地等利好因素，我们看好公司未来逐步释放利润弹性，预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润为 32/35/44 亿元，EPS 为 2.31/2.54/3.23 元/股，采取相对估值法，我们给予公司 2022 年 48 倍 PE，对应目标价 121.92 元，维持“买入”评级。

青岛啤酒核心指标概览

图 1：青岛啤酒核心指标概览图



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

引言

在首次覆盖报告《青岛啤酒：百年酿经典，国货谋复兴》中，我们对啤酒行业和青岛啤酒基本面进行了梳理。随着居民消费水平提升，啤酒高端升级趋势明显，根据“十四五”啤酒产业发展目标，2025 年啤酒行业吨价达到 6316 元，较十三五末增长 47%，利润达到 300 亿元，较十三五末增长 124%，啤酒行业增长潜力可观。

青岛啤酒作为百年啤酒企业，长期来看品牌力、产品力、渠道力多维奠定其发展优势。

(1) 品牌力：公司精简品牌至“青岛+崂山”两大品牌，青岛品牌定位中高端，崂山品牌定位大众市场，2020 年两大品牌市占率均进入 TOP10。(2) 产品力：更广，公司产品覆盖各个价格带，为消费者提供更多选择，低端产品可以为中高端培育消费者。更早，公司于 2010 年率先布局高端线产品，在高端啤酒的研发上积累较多经验。更清晰，打造高端核心单品+经典款产品升级+提升罐化率三大路径构成公司高端化发展战略；(3) 渠道力：公司巩固优势市场、进攻沿海市场并重，在山东地区+沿黄优势市场专注产品结构升级，在沿海地区以高端产品为敲门砖，攻守结合共促业绩腾飞。

提价落地、销量修复，量价提升，带动利润增长。2021Q3 疫情反复和山东、河南等地强降雨使青岛啤酒优势市场旺季销量受损，2022 年疫情恢复预期较强，公司销量有望同比改善。2020Q4 啤酒原材料价格开始走高，2021 年下半年啤酒成本端承压，啤酒企业为了缓解成本端压力陆续淡季提价，目前渠道反馈提价传导顺利。2022 年量价提升逻辑持续演绎，将带动公司业绩稳步增长。

2022 年吨成本与吨价的变动是公司业绩弹性的主要来源之一，本文主要探讨提价落地后，青岛啤酒的利润弹性该如何看？

一、按迹寻因，静观起落

以股价=PE * EPS 为基础，我们尝试去复盘青岛啤酒近 20 年的股价变动。在此之前，我们先来看看啤酒行业 PE 的情况，以更好理解青啤 PE 变动来自于个股还是行业因素。

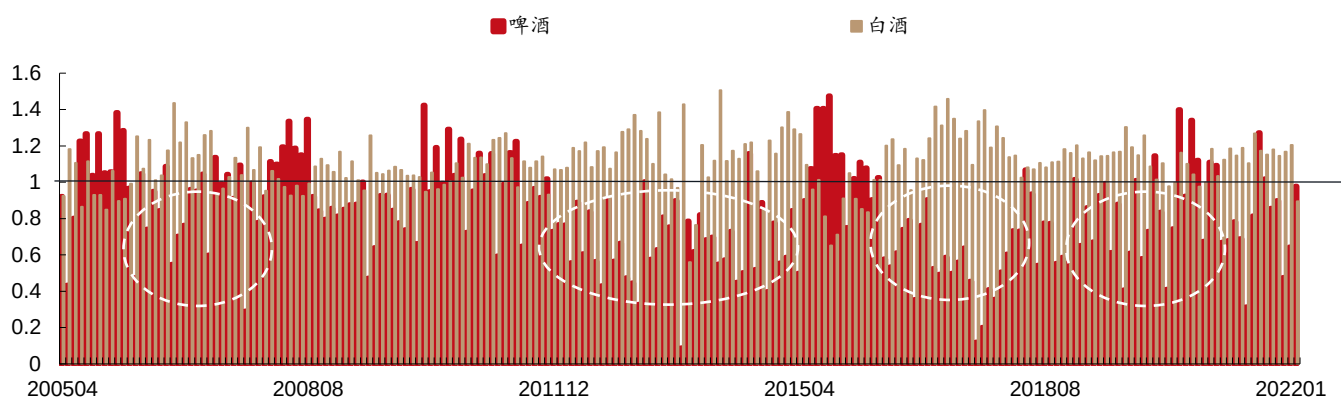
1.1 啤酒行业估值复盘

啤酒板块平均波动性低于食品饮料行业板块，与食品饮料行业板块联动性低于白酒板块。为了论证啤酒板块和食品饮料板块的联动性，我们计算了啤酒指数相对于食品饮料指数的 beta。2005 年 4 月至今，啤酒板块相对于食品饮料行业的 β 均值为 0.83，白酒板块的 β 均值为 1.11。根据 beta 越小，联动性越弱的规则，2007 年、2012-2015 年、2017-2018 年、2019-2020 年啤酒指数出现了较为集中的与食品饮料指数联动性较低的情况，即啤酒指数的变动受食品饮料指数影响较小，啤酒板块变动更依赖于自身行业基本面而非食品饮料板块整体基本面，接下来我们会进一步复盘啤酒行业基本面发生了何种变化。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图 2：啤酒、白酒行业相对于食品饮料行业的 beta

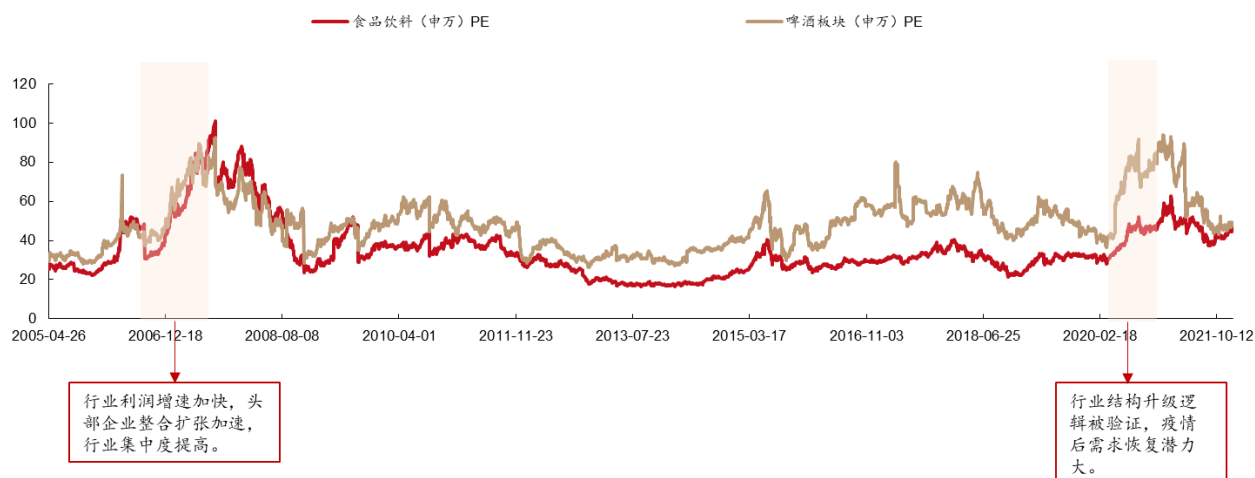


资料来源：Wind，西部证券研发中心

计算方法： $\beta = \text{Variance}(\text{食品饮料板块每日涨跌幅}) / \text{Covariance}(\text{食品饮料板块每日涨跌幅}, \text{细分版块每日涨跌幅})$ ， β 为月度数据，指数为申万一级和申万三级

2005 年至今，啤酒行业估值共有两次较明显的上行趋势，分别在 2007 年、2020 年。

图 3：啤酒行业 PE 情况 (TTM)



资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：参考指数代码 851232.SI 及 801120.SI

➤ 2007 年：“牛市”拉动因素大于啤酒板块基本面因素

2006 年下半年，啤酒板块 PE (TTM) 开始走高，并于 2007 年 8 月 31 日出现拐点。这一轮的啤酒板块估值上涨，我们认为牛市的拉动因素大于啤酒板块自身的基本面因素。2007 年年初至 2007 年 8 月 31 日，沪深 300 涨幅为 160%，啤酒（申万）指数涨幅为 123%，而食品饮料（申万）指数涨幅为 92%，啤酒板块自身涨幅低于沪深 300 涨幅；同时啤酒板块 PE (TTM) 与食品饮料行业 PE (TTM) 较为接近；故我们认为这一期间的 PE (TTM) 走高主要是牛市行情驱动。

找报告，上“数据理河”

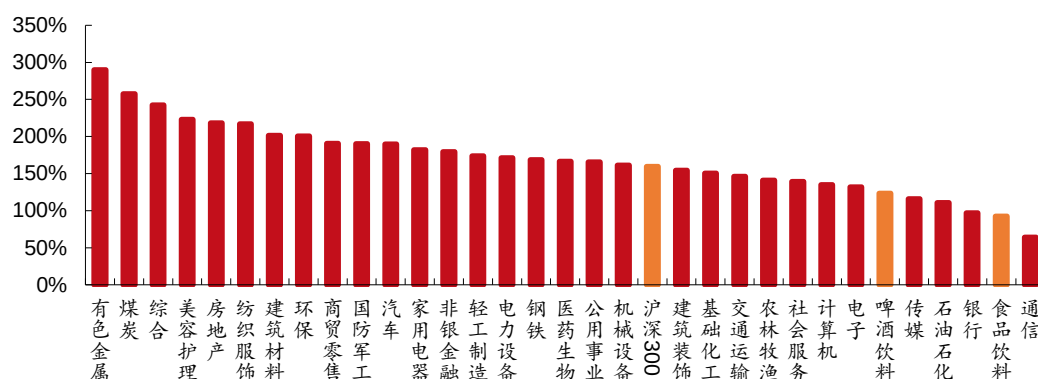
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图 4：2007 年啤酒行业 PE (TTM) 达到相对高点



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：2007 年年初至 2017 年 8 月 31 日细分行业涨跌幅情况

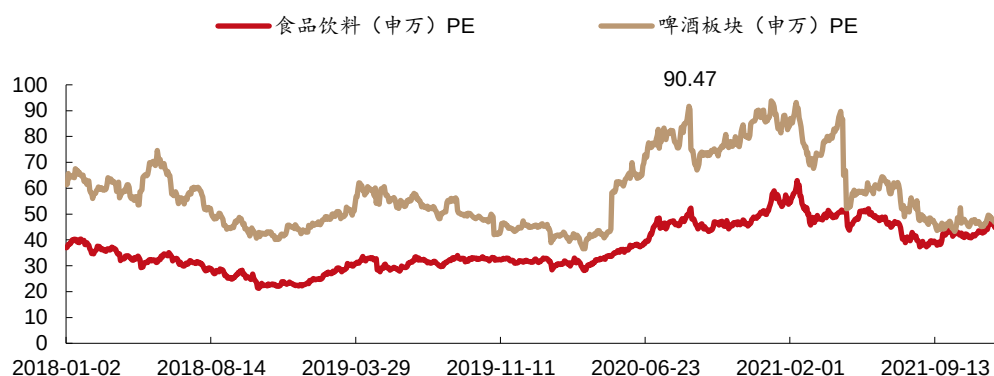


资料来源：Wind，西部证券研发中心

➤ 2020 年：企业关厂提效，行业高端化开启

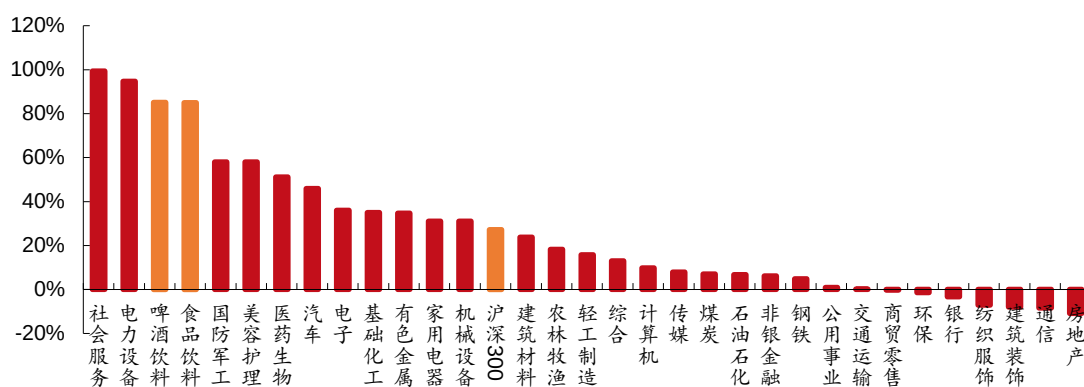
2020 年，啤酒行业板块 PE (TTM) 开始走高，并且高 PE (TTM) 状态一直持续到 2021 年上半年。在前文 beta 分析出，我们认为此轮的高估值上涨更依赖于啤酒行业自身基本面的改善，啤酒板块 2020 年 PE (TTM) 均值为 65X，食品饮料 PE (TTM) 均值仅为 40X。细分行业的涨跌幅也可进一步佐证，啤酒行业 2020 年涨幅 85.09%，略高于食品饮料行业 84.97% 的涨幅。

图 6: 2020 年啤酒行业 PE 走高 (TTM)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 7: 2020 年分行业涨跌幅



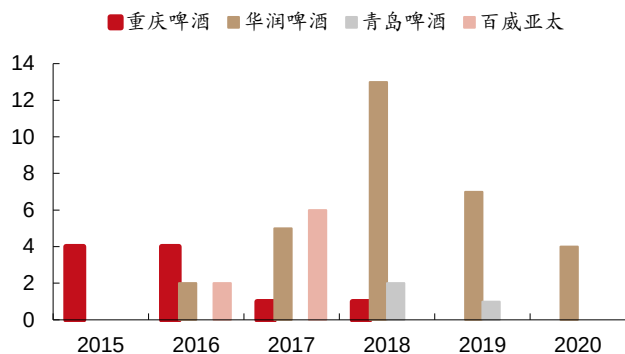
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

2020 年，行业高端化开启。嘉士伯和重庆啤酒完成资产重组定位中高端、乌苏快速放量，华润啤酒迎来决战高端的开局之年，行业高端化趋势显著。一方面，啤酒公司产品结构逐步改善，主要公司的平均吨价已从 2010 年的 2,358 元/吨增长至 2020 年的 3,392 元/吨，CAGR 为 3.7%；另一方面，受益于 2018 年启动的关厂提效，行业产能利用率显著提升。在双重因素的驱动下，主要公司的盈利能力不断提升，板块估值走高。

找报告，上“数据理河”

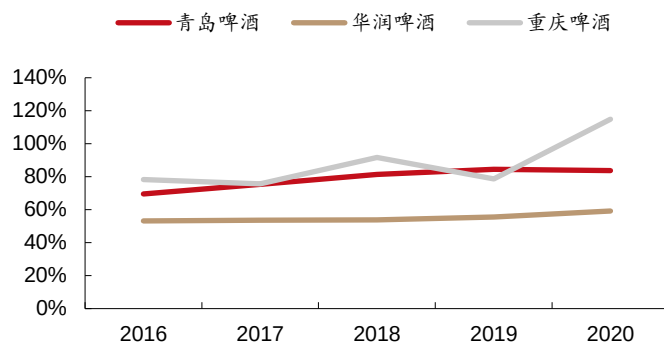
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

图 8：2015 年重庆啤酒率先开始关厂（单位：个）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

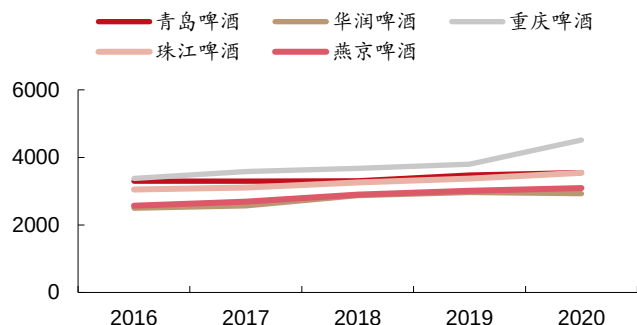
图 9：关厂后公司产能利用率逐步提升



资料来源：Wind，西部证券研发中心

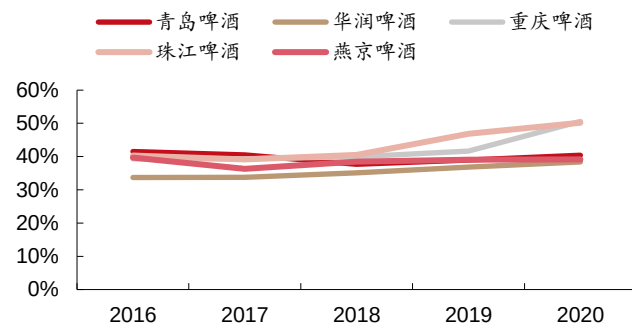
注：青啤、重啤产能利用率为产量/实际产能；华润产能利用率为销量/实际产能

图 10：啤酒企业吨价不断提升（元/千升）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 11：高端化使啤酒企业毛利率提升



资料来源：Wind，西部证券研发中心

高端化利润增速为高估值提供保证。2019-2021 年啤酒板块平均 PE（TTM）为 59，高于食品饮料板块平均 PE（TTM）39X，特别在 2020 年啤酒平均 PE（TTM）高达 65；2021Q4，疫情反复致使动销受损，板块 PE（TTM）回调至均值 47X。根据中国啤酒行业“十四五”发展目标，到 2025 年销售收入 CAGR 为 10.3%，利润端 CAGR 为 17.5%，盈利能力的快速改善仍然能够支撑当前的高估值。

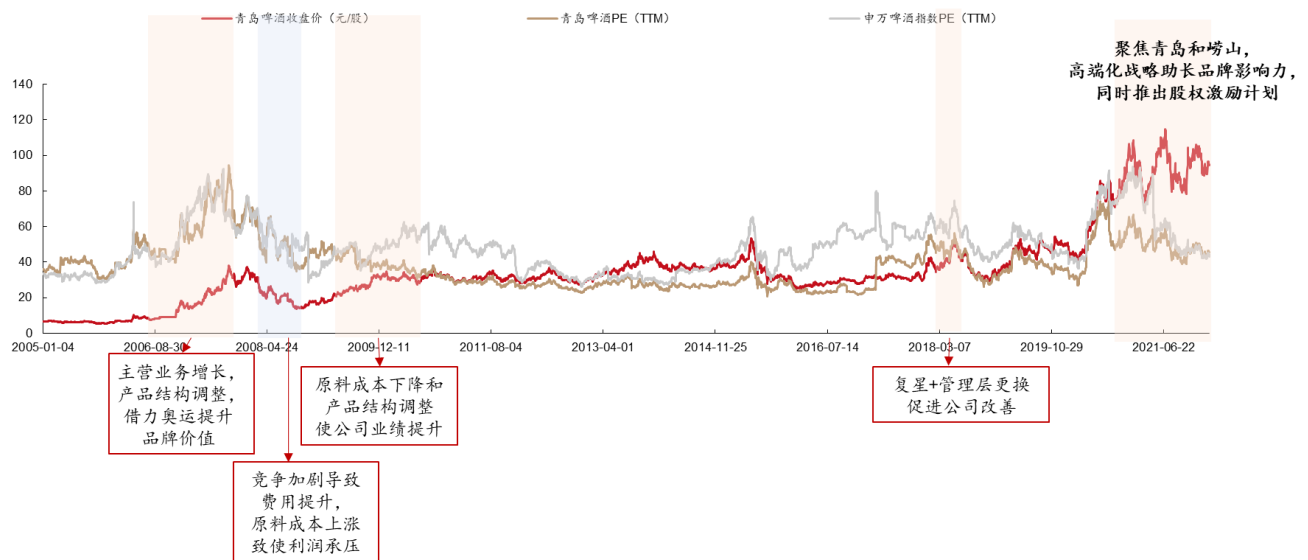
1.2 青岛啤酒股价复盘

复盘完啤酒行业的估值变动，让我们回归青岛啤酒的复盘。从图 12 中，我们可以看出，青岛啤酒 PE（TTM）走势基本与行业 PE（TTM）走势保持一致，可以理解为青岛啤酒估值受行业基本面情况影响较大。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图 12：青岛啤酒股价变动复盘



资料来源：Wind，西部证券研发中心

- **2007.9** 2007 年 9 月，青啤股价迎来第一次大幅上涨，股价最高达到 38.1 元，较年初涨幅接近两倍。一方面，公司 07H1 销量、收入实现同比+12.4%/+16.9%，公司归母净利润同增 69.2%，9 月 EPS（TTM）较年初增长 47.7%。另一方面，如 1.1 分析到 2007 年啤酒板块估值走高，作为啤酒头部企业青啤 2007H1 利润增速表现较优，公司也在当年重订发展战略为“整合和扩张并举”并迈开对外扩张的新步伐，市场给予公司更高估值，2007 年 9 月青啤平均 PE（TTM）为 79X，啤酒板块平均 PE（TTM）为 67X。
- **2008.11** 2008 年从年初开始，青啤股价持续走低，一直到 11 月迎来股价低谷 13.96 元。从啤酒行业来讲，由于大麦、啤酒花、包装物及能源等成本大幅上涨，2008 年啤酒行业利润端承压明显，市场对成本压力缓解有所担忧，板块 PE（TTM）从年初 70+下降到 40+，青啤 PE（TTM）随之下降但仍略高于啤酒板块 PE（TTM）。从青啤自身来说，除了成本端承压，因促销和广告投入较大，2008 年前三季度费用率高达 25%，进一步拖累利润。
- **2009.12** 2009 年年末青岛啤酒股价重回 33.69 元，PE（TTM）为 41X，较 08 年提升幅度较小，主要是成本下降，公司业绩提升明显。2009 年下半年大麦和铝价格大幅下降，叠加产品结构调整、主品牌销量增长，2009Q1-Q3 公司归母净利润同增 79.3%。12 月，公司 EPS（TTM）增至 0.93 元/股。
- **2018.5** 2018 年上半年青啤股价又开启新一轮上涨，5 月股价最高达 54.33 元。此轮上涨更多因为行业拐点出现，板块估值恢复有关，5 月板块平均 PE（TTM）为 67X。产品提价+引入复星战略投资也在公司基本面上带来更多催化。
- **2020.12** 2020 年 12 月公司股份最高达 106.60 元，较年初上涨 112%。主要因为行业高端化趋势明朗、利润增速可观，啤酒板块估值高达 90X，公司享受高端化红利，估值升至约 65X。2020Q3 公司吨价提升快于成本上涨，归母净利润同增 17.6%，EPS（TTM）随之快速增长。

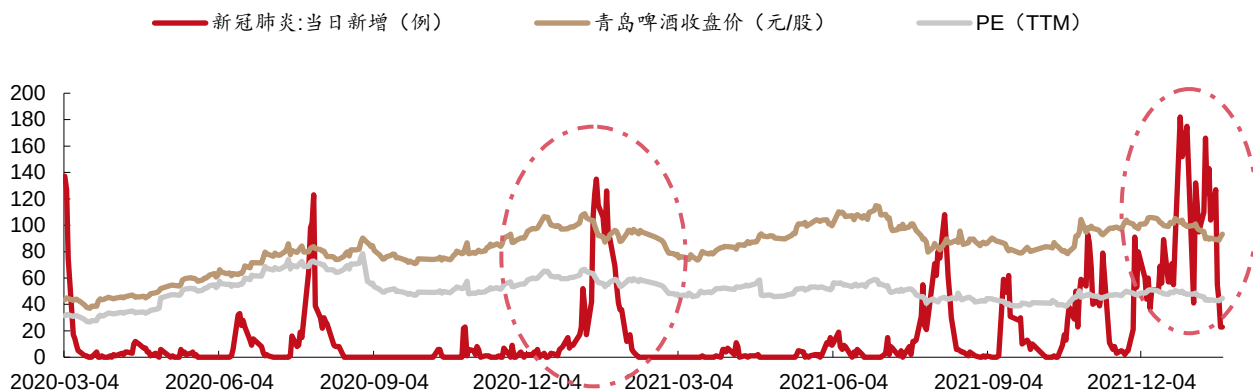
找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

疫情下，青啤股价如何演绎？股价如心中花，当疫情加重时，股价会直接反应市场对**公司业绩的担忧**。2021年底开始，陕西、河南、天津等地疫情加重，市场担忧疫情下公司业绩受损，特别是陕西、河南均为青岛啤酒的优势市场。在此担忧下，2022年1月青岛啤酒股价较年初跌幅近11%。

复盘历史，疫情反复时往往带来短期股价下跌。2021.1-2021.2 和 2021.12-2022.1 出现疫情反复，当日新增确诊人数突增的情况，公司股价均出现短期下跌，对应跌幅 28%、13%。但因为公司基本面坚实，在疫情得控、动销恢复后，股价又会逐步修复，2021.1-2021.2 疫情反复阶段股价在 2021 年 3 月消费旺季临近开始修复，而 2021.12-2022.1 的下跌修复来的更早，在 1 月 19 日股价便开始企稳。这也说明国家对疫情控制更加有效，叠加公司基本面向好，市场担忧情绪修复速度更快。在两次下跌中，PE（TTM）低点分别为 46X 和 43X，2021 年全年 PE（TTM）均值为 50X，青岛啤酒基本面在疫情下仍能支撑较高估值。

图 13：新冠肺炎当日新增与青啤股价情况



资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、以史为鉴，看青啤本轮提价弹性

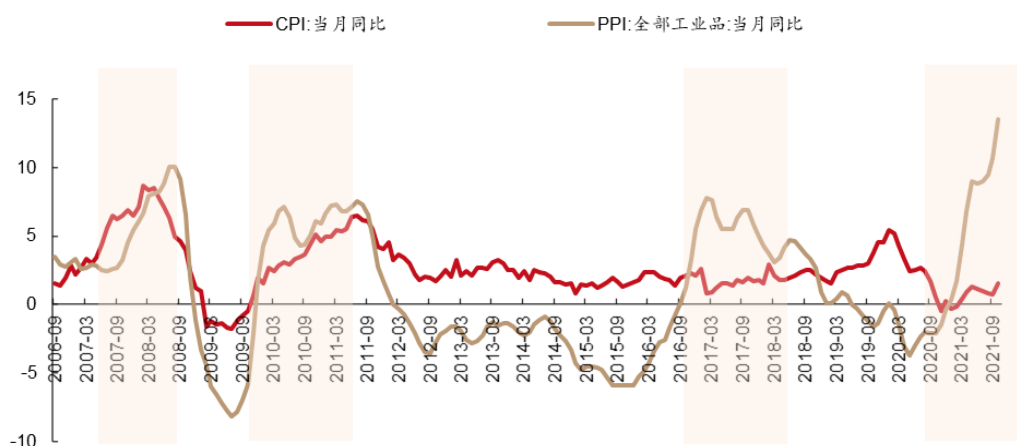
本轮 PPI 上涨与 2016-2018 年轮次相似，PPI 上涨 CPI 平稳。PPI 和 CPI 是跟踪生产端和消费端价格变化的重要指标。2005 年以来，国内 PPI 共有四轮价格上行周期，分别发生在 2007-2008、2009-2011、2016-2018、2010-2011。一般来说，PPI 快速上行通常都伴随着 CPI 的上行，PPI 上涨反应生产端价格上涨，然后通过产业链向下游产业传导，最后波及消费品。

本轮 PPI 与 CPI 的变化与 2016-2017 年较为相似，PPI 上行并没有向下游消费端传导，即 CPI 并未发生明显变化。2016-2017 年主要因为供给侧改革收缩，基建投资高增、地产投资回暖拉动等多因驱动下，国内大宗商品涨价结构性特征显著，未向下游传导；而本轮 PPI 走高的主要原因是 2021 年年初大宗商品价格持续抬升，PPI 快速上行，11 月份 PPI 当月同比增长 12.9%；而因为猪肉价格回落，CPI 价格较为平稳。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

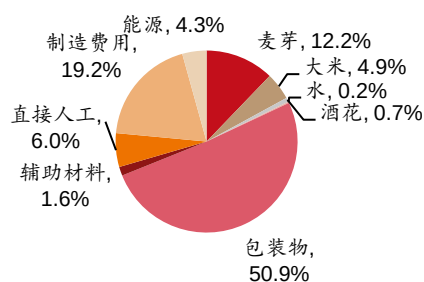
图 14：2005 年以来 PPI 共有四轮上涨



资料来源：Wind，西部证券研发中心

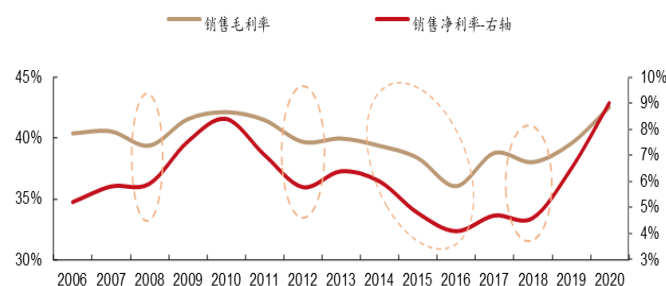
大麦及包材占啤酒成本比重较高。根据青岛啤酒 2020 年年报进行啤酒成本拆分，包材（玻璃、铝锭、瓦楞纸）占比约 51%，麦芽占比约 12%，占比较高，上游大宗商品价格波动将会对啤酒行业毛利率有较大影响。从板块整体来看，得益于产品结构升级、控费见效，啤酒板块（申万指数）盈利能力逐步增强，板块毛利率从 2006 年的 40.38%提高至 2020 年的 42.52%，净利率从 5.22%提高至 9.01%，但受成本价格波动影响毛利率、净利率均呈波动上涨趋势，其中 2008 年、2012 年、2016 年、2018 年毛利率、净利率均出现阶段性低点。

图 15：青岛啤酒 2020 年成本构成拆分



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 16：成本上涨时，啤酒板块毛利率与净利率随之下降



资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：板块数据选自申万啤酒指数

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图 17: 瓦楞纸价格情况 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

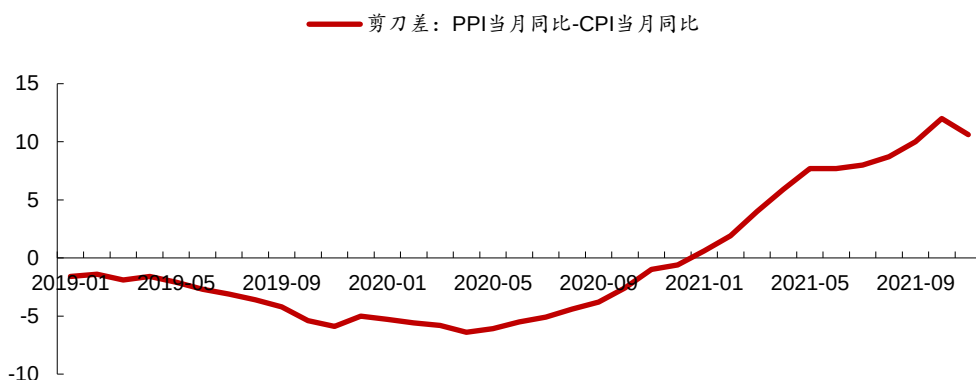
图 18: 进口大麦价格情况 (单位: 美元/吨)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

成本端承压，啤酒企业纷纷开启新一轮提价。前三次 PPI 上涨啤酒企业成本明显承压，均催生了啤酒企业的提价动作。而本轮随着 PPI 与 CPI 剪刀差收窄，食品饮料行业又迎来新一轮涨价潮。

图 19: PPI 与 CPI 剪刀差



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

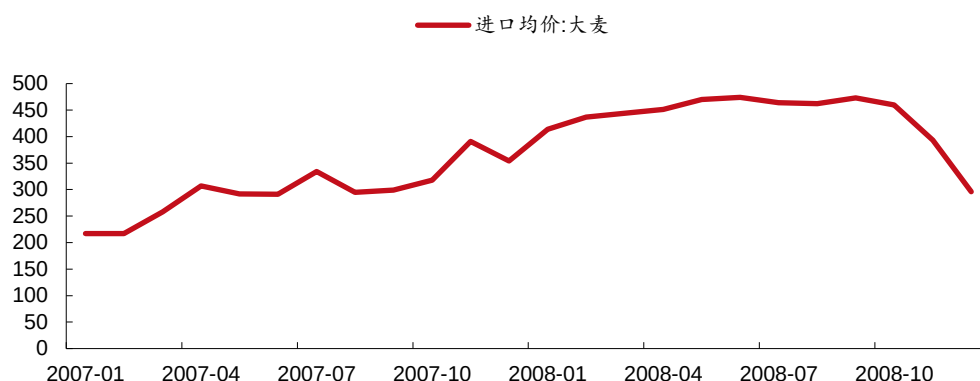
2.1 第一轮提价复盘 (2007.12-2008)

澳洲受灾大麦减产，啤酒原材料成本高涨。我国大麦主要源于澳大利亚进口，由于澳大利亚天气干旱 2006-2007 年大麦产量急剧减产，我国大麦进口价格由 2007 年开始一路走高。2007-2008 年大麦进口价格最高达 474 美元/吨，较 2007 年初增长 118.36%。2008 年，在消耗完低价原材料库存后，啤酒企业成本压力在表现逐渐开始显现：青岛啤酒 Q2 吨成本同比增长 13.86%，燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒 2008 年吨成本增长 0.33%/21.7%/1.08%。

找报告，上“数据理河”

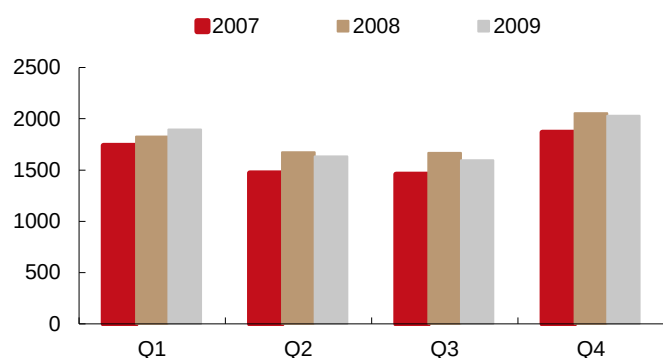
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

图 20：2007 年进口大麦价格快速上涨（单位：美元/吨）



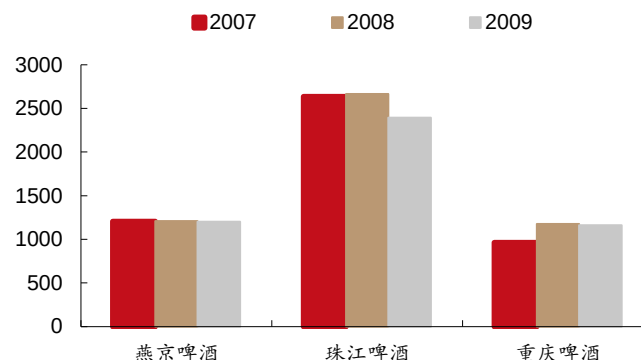
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 21：青岛啤酒季度吨成本情况（单位：元/千升）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 22：啤酒企业年度吨成本情况（单位：元/千升）



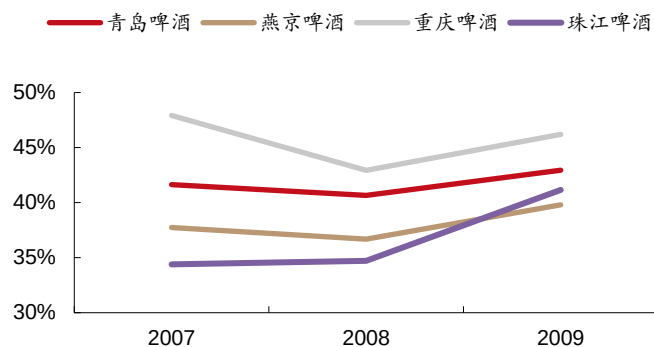
资料来源：Wind，西部证券研发中心

奥运背景下企业扩大销售费用投放，利润进一步压缩开启涨价。2007-2008 年随着市场扩张和奥运宣传需要，啤酒企业加大了销售费用投放，2008 年青岛啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒销售费用同比增长 12.1%/8.3%/10.1%。在成本和费用的双重压力下，2008 年啤酒企业毛利率/净利率出现相对低点。在利润被不断压缩的困境下，啤酒企业或开启涨价，或通过降低产品麦芽浓度来缓和成本上涨压力。本轮提价对啤酒企业的业绩影响较为显著，随着成本价格下降，2009 年各大酒企的盈利能力有所回升，青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒毛利率较 2008 年提升 2.29/3.12/3.27/6.45pcts，净利率提升 2.63/1.37/0.58/1.22pcts。

找报告，上“数据理河”

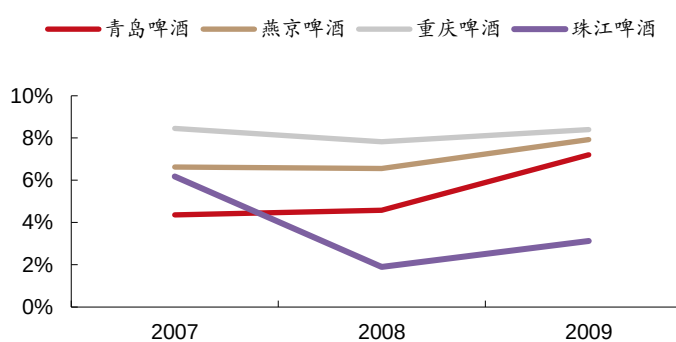
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图 23：2007-2009 年啤酒企业毛利率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 24：2007-2009 年啤酒企业净利率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 1：第一轮提价情况

企业	时间	地区	产品	幅度	具体内容
青岛啤酒	2007 年底	广州、青岛等地	青岛纯生	8%-10%	对广州、青岛等地的青岛纯生啤酒终端价格提升 8-10%。
燕京啤酒	2008 年初	北京地区	燕京啤酒（10 度清爽型）	6.30%	对北京地区销售的燕京啤酒（10 度清爽型）提价 6.3%。

资料来源：Wind，渠道调研，西部证券研发中心

提价信号对股价短期有一定催化，但长期仍需要业绩支持。2007 年底到 2008 年行业内部分企业陆续提价，市场对提价带来的业绩增长产生积极预期，申万啤酒指数同比增长 146%，板块 PE（TTM）同比增长 58%。从个股来看，青岛啤酒、燕京啤酒股价在 2008 年 1 月达到阶段性高端，较 2007 年年初涨幅达 191%/162%。从提价窗口期的股价变动情况来看，提价信号对股价的催化较为短暂，股价到达高点随后在 2008 年整体呈下趋势，啤酒指数/青岛啤酒收盘价/燕京啤酒收盘价全年跌幅为 50%/51%/43%。

图 25：申万啤酒指数



资料来源：Wind，西部证券研发中心

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图 26：青岛啤酒、燕京啤酒 2007-2009 年股价走势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

提价业绩逐步兑现，支撑公司股价更稳健上涨。2009 年末青岛啤酒、燕京啤酒毛利率、净利率显著提升，股价涨幅 90%/43%，业绩兑现支撑股价的上涨。由此可见，股价持续上行的主要动力还是来自于业绩增长，提价能否顺利传导至终端消费者是关键。

表 2：第一轮提价兑现表

公司	提价信号释放时间	股价短期反应时间	业绩兑现时间
燕京啤酒	2008 年初	2008.1	2009
青岛啤酒	2007 年底	2008.1	2009

资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.2 第二轮提价复盘（2010-2011）

2010-2011 年啤酒行业迎来第二轮提价，推动提价的主要原因系原材料价格波动，2011 年全年原材料大麦进口平均价格为 339 美元/吨，较 2010 年上涨 47.6%，大麦高价一直维持到 2012H2 才开始下滑。相应的，2011 年主要酒企表现吨成本上涨趋势显现，青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒吨成本同比提高 5.8%/8.9%/12.8%/6.1%。

图 27：2010-2014 年进口大麦价格（单位：美元/吨）

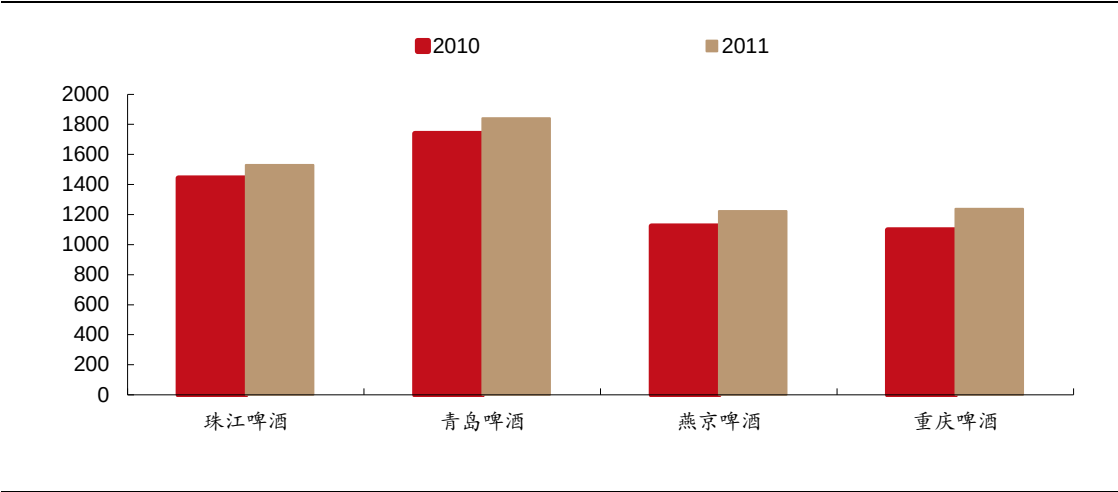


资料来源：Wind，西部证券研发中心

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图 28：主要啤酒企业吨成本变化（单位：元/千升）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

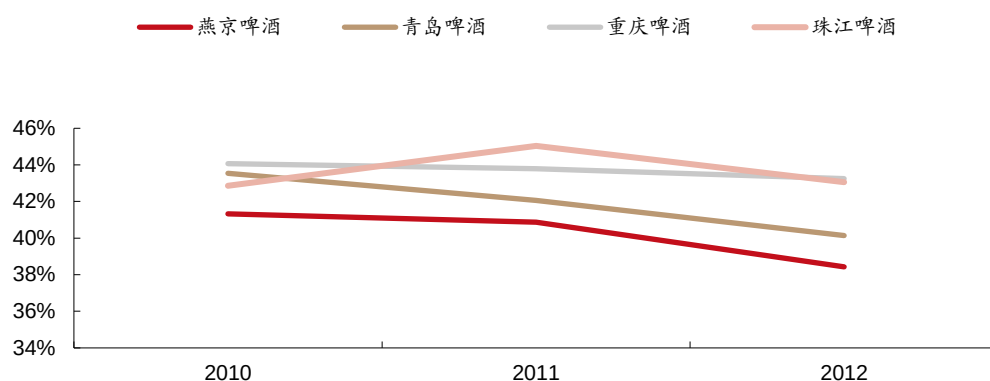
第二轮提价并未给啤酒企业带来明显的盈利局面改善。2012 年燕京啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒全年毛利率同比下滑-2.44/-1.93/-0.54/-0.1pcts。我们认为是因为本轮大麦价格维持高位时间较长引起，2012 年燕京啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒吨成本同比增长 12.21%/3.85%/20.72%/6.47%，成本端持续承压，故本轮提价并未给公司盈利能力带来改善。

表 3：第二轮提价情况

公司	时间	地区	产品	幅度	
青岛啤酒	2011 年初	全国地区	青岛主品牌产品	10%	对全国地区销售的青岛啤酒（品牌）价格提涨 10%左右。
华润啤酒	2011 年初	吉林地区	500ml 的瓶装啤酒	6.75%-16.7%	500ml 瓶装啤酒在吉林地区终端价格涨 6.75%-16.7%。
	2010 年末	四川、辽宁、安徽等	雪花品牌产品	10%-20%	四川、辽宁、安徽等强势地区，华润雪花已经对部分产品提价 20%，平均提价也有 10%以上。
燕京啤酒	2011 年初	北京地区	10 款清爽型啤酒、普通装 16% 与罐装燕京啤酒		旗下 10 款清爽型啤酒每箱提价 3 元，由 42 元/箱涨至 45 元/箱；普通装燕京啤酒，进货价每箱提升 12 元，由 42 元/箱提至 54 元/箱；罐装燕京啤酒进货价提价 8 元，由 48 元/箱提至 56 元/箱。平均每瓶出厂价提高约 16%。

资料来源：Wind，渠道调研，西部证券研发中心

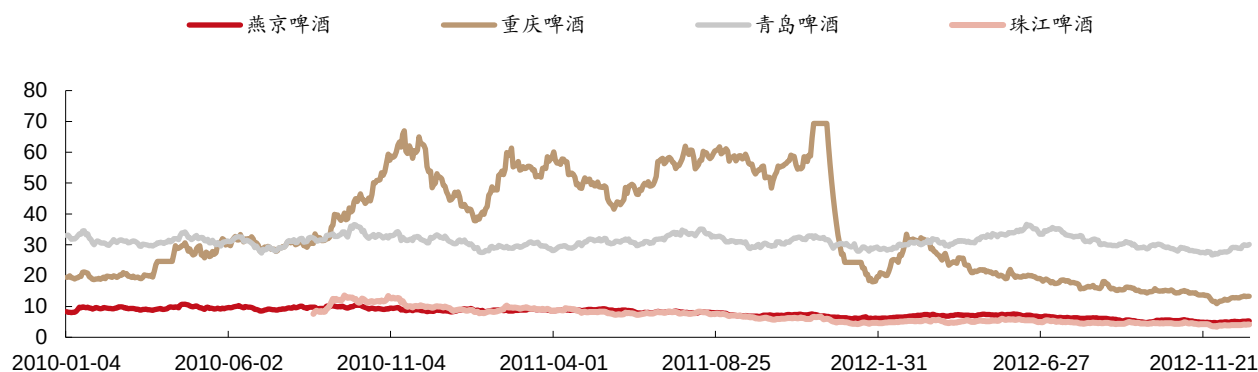
图 29：2010-2012 年主要啤酒企业毛利率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

本轮提价对股价的催化作用不够明显。发出提价动作的几家企业股价在短期并未被催化，长期因为盈利能力未改善不能带来 EPS 提高，股价并未有明显变化。2012 年年初至年末燕京啤酒/重庆啤酒/青岛啤酒/珠江啤酒股价涨跌幅分别为-15%/-46%/+5%/-6.63%。

图 30：2010-2011 年主要酒企股价波动情况（单位：元/股）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 4：第二轮提价兑现表

公司	提价信号释放时间	股价短期反应时间	业绩兑现时间
燕京啤酒	2011 年初	无较大波动	无明显业绩波动
青岛啤酒	2011 年初	无较大波动	无明显业绩波动

资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.3 第三轮提价复盘（2017-2018）

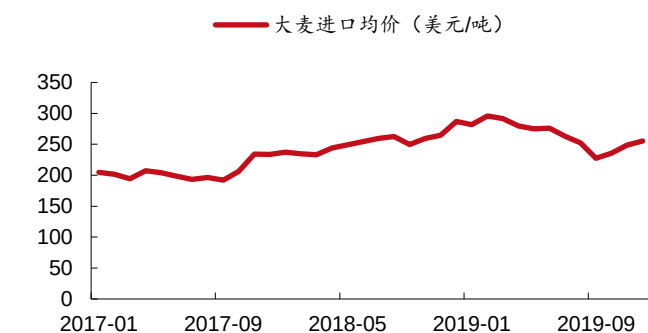
供给侧改革和澳洲干旱使啤酒企业成本端再遇承压，第三轮涨价来临。2018 年年末，进口大麦/玻璃/铝锭价格较 2017 年初增长 40%/35%/7%，啤酒企业成本端再次承压。从表观来看，2018 年青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒吨成本较 2016 年上涨

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

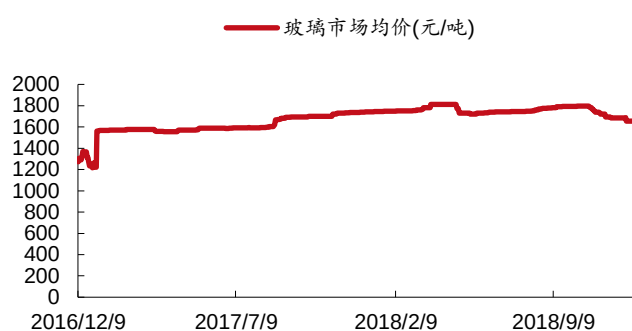
6.9%/16.3%/8.0%/7.4%。

图 31: 2017-2019 年进口大麦价格



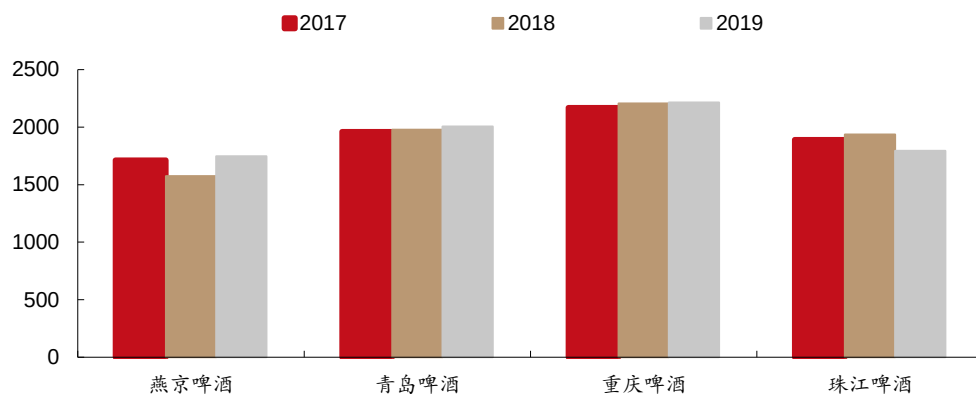
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 32: 2017-2019 年玻璃价格



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 33: 2018 年啤酒企业吨成本承压明显 (单位: 元/千升)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

本轮提价有效改善了公司盈利能力。本次提价后, 2018 年华润啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒吨价同比提升 11.92%/0.2%/2%/9.02%/4.2%。受益于吨价提升, 啤酒企业毛利率水平在 2019 年开始改善, 2019 年华润/青啤/重啤/燕京/珠江毛利率分别提升 1.70/1.26/1.76/0.53/6.29pcts, 净利率提升 0.85/1.02/8.19/0.32/2.68pcts。

表 5: 第三轮提价情况

企业	时间	区域	产品	提价幅度	具体内容
燕京啤酒	2017 年 12 月		本生啤酒 (460ml)	15%-20%	对旗下本生啤酒 (460ml, 纸 1*12) 的终端进货结算价格顺涨 3 元/箱, 单瓶零售价顺涨 1 元/瓶。
	2018 年 3 月		低端产品	5%	对低端产品涨价 5%左右
华润啤酒	2018 年 1 月		纯生、勇闯天涯等 9 款产品	10-15%	调整部分中低端产品价格, 包括雪花纯生、勇闯天涯在内的 9 款产品进店价格上涨 2-10 元/件, 多数产品提升幅度为 4-7 元, 提价产品规

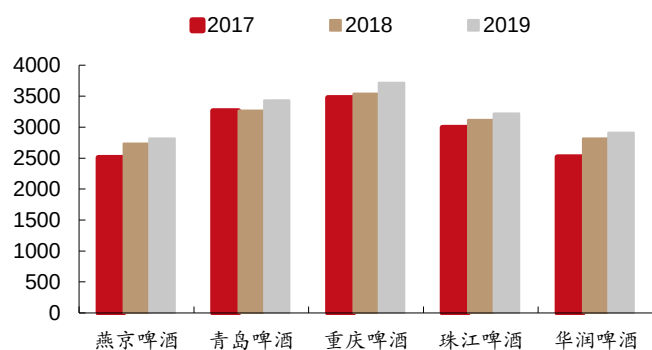
找报告, 上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

格均为 500ml。					
喜力啤酒	2018 年 11 月	全国区域	喜力系列及虎牌系列	分别提 3.8%、4%	
青岛啤酒	2018 年 1 月	部分区域	部分产品	不超过 5%	拟对部分区域的部分产品进行价格上涨，并非针对全部产品，拟涨价部分产品的平均涨价幅度不超过 5%。
	2018 年 5 月	全国	核心产品	-	单箱提价 2 元
	2019 年 3 月		纯生系列、经典 1903、经典 300ml	纯生提价 10%，经典系列提价 4%-5%	纯生系列提价 10%，经典 1903 与经典 300ml 提价 4%-5%
重庆啤酒	2018 年 1 月	核心市场	相对高端的瓶装纯生产品和低端的易拉罐装产品	5%	2018 年 1 月末重庆啤酒在核心市场跟进提出厂价，提价的品类为相对高端的瓶装纯生产品和低端的易拉罐装产品，我们预计提价的幅度在 5% 左右，主要提价品类的收入占比在 10% 左右。
百威啤酒	2018 年 2 月	部分区域	百威啤酒部分产品	4%	自 2018 年 2 月 1 日起，百威旗下啤酒批发价将提高 3.9%。且此前，雪花啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒已纷纷上调啤酒价格。
	2018 年 3 月	部分区域	百威啤酒 500ml 瓶装	49%	针对百威啤酒 500ml 瓶装，开单价由 57 元/箱提升至 85 元/箱，常规力度 10 箱送 4 箱。
	2018 年 4 月	部分区域	哈尔滨啤酒	5%	2018 年 4 月起对哈尔滨啤酒提价不超过 5%。
珠江啤酒	2018 年 4 月	广州	珠江金装 12°、珠江清爽、珠江纯生精装 11° 等	5%-10%	零售价上，珠江金装 12 度啤酒已从 3.6 元涨至 3.9 元，珠江 635 毫升新清爽啤酒已从 3.2 元涨至 3.5 元；珠江纯生精装 11 度、珠江纯生精品 11 度价格虽尚未上调，但容量却由 635 毫升“瘦身”至 600 毫升。

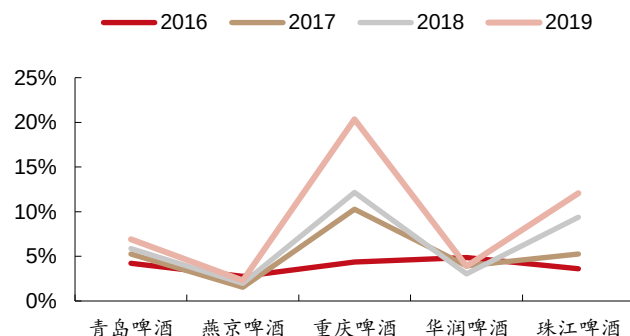
资料来源：Wind，渠道调研，西部证券研发中心

图 34：啤酒企业吨价情况（单位：元/千升）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 35：啤酒企业净利率情况



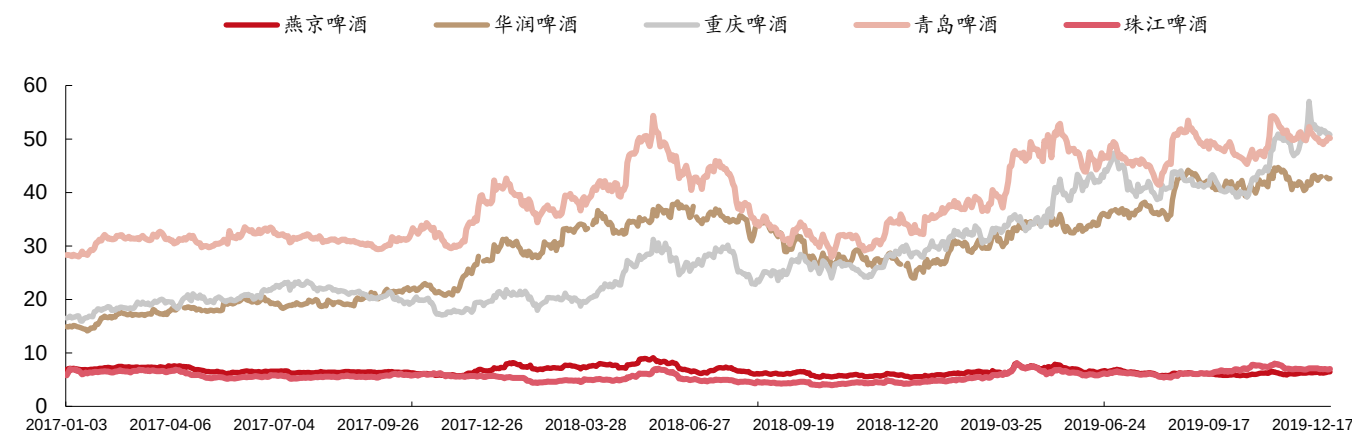
资料来源：Wind，西部证券研发中心

业绩高增长的支撑下，股价上行趋势明显。2019 年青島啤酒/重慶啤酒/珠江啤酒/燕京啤酒/華潤啤酒個股漲跌幅分別為 49%/78%/64%/17%/67%，業績持續向好是支撐股價上漲的關鍵因素。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图 36：2017-2019 年主要酒企股价波动情况（单位：元/股）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 6：第三轮业绩兑现时间

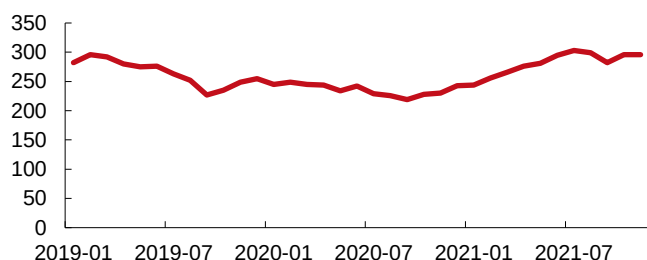
品牌	提价信号释放时间	股价短期反应时间	业绩反应时间
燕京啤酒	2017 年 12 月	2018.3	2019Q2
青岛啤酒	2018 年 1 月	2018.3	2019Q2

资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.4 第四轮提价（2020-2021）& 青岛啤酒本轮提价利润弹性测算

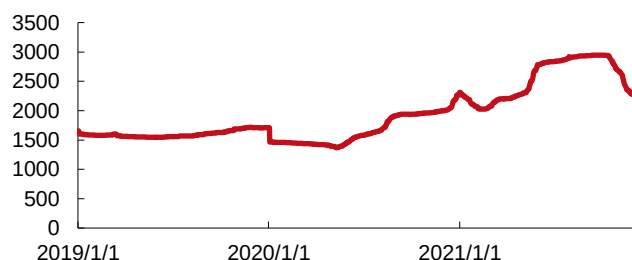
啤酒原材料于 2020H2 进入新一轮上涨周期，成本端压力促使青岛啤酒开始新一轮提价。疫情影响正常生产活动，国内玻璃等包材供不应求，价格高企；此外以美国为主的刺激经济的量化宽松政策使大宗商品价格走高。2020Q4 以来，包材价格不断走高，2021 年年末铝锭/瓦楞纸/玻璃价格同比增长 14%/21%/21%。青岛啤酒表现成本端压力从 2021Q3 开始体现，Q3 单季度吨成本上涨约为 7%（若扣除其他业务成本，吨成本预计同比上涨超 8%）。

图 37：进口大麦价格（单位：美元/吨）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 38：玻璃价格（单位：元/吨）

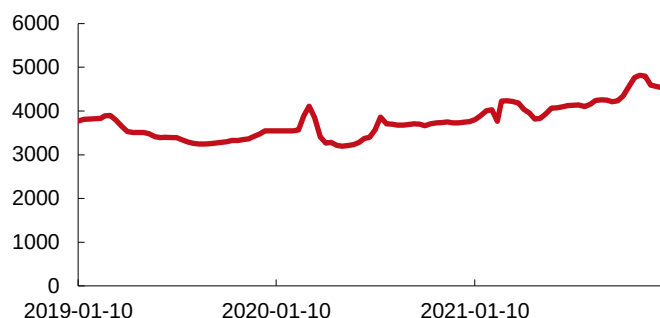


资料来源：百川盈孚，西部证券研发中心

找报告，上“数据理河”

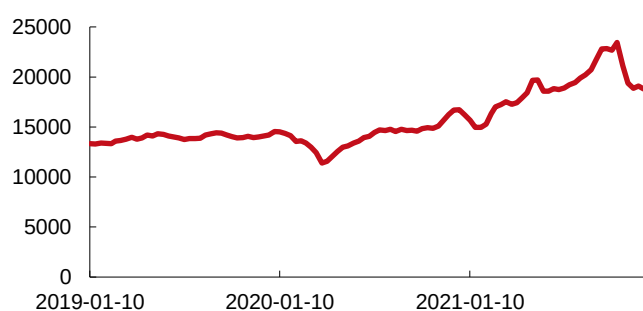
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图 39：瓦楞纸价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 40：铝锭价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

2022 年，青岛啤酒的利润弹性依旧来自于量价提升，此处主要针对吨价部分进行讨论。吨价提升一部分来自于本轮直接提价，另一部分来自结构升级。

直接提价逐步落地，缓解公司成本端压力。面对大宗商品的采购价格上涨，青岛啤酒对部分产品进行提价。提价带来的利润弹性主要受吨成本和吨价变动影响。下面我们将对吨成本、吨价进行更详细的测算。

吨成本：根据公司披露，公司实行多数物料年度竞价、部分物料季度竞价的采购模式，考虑到原材料大麦需要进口，采购周期较长，我们预测 2022 年全年大麦原材料已在 21 年完成锁定，根据 wind 数据测算，2020 年大麦年均价为 1766 元/吨（即 2021 年原材料成本），2021 年大麦年均价为 2099 元/吨（即 2022 年原材料成本），则 2022 年大麦原材料成本预计上涨 19% 左右。而成本端变化的核心在于包材价格，以重啤为例，包材采购为 3-6 个月，我们以 6 个月为采购周期进行测算，铝锭、玻璃是最重要的包材，我们测算将聚焦于此。（注：本测算以 2021 年吨成本为基准，仅考虑采购价格变动对成本带来的影响，未进一步考虑产品结构升级下成本的变动。）

（1）2022H1 成本

我们假设采购发生在 6 月、12 月。21 年 12 月玻璃价格同比+6%，铝锭价格同比+15%，取均值约 10%，即 2022H1 公司包材成本同比+10%。

表 7：2022 年上半年包材市场价格同比变动情况

包材均价（元/吨）	玻璃	铝锭	对应成本期
2020 年 12 月	2132	16554	21H1 包材采购价
2021 年 12 月	2260	18992	22H1 包材采购价
	6%	15%	
均值		10%	

资料来源：Wind，西部证券研发中心

根据公司 2021 年半年报，2021H1 公司吨成本约为 2096 元/千升，按照成本中包材占比 51%、大麦成本占比 12% 进一步拆分，再结合大麦成本同比+19%，包材成本同比+10% 的预测，2022 年 H1 成本端依旧承压，吨成本同比增加约 11%。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

表 8：2022H1 吨成本预测

吨成本拆分 (元/千升)	包材成本	大麦成本	其他成本	总吨成本
2021H1	1069	265	762	2096
2022H1	1219	315	762	2334
yoy	10%	19%	0%	11%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

(2) 2022H2 成本

2022H2 包材价格需参考 2022 年 6 月包材的采购价格，我们根据 2020H1、2020H2、2021H1、2021H2 四个半年度间包材的极值相差幅度来估算 2022 年 6 月包材价格较 2021 年 12 月包材价格的变动幅度，即铝锭价格变动幅度为 19%，玻璃价格变动幅度为 27%，为保证敏感性测试的便捷性，我们将变动幅度假设为铝锭 20%，玻璃 30%。以 2021 年 12 月采购价格为基础，结合变动幅度，我们进一步测算出 2022H2 包材成本较 2021H2 包材成本的变动幅度（即 2022 年 6 月估算市场价格较 2021 年 6 月包材市场价格的同比变动），结果显示同比变动幅度为-31%~13%，则可推算 2022H2 吨成本的区间范围。

表 9：包材每半年度价格变动幅度（单位：元/吨）

	最大值	最小值	变动幅度
铝锭			
2020H1	14338	12058	19%
2020H2	16554	14602	13%
2021H1	19310	15189	27%
2021H2	22468	18992	18%
变动幅度均值			19%
玻璃			
2020H1	1547	1400	11%
2020H2	2132	1547	31%
2021H1	2821	2040	38%
2021H2	2944	2260	30%
变动幅度均值			27%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 10：2022H2 包材部分成本同比变动幅度测算

22 年 6 月较 21 年 12 月采购价格变动幅度（玻璃）													
铝锭	-30%	-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
-20%	-31%	-29%	-27%	-25%	-23%	-21%	-19%	-17%	-15%	-13%	-11%	-9%	-7%
-15%	-29%	-27%	-25%	-23%	-21%	-19%	-17%	-15%	-13%	-11%	-9%	-7%	-5%
-10%	-26%	-24%	-22%	-20%	-18%	-16%	-14%	-12%	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%
-5%	-24%	-22%	-20%	-18%	-16%	-14%	-12%	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%
0%	-21%	-19%	-17%	-15%	-13%	-11%	-9%	-7%	-5%	-3%	-1%	1%	3%
5%	-19%	-17%	-15%	-13%	-11%	-9%	-7%	-5%	-3%	-1%	1%	3%	5%
10%	-16%	-14%	-12%	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	8%
15%	-14%	-12%	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	8%	10%

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

20%	-11%	-9%	-7%	-5%	-3%	-1%	1%	3%	5%	7%	9%	11%	13%
-----	------	-----	-----	-----	-----	-----	----	----	----	----	----	-----	-----

资料来源：Wind，西部证券研发中心

根据前文相同方式，我们测算可得 2022H2 吨成本同比变动幅度为-14%~9%。

表 11：2022H2 吨成本测算

吨成本拆分 (元/千升)	包材同比变动	包材	大麦 (同比+19%)	其他	总吨成本	吨成本同比变动
2021H2		1167	265	857	2289	
	-31%	805		857	1977	-14%
	-20%	934		857	2106	-8%
	-10%	1050		857	2222	-3%
2022H2	0%	1167	315	857	2339	2%
	13%	1319		857	2491	9%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

总的来看，公司成本端进行预测，我们预计 2022H1 上半年成本压力持续；考虑到当前各项包材成本价格处于回落，我们认为 2022 年下半年成本压力有望得到好转，中性来看下半年吨成本同比-8%~+2%，对应的全年成本+2%~+7%，中性来看全年成本同比增长中单位数。

表 12：2022 年全年成本预测

2022H2 吨成本幅度	-14%	-8%	-3%	2%	9%
2022 年吨成本 (元/千升)	2156	2212	2264	2315	2382
yoy	-1%	2%	4%	7%	10%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

吨价：纯生、经典等大单品提价对公司吨价提升贡献明显。参考重庆啤酒、华润啤酒为应对成本上涨压力对核心大单品进行提价，青岛啤酒或对核心单品进行陆续提价。我们以 2021 年预估销量和各档次预估吨价为基础，进行高端、中端部分产品提价测算，测算结果显示此次提价将会使公司平均吨价提升中单位数，结合产品升级后提价产品销量提升会进一步提升公司吨价，我们认为本次提价基本能够覆盖成本上涨部分。

表 13：青岛啤酒第四轮提价情况

时间	提价情况
2021.8	山东省纯生终端每箱提价 4 元
2021.12	1903 和白啤罐装分别提价 9%、13%
2022.1	白啤瓶装提价 4%，纯生小瓶出厂价提价 4%，经典大瓶部分省份提价 7%

资料来源：渠道调研，啤酒板，西部证券研发中心

表 14：提价后吨价变动测算（单位：元/千升、万千升）

产品档次	提价前	提价后	提价说明
青岛品牌			
高端			白啤、纯生小瓶
吨价	5522	6229	
数量	230	230	
yoy		13%	

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

中端		
吨价	3789	3919
数量	195	195
yoy		3%
其他品牌		
吨价	2583	2583
数量	368	368
平均吨价	3732	4076
yoy		6%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

根据前文分析，当吨价变动幅度为 6%，吨成本变动幅度为 4%/5%/6%时，公司归母净利润同比提升 23%/17%/11%。

表 15：吨价、吨成本变动对归母净利润影响

吨价变动	吨成本变动								
	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%
2%	12.65%	6.29%	-0.06%	-6.42%	-12.78%	-19.14%	-25.50%	-31.86%	-38.22%
3%	20.02%	13.67%	7.31%	0.95%	-5.41%	-11.77%	-18.13%	-24.49%	-30.84%
4%	27.40%	21.04%	14.68%	8.32%	1.96%	-4.40%	-10.76%	-17.11%	-23.47%
5%	34.77%	28.41%	22.05%	15.69%	9.33%	2.97%	-3.38%	-9.74%	-16.10%
6%	42.14%	35.78%	29.42%	23.06%	16.70%	10.35%	3.99%	-2.37%	-8.73%
7%	49.51%	43.15%	36.79%	30.43%	24.08%	17.72%	11.36%	5.00%	-1.36%
8%	56.88%	50.52%	44.16%	37.81%	31.45%	25.09%	18.73%	12.37%	6.01%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：假设 22 年费用率、销量等与 21 年相同，且 21 年归母净利润扣除土地补偿款

结构升级是吨价提升的另一种驱动力。假设销量、主品牌和其他品牌吨价及吨成本不变的情况下，主品牌销量占比提升 1%/2%/3%时，整体吨价提升 0.6%/1.1%/1.7%。在其他条件（吨成本、费用等）不变的情况下，毛利率对应提升 0.2/0.4/0.6pct，归母净利润提升 1.5%/4.1%/6.7%。结合直接提价、结构升级、成本端变化，我们预计青岛啤酒 2022 年归母净利润为 35 亿元，对应增速为 28%（2021 年利润扣除土地补偿款）。

表 16：结构升级下吨成本的变动

	2021E	2022E		
主品牌占比提升		1%	2%	3%
啤酒业务				
收入（百万元）	29,596	29,765	29,935	30,105
销量（万吨）	793	793	793	793
吨价（元/千升）	3732	3753	3775	3796
yoy		0.6%	1.1%	1.7%
（1）主品牌				
收入	20,092	20,463	20,837	21,212
销量	425	433	441	449
销量占比	53.6%	54.6%	55.6%	56.6%
吨价（元/千升）	4726	4726	4726	4726

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

(2) 其他品牌				
收入	9,505	9,302	9,097	8,892
销量	368	360	352	344
销量占比	46.4%	45.4%	44.4%	43.4%
吨价 (元/千升)	2584	2584	2584	2584

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

对比历次提价的业绩兑现期, 提价虽然能够带来短期业绩催化, 但业绩端增长才能支撑后续长期的股价走高。从青啤股价来看, 在 2021 年 11 月份提价信息对股价有明显的催化, 后期受疫情影响股价出现了较大回调。目前来看, 一方面疫情反复下股价恢复时间更短, 疫苗获批、旅游放开等利好消息使市场对疫情恢复预期更加乐观, 另一方面青啤作为在疫情中即饮渠道销量受损、且量价提升逻辑清晰的标的, 随着业绩逐步得到验证, 利润增速仍能支撑股价上涨。

表 17: 青啤历次提价业绩兑现和股价表现对比

	2009	2012	2019
归母净利润增速	79%	1%	30%
PE(TTM)	41	25	36
股价变动幅度	+86%	+5%	+49%

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

三、盈利预测与估值

3.1 关键假设与盈利预测

收入端: 我们预计 2021/2022/2023 年公司营业收入为 301/332/350 亿元, 同比 +8.4%/+10.4%/+5.4%。

1) 销量: 公司聚焦中高端产品, 2021H1 产品结构升级提速, 主品牌销量同比增长 20.9%, 我们预计 2021/2022/2023 年公司主品牌销量为 425/449/471 万千升, 同比 +9.6%/+5.7%/+4.8%, 其他品牌销量为 368/360/350 万千升, 同比 -6.6%/-2.0%/-3.0%。总体来看, 我们预计 2021/2022/2023 年公司啤酒销量为 793/810/820 万千升, 同比 +1.4%/+2.1%/+1.3%。

2) 吨价: 考虑到公司近期对纯生、经典等大单品进行提升, 我们预计公司主品牌吨价提升幅度将会高于其他品牌, 分别来看, 2021/2022/2023 年主品牌吨价增幅为 6.3%/9.6%/3.5%, 其他品牌吨价增幅为 0.9%/1%/1%; 总体来看 2021/2022/2023 年公司啤酒吨价增幅为 6.8%/8.1%/4.1%。

利润端: 我们预计 2021/2022/2023 年公司归母净利润为 32 (扣除土地补偿款后 27 亿元) /35/44 亿元, 同比 +43.1%/+10.1%/+26.9% (扣除土地补偿款增速为 23%/28%/27%)

1) 毛利率: 公司近年来关闭低端产能, 对已有产能进行智能化升级。公司产能利用率的提升, 折旧摊销、生产人员工资的减少及罐化率提升将会打开毛利率提升空间。此外, 产品结构升级、毛利率较高的主品牌产品占比提升将拉动公司毛利率进一步提升。同时, 我们仍需考虑到 2022 年成本端压力, 故预计 2021/2022/2023 年公司毛利率分别为 42%/44%/47%。

找报告, 上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

2) 费用率: 2017 年起公司开始控费提效, 成效显著, 外加关闭落后产能带来的折旧及摊销减少, 我们预计未来公司费用率稳中微降。

表 18: 主营业务盈利预测

		2020	2021E	2022E	2023E
主品牌	收入 (百万元)	17251	20092	23278	25247
	yoy		16.5%	15.9%	8.5%
	销量 (万千升)	388	425	449	471
	yoy		9.6%	5.7%	4.8%
	吨价 (元/千升)	4446	4726	5180	5363
	yoy		6.3%	9.6%	3.5%
	毛利率	48%	49%	52%	54%
其他品牌	收入 (百万元)	10087	9505	9408	9217
	yoy		-5.8%	-1.0%	-2.0%
	销量 (万千升)	394	368	360	350
	yoy		-6.6%	-2.0%	-3.0%
	吨价 (元/千升)	2560	2584	2610	2636
	yoy		0.9%	1.0%	1.0%
	毛利率	28%	27%	26%	28%
小计	收入 (百万元)	27338	29596	32686	34463
	yoy		8.3%	10.4%	5.4%
	销量 (万千升)	782	793	810	820
	yoy		1.4%	2.1%	1.3%
	吨价 (元/千升)	3496	3732	4036	4200
	yoy		6.8%	8.1%	4.1%
	毛利率	41%	42%	44%	47%
其他业务	收入 (百万元)	422	495	520	546
	yoy		17.3%	5.0%	5.0%
	毛利率	28%	49%	39%	39%
合计	收入 (百万元)	27760	30091	33206	35009
	yoy		8.4%	10.4%	5.4%
	毛利率	40%	42%	44%	47%

资料来源: 公司年报, 西部证券研发中心

3.2 估值与投资建议

3.2.1 相对估值

我们选取国内啤酒行业市占率较高的中国啤酒公司作为估值参考, 华润啤酒、青岛啤酒作为国内市占率前两位已经实现全国化布局, 重庆啤酒在嘉士伯注资后高端化提速, 珠江啤酒、燕京啤酒地区优势较强。公司作为国产中高端第一品牌, 在高端产品布局、品牌口碑上具有优势——精简品牌提高费用投放精度, 结合当下国潮热的“百年青啤, 百年经典”宣传口号让青啤品牌价值不断提升。2021 年公司产品结构升级显著, 公司凭借在山东地区、华北市占率优势推动产品结构升级将进一步提高公司利润弹性。

找报告, 上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

我们预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润为 32/35/44 亿元，EPS 为 2.31/2.54/3.23，目前公司产品结构升级顺利，叠加控费、罐化率提升、提价落地等利好因素，我们看好公司未来逐步释放利润弹性。当前可比公司 2022 年 PE 平均值为 43X，我们给予公司 2022 年 48 倍 PE，对应目标价 121.92 元。

表 19：可比公司估值（单位：CNY）

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价	EPS (元/股)			PE (TTM)	PE (倍)		
				2020A	2021E	2022E		2020A	2021E	2022E
0291.HK	华润啤酒	1,666.60	50.06	0.65	1.38	1.34	40	77	36	37
000729.SZ	燕京啤酒	235.63	8.36	0.07	0.09	0.11	85	122	91	74
600132.SH	重庆啤酒	688.79	142.32	2.23	3.01	3.74	59	53	47	38
002461.SZ	珠江啤酒	184.81	8.35	0.26	0.35	0.39	30	42	24	21
	平均值						53	74	50	43
600600.SH	青岛啤酒	1,133.88	101.58	1.61	2.31	2.54	49	63	44	40

资料来源：Wind，西部证券研发中心（除青岛啤酒，其他标的盈利预测数值取自 wind 一致预测，数据截止 2022/3/1）

3.2.2 绝对估值

我们采用 FCFF 估值方法，假设永续增长率为 1.5%，WACC=7.55%，得到每股股价 126.02 元。

表 20：公司绝对估值

过渡期增长率	5.00%	债务资本成本 Kd	4.00%
永续增长率 g	1.50%	债务资本比重 Wd (%)	8.85%
贝塔值 (β)	2.50	股权资本成本 Ke (%)	8.00%
无风险利率 Rf (%)	3.00%	加权平均资本成本 WACC (%)	7.55%
市场的预期收益率 Rm (%)	5.00%		
企业价值 (百万元)	150149.68	总股本 (百万股)	1364.35
股权价值 (百万元)	171936.27	每股价值(元)	126.02

资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 21：绝对估值敏感性分析（单位：元）

永续增长率 g	0.93%	1.02%	1.13%	1.24%	1.36%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%
WACC											
4.69%	196.77	200.54	204.91	210.03	216.05	223.22	231.85	242.39	255.47	272.06	293.68
5.15%	176.71	179.60	182.94	186.81	191.33	196.67	203.01	210.65	219.97	231.55	246.24
5.67%	159.30	161.52	164.08	167.02	170.44	174.44	179.15	184.75	191.49	199.72	209.94
6.24%	144.14	145.85	147.81	150.06	152.66	155.67	159.18	163.33	168.26	174.20	181.44
6.86%	130.89	132.22	133.72	135.44	137.42	139.69	142.33	145.42	149.06	153.39	158.60
7.55%	119.29	120.31	121.47	122.79	124.29	126.02	128.01	130.32	133.02	136.21	139.99
8.30%	109.11	109.90	110.79	111.80	112.95	114.26	115.76	117.50	119.51	121.87	124.64
9.13%	100.15	100.76	101.45	102.22	103.10	104.09	105.23	106.54	108.05	109.80	111.84
10.05%	92.27	92.74	93.27	93.86	94.53	95.28	96.15	97.13	98.26	99.57	101.08
11.05%	85.33	85.69	86.09	86.54	87.05	87.63	88.28	89.02	89.87	90.84	91.97
12.16%	79.20	79.48	79.79	80.13	80.52	80.95	81.45	82.01	82.64	83.37	84.20

资料来源：西部证券研发中心

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

3.2.3 投资建议

我们认为啤酒行业高端化开始提速，公司在高端化竞争下具有品牌、产品、渠道优势，且目前公司产品结构升级顺利，叠加控费、罐化率提升、提价落地等利好因素，我们看好公司未来逐步释放利润弹性，预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润为 32/35/44 亿元，EPS 为 2.31/2.54/3.23 元/股，采取相对估值法，我们给予公司 2022 年 48 倍 PE，对应目标价 121.92 元，维持“买入”评级。

四、风险提示

1. **新冠疫情反复。**疫情反复会影响餐饮、夜场等经营，即饮渠道受限，公司产品销量或因此不及预期；
2. **天气、政策法规等因素具有不确定性。**啤酒消费具有季节性，Q2、Q3 气温较高，是啤酒消费的旺季，但若气温较低、降雨量增多，啤酒消费量会因而受影响，公司销量或因此下滑；
3. **行业竞争加剧。**若区域竞争加剧，公司市占率存在下降风险，为应对竞争公司也有提高销售费用的可能，进而影响整体业绩；
4. **原材料价格波动。**包材、大麦等原材料价格存在不确定性，若原材料价格上涨幅度较大，公司利润将被削薄。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	15,302	18,467	15,435	19,391	24,523	营业收入	27,984	27,760	30,091	33,206	35,009
应收款项	430	439	629	711	829	营业成本	17,080	16,541	17,482	18,563	18,521
存货净额	3,182	3,281	3,175	3,504	3,511	营业税金及附加	2,313	2,219	2,405	2,654	2,799
其他流动资产	2,088	2,441	9,617	9,578	9,583	销售费用	5,104	4,985	5,266	5,778	6,092
流动资产合计	21,002	24,628	28,856	33,183	38,445	管理费用	1,902	1,700	1,920	2,031	2,057
固定资产及在建工程	10,401	10,642	9,871	8,739	7,732	财务费用	(484)	(471)	(182)	(193)	(267)
长期股权投资	377	374	384	385	385	其他费用/（-收入）	(629)	(463)	(682)	(703)	(668)
无形资产	2,559	2,504	2,242	1,982	1,724	营业利润	2,698	3,250	3,881	5,076	6,475
其他非流动资产	2,974	3,365	3,017	3,120	3,146	营业外净收支	29	(11)	778	5	(3)
非流动资产合计	16,311	16,886	15,513	14,226	12,986	利润总额	2,727	3,240	4,659	5,080	6,472
资产总计	37,312	41,514	44,369	47,410	51,432	所得税费用	798	913	1,305	1,423	1,812
短期借款	271	703	989	466	531	净利润	1,929	2,327	3,355	3,658	4,660
应付款项	10,658	11,436	12,558	12,919	12,927	少数股东损益	77	126	204	189	259
其他流动负债	2,425	3,371	2,637	2,811	2,940	归属于母公司净利润	1,852	2,201	3,150	3,469	4,401
流动负债合计	13,354	15,510	16,183	16,196	16,397						
长期借款及应付债券	1,304	1,453	1,168	1,308	1,309	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
其他长期负债	2,741	3,183	2,824	2,916	2,975	盈利能力					
长期负债合计	4,045	4,636	3,993	4,224	4,284	ROE	10.0%	11.1%	14.4%	14.1%	15.9%
负债合计	17,399	20,146	20,176	20,420	20,681	毛利率	39.0%	40.4%	41.9%	44.1%	47.1%
股本	1,351	1,364	1,364	1,364	1,364	营业利润率	9.6%	11.7%	12.9%	15.3%	18.5%
股东权益	19,913	21,368	24,193	26,990	30,751	销售净利率	6.9%	8.4%	11.1%	11.0%	13.3%
负债和股东权益总计	37,312	41,514	44,369	47,410	51,432	成长能力					
						营业收入增长率	5.3%	-0.8%	8.4%	10.4%	5.4%
现金流量表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E	营业利润增长率	13.5%	20.5%	19.4%	30.8%	27.6%
净利润	1,929	2,327	3,355	3,658	4,660	归母净利润增长率	30.2%	18.9%	43.1%	10.1%	26.9%
折旧摊销	1,113	1,072	1,148	1,147	1,151	偿债能力					
营运资金变动	(484)	(471)	(182)	(193)	(267)	资产负债率	46.6%	48.5%	45.5%	43.1%	40.2%
其他	1,459	2,026	(90)	263	0	流动比	1.57	1.78	1.78	2.05	2.34
经营活动现金流	4,017	4,953	4,230	4,874	5,544	速动比	1.33	1.38	1.59	1.83	2.13
资本支出	127	(408)	(104)	254	127						
其他	(475)	(1,079)	(7,100)	22	26	每股指标与估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
投资活动现金流	(348)	(1,488)	(7,205)	276	153	每股指标					
债务融资	480	923	472	(333)	333	EPS	1.36	1.61	2.31	2.54	3.23
权益融资	(743)	(1,059)	(530)	(861)	(898)	BVPS	14.05	15.11	17.04	18.95	21.51
其它	(506)	(221)	(600)	(200)	(300)	估值					
筹资活动现金流	(769)	(356)	(658)	(1,394)	(865)	P/E	74.7	63.0	44.0	40.0	31.5
汇率变动						P/B	7.2	6.7	6.0	5.4	4.7
现金净增加额	2,900	3,110	(3,632)	3,756	4,832	P/S	15.0	28.7	21.0	18.9	14.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

西部证券—公司投资评级说明

买入：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上
增持：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间
中性：公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%
卖出：公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他方式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新