

青岛啤酒

一、企业综合分析

青岛啤酒产自青岛啤酒股份有限公司（股票代码：600600），公司的前身是国营青岛啤酒厂，1903 年由英、德两国商人合资开办，是最早的啤酒生产企业之一。2008 年北京奥运会官方赞助商。

青岛啤酒远销美国、日本、德国、法国、英国、意大利、加拿大、巴西、墨西哥等世界 100 多个国家和地区。全球啤酒行业权威报告 Barth Report 依据产量排名，青岛啤酒为世界第五大啤酒厂商。

2019 年 12 月，青岛啤酒入选 2019 中国品牌强国盛典榜样 100 品牌，在人民日报“中国品牌发展指数”100 榜单排名第 91 位。

一位香港官员曾说：“外国人认识中国通常有两种途径，一个是通过孔子，另一个途径就是通过青岛啤酒。”显然，历经沧桑的百年青啤，已经成为不可替代的“中国文化符号”。

（一）行业规模及所处阶段

啤酒是继水和茶饮之后全球销量排名第三的饮料，我国作为全球最大的啤酒生产国，2019 年啤酒产量达到 3765.3 万千升，约占全球啤酒产量的 24.5%。2020 年前三季度中国啤酒产量达 2813.5 万千升，同比下降 25.28%。据中国海关数据显示，2020 年前三季度中国啤酒出口量为 28.35 万千升，啤酒进口量为 46.9 万千升，进口量仍远大于出口量。



资料来源：《2020 年中国啤酒行业发展趋势分析》

我国啤酒销量遥遥领先,远超全球其他啤酒大国。从全球啤酒销量角度来看,自 2013 年至 2020 年,我国啤酒销量均超越美国,稳居世界第一。2019 年销量达到 4543 万千升, 占全球总量 2.01 亿千升的 22.6%, 是销量第二名美国的近两倍。受新冠疫情影响, 全球多国政府采取封城举措, 各国消费行业均遭受不同程度的负面影响, 导致 2020 年全球啤酒销量下降显著。据 Euromonitor 预测, 全球啤酒销量将在 2021 年大幅回升, 随后趋于平稳。

随着近年来消费市场不断释放红利, 众多企业均陆续加码高端市场。尽管目前受疫情影响, 线下消费市场出现不同程度停滞现象, 但随着疫情得以控制, 消费市场仍将以

高端化为主旋律。新冠肺炎疫情对一季度影响较大，中长期结构升级趋势不变。

纵观我国啤酒行业发展历程，自 2005 年起我国啤酒总产量和销量均呈现明显增长态势，并于 2013 年达到顶峰，总产量和销量均突破 5000 万千升。

啤酒主要消费人群集中在 20-50 岁，随着近年来我国老龄化趋势日益加剧，20-39 岁消费群体人数减少，叠加产品严重同质化的消极影响，成为我国啤酒产量下降的重要因素。啤酒总产销量自 2013 年以来逐步回落，截至 2020 年 12 月，我国啤酒总产量已较峰值下降超 30%，目前总产量不足 4000 万千升。据 Euromonitor 预测显示，我国啤酒销量在未来 4 年内将保持相对平稳状态，预计在 2023-2024 年，我国啤酒销量将稳定在 4200 万千升左右。

2005-2024E 年我国啤酒销量趋势



资料来源：东北证券《啤酒行业深度报告：千帆竞渡，高端产品百花齐放的大时代》

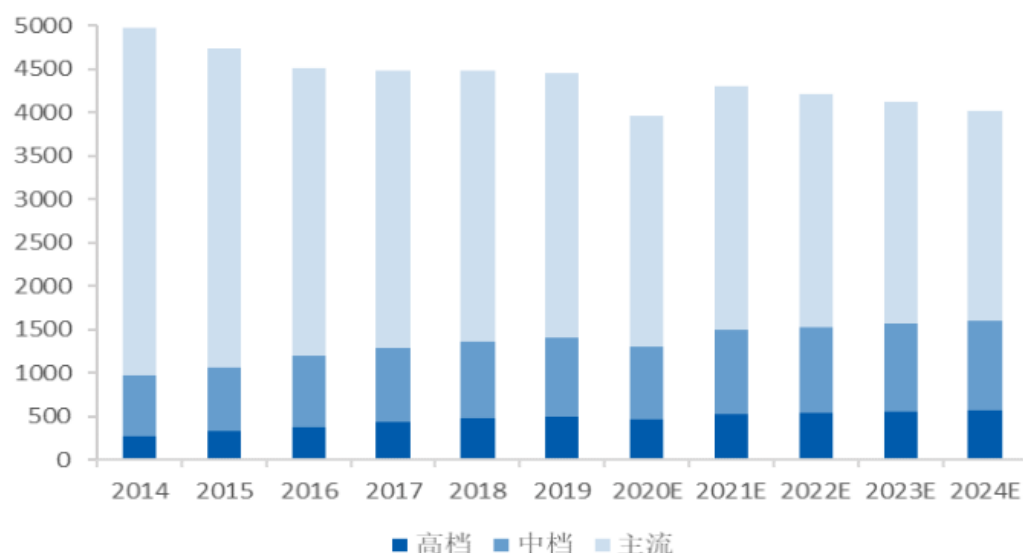
啤酒行业产品矩阵变化，高端啤酒品牌或将持续受益。近几年我国啤酒销售呈现出了明显的结构变化，据 Euromonitor 统计显示，按每升售价的差别，将啤酒分为三种类型：高档啤酒（14 元及以上/500ml）、中档啤酒（7-14 元/500ml）、经济型啤酒（7 元及以下/500ml）。

从销量和销售额数据来看，2014-2019 年间，我国高档啤酒销量和销售额近年来增

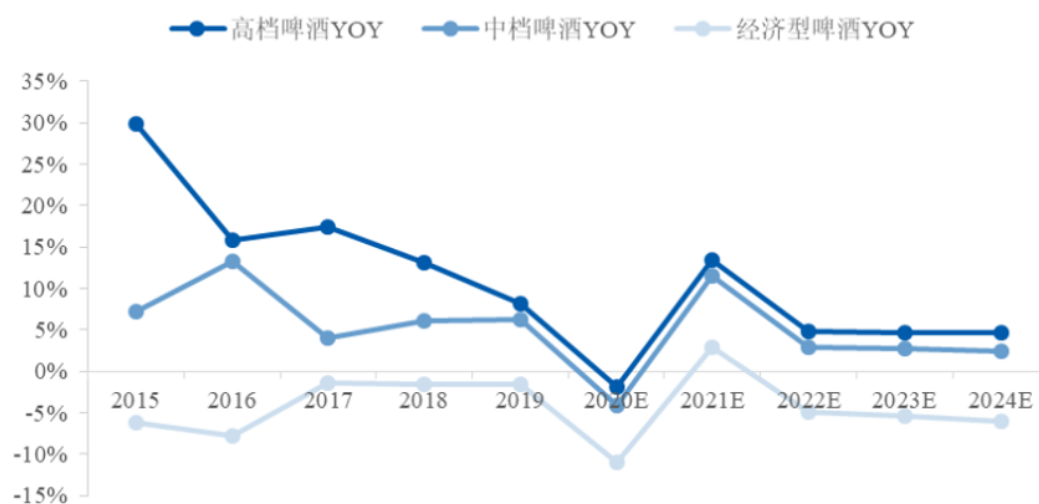
长态势迅猛，高档啤酒销售额的复合增速为 16.63%，销量则从 2014 年的 269.7 万千升跃升至 2019 年的 495.9 万千升；中档啤酒销售额的复合增速为 7.33%；而经济型啤酒销量和销售额均下降明显，销量从 2014 年的 4004.2 万千升下降至 2019 年的 3047 万千升，销售额呈现负增长态势，复合增速为-3.74%。

2020 年受疫情影响，三种啤酒类型的销售量和销售额均有不同程度的下降。据 Euromonitor 预测，随着我国消费结构升级，人均收入提高，以及居民消费水平和对高品质生活需求的日益增强，2021 年后，我国高档啤酒的年增长率仍保持领先地位，在 4.7% 左右，而经济型啤酒的销量和收入将呈现持续稳定的负增长趋势。产品高端化是大势所趋，但中低端目前仍是销量主力。

2014-2024E 年我国不同类型啤酒销量变化



2015-2024E 我国不同类型啤酒年增长率

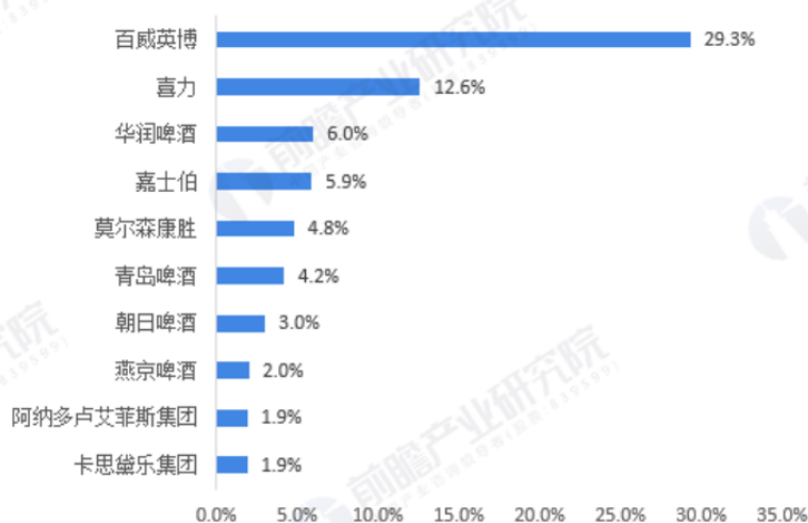


资料来源：东北证券《啤酒行业深度报告：千帆竞渡，高端产品百花齐放的大时代》

（二）行业竞争格局

全球市场由百威领跑。2019 年全球十大啤酒集团销量排名中，百威英博市场份额达到 29.3%，接近 30%；其次市场份额达 10%以上的还包括喜力啤酒，市场份额达 12.6%；其余啤酒品牌市场份额为 10%以下。国产品牌中有三家啤酒企业入围 TOP10，除了华润啤酒还包括青岛啤酒和燕京啤酒。

2019年全球十大啤酒集团市场份额(按销量)(单位：%)



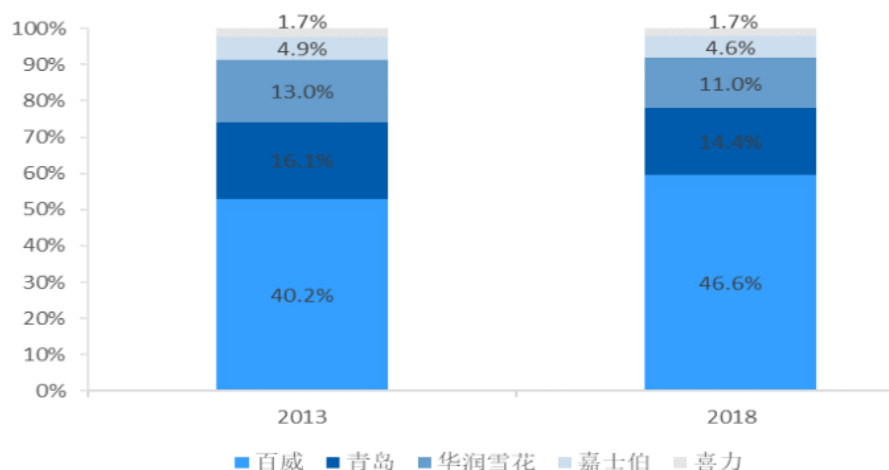
资料来源：《2020 年全球啤酒行业市场竞争格局分析》

在国内高端及超高端啤酒市场，百威英博仍然领跑行业，市场份额最高。2019 年，百威占据高端啤酒市场份额高达 46%，青岛啤酒则占据 25%，青岛啤酒高端产品共实现销量 185.6 万千升，同比增长 7.08%。近年来，我国内资啤酒品牌纷纷通过调整产品结构，发力中高端产品，除了青岛啤酒之外，华润雪花啤酒、珠江啤酒等均在中高端市场占有一席之地。如 2019 年华润啤酒公司中高档啤酒销量较 2018 年增长 8.8%，整体平均销售价格较 2018 年上涨 2.8%。珠江啤酒中高端啤酒占比达 90%。

头部啤酒厂商产品结构概览



2013-2018 中国高端啤酒销量 CR5



资料来源：东北证券《啤酒行业深度报告：千帆竞渡，高端产品百花齐放的大时代》

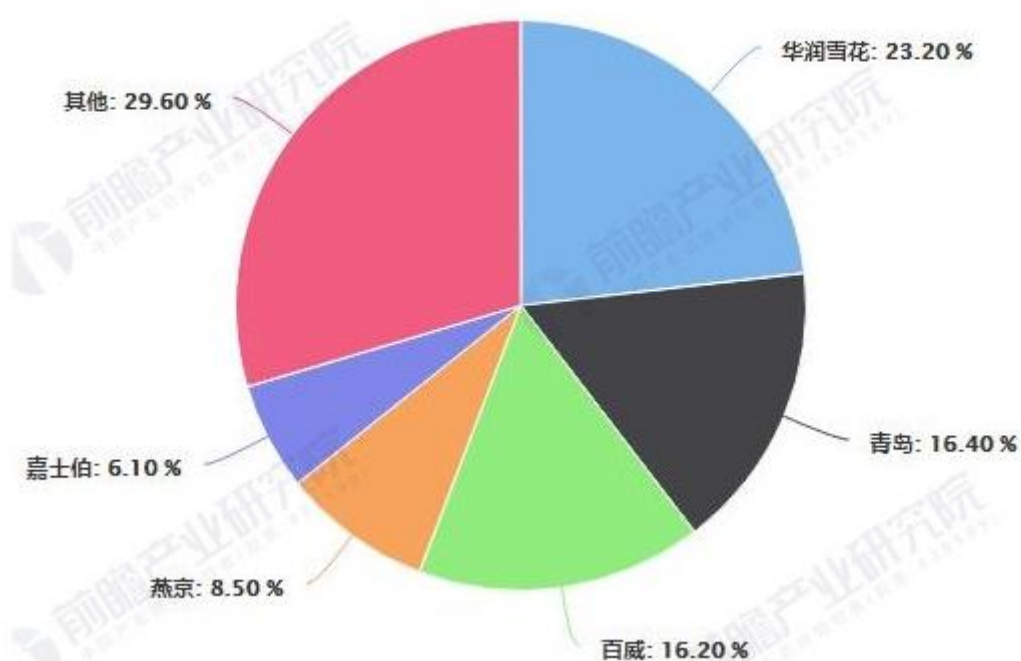
中端市场：现阶段主流，本土品牌产品百花齐放。中端产品为各啤酒品牌中最完善的产品体系，各啤酒公司都在各自基地区域拥有自身的优势与特色产品。其中，因多年来从经济型啤酒产品积累的消费群体，本土品牌在中端产品的销量和认知度上更有优势。但这也成为外资企业在短时间内打开国内啤酒市场的一个重要手段，通过收购兼并国内本土品牌，外资公司迅速提升了自身在华的市场份额，同时也通过本土品牌的渠道让国际上的成功产品获得国内市场的认可。中端市场的主要品牌包括百威、嘉士伯、青岛啤酒、华润雪花、燕京啤酒、珠江啤酒。

经济型市场：主导时代将成历史，各品牌重心逐渐转移。虽然目前经济型啤酒的销

量占比还在一半以上，但从 2014 年开始已经保持负增长。未来经济型啤酒的占比将持续下滑，中端啤酒将取代其成为各大厂商的销量支柱。目前部分品牌还保持自有的经济型啤酒产品，如青岛的崂山啤酒、欢动啤酒，百威的金士百啤酒、哈尔滨冰萃，华润的雪花清爽等。

综合来看，国内市场中华润雪花在 2006-2019 年连续 13 年保持中国啤酒市场占有率第一名，其次是青岛啤酒（16.4%）、百威（16.2%）、燕京（8.5%）、嘉士伯（6.1%）。

2018年中国啤酒行业企业市场份额(按消费量)统计情况



资料来源：《2020 年中国啤酒行业市场现状及发展趋势分析》

从我国啤酒龙头企业的布局情况来看，华润、青岛和百威实现了全国化布局。具体来看，华润雪花在四川、东北地区、华东地区销售优势明显；青岛啤酒在山东、陕西等地销量较高，主要品牌有青岛、崂山；百威在吉林、华南地区具有一定的优势，旗下品牌主要包括百威、哈尔滨、科罗娜、时代等。

（三）商业模式

1、盈利结构

中国啤酒行业具有明显的区域市场割据特征。中国啤酒行业中各企业均具有优势根据地市场，全国视角下看行业呈现区域市场格局特征，其原因在于啤酒当前受限于运输距离。

这一方面在于包装(玻璃)重,造成单位运输成本高,在销售价格带低的情况下还面临回瓶问题,造成了销售半径的瓶颈,另一方面在于保鲜度要求,鲜啤酒(保质期7天以内)运输半径明显受到限制,而熟啤酒(巴氏杀菌)一般保质期可达6-12个月,此外纯生啤酒保证口感前提下,延长了保质期,但业内还有1个月的保鲜期指标,这是影响行业运输距离的重要原因。

单位运输成本高和保鲜要求高会带来一个风险,因为我们刚才说了,啤酒的单价较低,又竞争激烈,想要大幅提价并不容易,所以如果上游的原材料价格提高,可能会直接挤压啤酒企业的利润。

在这里我们可以看到啤酒行业的两个特点,一个是成本较高,毛利低;另一个是啤酒易腐坏,所以周转快,那么存货周转率就会比较高。

排序	代码	简称	销售毛利率(%)	销售净利率(%)	净资产收益率ROE(%)	基本每股收益同比增长率(%)	营业收入同比增长率(%)	净利润同比增长率(%)	应收账款周转率(次)	应付账款周转率(次)	存货周转率(次)
行业均值(整体法)			42.04	4.70	3.61	-264.71	15.46	-455.55	18.05	6.07	3.20
行业中值			32.28	6.55	4.50	18.50	-0.33	17.52	88.63	6.07	2.89
1	600132.SH	重庆啤酒	50.61	16.02	45.55	3.72	7.14	3.26	126.66	4.53	6.06
2	600600.SH	青岛啤酒	40.42	8.38	11.13	18.82	-0.80	18.86	205.19	7.54	5.12
3	002461.SZ	珠江啤酒	50.19	13.78	6.53	18.18	0.13	14.43	171.06	5.68	1.61
4	600573.SH	惠泉啤酒	25.37	4.72	2.49	45.57	9.07	44.66	-	14.76	4.06
5	000729.SZ	燕京啤酒	39.19	2.61	1.49	-14.63	-4.71	-14.32	50.60	6.45	1.71

图片来源: choice 行业比较

青岛啤酒的毛利率高于40%,处于行业中值以上,存货周转率相对算比较快,但是周转也不是最快的,仅次于重庆啤酒。

2、销售模式

即饮和流通渠道各占一半。啤酒行业由于同时涉及到现饮(餐饮和娱乐等)和非现饮(流通现代和传统渠道等)多个渠道。

根据研究报告可得,结合各家主要厂商渠道结构,啤酒行业销售餐饮渠道占比达到约40%、娱乐等其他现饮渠道占比约10%,现饮渠道总计占比约50%;流通渠道占比剩下的50%,其中KA渠道(大型连锁店)占比约10%,传统渠道占比达约40%。

但是,青岛啤酒在餐饮、夜场等即饮(现饮)渠道的比例达到了60%,高于行业平均水平。

(2). 销售渠道

✓适用 □不适用

本公司产品销售主要通过经销商和专业平台以深度分销模式实现,其中以餐饮、夜场等即饮市场为主要销售渠道,占公司市场销量比重超过60%;通过KA、流通等渠道实现的非即饮市场销量占比近40%。上述统计为概算数据。

所以我们需要格外注意，餐饮终端是怎么销售啤酒的，又是怎么分成的。

餐饮终端高依赖，决定终端在产业链中获得高利润，获得一半以上的利润。由于啤酒现饮(餐饮、KTV、夜场等)渠道的终端抢占成为各家啤酒厂商竞争的战线前沿，厂商、渠道和终端的议价权在餐饮渠道基本由终端主导，除去厂商和经销商支付连锁店等费用外，终端可获得产业链一半以上的利润。

而在流通渠道，终端加价率在 30%左右。一般经销商层面毛利率水平在 10-15%(各家厂商和各种产品或有一定差别)，商业模式还是主要依靠周转效率(上面我们刚算过)。

啤酒行业销售链各环节毛利占比：



（四）企业护城河

1、品牌优势

公司拥有的"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，2017 年青岛啤酒以人民币 1297.62 亿元的品牌价值继续保持中国啤酒行业品牌价值第一（世界品牌实验室发布），公司第二啤酒品牌"崂山啤酒"的品牌价值亦达人民币 205.66 亿元（世界品牌实验室发布），区域市场知名度和竞争力也在连年提高，满足了不同层次的市场消费需求。

2、独特资源—技艺优势

公司作为中国历史最悠久的啤酒生产企业，高度重视产品质量，青岛啤酒产品多次在国内外质量评比中荣获冠军，并在国内外消费者中获得了广泛的好评。近年来通过不断改造完善，使公司的主要生产设备装备达到国际先进水平，并通过对原料、工艺、技术、操作流程等方面的强化管理和控制，保障了食品安全和产品的高品质，也提升了产品的口味一致性。

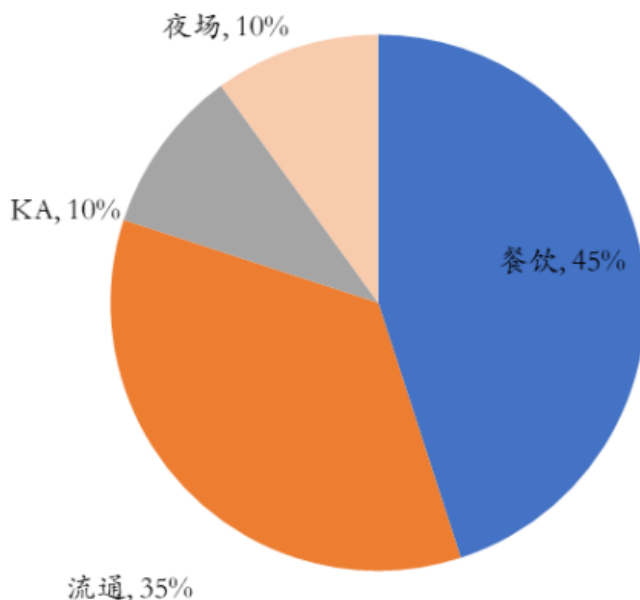
与此同时，公司拥有啤酒行业唯一的国家重点实验室，拥有国内一流的研发平台，

高水平的研发团队，以及国内领先的基础研究能力，并形成了多项自主知识产权的核心技术，保持了公司在国内啤酒市场的技术领先水平。近年来公司推出的"青岛啤酒奥古特、青岛啤酒鸿运当头、青岛啤酒经典 1903、全麦白啤、炫奇果啤、枣味黑啤、桶装原浆啤酒、皮尔森"等一系列具有鲜明特色、符合市场需求的新产品，引领了消费潮流，进一步提升了公司品牌形象。

3、效率优势—渠道

公司以"大客户+微观运营"的营销模式不断强化市场推广力度和深化市场销售网络，推进厂商协同运营、优化营销价值链环节分工，不断提高对终端客户的维护和掌控能力，巩固和提高在基地市场的优势地位和新兴市场的占有率。

青岛啤酒渠道结构



资料来源：安信证券《青岛啤酒：百年青啤复兴，机遇正在当下》

公司渠道运作经历了密集型、混合型、独家型等模式，根据不同市占率的销售区域、经销商能力和产品档次采用不同的渠道运营方式，在市场占有率小于 10% 的积累市场和低档产品销售采用"密集型"运作模式，市占率高的成熟市场采用"独家型"模式，对于市占率在 10%-50% 的启动市场和发展市场，灵活的选择"混合型"模式和其他模式，对于中高档产品加强品牌和终端消费者培育。

2020 年公司主品牌青岛啤酒共实现销量 387.9 万千升，其中"百年之旅、琥珀拉格、奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒"等高端产品共实现销量 179.2 万千升，保持了在国内啤酒中高端产品市场的竞争优势，引领了消费结构升级新趋势下的高质量发展。

（五）企业团队

姓名	职务 (注)	性别	年龄	任期起始日期	任期终止日期	年初持股数	年末持股数	年度内股份增减变动量	增减变动原因	报告期内从公司获得的税前报酬总额(万元)	是否在公司关联方获取报酬
黄克兴	董事长、党委书记	男	58	2018-06-28	2021-06-28	1,300	151,300	150,000	股权激励	82.73	否
于竹明	执行董事、党委书记兼财务总监	男	59	2018-06-28	2021-06-28	0	110,000	110,000	股权激励	79.06	否
王瑞永	执行董事、党委书记兼副总裁	男	55	2018-06-28	2021-06-28	0	110,000	110,000	股权激励	78.38	否
石琨	非执行董事	男	40	2020-04-16	2021-06-28	0	0	0	不适用	0	是
于增彪	独立董事	男	65	2018-06-28	2021-06-28	20,000	15,000	-5,000	二级市场减持	12	否
肖耿	独立董事	男	57	2020-06-08	2021-06-28	0	0	0	不适用	6	否

盛雷鸣	独立董事	男	50	2020-06-08	2021-06-28	0	0	0	不适用	6	否
姜省路	独立董事	男	49	2018-06-28	2021-06-28	0	0	0	不适用	12	否
李钢	监事会主席	男	60	2018-06-28	2021-06-28	0	0	0	不适用	12	是
姚宇	股东监事	男	40	2018-06-28	2021-06-28	0	0	0	不适用	0	是
李燕	独立监事	女	63	2018-06-28	2021-06-28	0	0	0	不适用	8	否
王亚平	独立监事	男	56	2018-06-28	2021-06-28	0	0	0	不适用	8	否
黄祖江	职工监事	男	55	2020-01-08	2021-06-28	0	12,900	12,900	二级市场购买	64.76	否
孙丽红	职工监事	女	45	2018-06-28	2021-06-28	0	0	0	不适用	53.74	否
孟庆尚	职工监事	男	55	2020-01-08	2021-06-28	0	0	0	不适用	55.22	否
蔡志伟	营销总裁	男	53	2018-06-28	2021-06-28	0	130,000	130,000	股权激励	352.72	否
姜宗祥	副总裁、供应链总裁	男	48	2019-08-01	2021-06-28	2,900	112,900	110,000	股权激励	67.81	否
徐楠	副总裁、制造总裁、总酿	女	53	2019-08-01	2021-06-28	0	110,000	110,000	股权激励	65.29	否
	酒师										
王少波	副总裁	男	53	2019-08-01	2021-06-28	0	110,000	110,000	股权激励	64.27	否
张瑞祥	董事会秘书	男	56	2018-06-28	2021-06-28	0	90,000	90,000	股权激励	64.62	否

黄克兴先生：北京大学光华管理学院高级管理人员工商管理硕士毕业，经济管理研究生学历，高级工程师。现任本公司董事长、党委书记，青啤集团董事长、党委书记。曾任青岛啤酒工程有限公司总经理、本公司总裁助理兼战略投资管理部部长、本公司副总裁、总裁兼营销总裁、青啤集团副总裁。具有丰富的啤酒行业战略规划、投资管理、经营管理及营销管理经验，青岛市拔尖人才，青岛市及山东省优秀企业家，山东省第十一届政协委员，山东省第十三届人大代表。

王瑞永先生：北京大学工商管理硕士研究生学历，高级工程师，现任本公司副总裁。曾任公司总裁助理，上海青岛啤酒华东营销公司总经理，青岛啤酒营销中心山东省区总经理，本公司营销总裁。具有丰富的市场营销及企业管理经验。

于竹明先生：东北财经大学EMBA毕业，硕士研究生学位，高级会计师。现任本公司执行董事、财务总监。曾任本公司财务管理总部部长、总裁助理、总会计师。具有丰富的财务及税务管理、信息化建设、内控审计及风险管理和资本运作经验。

于增彪先生：厦门大学会计学博士、中国注册会计师，现任本公司独立董事，清华大学经管学院会计学教授，博士生导师。于先生现为美国会计学会会员、中国成本研究会副会长、中国总会计师学会副会长、财政部管理会计咨询专家；并担任第一拖拉机股份有限公司、弘毅远方基金管理有限公司的独立董事，中国中信集团有限公司外部监事。

徐楠女士：毕业于山东轻工业学院发酵工程专业，工学学士，高级工程师。现任本公司制造总裁助理兼生产技术管理总部部长。曾任青岛啤酒（寿光）有限公司总酿酒师、总经理，本公司制造总裁助理兼青岛啤酒二厂厂长，本公司制造总裁助理兼青岛啤酒三厂厂长。具有丰富的生产运营及质量管理经验。

张瑞祥先生：大学本科，经济师，现任本公司董事会秘书兼股权管理总部部长、公司秘书、授权代表。曾任本公司董事会秘书室主任助理、副主任、主任兼证券事务代表。具有长期的上市公司运作、信息披露及资本市场融资经验。

资料来源：公司年报、巨潮资讯网

2018 年 5 月黄克兴接任孙明波成为青岛啤酒的新任董事长。黄克兴原为公司执行董事、总裁，经营管理能力突出，对公司发展战略熟悉，且拥有多年啤酒行业管理经验。上台后 2019 年确定了“整合平台资源实现高质量跨越式发展”战略，并提出“品牌引领、创新驱动、质量第一、效益优先、结构优化、协调发展”的六大战略指引，积极开拓国内外市场，大力推进新旧动能转换和产品结构升级。

此外，2019 年 8 月公司内部提拔 3 名高管，分别担任供应链总裁、制造总裁和战略投资管理总部部长，新晋升的副总裁比现有董事年轻 5-10 岁，凸显公司注重内部人才的培养机制。公司现任独立董事具备不同的专业背景和丰富的法律、财务和金融投资等方面的专业经验。各部门形成互补，激活内部体质活力，显示了管理层的优秀领导能力。公司管理层团队多通过内部晋升更迭，具备丰富的从业经验，谙熟公司发展战略，且公司新任用的副总裁管理层成员存在较大内部激励空间，有望积极推动公司新旧动能转换，践行公司战略，迎接高质量增长。

（六）企业文化

核心精神：锐意进取，奉献社会

企业精神：超越自我，追求卓越

企业目标：创世界驰名品牌，建国际一流企业

企业产品形象：高雅品位，卓越超群

企业作风：严谨认真，务实高效

员工形象：爱岗敬业，文明守纪

青岛啤酒对管理者的要求是无私奉献、严抓严管、尽职尽责和清正廉洁，树立精干高效的队伍形象，品质超群的产品形象以及真诚奉献的服务形象。可以看出青啤对企业员工的要求非常严格，而且具备回馈社会的奉献精神，扶贫捐赠超过 120 万元，这样的企业文化利于维护企业形象和社会治理关系。

二、财务报表分析

(一) 资产负债表分析

1、总资产

科目名称	2017	2018	2019	2020	2021
资产合计*	30,974,711,800.00	34,075,265,000.00	37,312,383,500.00	41,514,185,800.00	46,563,004,500.00
总资产增长率	2.98%	10.01%	9.50%	11.26%	12.16%

自 2018 年起，青啤近总资产呈稳定增长态势，增长率近四年保持在 10% 左右，近几年成长性尚可。随着行业增速放缓，产业趋于高端化，预计未来公司仍将保持稳定增长，出现大幅度增长的可能性比较小。

2、资产负债率

科目名称	2017	2018	2019	2020	2021
负债合计*	13,200,207,100.00	15,385,313,600.00	17,399,012,700.00	20,146,133,700.00	22,769,313,100.00
资产负债率	42.62%	45.15%	46.63%	48.53%	48.90%

公司资产负债率保持在 40-50% 之间，属于行业平均水平，初步判定公司可能存在一定的偿债风险，需进一步分析负债构成。

3、货币资金和有息负债

科目名称	2017	2018	2019	2020	2021
货币资金*	9,805,485,100.00	12,535,737,000.00	15,301,983,400.00	18,466,880,600.00	14,597,590,300.00
交易性金融资产*	130,115,300.00	1,202,544,500.00	1,523,793,000.00	1,888,862,800.00	2,778,400,900.00
其他流动资产里的理财产品				-	-
结构性存款					
准货币资金	9,935,600,400.00	13,738,281,500.00	16,825,776,400.00	20,355,743,400.00	17,375,991,200.00
短期借款*	282,534,200.00	296,155,600.00	270,906,600.00	703,273,100.00	245,780,600.00
一年内到期的非流动负债*	419,200.00	420,300.00	22,208,000.00	42,089,300.00	48,428,300.00
长期借款*	1,047,900.00	630,500.00	209,200.00	-	-
应付债券*	-	-	-	-	-
长期应付款*	123,140,300.00	222,324,200.00	372,579,700.00	462,046,100.00	24,537,300.00
有息负债总额	407,141,600.00	519,530,600.00	665,903,500.00	1,207,408,500.00	318,746,200.00
准货币资金与有息负债之差	9,528,458,800.00	13,218,750,900.00	16,159,872,900.00	19,148,334,900.00	17,057,245,000.00

公司近五年准货币资金均可以覆盖有息负债总额，而且两者差额和货币资金占比逐年增加，说明公司资金充足，不存在偿债风险。

4、应收预付与应付预收

科目名称	2017	2018	2019	2020	2021
其中：应付票据*	289,472,300.00	326,075,900.00	220,825,300.00	149,491,600.00	170,028,500.00
应付账款*	2,083,733,800.00	2,246,348,600.00	2,167,178,200.00	2,566,484,700.00	3,127,872,400.00
预收款项*	1,177,632,300.00	-	-	-	-
合同负债*	-	5,237,538,500.00	5,970,644,800.00	6,567,320,300.00	8,123,275,300.00
应付与预收合计	3,550,838,400.00	7,809,963,000.00	8,358,648,300.00	9,283,296,600.00	11,421,176,200.00
其中：应收票据*	42,220,000.00	53,801,600.00	75,100,000.00	5,648,600.00	200,000.00
合同资产*	-	-	-	-	-
应收款项融资*	-	-	-	-	-
应收账款*	141,397,200.00	110,705,800.00	151,069,400.00	119,506,400.00	124,729,800.00
预付款项*	116,394,400.00	173,564,900.00	117,156,100.00	239,884,300.00	227,987,200.00
应收与预付合计	300,011,600.00	338,072,300.00	343,325,500.00	365,039,300.00	352,917,000.00
应付预收-应收预付的差额	3,250,826,800.00	7,471,890,700.00	8,015,322,800.00	8,918,257,300.00	11,068,259,200.00

公司近五年的"应付预收款"均大于"应收预付款"，且差额在逐年增长，说明公司对于上下游单位的议价能力非常强，可以"两头吃"，而且有国资委做背书，行业地位很稳固。

5、应收账款占比

科目名称	2017	2018	2019	2020	2021
应收账款*	141,397,200.00	110,705,800.00	151,069,400.00	119,506,400.00	124,729,800.00
合同资产*	-	-	-	-	-
应收账款+合同资产	141,397,200.00	110,705,800.00	151,069,400.00	119,506,400.00	124,729,800.00
资产合计*	30,974,711,800.00	34,075,265,000.00	37,312,383,500.00	41,514,185,800.00	46,563,004,500.00
(应收账款+合同资产) 占总资产的比率	0.46%	0.32%	0.40%	0.29%	0.27%

公司近五年的应收账款占比均未超过 1%，说明产品非常畅销，产品在市场上的竞争力很强，同时公司的销售回款工作做的不错，即使转换为"大客户"经销商策略，应收账款也没有增加。

6、固定资产占比

科目名称	2017	2018	2019	2020	2021
固定资产*	10,993,772,800.00	10,326,694,100.00	10,222,034,500.00	10,302,628,600.00	10,148,833,300.00
在建工程*	200,139,200.00	379,891,300.00	178,993,800.00	339,805,400.00	762,289,900.00
工程物资*	-	-	-	-	-
固定资产+在建工程+工程物资	11,193,912,000.00	10,706,585,400.00	10,401,028,300.00	10,642,434,000.00	10,911,123,200.00
资产合计*	30,974,711,800.00	34,075,265,000.00	37,312,383,500.00	41,514,185,800.00	46,563,004,500.00
固定资产工程占总资产的比率	36.14%	31.42%	27.88%	25.64%	23.43%

青啤近五年的固定资产占比均未超过 40%，而且呈下降趋势，说明公司维持竞争力的固定成本比较低，经营风险较小。不过公司常年在建工程较小并不是好事，说明公司产能已到达瓶颈。

7、投资类资产占比

科目名称	2017	2018	2019	2020	2021
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产*	-	-	-	-	-
债权投资*	-	-	-	-	-
其他债权投资*	-	-	-	-	-
可供出售金融资产*	600,000.00	-	-	-	-
其他权益工具投资*	-	-	-	-	-
持有至到期投资*	-	-	-	-	-
其他非流动金融资产*	-	600,000.00	600,000.00	600,000.00	600,000.00
长期股权投资*	375,899,400.00	370,486,200.00	376,641,800.00	374,333,800.00	366,040,100.00
投资性房地产*	27,261,900.00	27,932,800.00	36,504,700.00	27,183,400.00	25,695,000.00
投资类资产合计	403,761,300.00	399,019,000.00	413,746,500.00	402,117,200.00	392,335,100.00
资产合计*	30,974,711,800.00	34,075,265,000.00	37,312,383,500.00	41,514,185,800.00	46,563,004,500.00
投资类资产占总资产的比率	1.30%	1.17%	1.11%	0.97%	0.84%

公司近五年投资类资产占比均未超过 2%，且主要由权益投资构成，说明公司十分专注于主业发展。

8、商誉占比及存货占比

科目名称	2017	2018	2019	2020	2021
存货*	2,392,910,100.00	2,651,224,700.00	3,181,769,300.00	3,281,033,500.00	3,492,997,900.00
资产合计*	30,974,711,800.00	34,075,265,000.00	37,312,383,500.00	41,514,185,800.00	46,563,004,500.00
存货占总资产的比率	7.73%	7.78%	8.53%	7.90%	7.50%

公司近五年存货占比稳定维持在 7%左右，说明存在业绩造假的可能性比较小。

科目名称	2017	2018	2019	2020	2021
商誉*	1,307,104,000.00	1,307,104,000.00	1,307,104,000.00	1,307,104,000.00	1,307,104,000.00
资产合计*	30,974,711,800.00	34,075,265,000.00	37,312,383,500.00	41,514,185,800.00	46,563,004,500.00
商誉占总资产的比率	4.22%	3.84%	3.50%	3.15%	2.81%

公司近五年商誉金额为 13.07 亿元，随着总资产的增长占比逐年减小，2018-2020 年均未发生减值，公司经营情况稳定，并购活动较少，该科目暂不存在爆雷风险。

9、资产负债表分析总结

从资产负债表来看青啤的财务状况十分优秀，资产规模行业第一，对上下游议价能力强，应收账款和存货占比小且稳定，资金充足，唯一不足的是近几年新增项目较少，成长性尚可。

（二）利润表分析

1、营收增长率及收入含“钱”量

科目名称	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入	26,277,051,684.00	26,575,255,205.00	27,983,760,363.00	27,759,710,926.00	30,166,805,377.00
营业收入增长率	0.65%	1.13%	5.30%	-0.80%	8.67%

青啤近五年营收增速成长性较差，且存在较大的波动，好在收入规模在同行业内遥遥领先，而且含金量很高。

2、毛利率

科目名称	2017	2018	2019	2020	2021
营业成本	15,622,130,900.00	16,555,775,000.00	17,080,443,300.00	17,951,981,900.00	19,091,130,700.00
毛利率	40.55%	37.70%	38.96%	35.33%	36.71%
毛利率波动幅度	-2.36%	-7.02%	3.34%	-9.32%	3.92%

青啤近年毛利率保持在 40% 左右，与同行业其他公司相差不大，因此造假嫌疑很小。随着公司高端产品的收入占比逐渐上升，未来毛利率水平预计可以进一步提高。青啤产品的竞争力较强，风险相对较低。

3、费用率/毛利率

科目名称	2017	2018	2019	2020	2021
销售费用*	5,768,943,600.00	4,868,834,500.00	5,103,505,700.00	3,573,177,500.00	4,096,874,100.00
管理费用*	1,225,567,600.00	1,386,380,000.00	1,881,053,500.00	1,678,050,700.00	1,692,545,200.00
研发费用*	18,688,800.00	19,755,500.00	21,088,700.00	21,467,100.00	30,890,200.00
财务费用*	-370,017,200.00	-497,115,800.00	-484,172,200.00	-470,921,500.00	-243,187,800.00
四费合计	7,013,200,000.00	6,274,970,000.00	7,005,647,900.00	5,272,695,300.00	5,820,309,500.00
营业收入	26,277,051,684.00	26,575,255,205.00	27,983,760,363.00	27,759,710,926.00	30,166,805,377.00
期间费用率	26.69%	23.61%	25.03%	18.99%	19.29%
毛利率	40.55%	37.70%	38.96%	35.33%	36.71%
期间费用率占毛利率的比例	65.82%	62.63%	64.25%	53.76%	52.55%

公司近五年的费用率，从 2017 年的 26.69% 有所下降，"费用率/毛利率"的比例也从 65.82% 降至 52.55%，公司经营效率得到有效提升。随着啤酒产业数字化渠道的推广和更为严格的经销商考核计划，公司成本有望进一步降低，整体来看其成本管控能力有待提高。

4、销售费用率

科目名称	2017	2018	2019	2020	2021
销售费用*	5,768,943,600.00	4,868,834,500.00	5,103,505,700.00	3,573,177,500.00	4,096,874,100.00
营业收入	26,277,051,684.00	26,575,255,205.00	27,983,760,363.00	27,759,710,926.00	30,166,805,377.00
销售费用率	21.95%	18.32%	18.24%	12.87%	13.58%

公司销售费用整体呈现下降趋势，销售费用率也同步有所下降。

5、主营利润率及主营业务质量

科目名称	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入	26,277,051,684.00	26,575,255,205.00	27,983,760,363.00	27,759,710,926.00	30,166,805,377.00
营业成本	15,622,130,900.00	16,555,775,000.00	17,080,443,300.00	17,951,981,900.00	19,091,130,700.00
营业税金及附加*	2,325,028,100.00	2,326,543,400.00	2,313,322,800.00	2,219,072,100.00	2,318,835,700.00
四费合计	7,013,200,000.00	6,274,970,000.00	7,005,647,900.00	5,272,695,300.00	5,820,309,500.00
主营利润	1,316,692,684.00	1,417,966,805.00	1,584,346,363.00	2,315,961,626.00	2,936,529,477.00
主营利润率	5.01%	5.34%	5.66%	8.34%	9.73%
营业利润	2,114,964,859.00	2,377,564,666.00	2,697,889,829.00	3,250,084,521.00	4,454,954,742.00
主营利润占营业利润的比率	62.26%	59.64%	58.73%	71.26%	65.92%

公司主营利润率近年来呈现稳定增长态势，2021 年达到 9.73%，属于行业中上游水平，盈利能力一般但好在稳定。从"主营利润/营业利润"的比率来看，公司利润质量也一般。

6、净利润增长率及净利润现金比率

科目名称	2017	2018	2019	2020	2021
经营活动产生的现金流量净额*	2,312,191,200.00	3,992,008,400.00	4,016,552,600.00	4,953,422,400.00	6,043,111,500.00
净利润	1,382,255,600.00	1,561,011,500.00	1,929,116,400.00	2,326,968,800.00	3,256,243,900.00
净利润现金比率	167.28%	255.73%	208.21%	212.87%	185.59%

公司 2017-2021 年净利润保持较快的增速，净利润现金比率远超 100%，利润质量非常高。

7、ROE 净资产收益率

科目名称	2017	2018	2019	2020	2021
归属于母公司所有者的净利润*	1,263,017,200.00	1,422,199,700.00	1,852,103,400.00	2,201,323,600.00	3,155,455,800.00
归属于母公司所有者权益合计*	17,145,228,400.00	17,970,471,100.00	19,171,583,000.00	20,621,960,500.00	23,001,844,600.00
净资产收益率 (ROE)	7.37%	7.91%	9.66%	10.67%	13.72%
归属于母公司所有者的净利润增长率	21.04%	12.60%	30.23%	18.86%	43.34%

公司近五年净资产收益率稳步上升，盈利能力明显改善。考虑行业发展趋势利好青啤，预计公司未来 ROE 水平可进一步提高。

8、未来成长能力

科目名称	2017	2018	2019	2020	2021
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金*	888,193,600.00	761,796,100.00	1,155,246,100.00	1,295,167,100.00	1,634,967,800.00
经营活动产生的现金流量净额*	2,312,191,200.00	3,992,008,400.00	4,016,552,600.00	4,953,422,400.00	6,043,111,500.00
购建支付的现金与经营活动产生的现金流量净额的比率	38.41%	19.08%	28.76%	26.15%	27.06%

公司近五年"购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金"与经营活动产生的现金流量净额的比例均在 40%以下，说明公司稳中扩张，投资风险比较小。

三、总结

(一) 优势总结

1、在行业总量增长停顿、综合成本上行以及消费升级加速背景下，啤酒行业竞争主线转为"高端化"，行业竞争总体改善，青啤处于较为有利位置。

2、对标美国，我国高档啤酒销量仍然维持较低增速，中高档啤酒销量分别占总销量比重较低，国产产品结构升级仍有空间，且高档啤酒销量增速可持续。

3、青岛啤酒品牌具有百年历史，酿造工艺完善且伴有技术升级，受益于行业高端化扩容趋势，公司产品结构不断优化，吨酒价可不断提升。

4、财务指标优秀，A+H 结构融资环境健康，管理层股权激励充分，公司各项提质增效取得成果。

（二）风险总结

- 1、原材料成本波动。
- 2、啤酒高端化竞争加剧。
- 3、宏观经济下行，居民消费回暖较慢。

本研究仅做学习上市公司的财报分析使用，不作为任何投资依据。