

青岛啤酒 (600600.SH)

百年经典，聚焦品牌升级

百年青啤：领导换届进入新的发展阶段。青啤在不同发展阶段受到领导人影响深远，从2000年左右“做大做强”、2002-12年“做强做大”、2012-18年“规模和利润并举”，2018年进入黄克兴时代，期待重振品牌价值。2017年底复星国际接棒朝日成为第二大股东，期待管理机制改善、国际化加速。

啤酒行业：区域格局初定，高端化驱动成长。我国啤酒整体消费量上行空间有限，人均消费量已处于高位，未来驱动力来自产品结构优化贡献吨酒价提升。青啤整体市占率位列第二，在中高端啤酒市场占据优势。啤酒行业区域竞争格局差异大，经过十多年的产能整合，当前区域竞争格局基本稳固，基地市场作为利润池，盈利能力更高。当前行业发展阶段从“跑马圈地扩份额”变为“注重利润增长”，未来有望进入业绩快速释放期。

聚焦产品结构升级，盈利改善可期。1) 品牌长青：青啤历史悠久，品牌力强，具备国际化优势。公司当前推行“1+1”品牌战略，青岛主品牌定位中高端市场，承担产品结构升级重任，第二品牌崂山定位大众市场。**2) 产品战略上，公司进行多层次组合布局、聚焦腰部以上产品：**青岛品牌在高端化趋势下替代崂山品牌，8元经典1903逐步替代大单品5-6元青岛传统经典系列。未来高端产品占比提升是贡献吨酒价增长主要驱动力。

巩固基地市场，加快建设“沿海沿黄”。公司基地市场稳固，聚焦突破区域市场：青啤山东和华北地区是利润池，同时制定“沿黄”、“沿海”战略提振洼地市场利润水平，未来3年有望实现恢复性增长。渠道运作采取“大客户+微观运营”模式，因地制宜根据不同区域市场竞争格局特征、经销商能力采取不同运作模式，强化市场推广力度和深化市场销售网络。

产能优化，效率提升。2017-18年公司减员增效效果显著，计划未来5年关闭10家低效工厂。我们测算产能优化对未来5年毛利率改善幅度在1-2.8 pct；长期看对EBIT margin提升空间约为8.7 pct。

盈利预测与估值：预计公司2019/20/21年营收分别为279.2/290.1/300.1亿元，归母净利润分别为17.0/20.7/24.9亿元。公司2020年EV/EBITDA为13.3x，低于华润啤酒、重庆啤酒，性价比凸显。给予公司目标价为65.0元，对应2020年PE为42.5x，EV/EBITDA为18.4x。

风险提示：天气、政策法规等不确定性，行业竞争激烈，原材料成本、外汇汇率波动。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26,277	26,575	27,924	29,007	30,011
增长率 yoy (%)	0.7	1.1	5.1	3.9	3.5
归母净利润(百万元)	1,263	1,422	1,700	2,067	2,493
增长率 yoy (%)	21.0	12.6	19.6	21.6	20.6
EPS 最新摊薄(元/股)	0.93	1.05	1.26	1.53	1.85
净资产收益率(%)	7.8	8.4	9.4	10.6	11.8
P/E(倍)	53.5	47.5	39.8	32.7	27.1
P/B(倍)	3.9	3.8	3.6	3.3	3.1

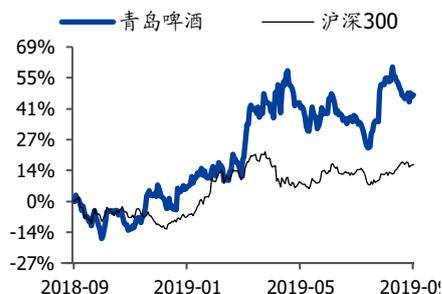
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	饮料制造
最新收盘价	50.04
总市值(百万元)	67,603.18
总股本(百万股)	1,350.98
其中自由流通股(%)	51.51
30日日均成交量(百万股)	5.40

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 沈阳

邮箱：shenyang@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	14,073	17,760	20,401	23,346	26,091	营业收入	26,277	26,575	27,924	29,007	30,011
现金	9,805	12,536	15,211	17,958	20,734	营业成本	15,622	16,556	17,016	17,252	17,456
应收账款	141	111	127	115	125	营业税金及附加	2,325	2,327	2,429	2,524	2,581
其他应收款	262	298	323	336	370	营业费用	5,769	4,869	5,194	5,424	5,612
预付账款	116	174	187	228	234	管理费用	1,244	1,386	1,396	1,421	1,441
存货	2,393	2,651	2,558	2,711	2,626	财务费用	-370	-497	-521	-619	-700
其他流动资产	1,355	1,991	1,995	1,998	2,002	资产减值损失	11	147	83	123	108
非流动资产	16,902	16,315	15,758	15,164	14,489	公允价值变动收益	0	54	54	54	54
长期投资	376	370	389	407	425	其他收益	304	523	419	418	418
固定投资	10,994	10,327	10,228	9,919	9,506	营业利润	1,992	2,378	2,799	3,353	3,985
无形资产	2,776	2,600	2,368	2,136	1,904	营业外收入	146	16	15	15	15
其他非流动资产	2,756	3,018	2,772	2,702	2,653	营业外支出	33	14	12	12	12
资产总计	30,975	34,075	36,159	38,510	40,580	利润总额	2,105	2,380	2,802	3,356	3,988
流动负债	10,452	12,087	12,968	13,826	14,100	所得税	723	819	936	1,087	1,252
短期借款	283	296	296	296	296	净利润	1,382	1,561	1,866	2,269	2,736
应付账款	2,084	2,246	2,230	2,296	2,290	少数股东收益	119	139	166	202	243
其他流动负债	8,086	9,544	10,442	11,234	11,514	归属母公司净利润	1,263	1,422	1,700	2,067	2,493
非流动负债	2,748	3,298	3,283	3,273	3,263	EBITDA	3,006	3,175	3,453	3,970	4,540
长期借款	1	1	0	0	0	EPS (元/股)	0.93	1.05	1.26	1.53	1.85
其他非流动负债	2,747	3,298	3,283	3,273	3,263						
负债合计	13,200	15,385	16,251	17,099	17,363						
少数股东权益	629	719	885	1,087	1,330						
股本	1,351	1,351	1,351	1,351	1,351						
资本公积	3,444	3,444	3,444	3,444	3,444						
留存收益	12,204	13,020	14,047	15,295	16,800						
归属母公司股东收益	17,145	17,970	19,022	20,324	21,887						
负债和股东权益	30,975	34,075	36,159	38,510	40,580						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	2,224	3,992	2,901	2,893	2,965
净利润	1,382	1,561	1,866	2,269	2,736
折旧摊销	1,179	1,153	1,048	1,094	1,114
财务费用	-370	-497	-521	-619	-700
投资损失	-58	-21	-419	-418	-418
营运资金变动	400	2,081	916	660	305
其他经营现金流	-310	-286	9	-93	-71
投资活动净现金流	-504	-817	-97	1	40
资本支出	888	762	-482	-630	-690
长期投资	-70	-425	-19	-18	-18
其他投资现金流	315	-480	-598	-647	-668
筹资活动净现金流	-533	-641	-128	-146	-230
短期借款	-20	14	0	0	0
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-513	-654	-128	-146	-230
现金净增加额	1,172	2,551	2,676	2,747	2,775

主要财务比率					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	0.7	1.1	5.1	3.9	3.5
营业利润 (%)	21.5	19.3	17.7	19.8	18.9
归属母公司净利润 (%)	21.0	12.6	19.6	21.6	20.6
盈利能力					
毛利率 (%)	40.5	37.7	39.1	40.5	41.8
净利率 (%)	4.8	5.4	6.1	7.1	8.3
ROE (%)	7.8	8.4	9.4	10.6	11.8
ROIC (%)	6.1	6.3	7.2	8.3	9.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.6	45.2	44.9	44.4	42.8
净负债比率 (%)	-53.6	-65.5	-74.9	-82.5	-88.0
流动比率	1.3	1.5	1.6	1.7	1.9
速动比率	1.1	1.3	1.4	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.82	0.80	0.78	0.76
应收账款周转率	197.5	210.8	235.0	240.0	250.0
应付账款周转率	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.93	1.05	1.26	1.53	1.85
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.55	2.81	2.15	2.14	2.19
每股净资产 (最新摊薄)	12.69	13.30	14.08	15.04	16.20
估值指标 (倍)					
P/E	47.7	42.4	39.8	32.7	27.1
P/B	3.5	3.4	3.6	3.3	3.1
EV/EBITDA	17.8	15.9	16.0	13.3	11.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

百年青啤，时势造英雄.....	6
回顾青啤成长过往.....	6
青岛品牌为主，山东为大本营.....	7
复星接棒朝日成为第二大股东.....	8
啤酒行业：高端化驱动成长&区域格局初定.....	9
量价变化：量稳价增，高端化趋势显著.....	9
主流价格带提升，竞争升级.....	12
基地市场格局稳固.....	13
从“跑马圈地”到“注重利润增长”.....	15
聚焦结构升级，盈利改善可期.....	18
品牌战略：主品牌青岛+第二品牌崂山.....	18
产品战略：多层次组合，聚焦腰部以上.....	19
大单品的接力升级.....	20
基地市场稳固，区域聚焦突破.....	22
区域战略：巩固山东华北，加快建设“沿海沿黄”.....	22
渠道运作：“大客户+微观运营”.....	24
产能优化，效率提升.....	26
公司产能优化空间测算.....	27
盈利预测与估值.....	28
关键假设&盈利预测.....	28
估值分析.....	32
风险提示.....	33

图表目录

图表 1: 从青岛啤酒产量增长看发展历程(单位: 万千升).....	7
图表 2: 公司营收及归母净利润增长情况(单位: 亿元).....	7
图表 3: 公司历年盈利能力变化.....	7
图表 4: 按档次划分的啤酒销量(2018年).....	8
图表 5: 按地区划分的啤酒销量(2018年,万吨).....	8
图表 6: 青岛啤酒股权结构.....	8
图表 7: 中国啤酒销量自 2014 年下行.....	9
图表 8: 啤酒市场规模(亿元).....	9
图表 9: 人口结构变化是导致啤酒产量变化的主要原因之一(%).....	9
图表 10: 对标美国日本, 啤酒产量进入存量期(万吨).....	9
图表 11: 2013-14 年餐饮收入有明显回调(%).....	10
图表 12: 亚太地区啤酒市场人均消费量相对人均 GDP.....	10
图表 13: 主要国家人均 GDP 变化趋势(单位: 元/年).....	10
图表 14: 我国啤酒进口量快速增长.....	11
图表 15: 中国高端及超高端类别消费量持续增长.....	11
图表 16: 2010-18 年主要啤酒企业吨价年复合增速(元/吨).....	11
图表 17: 我国啤酒品牌吨酒价提升空间仍大.....	11
图表 18: 美国啤酒零售单价及增速(美元/升).....	12

图表 19: 日本啤酒零售单价及增速(日元/升)	12
图表 20: 中国各价格带啤酒消费量占比	12
图表 21: 按全部消费量计中国啤酒市场份额(内 2013, 外 2018)	13
图表 22: 高端及超高端类别消费量中国市场份额(内 2013, 外 2018)	13
图表 23: 为什么区域市场格局重要	14
图表 24: 各省份啤酒产量(万吨)	14
图表 25: 各省份啤酒竞争格局	15
图表 26: 不同类型市场划分	15
图表 27: 2016-17 年我国啤酒厂数量减少较多	16
图表 28: 2016-17 年新增产能明显下降	16
图表 29: 2017 年以来收入增速回暖	16
图表 30: 2017 年以来利润增速回暖	16
图表 31: 进口大麦价格走势	17
图表 32: 玻璃价格指数	17
图表 33: 2018 年啤酒行业涨价潮	17
图表 34: 国内啤酒市场按品牌销量占比(%)	18
图表 35: 青岛品牌销量(万千升)	19
图表 36: 其他品牌销量变化(万千升)	19
图表 37: 青岛主品牌营销年轻化、时尚化	19
图表 38: 青岛啤酒产品结构图	20
图表 39: 青岛啤酒部分产品零售价	20
图表 40: 青岛品牌 2018 年开始销量增速超过其他品牌(单位: 百万元)	21
图表 41: 经典 1903 对经典系列的替代升级	21
图表 42: 公司高端产品销量占比持续提升	22
图表 43: 公司吨酒价持续提升	22
图表 44: 公司分部经营策略	22
图表 45: 公司山东地区收入增速高于整体增速	23
图表 46: 公司华北地区收入保持稳健增长	23
图表 47: 2013-18 年青啤西安分公司利润率提升明显	23
图表 48: 公司分区域净利润率变化	24
图表 49: 公司华南、东南区的营收增速低于整体(单位: 百万元)	24
图表 50: 公司华南、东南地区净利润率变化趋势	24
图表 51: 不同产品对应渠道运作模式	25
图表 52: 青啤餐饮渠道占比 50% 以上	25
图表 53: 2017 年啤酒电商销售占比	25
图表 54: 青啤坚持“大客户+微观运营模式”	26
图表 55: 生产人员及销售人数变化(人)	26
图表 56: 公司近 5 年人均创收(万元/人)	26
图表 57: 市场助销费用 2017 年开始下行(百万元)	27
图表 58: 扣非归母净利润(百万元)	27
图表 59: 产能优化对毛利率影响的敏感性测算	27
图表 60: 主要啤酒企业产能优化对 EBIT margin 改善空间的测算	28
图表 61: 公司收入拆分及预测	29
图表 62: 公司啤酒成本构成(2018 年)	29
图表 63: 20017-18 年包材吨酒成本上涨较快	29
图表 64: 瓦楞纸价格 2019 年下降(元/吨)	30
图表 65: 玻璃价格指数处于高位	30

图表 66: 麦芽及玻璃瓶成本变化对毛利率影响的敏感性测算.....	30
图表 67: 公司销售费用分拆及走势(占营收比,%).....	31
图表 68: 公司管理费用分拆及走势(占营收比,%).....	31
图表 69: 主要啤酒企业销售费用率分拆比较.....	31
图表 70: 公司主要财务指标.....	32
图表 71: 可比公司估值比较(截至 2019 年 9 月 19 日).....	32

百年青啤，时势造英雄

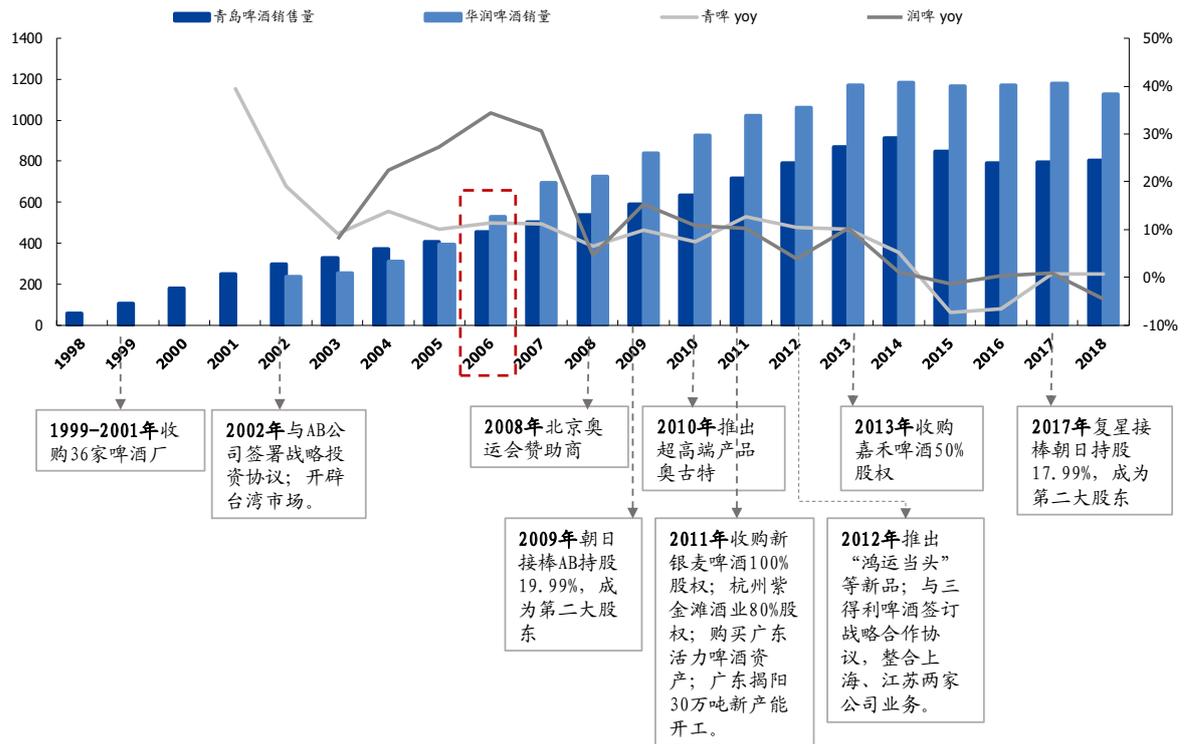
回顾青啤成长过往

百年青啤历史悠久，历代领导人在青啤成长史中各领风骚。公司的历史可以追溯到1903年8月，前身是由德国商人与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，是中国历史悠久的啤酒制造厂商。目前公司品牌价值1455.75亿元，连续16年蝉联中国啤酒行业首位。

一个企业的不同成长阶段与领导人密切相关，这里我们从各个阶段领头人的战略视角来梳理青啤的不同发展阶段：

- **1996-2001年：外延扩张高速时期。**1986年青啤产量达到10万吨后，多年徘徊不前，进入经营低谷期，1995年市占率被燕京、中策啤酒超越。1996年6月李桂荣出任青啤董事长，彭作义出任公司总经理，青啤的变革时代正式拉开帷幕。彭作义提出“大名牌发展战略”，希望借着收购当地啤酒品牌来打入不同省市的大众市场，以“做大做强”及“高起点发展、低成本扩张”作为核心理念，并以增加产量到300万吨及增加市场占有率到10%以上为目标。公司1997-2001年实施“外延性扩张战略”，抓住了亚洲金融危机后部分外资啤酒有意退出中国市场的机遇，对国内啤酒行业进行整合，收购了47家啤酒企业。到2001年，青啤厂房遍布17个省市，啤酒产量由1996年的35万吨升至2001年的251万吨，市场占有率也由96年的3%升至2001年的11%。
- **2001年-2012年：转型内部整合，注重做强做大。**金志国出任青啤总经理，叫停了收购战略，实施“内涵式发展”的整合战略，从“做大做强”转向“做强做大”。经过彭作义时期粗放型扩张，青啤遇到资金链紧张、品牌分散的风险，金总提出“内部整合”的重大战略转型，重点关注运营能力和盈利水平的提高。2002年青啤提出了三大转型的思想：由生产导向型向市场导向型转变、由经营产品向经营品牌转变、由着力于生产规模扩大向着力于运营能力提高转变。公司逐步关闭了一些无力回天的小厂，坚持以提高运营能力促进增长。2005年青啤又进行了组织变革，重点是取消原已运行近6年的事业部体制，将其改为区域营销公司。
- **2012-2018年：规模与利润并举，启动产品多元化战略。**这一阶段，孙明波提出扩张与整合并举，具备了整合的能力，又要发现扩张的机遇，提出2014年实现1000万千升销量的目标。孙明波出身“酿酒师”，对产品的质量和品质有极高要求，担任总裁期间，青啤在技术方面取得很大提高。最典型的是启动了产品的多元化战略，从玻璃瓶装和听装的传统青岛啤酒、崂山啤酒，发展出了奥古特、鸿运当头、炫奇果味、经典1903、全麦白啤、皮尔森等全新产品。
- **2018年进入品牌价值再提升阶段。**“营销大师”黄克兴接棒酿酒大师，重振百年青啤的品牌力。黄克兴在金志国时代被任命为战略发展总部部长，金总对其评价为“非常有经营思路，善于创新”，黄帮助青啤建立了战略管理体系，使战略管理走上了规范化、体系化建设之路。青啤愿景是成为拥有全球影响力品牌的国际化大公司，结合2017年底复星集团接棒朝日成为第二大股东，我们预计未来青啤将在品牌价值、全球化、资本运作等方面发力。

图表1: 从青岛啤酒产量增长看发展历程(单位: 万千升)

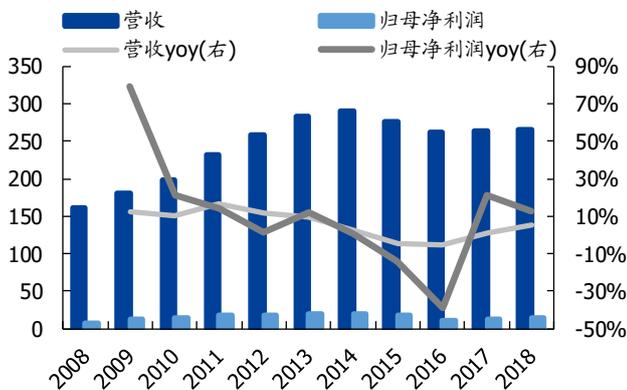


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

青岛品牌为主, 山东为大本营

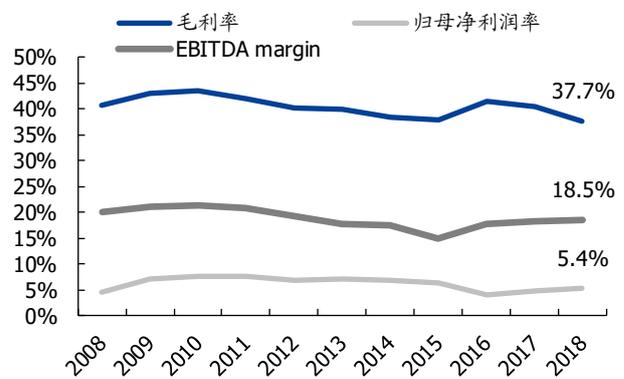
调整期结束, 2017-18年业绩逐步回暖。2008-2013年公司销售收入保持10%左右的增长, 主要驱动力来自销量增长。2014年啤酒行业整体消费量见顶后经历了收入、归母净利润的负增长阶段, 2017-18年逐步回暖。从盈利能力变化来看, 2015年之前行业面临成本上涨、销售费用抬升及竞争激烈的压力, 盈利能力减弱。2017-18年也呈现回暖趋势。2018年青啤实现啤酒销售量803万千升, 营业收入265.75亿元, 按可比口径同比增长5.15%; 实现归母净利润14.22亿元, 同比增长12.6%。

图表2: 公司营收及归母净利润增长情况(单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表3: 公司历年盈利能力变化

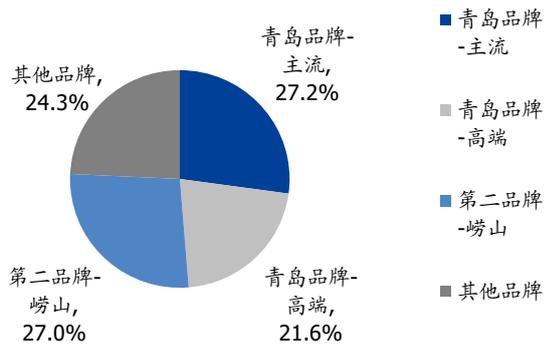


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

从产品划分来看，“青岛主品牌+崂山第二品牌”占75%以上。2018年青岛品牌整体销量391.4万千升，销量占比48.7%。青岛品牌中高端产品(奥古特、鸿运当头、经典1903、纯生啤酒)销量占比达到21.6%，中端主流产品销量占比27.2%。公司第二品牌崂山销量占比27%，其他区域性品牌销量占比24.3%。

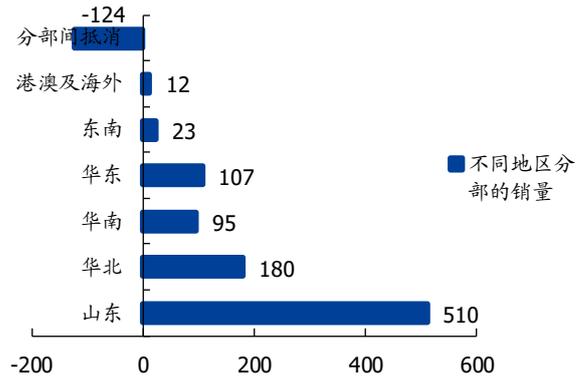
从区域划分来看，山东地区是基地市场。截至2018年底，青岛啤酒在全国20个省市拥有60多家啤酒生产企业。山东是青啤大本营，2018年山东地区啤酒销量510万千升，占比63.6%，其次是华北地区占比22.4%、华东地区占比13.3%。

图表4: 按档次划分的啤酒销量(2018年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表5: 按地区划分的啤酒销量(2018年,万吨)

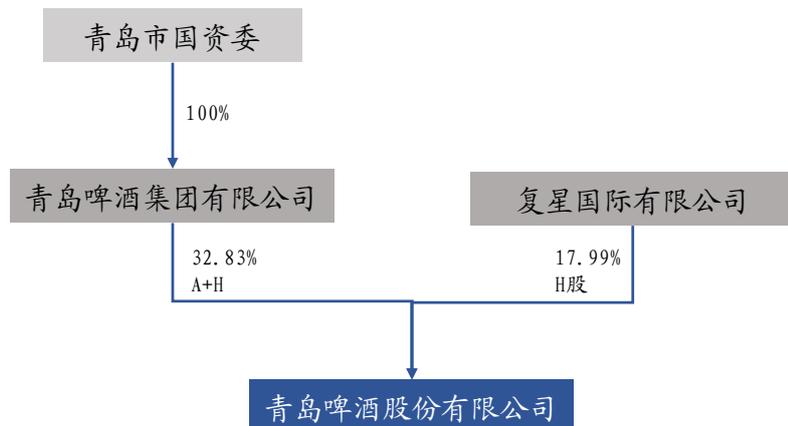


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

复星接棒朝日成为第二大股东

公司实际控制人为青岛市国资委，第二大股东2017年底由朝日变为复星国际。公司A+H股上市，青岛国资委通过青岛啤酒集团持股32.83%为实际控制人，复星国际接棒朝日成为第二大股东，持股17.99%。与复星国际的战略合作能够给予百年青啤管理机制改善、国际化的想象空间。

图表6: 青岛啤酒股权结构



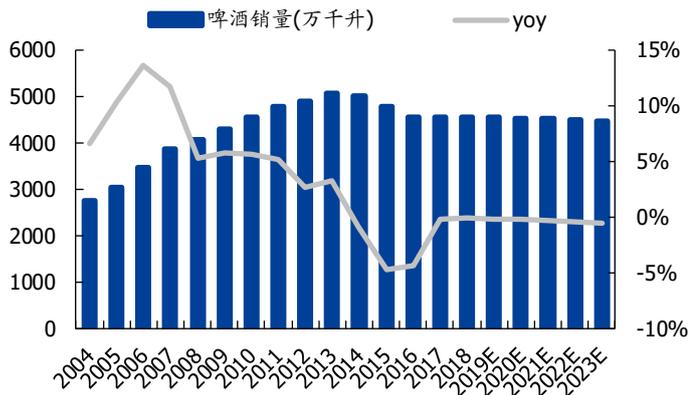
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

啤酒行业：高端化驱动成长&区域格局初定

量价变化：量稳价增，高端化趋势显著

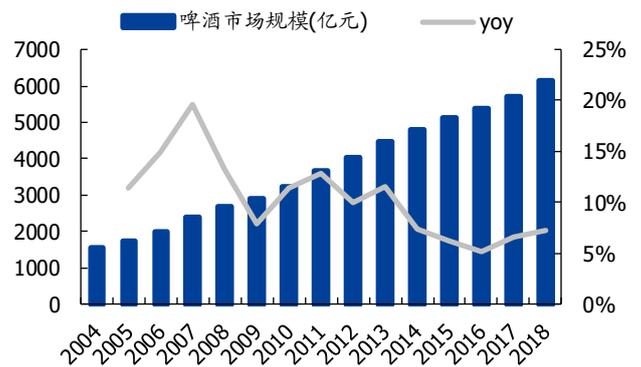
我国啤酒消费量上行空间有限，吨酒价格提升推动市场规模提升。根据欧睿数据，2014年国内啤酒消费量达到峰值后开始下行，2017年进入存量时代。2018年我国啤酒消费量4549.86万吨，同比下滑-0.1%，预计未来5年我国啤酒消费总量仍保持缓慢下滑的趋势。但吨酒价格的提升推动我国啤酒市场规模持续保持正向增长，2018年我国啤酒市场规模6142.1亿元，同比增长7.3%。

图表7：中国啤酒销量自2014年下行



资料来源：Euromonitor，国盛证券研究所

图表8：啤酒市场规模(亿元)

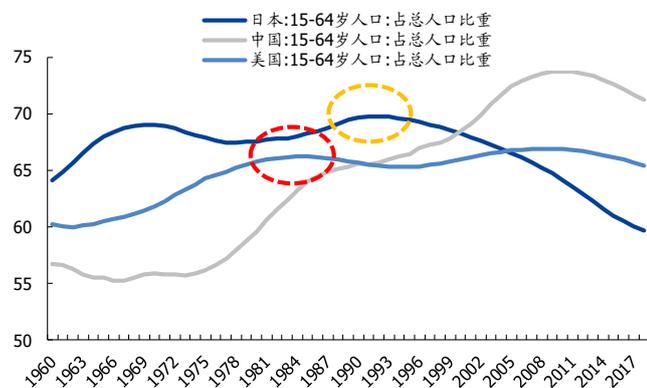


资料来源：Euromonitor，国盛证券研究所

啤酒整体消费量下行的原因：

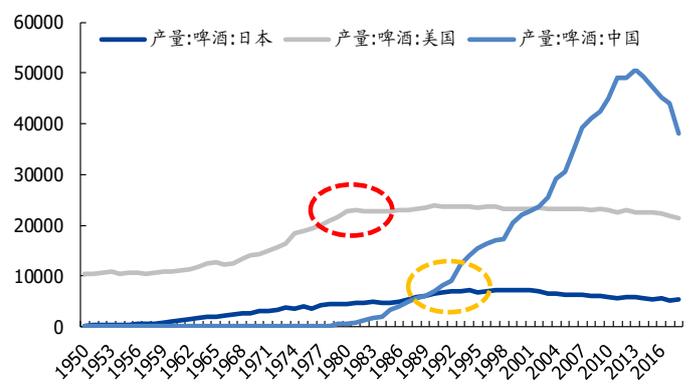
- ✓ **从需求端：1) 适龄消费群体人口占比下滑。**啤酒消费人群减少是制约啤酒消费的重要原因。国内啤酒消费人群以年轻人居多，随着年龄增长、消费能力提升和社交环境的变化则更偏好于高酒精度的烈酒。啤酒消费主要群体定位于18-64岁(近似15-64岁)，美国15-64岁人口占比在20世纪80年代达到顶峰开始下滑，日本该年龄段人口比例在19世纪90年代达到高点，相对应美国、日本啤酒产量在这一阶段同时达到顶峰开始进入存量时期。我国15-64岁人口在2013-14年达到顶峰，因而这一阶段啤酒产量也达到高位。

图表9：人口结构变化是导致啤酒产量变化的主要原因之一(%)



资料来源：wind，国盛证券研究所

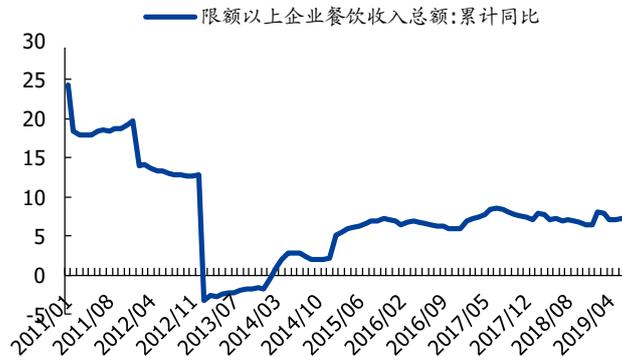
图表10：对标美国日本，啤酒产量进入存量期(万吨)



资料来源：wind，国盛证券研究所

2) “八项规定”对餐饮业的不利影响啤酒消费量。啤酒消费 55%左右为餐饮渠道，外出就餐需求对啤酒消费量影响显著。2012 年底政策环境趋严，八项规定出台后政务餐饮消费需求迅速下降，体现为 2013 年限额以上餐饮企业收入同比断崖式下滑。后续至 2015 年餐饮行业收入增速逐步恢复至 5%左右的增速，同时叠加 2014-15 年宏观经济环境承压，啤酒销量出现下行。

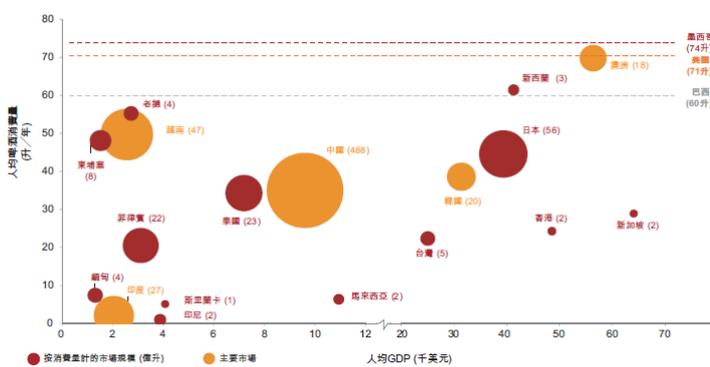
图表 11: 2013-14 年餐饮收入有明显回调(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

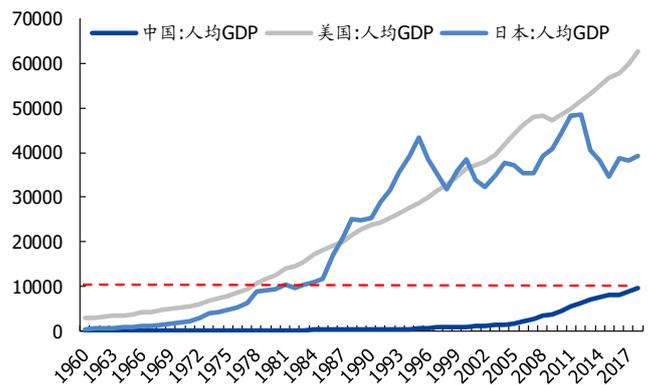
3) 人均消费量达到较高位置。当前我国的人均啤酒消费量约为 34 升/年，略低于与我国消费习惯相近的日本(43 升/年)、韩国(40.4 升/年)，高于世界平均水平的 26.8 升/年。饮食文化决定人均啤酒消费量上限，经济发展水平决定人均啤酒消费量的上行空间，因而日韩人均啤酒消费量对我国更具借鉴意义。参考美国人均 GDP 在 1980 年左右达到 1 万美元/年，日本人均 GDP 在 1985 年左右达到 1 万美元/年，这一阶段人均啤酒消费量达到高位。我国人均 GDP 在 2018 年左右接近 1 万美元/年，预计未来人均啤酒消费量保持平稳。

图表 12: 亚太地区啤酒市场人均消费量相对人均 GDP



资料来源: 百威亚太招股书, 国盛证券研究所

图表 13: 主要国家人均 GDP 变化趋势(单位: 元/年)

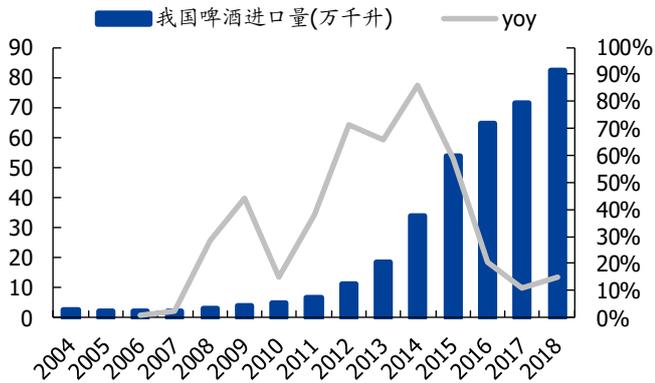


资料来源: wind, 国盛证券研究所

✓ **从供给端:** 结构出现错配，部分消费者对高品质啤酒需求增加，而国内啤酒企业尚未开始进行大规模结构升级。啤酒是舶来文化，消费者天然意识里认为外国啤酒品牌更为高端。2011-2015 年进口啤酒量增长 CAGR 达到 70.2%，截至 2018 年我国啤酒进口量为 82.1 万吨，虽占整体啤酒消费量比重不足 2%，能够作为消费者追求高端品牌的证据。根据 GlobalData 数据，2013-18 年高端及超高端啤酒在整体啤酒

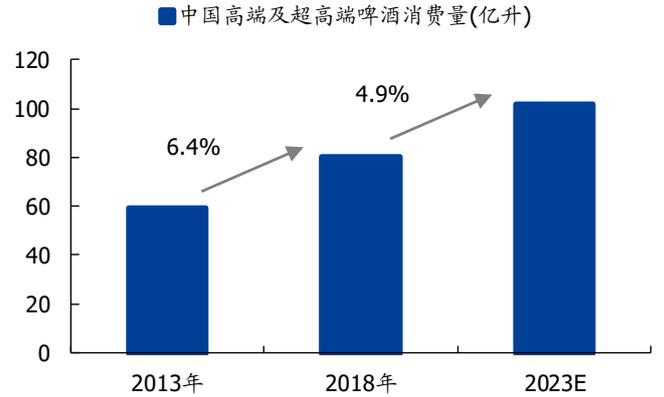
消费量下行期间以 6.4% 的复合增速增长, 并且预计未来 5 年销量复合增速为 4.9%。

图表 14: 我国啤酒进口量快速增长



资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

图表 15: 中国高端及超高端类别消费量持续增长



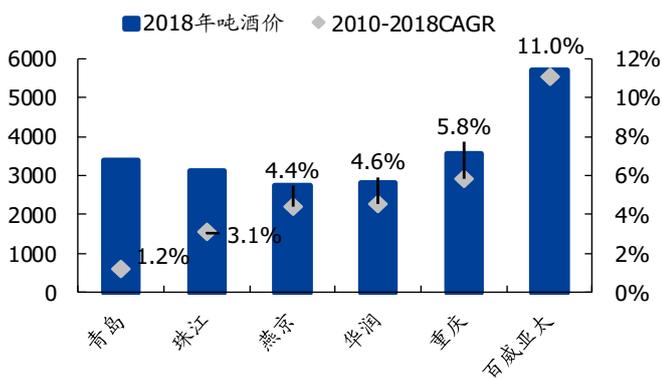
资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

从价的角度看: 短期成本上涨推动直接涨价, 长期看产品结构优化贡献吨价提升。

2010-17 年啤酒行业没有发生过直接提价行为, 成本上涨压力由企业消化, 这一阶段主要啤酒企业吨酒价缓慢提升的主要推动力是产品结构优化、高端产品占比提升。2018 年由于成本上涨明显, 燕京啤酒率先提价, 华润啤酒跟进提价并且较为激进。2010-18 年国内主流啤酒企业吨酒价提升的 CAGR 在 1-5% 之间, 重庆啤酒 2013 年加入嘉士伯集团后提升幅度加快, 百威亚太吨酒价提升 CAGR 在 11% 左右。

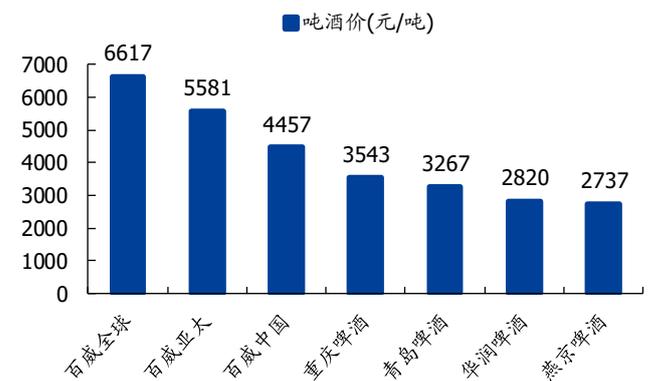
横向比较国内品牌吨酒价提升空间大。当下国内啤酒品牌的吨酒价在 2500-3500 元/吨, 以华润啤酒代表国内啤酒的主流价格带, 而百威中国 2018 年吨酒价为 4457 元/吨, 百威全球吨酒价为 6617 元/吨。

图表 16: 2010-18 年主要啤酒企业吨价年复合增速(元/吨)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

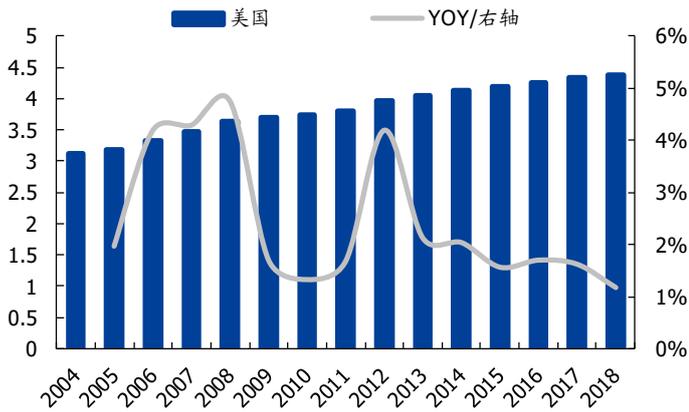
图表 17: 我国啤酒品牌吨酒价提升空间仍大



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

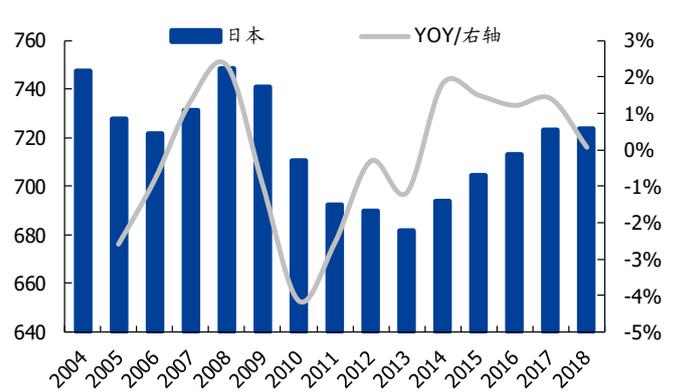
海外成熟市场啤酒零售价涨幅与 GDP 增速接近。对标海外成熟啤酒市场的啤酒零售价走势, 美国啤酒零售价近年的增速与 GDP 增幅接近, 在 1-2% 之间, 日本啤酒零售价增速与其 GDP 增速 0-1% 相符。2008-2010 年期间受到全球经济危机影响, 啤酒零售价增速明显放缓或小幅回落, 说明啤酒消费与经济走势有一定相关性但波动幅度更小。根据欧睿数据, 2017 年我国啤酒零售端单价约为 12.58 元/升, 2018 年提升至 13.50 元/升, 2004-2018 年 CAGR 约为 6%。考虑到我国当前经济增速快于发达国家, 且当前啤酒吨酒价提升空间较大, 预计我国啤酒行业未来 5 年零售价增长 CAGR 在 3-5%。

图表 18: 美国啤酒零售单价及增速(美元/升)



资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

图表 19: 日本啤酒零售单价及增速(日元/升)

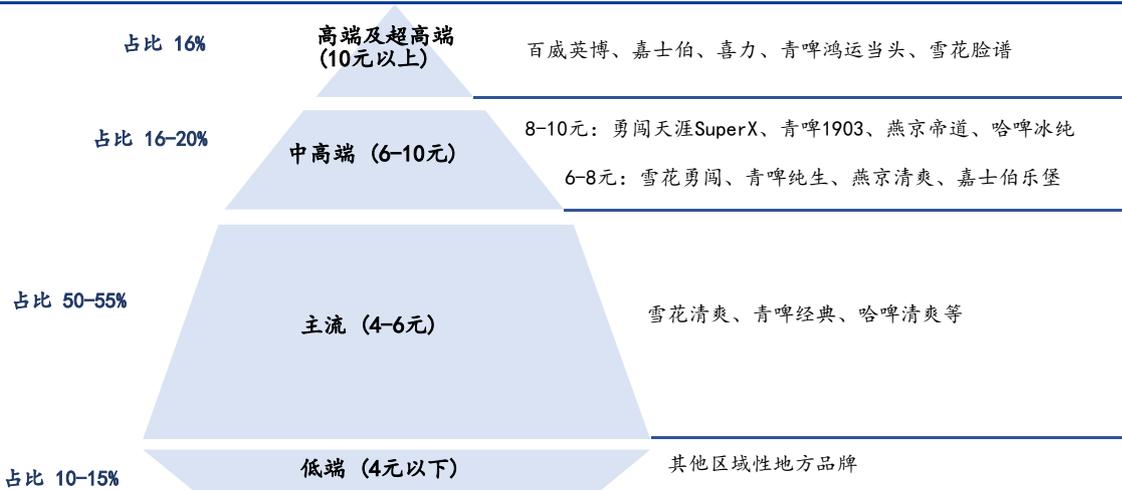


资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

主流价格带提升, 竞争升级

啤酒企业纷纷抢占更高价格带, **6-10元成为竞争高地**。当前国内主流消费价格带为 4-6 元, 多为淡爽经济型拉格, 在整体啤酒消费量中占比 50-55%, 华润雪花在这一价格带。国内啤酒消费基本每 2 元就是一个价格带, 当前消费升级的主要价格带是 6-10 元, 主流企业纷纷加快布局。比如青岛啤酒 2014 年推出青啤经典 1903, 包装升级同时提高原麦汁浓度, 定位 8 元价格带; 华润雪花在 2018 年 3 月推出“勇闯天涯 superX”, 定位于 18-25 岁年轻人, 跟进抢占 8 元价格带, 2019 年再推马尔斯绿。根据 GlobalData 数据, 10 元以上的高端及超高端类别消费量占比由 2013 年的 10.9% 上升至 2018 年的 16.4%。高端及超高端类别占比大幅低于成熟啤酒市场(美国为 42.1%), 因而伴随经济持续发展, 高端及超高端类别增长空间巨大。而当前百威英博、嘉士伯等国外啤酒巨头在 10 元以上价格带占据优势, 青啤推出鸿运当头系列、雪花推出脸谱系列进行布局。

图表 20: 中国各价格带啤酒消费量占比



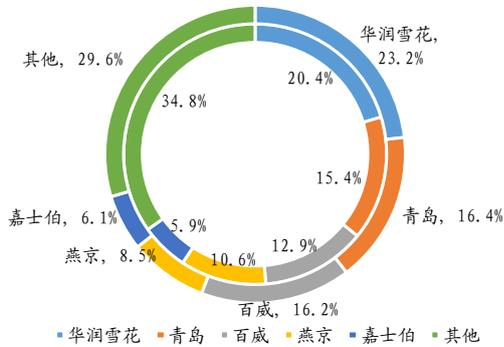
资料来源: 公司公告, 佳酿网, 国盛证券研究所

青啤市占率位列第二, 中高端价格带占据优势。按全部消费量计, 2018 年青岛啤酒市占率为 16.4%, 仅次于华润雪花的 23.2%。从市场份额变化趋势看, 头部全国性啤酒企业

市占率仍在持续扩大，挤压其他区域型中小企业。

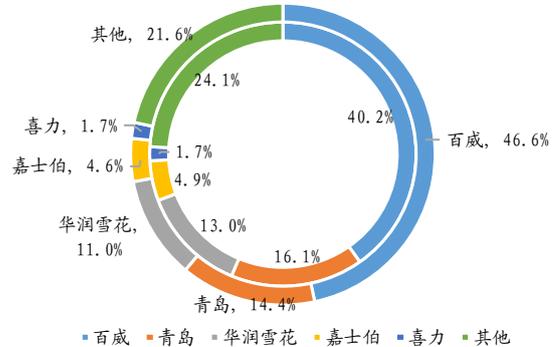
在高端及超高端类别啤酒市场，百威英博占据主导优势，市占率达到46.6%。青岛啤酒作为国产啤酒品牌位居第二名，市占率为14.4%。相较于华润雪花而言，青岛啤酒品牌拉力更强，在中高端啤酒市场具备优势。

图表 21: 按全部消费量计中国啤酒市场份额(内 2013, 外 2018)



资料来源: GlobalData, 国盛证券研究所

图表 22: 高端及超高端类别消费量中国市场份额(内 2013, 外 2018)



资料来源: GlobalData, 国盛证券研究所

综合以上量价分析，我们预计未来5年啤酒行业规模增长CAGR在3-5%左右，头部企业增速略高于行业平均水平。从销量端看，我们预计未来5年我国啤酒行业整体消费量保持0.5%左右增幅。啤酒行业整体吨酒价增速为3-5%，青岛啤酒吨酒价处于国内啤酒企业较为领先位置，预计青啤吨酒价增长CAGR与行业保持同步，在3-5%之间。因此，我们预计我国啤酒行业规模增长CAGR为3-5%，青岛啤酒收入端增速在4-6%。

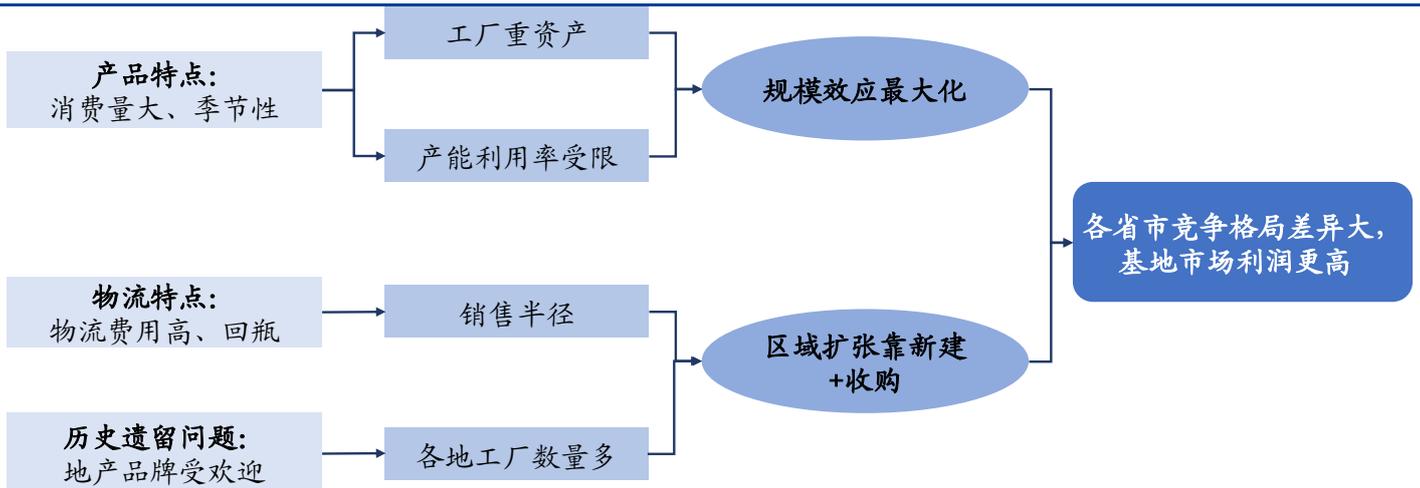
基地市场格局稳固

啤酒区域竞争格局的形成需要从啤酒行业的几个特点说起:

1) 产品特点: 啤酒消费量大且具有季节性, 规模效应明显。与白酒红酒相比, 啤酒消费广度最为宽泛, 更接近于大众饮料。啤酒销量与天气有关, 通常二三季度是啤酒消费旺季。1万吨啤酒约为半个县级市的销量, 因而一个产量十几万吨的工厂仅能够满足一个地级市场。产品特点决定了啤酒行业是一个重资产行业, 并且由于季节性原因产能利用率受限。青岛啤酒实际产能/设计产能大概在70%左右, 因而即使在满产条件下, 产能利用率上限为70%。规模效应体现为, 产能利用率高通常毛利率水平更高。

2) 物流特点: 啤酒属于重货而货值较低, 具有销售半径。啤酒企业的销售半径一方面源于瓶装啤酒运输距离过长可能导致瓶子破裂, 另一方面受限于低价瓶装啤酒的价值, 以及回瓶的便利性。啤酒企业的物流运输成本较高, 2018年青岛啤酒销售费用里包含装卸运输费14.3亿元, 占营收比重为5.4%。物流特点决定了啤酒企业想要进行区域扩张只能选择新建厂、收购厂。区域分割的特点也导致几乎每一个省市都有地产啤酒品牌, 国内几乎每个省份的啤酒微观竞争格局不同。

图表 23: 为什么区域市场格局重要

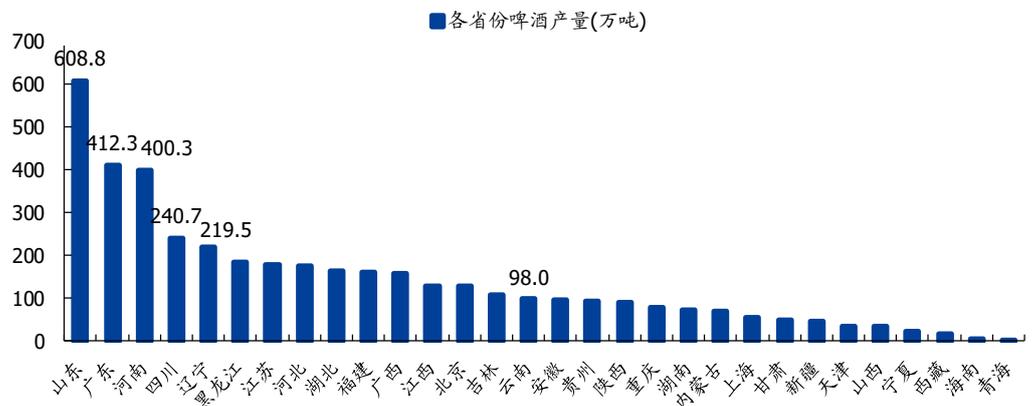


资料来源: 国盛证券研究所整理

龙头企业寡分各省份市场，区域竞争格局稳固。从各省份整体产量来看，山东啤酒产量全国领先(超过 600 万吨)，广东、河南位于第二梯队(400 万吨)，其次是四川、辽宁在 200-300 吨，其余省份在 200 吨以下。

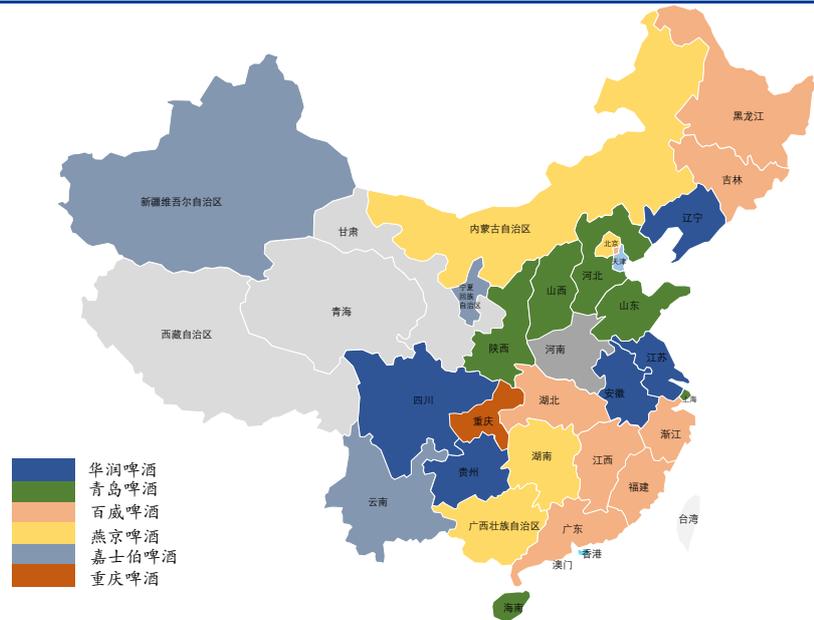
1998-2008 这十年中头部啤酒企业凭借资本优势大举收购扩张，抢占市场份额。从当前区域格局来看，青岛啤酒以山东为基地市场，华北地区陕西、山西、河北市占率领先；华润啤酒的基地市场为四川、贵州、辽宁，在华东地区江苏、安徽、浙江、天津市占率领先；百威中国则在华南地区较为强势，以福建、江西为基地市场，在广东、黑龙江、湖北具有领先优势；嘉士伯在西北地区优势明显，并且控股重庆啤酒占据重庆市场。总体而言，当前各省份竞争格局已经相对稳固。

图表 24: 各省份啤酒产量(万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 25: 各省份啤酒竞争格局



资料来源: 国盛证券研究所整理

基地市场是利润池，盈利能力领先。根据市占率和市场覆盖率的差别，可以将不同地区市场进行划分。市占率、市场覆盖率越高，就意味着公司的定价权越强，知名度和认可度更高，因而可以适当减少对渠道的补贴，获得较高的利润水平。青岛啤酒在山东、陕西市占率接近 80%，华润啤酒在四川、贵州等地的市占率超过 70%，属于相对稳定型市场；而二者在浙江、广东地区的市占率在 30%-50%，属于争霸型市场。比如华润啤酒南部地区 2018 年营收占比为 27%，贡献整体 63% 的息税前利润。

图表 26: 不同类型市场划分

市场类型	市场占有率	市场覆盖率
垄断型市场	90%	几乎 100%
相对稳定型市场	60%-85%	近 100%
管理改进型市场	50%-60%	90%左右
争霸型市场	30-50%	60-80%
割据型市场	15-30%	30-50%
启动型市场	15%以下	40%以下
空白型市场	2%以下	10%以下

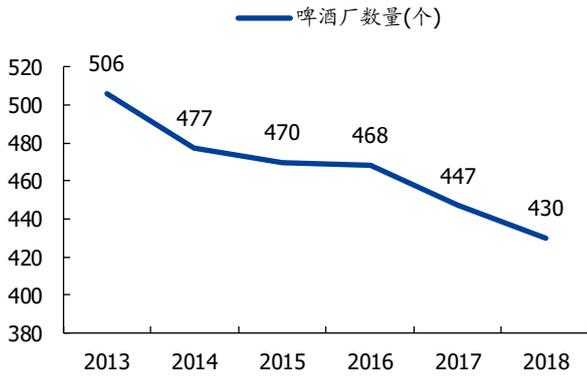
资料来源: 国盛证券研究所整理

从“跑马圈地”到“注重利润增长”

行业量增阶段经历粗放扩张，导致供给过剩。2000 年左右行业整合主要通过收购兼并的方式。由于有价值的工厂已为数不多，且收购价格提高，2004 年后行业发展已经从收购兼并转向以新建、扩建为主的方式，行业新增产能增长较快，2007 年行业新增产能 752.7 万吨达到顶峰，导致市场竞争形势严峻。

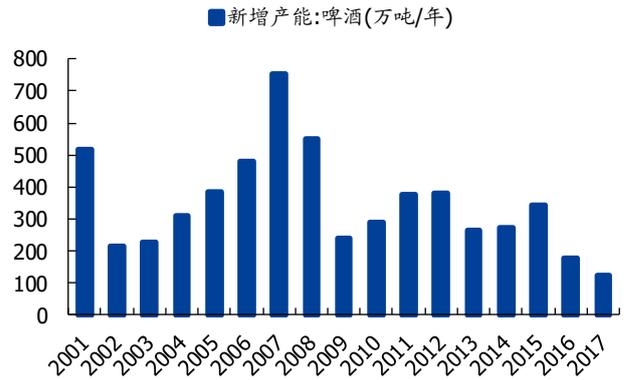
2014 年之后啤酒行业也迎来供给侧改革。国内啤酒厂数量自 2013 年的 506 个下滑至 2018 年的 430 个；2016/17 年行业新增产能减少至 178.6/126 万吨，分别同比减少 47.8%/29.5%。

图表 27: 2016-17 年我国啤酒厂数量减少较多



资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

图表 28: 2016-17 年新增产能明显下降



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

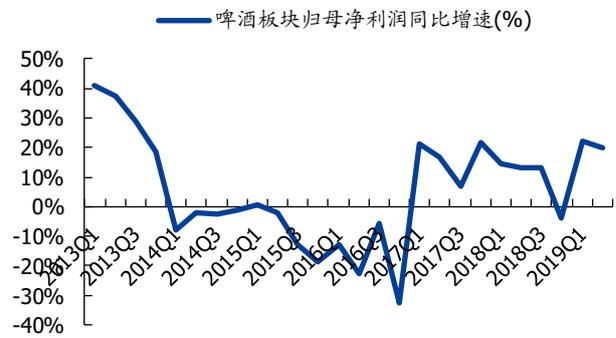
走出低谷期, 大企业的竞争注重有质量利润增长。2016Q3 以来宏观经济回暖驱动啤酒行业整体收入恢复正增长, 同时产品结构改善、竞争趋缓渠道费用投放精细化, 也使得啤酒板块利润增长快于收入端增长。2019H1 啤酒板块收入同比增长 6.2%, 归母净利润同比增长 20%。展望未来, 餐饮行业增长和消费升级都给予啤酒行业稳步向上的动力, 同时行业 CR 5 集中度已经超过 70%, 竞争格局相对稳固。未来啤酒行业的竞争是大企业之间的高端化之争, 头部企业的品牌力、渠道网络的优势日益凸显, 利润增长将持续高于收入增长。

图表 29: 2017 年以来收入增速回暖



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 2017 年以来利润增速回暖



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2018 与 2008 提价的同与不同:

2018 年啤酒行业时隔十年才迎来新一轮行业集体性提价。相同的是, 提价催化剂是成本上涨, 提价次序均是从地域性龙头到全国性龙头。目前国内啤酒业 85% 的大麦都需要进口, 而 2008 年澳大利亚干旱导致啤麦减产, 啤酒公司的主要原材料澳麦的进口价格从早期每吨 170 美元的价格, 在 2008 年 2 月份达到每吨 500 美元, 涨幅接近两倍。与此同时国内通货膨胀压力使得玻璃价格到达高位, 而包材成本占据啤酒成本近 50%。为应对成本上涨压力, 2007 年底燕京啤酒率先进行提价, 青岛啤酒跟随提价。此后的几年虽然进口大麦成本保持在 200-300 美元/吨的水平, 玻璃价格的下行缓解了行业成本压力。2015 年上游玻璃行业的供给侧改革逐步传递至下游, 叠加 2018 年澳麦价格再次上行, 啤酒行业再掀提价潮, 2017 年底依然是燕京啤酒率先提价, 青岛、华润等跟进提价。

不同的是，行业量稳价增，竞争形势发生显著变化。对比发现 2017-18 年玻璃价格、进口大麦价格的涨幅远不及 2008-09 年，但此次的涨价却来势更为汹涌。核心驱动力是啤酒企业“以量换利”的方式无法持续，对利润的优质增长更为看重。

图表 31: 进口大麦价格走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 32: 玻璃价格指数



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 33: 2018 年啤酒行业涨价潮

公司名称	提价时间	提价产品及提价幅度
燕京啤酒	2007 年底	对 70 多个品种中的 6 个品种进行了提价，提价幅度 6% 左右
青岛啤酒	2008 年初	提高部分产品价格
燕京啤酒	2010 年 1 月	2008 年对一些品种继续提价。在京销售 10 度清爽型啤酒出厂价上调 10%。
燕京啤酒	2017 年 12 月	对 460ml 本生啤酒(纸 1×12)终端进货结算价格顺涨 3 元/箱，单瓶零售价格顺涨 1 元/瓶
华润雪花	2018 年 1 月	对旗下多款产品，包括雪花纯生、勇闯天涯等 9 款主要产品每件提升了 2 元到 10 元不等，其中多数提升幅度在 4-7 元。
青岛啤酒	2018 年 1 月	对一些区域的部分产品适度调整价格，平均涨幅不超过 5%。
百威啤酒	2018 年 3 月	年后批价由 57 元/件提至 85 元/件，涨幅近 50%，3 月 10 日执行；哈尔滨啤酒计划 4 月提价。
燕京啤酒	2018 年 3 月	3 月 16 日低端产品涨价 5% 左右，4 月份终端系列产品涨价。
青岛啤酒	2018 年 5 月	5 月 20 日对部分青岛优质啤酒进行提价，单款单箱全国提价 2 元。
珠江啤酒	2018 年 4 月	广州珠江金装 12 度啤酒已从 3.6 元涨至 3.9 元，珠江纯生精装 11 度、珠江纯生精品 11 度容量由 635ml 下降至 600ml。

资料来源: 公司公告, 酒业家, 《北京商报》, 国盛证券研究所

聚焦结构升级，盈利改善可期

品牌战略：主品牌青岛+第二品牌崂山

公司历史悠久，起源于中德啤酒，是在“德国啤酒是世界上最好的啤酒”这种消费者认同下诞生的。1948年青岛啤酒开始大批量出口至新加坡，开启国际化进程，大批量向海外出口已有70年的历史，产品远销100多个国家和地区，居于中国啤酒企业出口量的首位，也是很多外国人对中国啤酒的首选。在“BrandZ 2018 最具价值中国品牌100强”榜单中，青岛啤酒以12.78亿美元的品牌价值位于啤酒行业的第一名。

聚焦“1+1”品牌战略，主品牌和第二品牌分工明确。青岛啤酒产品主要面对中高端啤酒消费市场进行推广和销售，并保持了在国内中高端市场的领先地位；以崂山啤酒为代表的其他品牌产品主推大众消费市场销售，与主品牌产品共同构成了覆盖全国市场的完善的品牌和产品结构体系。

在2003年公司的品牌战略为“1+3”模式，即以青岛为主品牌，山水、崂山、汉斯为第二品牌。2014年公司将品牌战略调整为“1+1+N”，即青岛啤酒主品牌+全国性第二品牌崂山啤酒+汉斯、山水、银麦等区域品牌。此后公司再次精简战略为“青岛主品牌+崂山啤酒第二品牌”，以品牌带动品类发展，加快品牌、品种结构的优化与调整。

与华润雪花啤酒“单一大品牌”战略相比，公司品牌战略的优势在于保持了青岛品牌中高端的形象定位，品牌拉力向上的空间更大，在高端化的过程中更为顺利。雪花啤酒长期定位主流啤酒价格带，难以再利用这一策略进行高端升级。近年来华润啤酒通过品牌裂变推出脸谱系列高端品牌，2018年尝试淡化雪花标志推出勇闯天涯 Super X、匠心营造，并且收购喜力中国业务与喜力啤酒合作开发高端啤酒市场。

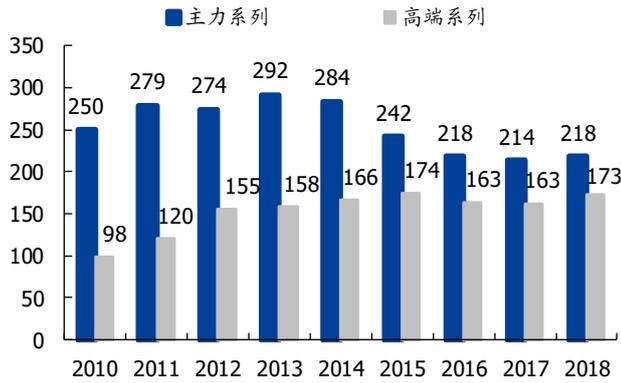
从国内啤酒市场品牌销量占比来看，2018年市占率超过1%的啤酒品牌中公司占据5个。其中青岛主品牌市占率稳定在10%左右，崂山第二品牌市占率稳定在3%左右(位列第6名)，汉斯啤酒作为陕西地区区域性啤酒品牌市占率在1.8%-1.9%，新银麦啤酒、三得利啤酒市占率自2015-18年呈现自然下行趋势。

图表 34: 国内啤酒市场按品牌销量占比(%)

排序	品牌名称	公司名称	2015	2016	2017	2018
1	雪花	华润啤酒	22.0%	23.3%	23.2%	22.8%
2	青岛	青岛啤酒	10.4%	9.9%	10.1%	10.4%
3	哈尔滨	百威英博	5.9%	6.6%	6.7%	6.9%
4	燕京	燕京啤酒	7.4%	7.3%	7.0%	6.3%
5	百威	百威英博	3.0%	3.5%	3.7%	4.0%
6	崂山	青岛啤酒	3.0%	3.0%	2.9%	2.9%
7	珠江	珠江啤酒	2.4%	2.5%	2.7%	2.7%
8	汉斯	青岛啤酒	1.8%	1.9%	1.9%	1.8%
9	雪津	百威英博	2.4%	2.0%	1.8%	1.7%
10	金星	河南金星啤酒	1.7%	1.7%	1.6%	1.5%
11	新银麦	青岛啤酒	1.7%	1.7%	1.6%	1.4%
12	三得利	三得利啤酒(青岛啤酒 2015年10月收购其中国区业务)	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%
13	乐堡	嘉士伯	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%

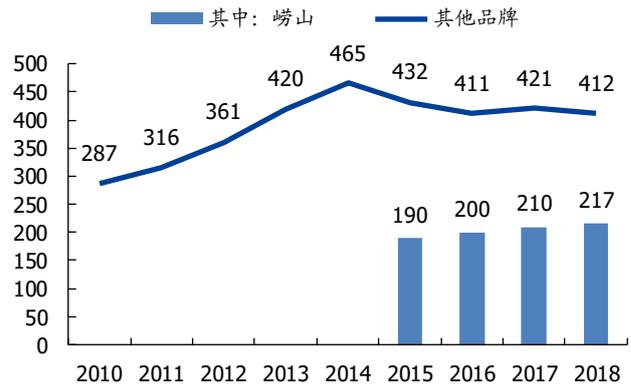
资料来源: Euromonitor, 国盛证券研究所

图表 35: 青岛品牌销量(万千升)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所(备注: 高端系列“奥古特、鸿运当头、经典 1903、纯生啤酒”等高端产品)

图表 36: 其他品牌销量变化(万千升)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所(备注: 其他品牌指除青岛品牌以外的崂山、汉斯、新银麦等)

对于青岛主品牌, 公司围绕“四位一体”的品牌传播模式, 通过体育营销、音乐营销、事件营销积极拓展与消费者互动交流渠道, 提升了青岛啤酒年轻化、时尚化的品牌形象。青岛啤酒为精耕餐饮渠道, 与肯德基、必胜客跨界定制“鸿运当头闻鸡起舞”罐、“青岛啤酒鸿运必胜装”罐, 并与深夜食堂 IP 合作推出定制“深夜食堂罐”提升了消费体验, 让品牌形象更加年轻。2019 年百年青啤参加纽约时装周中国日, 特邀 NPC 旗下设计团队定制秀场联名单品“百年国潮罐”, 品牌力焕发新生机。

图表 37: 青岛主品牌营销年轻化、时尚化

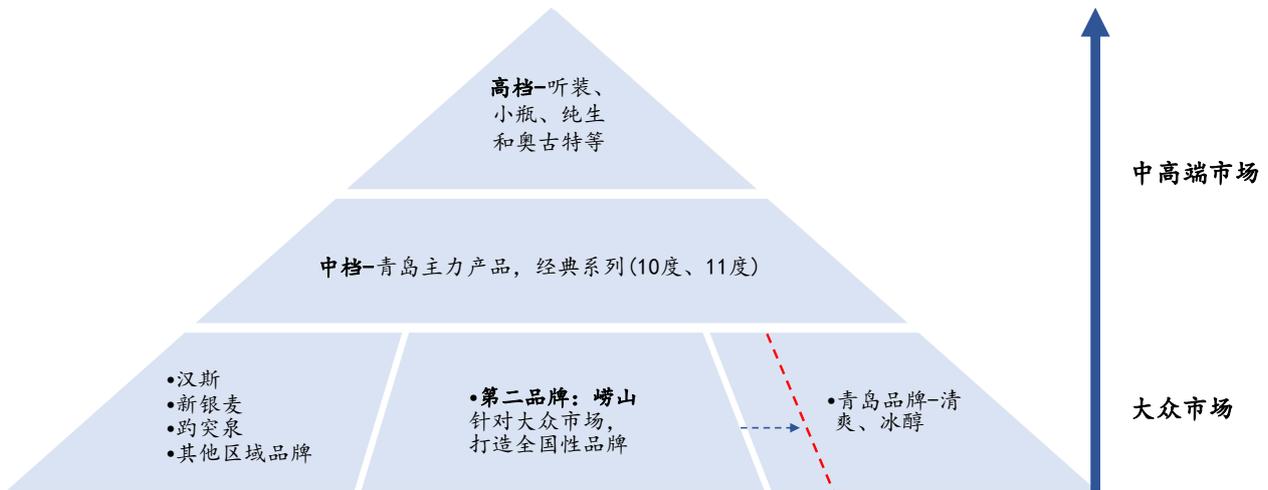


资料来源: 网络整理, 国盛证券研究所整理

产品战略: 多层次组合, 聚焦腰部以上

公司聚焦腰部以上产品, 低附加值产品向中高附加值产品转换, 玻璃瓶产品向易拉罐产品转换。公司当前的主力产品是经典系列, 处于产品体系的腰部位置, 零售价为 5-6 元/瓶。在腰部以上产品中, 公司着力用经典 1903 (零售价 8 元左右) 逐步替代传统经典系列, 同时在 6-8 元价格带布局重点布局纯生系列。9-10 元价格带以奥古特、黑啤为主, 10 元以上价格带布局鸿运当头、IPA 淡色艾尔精酿。

图表 38: 青岛啤酒产品结构图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

图表 39: 青岛啤酒部分产品零售价

产品名称	规格(包装)	原麦汁浓度	零售价(元)
IPA 淡色艾尔精酿	330ml(瓶装)	14°P	17.3
鸿运当头	355ml(铝瓶)	11°P	14.8
黑啤	500ml(罐装)	12°P	9.6
奥古特	500ml(罐装)	12°P	9.0
全麦白啤	500ml(罐装)	11°P	7.0
经典 1903	500ml(罐装)	10°P	7.0
纯生	500ml(罐装)	8°P	6.4
经典 10 度	500ml(罐装)	10°P	4.8
崂山	500ml(罐装)	8°P	4.2
冰醇	500ml(罐装)	10°P	3.6

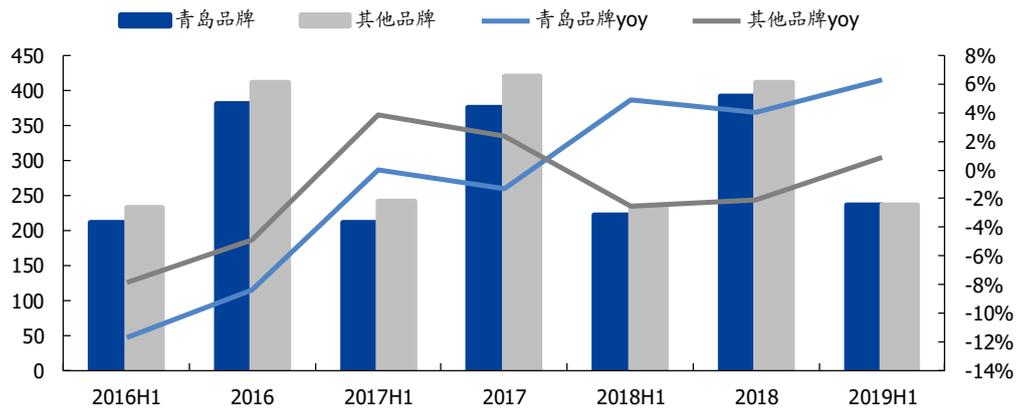
资料来源: 京东, 国盛证券研究所

大单品的接力升级

崂山啤酒是公司第一大单品, 高端化趋势下青岛经典接棒。公司当前约 50%的销量来自于非青岛品牌, 2018 年其他品牌销量 412 万千升, 占总销量比重为 51.3%。其中崂山品牌销量 217 万千升, 占比 27%, 是公司销量较高的单品。在“青啤+崂山啤酒”的双品牌组合中, 青啤占据高端, 崂啤占据中低端。早期公司以崂山品牌作为低价档次啤酒抢夺市场份额, 例如 2001 年公司用崂山啤酒攻占山东平度市场, 2007 年抢占烟台啤酒市场。

青岛品牌销量增速高于其他品牌。行业产品高端化趋势明显, 公司用青岛经典、纯生单品逐步替代崂山, 推动大单品升级。2018 年青岛经典产品销量占比 20%左右, 较 2013 年占比 18.3%增长约 2 pct。2018 年在高附加值产品高速增长带动下, 青岛品牌销量增速开始超过其他品牌, 2018H1 青岛品牌销量同比增长 4.9%, 其中高附加值产品销量同比增长 6.8%; 全年青岛品牌销量同比增长 4%, 其他品牌销量同比下降 2.1%。2019 年青岛品牌增长加快的趋势持续, 上半年青岛品牌销量增长 6.3%, 其他品牌销量增长 0.9%。

图表 40: 青岛品牌 2018 年开始销量增速超过其他品牌(单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理(备注: 左轴为营收, 右轴为增速)

青岛品牌中, 经典 1903 是对经典系列的升级。2011 年青岛经典销量增速放缓至个位数, 在这一背景下 2014 年经典 1903 上市, 有利于赢得竞争主动且推动市场格局良性转变。在原有经典系列的基础上, 经典 1903 以新产品形式重装上市, 通过注入“低温精酿”的产品特点、配置新瓶型、新商标、结合“精酿醇香、历久弥新”传播口号, 是实现青岛啤酒的品牌价值升级重要举措。经典 1903 餐饮端定价 8 元/瓶, 定位于 20-45 岁成熟理性、注重品质, 经济收入中等的消费人群。

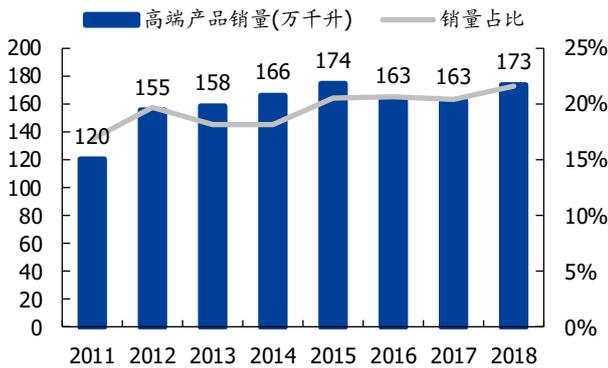
图表 41: 经典 1903 对经典系列的替代升级



资料来源: 网络整理, 国盛证券研究所整理

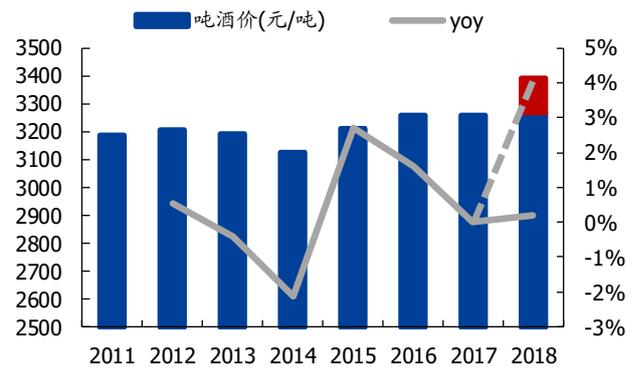
2018 年公司产品结构改善贡献吨酒价提升。2018 年公司高端产品销量 173 升, 同比增长 6%, 占总销量比重提升至 21.6%。由于会计政策变更, 市场助销费用从收入里扣除, 使得公司吨酒价与上年不可比(报表端同比+0.2%), 预计实际增幅在 4-5%。根据青岛市工业和信息化局, 2019 年上半年青啤公司销量增长 3.6%, 其中高端产品共实现销量 105 万千升, 同比增长达 10%。预计未来高端产品占比持续提升是贡献公司吨酒价主要驱动力。

图表 42: 公司高端产品销量占比持续提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: 公司吨酒价持续提升



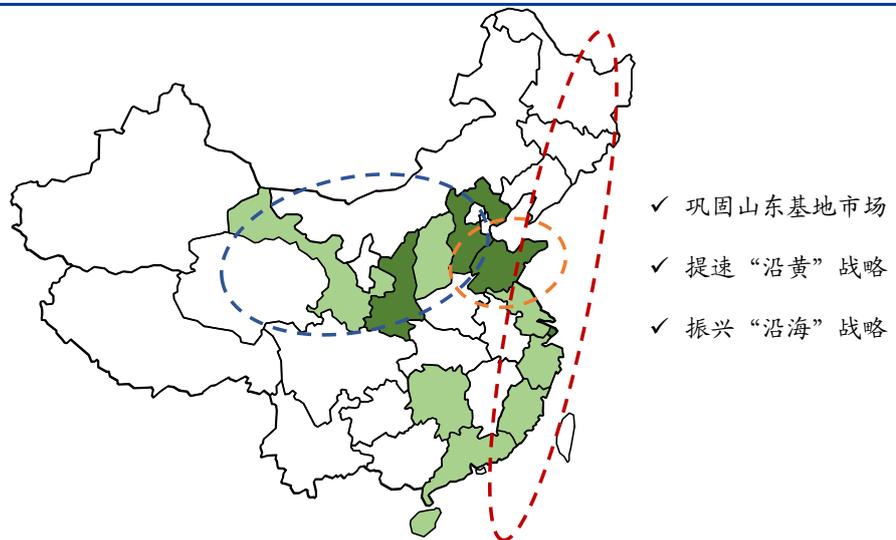
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

基地市场稳固, 区域聚焦突破

区域战略: 巩固山东华北, 加快建设“沿海沿黄”

公司基地市场稳固, 以山东和华北地区为盈利池。不同市场竞争格局、销售情况差别较大, 公司制定了“沿黄”、“沿海”战略, 计划在东部及沿海地区继续提高市场占有率, 在中西部地区逐步提升市场销售份额。

图表 44: 公司分部经营策略

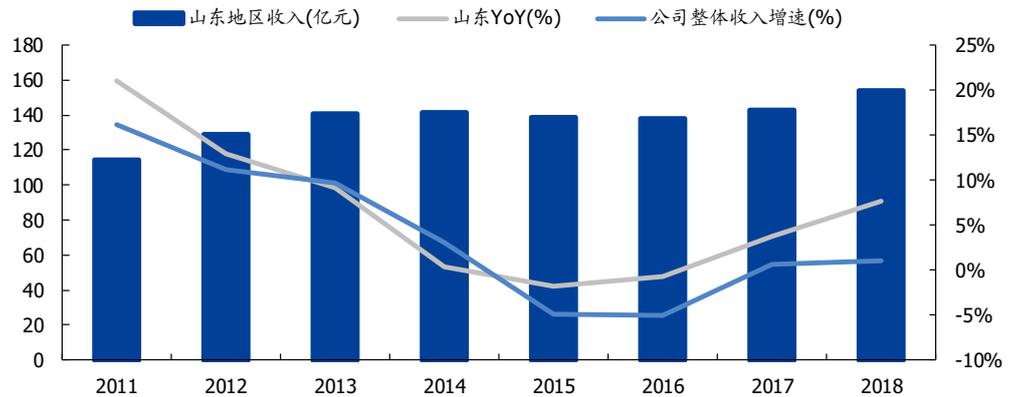


资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

- ✓ **做大“大山东”基地圈。**“大山东”基地圈还包括徐州、连云港苏北地区, 是公司大本营市场, 通过扩建产能及收编其他啤酒厂, 市占率接近 80%。基地市场格局稳定, 收入增速相比整体也更平稳, 在 2015-16 年公司整体收入下滑 5% 左右的时候, 山东地区收入下滑幅度 1-2%。公司在山东地区的战略为调整产品结构, 从崂山品牌向青岛经典、纯生转换。2018 年公司山东地区营收(对外交易)154 亿元, 同比增长 7.7%, 高于公司整体收入增速。从净利润率水平看, 山东地区净利润率稳定在 8% 左右, 高于公司整体水平。未来公司将持续发挥山东基地市场对周边市场的带动作用

用，调整产品结构，提升盈利能力。

图表 45: 公司山东地区收入增速高于整体增速



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

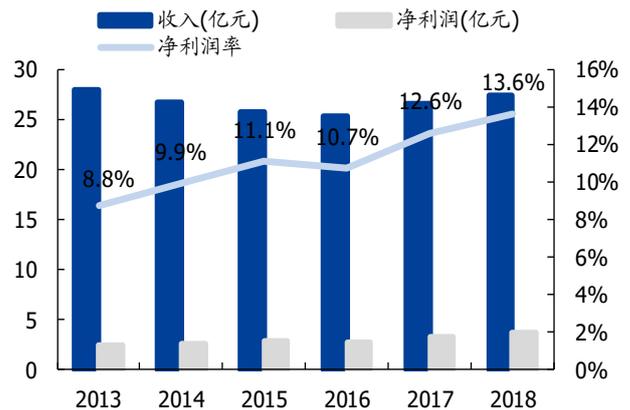
- ✓ **提速“沿黄”战略。** 华北地区是公司的优势市场，公司在河北、山西、陕西省份市占率较高，在河南地区增长较快。2018年华北地区销售量/销售额分别占比22.4%/22.6%，仅次于山东地区。陕西地区是公司的利润池之一，青啤汉斯(西安分公司)2018年实现收入27.5亿元，占到华北地区的60%左右。汉斯是西安市场中低档啤酒的主导品牌，在以陕西为中心的西北区域具有强劲的市场优势，2008年前后在陕西市场的市场占有率接近90%，西北市场的市占率约20%。凭借已经搭建完善的渠道网络，青啤在陕西地区产品结构升级顺利，在5-10元中高档市场力推汉斯西北狼和青岛纯生。2013-18年陕西汉斯集团的净利润率从8.8%提升至13.6%，显著高于全国平均水平。带动华北地区整体净利润率水平自2017年的8.1%提升至2018年的11.6%。未来公司将继续巩固华北市场优势位置，加速产品结构升级。

图表 46: 公司华北地区收入保持稳健增长



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 47: 2013-18年青啤西安分公司利润率提升明显

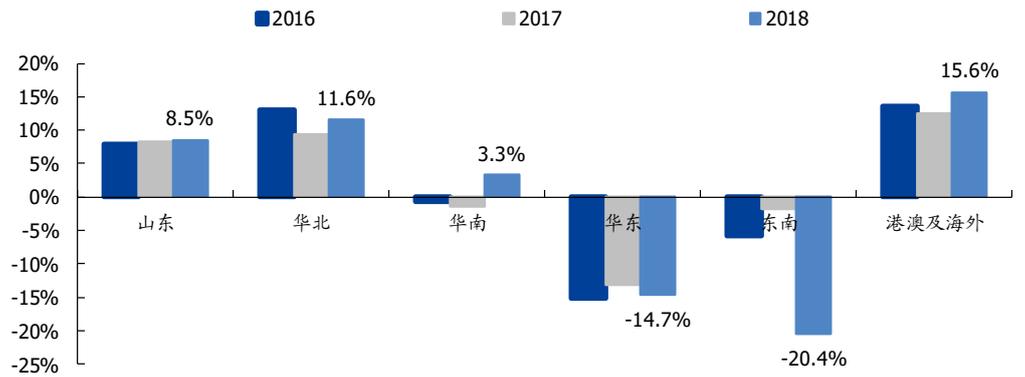


资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

- ✓ **振兴“沿海”战略。** 沿海地区主要是指华东、东南大区，包括江苏、广东、福建、浙江，2018年将海南从东南地区调出。由于青啤在海南地区市占率超过50%，盈利能力良好，从东南地区调出后该区净利润率大幅下滑，处于严重亏损阶段。广东地区实现恢复性增长。广东地区在2000-10年严旭总掌控时期也曾是公司的利润池，以大客户模式运营，最高峰销量超过100万吨。后来由于将北方的微观经销

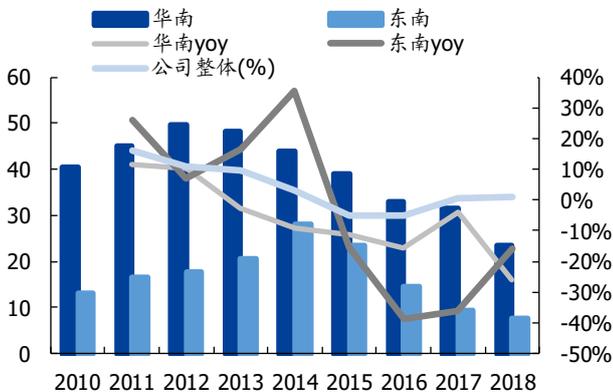
模式搬到广东，导致水土不服，销量下滑。此外广东、福建地区百威占据明显优势，区域竞争激烈。2018年广东地区已经开始企稳，公司在华南地区进行绩效改革，采取高目标高激励的政策鼓舞团队士气，经营战略上以“主品牌大客户+地产酒微观运营”模式结合。预计广东地区销量保持稳步回升，提高费效比，实现恢复性增长。
华东市场减亏。华东地区安徽、浙江市场华润啤酒占优，上海地区青岛、三得利品牌市占率较高，江苏市场竞争激烈，因而华东地区销售费用率较高。公司今年在苏北进行产品结构升级，同时在华东市场关闭了安徽芜湖、上海杨浦的两家工厂，进一步优化产能结构。预计未来2-3年华东市场盈利情况有所好转。

图表 48: 公司分区域净利润率变化



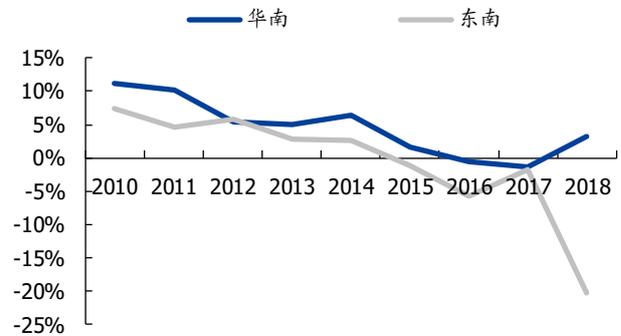
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 49: 公司华南、东南区的营收增速低于整体(单位: 百万元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所(备注: 左轴为营收, 右轴为增速)

图表 50: 公司华南、东南地区净利润率变化趋势



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

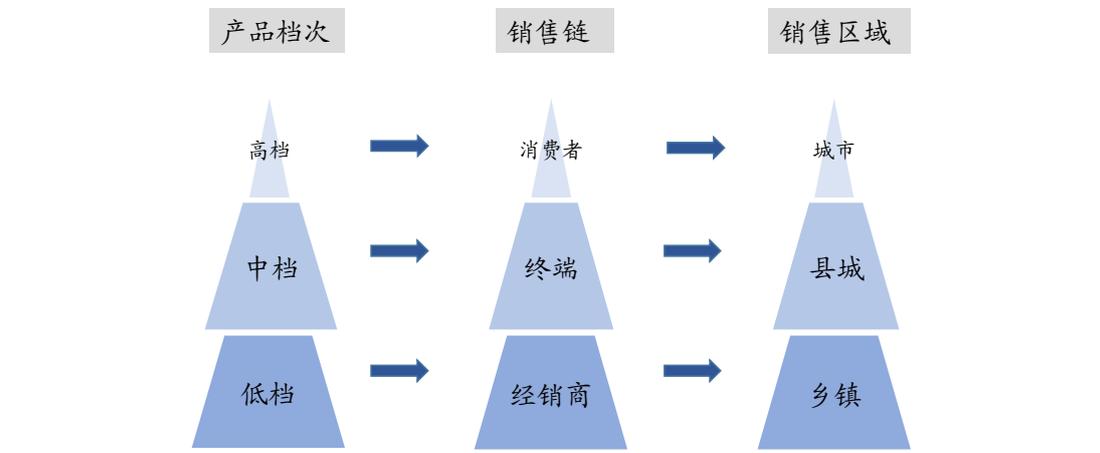
渠道运作: “大客户+微观运营”

餐饮渠道适合运作中档啤酒, 销售策略终端为主。从啤酒行业整体的渠道结构看, 餐饮渠道占比约为 55%, 是最为重要的销售渠道。与非即饮渠道相比, 餐饮渠道销售通常存在购买者与消费者分离的特点, 如一个餐厅里只销售某单一品牌的啤酒, 因而终端布局十分重要。青岛啤酒在餐饮渠道销售占比在 50% 以上, 与行业平均水平相当。公司在餐饮渠道通常导入主力、中高端两个类型, 如青岛老牌经典、青岛纯生两种啤酒, 销售价格分别在 5-8 元、6-10 元。

非即饮渠道通常选择更为广泛, 购买者即消费者, 通常更适合全品类铺设, 销售策略以

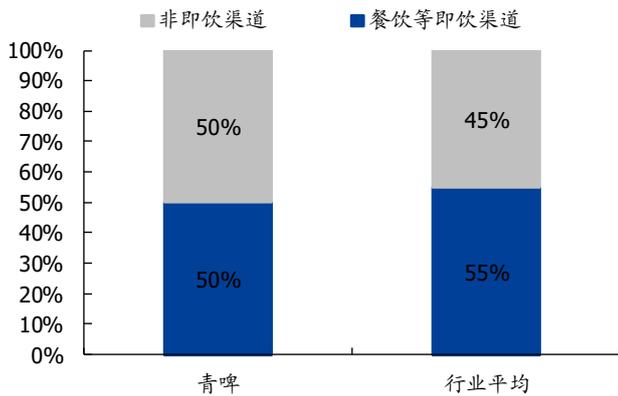
渠道为主。低档啤酒通常以县城的中低收入人群为目标群体，销售渠道以批发、传统杂货店、快餐店为主，公司需依靠经销商进行铺货。高端啤酒如奥古特、鸿运当头也通常适合非即饮渠道。公司积极完善电商渠道体系，直面消费者，在天猫电商啤酒销售额中仅次于百威英博。

图表 51: 不同产品对应渠道运作模式



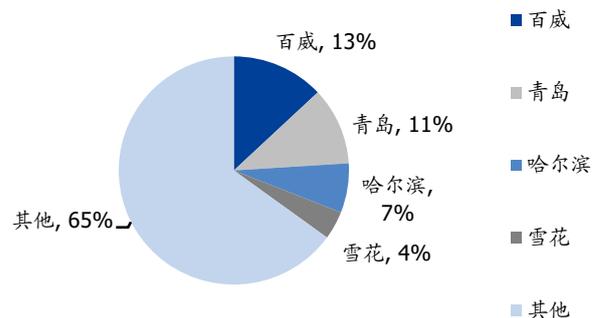
资料来源: 国盛证券研究所整理

图表 52: 青啤餐饮渠道占比 50%以上



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 53: 2017 年啤酒电商销售占比

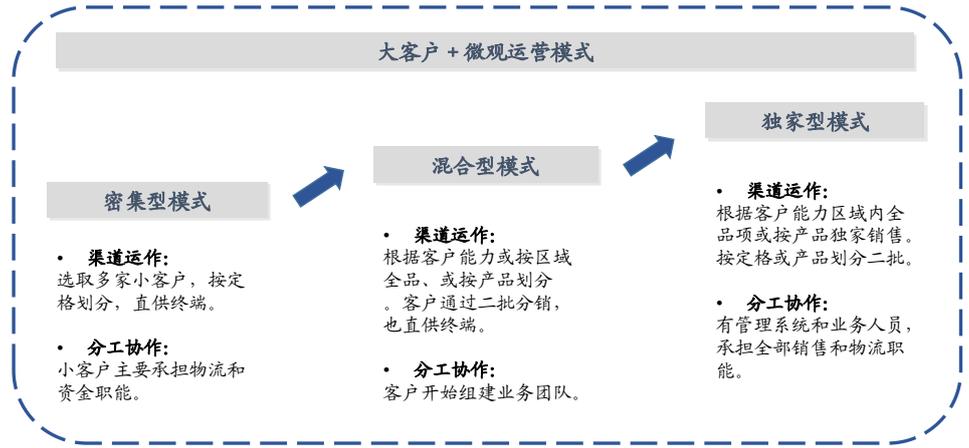


资料来源: 阿里数据, 国盛证券研究所

公司采取“大客户+微观运营”的渠道运作模式。所谓“大客户+微观运营”其实是一种因地制宜的渠道模式, 需要根据市场的竞争情况进行选择。“大客户模式”适用于市占率在 30%-50% 的发展市场及 50% 以上的基地市场, 可以采用混合型、独家型模式; “微观运营”近似于华润啤酒的深度分销, 适用于市占率低于 30% 的市场, 采用密集型模式, 渠道扁平化由多个小客户直供终端, 以厂家进行渠道运作为主, 小客户主要承担物流和资金智能。

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。

图表 54: 青啤坚持“大客户+微观运营模式”

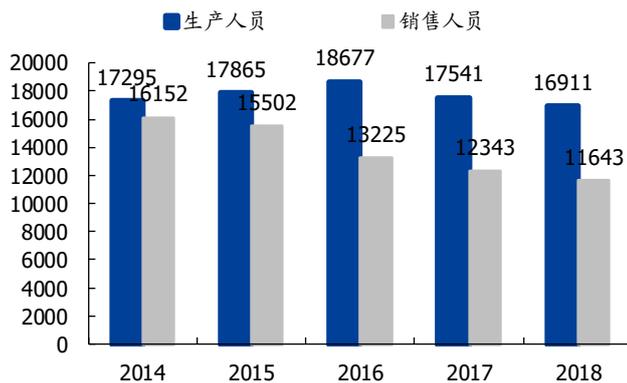


资料来源: 国盛证券研究所整理

产能优化, 效率提升

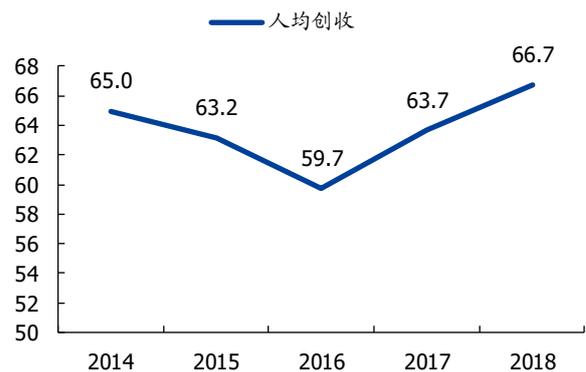
提升运营效率, 关闭低效产能。2017-18 年公司生产、销售人员数量呈现下行趋势, 通过减员增效 2017 年人均创收开始回升, 至 2018 年人均创收 66.7 万元。2018 年公司在 20 个省市自治区拥有 60 家工厂, 基本完成战略布局, 现有产能 1408 万千升, 实际产能 987 万吨, 实际产量 767 万吨。公司现阶段开始关闭一些规模小、竞争力较弱的工厂。2018 年着手关闭安徽和上海杨浦工厂, 对下岗职工进行了职工安置, 产生近 2 亿减值费用, 其中人员安置费接近 5 千万。关闭低效产能短期产生一次性减值, 但从中长期看公司产能利用率提升, 且员工效率提升, 对业绩带来正向贡献。

图表 55: 生产人员及销售人员数量变化(人)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

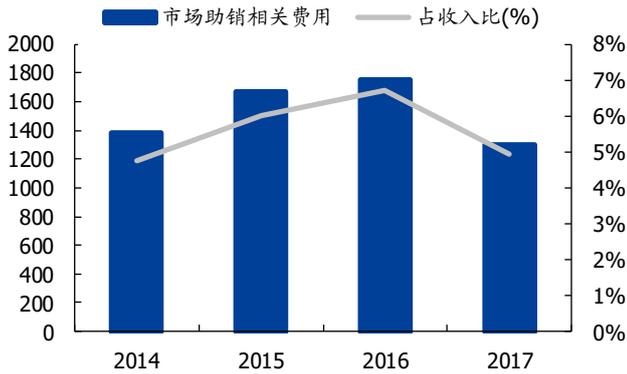
图表 56: 公司近 5 年人均创收(万元/人)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

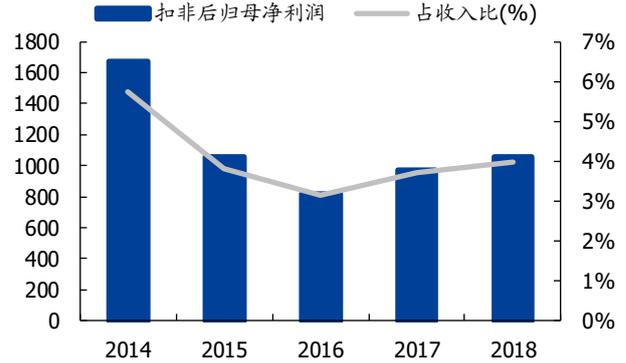
费效比提升, 扣非后归母净利润增长。2017 年市场助销相关费用投入 13 亿元, 较前两年出现明显下行, 占营收比约 4.9%, 公司费效比提升。公司扣非后归母净利润自 2017 年逐年回升。

图表 57: 市场助销费用 2017 年开始下行(百万元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 58: 扣非归母净利润(百万元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

公司产能优化空间测算

➢ 从毛利率角度, 关停低效工厂后产能利用率提升, 计入成本中的折旧摊销、员工支出减少, 毛利率提升空间在 1-2.8 pct.

假设 1: 2019-2023 年销量、收入端保持不变, 其他成本保持不变。

假设 2: 根据公司规划未来 5 年关厂 10 家, 假设 2019-2023 年每年关厂 2 家, 每年裁员 600 人, 每年计入成本的折旧摊销减少 5000 万。

结论: 在上述假设下, 未来 5 年仅由产能优化带来的毛利率改善空间在 1-2.8 pct.

图表 59: 产能优化对毛利率影响的敏感性测算

未来 5 年毛利率提升空间 (pct)		计入成本的制造费用减少(万元/年)				
		3000	4000	5000	6000	7000
员工减少人数 (人/年)	200	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8
	400	1.3	1.5	1.7	1.9	2.0
	600	1.5	1.7	1.9	2.1	2.3
	800	1.8	2.0	2.2	2.4	2.5
	1000	2.0	2.2	2.4	2.6	2.8

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

➢ 从 EBIT margin 角度, 公司产能优化后, 折旧摊销、员工支出费效比提升, 最终贡献 EBIT margin 提升幅度约 8.4 pct.

关停落后工厂对公司的短期影响是产生一次性的减值损失、裁员产生员工安置费用, 长期影响是减少了折旧摊销、员工支出减少, 从而提高产能利用率、费效比。因此我们从两个方面来衡量产能优化对公司 EBIT margin 的影响。

1) 折旧摊销优化测算: 假设理想产量为产能利用率达到设计产能的 70%, 用当前的折旧摊销金额除以理想产量, 得出对应单位产量的折旧摊销, 并计算优化空间。公司当前产能利用率为 54.5%, 在折旧摊销部分的优化空间为 22.2%。

2) 员工支出优化测算: 从人均产销量的角度, 百威亚太为 330.8 吨/人, 重庆啤酒为 292.5 吨/人, 公司为 195.1 吨/人。我们以百威亚太人均产销量水平为理想目标, 用当前实际产量除以理想目标 (330.8 吨/人) 计算出理想员工人数, 获得公司理论上的裁员人数后乘以当前的员工薪资水平, 得出可节省的员工开支, 并结算优化空间。公司理

论上可减少员工人数为 16134 人，员工开支方面优化空间为 41%。

综合以上两个方面，最终得出青岛啤酒产能优化对 EBIT margin 的改善空间约为 8.4 pct，与百威亚太、重庆啤酒相比改善空间较大。公司 2018 年关停 2 家工厂，开启产能优化的步伐，未来 5 年计划关停 10 家工厂，期待盈利能力的逐步改善。

图表 60: 主要啤酒企业产能优化对 EBIT margin 改善空间的测算

	百威亚太	华润啤酒	青岛啤酒	重庆啤酒
折旧摊销优化测算				
设计产能(万吨)	1721.1	2100.0	1408.0	179.0
实际产量	1042.7	1128.5	767.0	81.5
产能利用率	60.6%	53.7%	54.5%	45.5%
理想产量	1204.8	1470.0	985.6	125.3
折旧摊销/实际产量	471.97	146.48	150.38	212.93
折旧摊销/理想产量	408.46	112.45	117.03	138.53
优化空间	13.5%	23.2%	22.2%	34.9%
员工支出优化测算				
人工支出(百万)	6076	6324.0	4793.3	326.1
员工总人数(人)	31523	58200	39320	2787
人均产销量(吨/人)	330.8	193.9	195.1	292.5
理想员工人数(人)		34114	23186	2464
可减少人数(人)		24086	16134	323
员工平均薪酬(万/年)	19.3	10.9	12.2	11.7
可节省员工开支(百万)		2617.2	1966.8	37.8
优化空间		41.4%	41.0%	11.6%
EBIT margin 提升幅度				
折旧摊销/收入	8.3%	5.2%	4.3%	5.0%
员工费用/收入	10.2%	19.8%	18.0%	9.4%
调整后折旧摊销/收入	7.2%	4.0%	3.4%	3.3%
调整后员工费用/收入	10.2%	11.6%	10.6%	8.3%
EBIT margin 提升幅度	1.1 pct	9.4 pct	8.4 pct	2.8 pct

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

盈利预测与估值

关键假设&盈利预测

1) 销量端: 公司销量增长 CAGR 在 0.5% 左右。公司在产品结构上聚焦腰部以上产品，预计青岛品牌高端产品保持 4% 的销量增长，青岛主力产品销量保持平稳。第二品牌崂山逐步替代青岛清爽、冰醇低端系列，预计未来 3 年销量增速为 1-2%。而其他区域性小品牌由于逐步被崂山、青啤全国性品牌替换，叠加低效产能关闭，预计销量持续下滑。因而整体看，预计公司啤酒销量 2019/20/21 年分别同比增长 0.7%/0.5%/0.3%。

2) 价格端: 产品结构改善，吨酒价提升。青岛品牌的高端产品销量占比保持稳步提升，

预计2019/20/21年占比分别为22.3%/23.1%/23.9%。2018年青岛主品牌吨酒价4118.2元/吨，其他品牌吨酒价2455.2元/吨，差距1663元/吨。由于2019年二季度增值税率由16%下调至13%，对吨价提升贡献1.5-2%，我们预计2019年青岛品牌吨酒价增长5%，其他品牌吨酒价增长2.5%，2020年之后青岛主品牌吨酒价保持每年3-4%的增速，其他品牌由于定位大众市场，吨酒价增幅1%左右。总体而言，我们预计公司2019/20/21年吨酒价分别同比增长4.3%/3.2%/3.0%。

图表 61: 公司收入拆分及预测

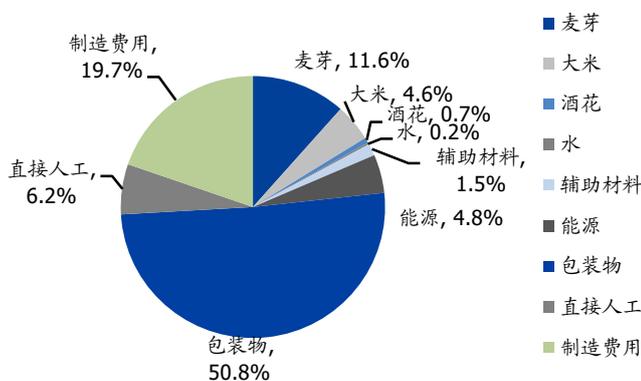
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主品牌销量(百万升)	381.0	376.0	391.4	398.3	405.5	413.0
其中: 高端产品销量(百万升)	163.0	162.5	173.3	180.2	187.4	194.9
主品牌吨酒价(元/吨)	4158.5	4175.3	4118.2	4324.1	4497.1	4654.5
主品牌收入(百万元)	15843.7	15699.2	16118.7	17224.4	18237.6	19224.8
其他品牌销量(百万升)	411.0	421.0	412.0	410.3	407.5	402.5
其中: 崂山销量(百万升)	200.0	210.0	217.0	220.3	222.5	222.5
其他品牌吨酒价(元/吨)	2426.9	2443.2	2455.2	2516.6	2541.8	2567.2
其他品牌收入(百万元)	9974.5	10285.9	10115.5	10324.4	10356.6	10331.8
其他业务收入(百万元)	288.1	292.0	341.1	375.2	412.7	454.0
收入合计(百万元)	26106.3	26277.1	26575.3	27924.0	29006.9	30010.6
yoy	-5.5%	0.7%	1.1%	5.1%	3.9%	3.5%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3) 2019年成本压力仍存, 未来受益于罐装化率提升趋势。由于包装物占啤酒成本接近50%, 因此玻璃瓶价格对公司毛利率影响较大。环保政策收紧以及上游供给侧改革, 2018年玻璃价格持续走高, 2019年仍维持高位, 给公司带来成本压力。2017-18年瓦楞纸、玻璃瓶价格大幅上涨, 公司包材吨酒成本同比增长9-10%。公司高端产品主要在山东生产, 运输到其他销售区域, 长距离运输使得高端产品无法回瓶, 因而公司玻璃瓶成本相比而言更高。

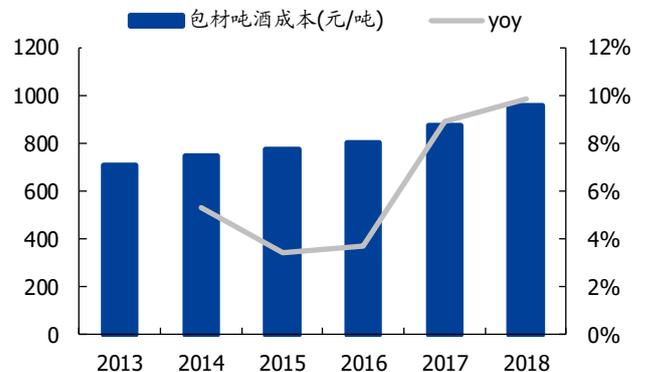
罐装化率有望逐步提升。罐装啤酒具有方便携带、密封性及避光性好、储运方便的优势, 且采购成本较玻璃瓶低。根据调研了解当前一个铝罐的成本约4-5毛, 采购一个玻璃瓶的成本7-8毛, 铝罐的采购成本低了37%左右。对于公司而言, 大部分高端产品在山东生产且无法回瓶, 提高罐装化率能够带来成本节约, 当前公司罐装化率约为30%, 预计未来5年罐装啤酒产量保持5-8%增长。

图表 62: 公司啤酒成本构成(2018年)



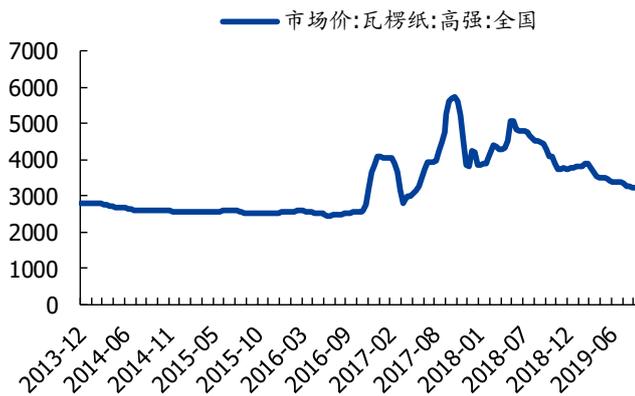
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 63: 2007-18年包材吨酒成本上涨较快



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 64: 瓦楞纸价格 2019 年下降(元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 65: 玻璃价格指数处于高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

由于青岛啤酒罐装化率接近 30%，我们预计包材成本中玻璃瓶占 60%左右。在 2018 年收入及成本的基础上，进行玻璃价格上涨、麦芽成本上涨对毛利率的敏感性测算。

- ✓ **麦芽成本 2019 年面临压力，当前处于高位，预计 2019-20 年回落。** 2018-2019 年澳大利亚受天气干旱影响减产，进口成本增加。2019 年上半年澳大利亚大麦进口成本较 2018 年同期高出约 438 美元/吨，增幅 28.9%；进口量 198.7 万吨，同比减少约 38.2%。2019 年 8 月海关总署允许符合相关要求的俄罗斯大麦进口，随着大麦进口来源增多、2019-20 年澳麦产量恢复，预计下半年澳麦成本压力缓解。
- ✓ **玻璃瓶成本预计高位平稳运行，瓦楞纸 2019Q2 价格低位。** 玻璃瓶价格当前处于高位，环保政策收紧趋势不变，未来价格可能在高位平稳运行。瓦楞纸在包材成本中占比 15-20%。2019Q2 瓦楞纸价格 3400 元/吨，同比 2018Q2 的 5100 元/吨下滑 33%，利好啤酒企业。中长期看，由于国家环保收紧，2018 年再提“2020 年前禁止全部进口固废”，政策影响下，外废审批额度大幅下滑，截止 19 年 7 月外废审批额度 993 万吨，较去年同期下降 21.3%。我们预计当前处于瓦楞纸价格低位，2020 年之后可能上行。

图表 66: 麦芽及玻璃成本变化对毛利率影响的敏感性测算

毛利率变化(pct)		麦芽成本变化					
		-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
玻璃成本变化	-10%	2.4	2.1	1.7	1.4	1.1	0.7
	-5%	1.5	1.2	0.9	0.5	0.2	-0.1
	0	0.7	0.3	0	-0.3	-0.7	-1.0
	5%	-0.2	-0.5	-0.9	-1.2	-1.5	-1.9
	10%	-1.1	-1.4	-1.7	-2.1	-2.4	-2.7
	15%	-2	-2.3	-2.6	-2.9	-3.3	-3.6

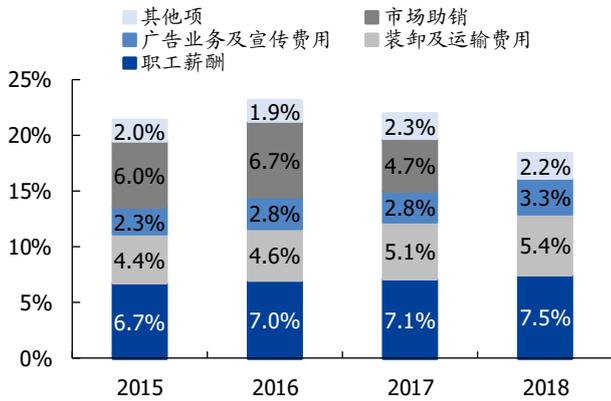
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

基于以上分析和判断,我们预计 2019/20/21 年吨酒耗费麦芽成本分别上涨 4%/0%/0%，吨酒耗费包材成本上涨 4%/2%/2%，同时考虑吨酒人工成本、制造费用下降，公司 2019/20/21 年毛利率分别为 39.1%/40.5%/41.8%。

费用端：销售费用预计保持平稳，期待管理费用改善。

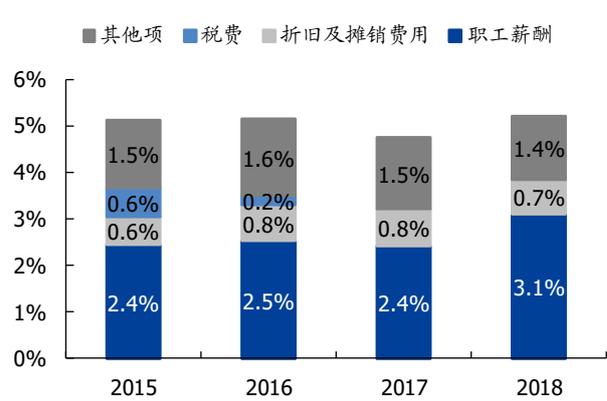
青岛啤酒的销售费用率高于国内其他啤酒企业的主要原因在于职工薪酬、装卸运输费较高。这与公司生产销售模式有关，公司的高端产品主要在山东生产并运往其他地区销售，因而装卸运输费用较高。随着未来高端产品占比逐步提高，预计装卸运输费用会保持较高水平，2019/20/21年分别为5.5%/5.6%/5.7%。职工薪酬较重啤、燕京啤酒高源于其布局更为广泛且采用“大客户+微观运营”的模式，员工人数较多，预计未来公司逐步提高费效比，职工薪酬占比平稳下行，2019/20/21年分别为7.5%/7.4%/7.3%。公司管理费用率构成主要包括职工薪酬、折旧及摊销费用，随着未来公司管理效率改善，产能优化折旧摊销减少，预计管理费用率下行，2019/20/21年分别为5.0%/4.9%/4.8%。此外我们预计未来3年公司将继续实施关闭低效产能策略，分别会产生资产减值损失0.83/1.24/1.09亿元。

图表 67：公司销售费用分拆及走势(占营收比,%)



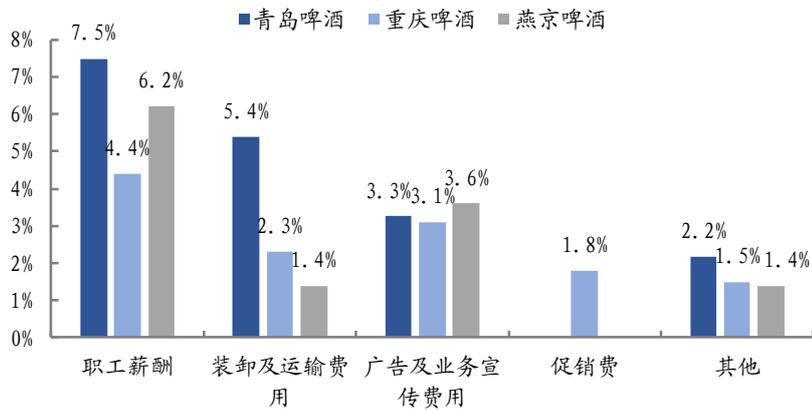
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 68：公司管理费用分拆及走势(占营收比,%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 69：主要啤酒企业销售费用率分拆比较



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

综上，预计公司 2019/20/21 年实现收入 279.24/290.07/300.11 亿元，同比增长 5.1%/3.9%/3.5%；归母净利润 17.0/20.7/24.9 亿元，同比增长 19.6%/21.6%/20.6%；对应每股收益分别为 1.26/1.53/1.85 元，PE 为 39.8/32.7/27.1 倍。

图表 70: 公司主要财务指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26,277	26,575	27,924	29,007	30,011
增长率 YoY(%)	0.7	1.1	5.1	3.9	3.5
归母净利润(百万元)	1,263	1,422	1,700	2,067	2,493
增长率 YoY(%)	21.0	12.6	19.6	21.6	20.6
EPS(元)	0.93	1.05	1.26	1.53	1.85
净资产收益率(%)	7.8	8.4	9.4	10.6	11.8
P/E(倍)	53.5	47.5	39.8	32.7	27.1
EV/EBITDA(倍)	20.3	18.2	16.0	13.3	11.0

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

估值分析

啤酒行业由于持续的产能扩张、收购兼并, 导致折旧摊销水平、资产负债率高, 进而导致账面净利润通常低于现金流水平, 利息支出较大, 无法真实反映企业盈利情况, 通常采用 EV/EBITDA 方法估值。

从 EV/EBITDA 角度, 青岛啤酒 2019 年 EV/EBITDA 为 16.0 倍, 低于华润啤酒、重庆啤酒估值水平, 高于国际啤酒巨头百万英博、喜力、嘉士伯。中国啤酒市场相比于西方发达国家成熟市场仍处于成长期, 高端化趋势明显, 享受估值溢价。青岛啤酒当前在中高端啤酒市场占据优势, 公司品牌力强、产品结构合理, 估值水平可以对标中国华润啤酒、重庆啤酒, 估值仍有提升空间。给予青岛啤酒目标价 65 元, 对应 2020 年 PE 42.5 倍, 对应 2020 年 EV/EBITDA 18.4 倍。

图表 71: 可比公司估值比较(截至 2019 年 9 月 19 日)

	总市值 (亿美元)	EPS(美元/人民币)				EV/EBITDA				PETTM	PSTTM
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
百威英博	1,548.6	4.06	2.21	4.80	4.92	15.3	14.2	12.6	12.0	35.5	2.8
喜力	615.8	3.74	4.68	5.00	5.42	14.5	14.2	12.9	12.3	28.8	2.5
嘉士伯	169.2	5.20	5.67	5.92	6.49	19.7	12.4	12.0	11.4	90.8	1.8
华润啤酒	172.1	0.36	0.30	0.53	0.88	30.9	29.5	26.1	20.8	90.3	3.6
重庆啤酒	30.4	0.68	0.83	1.03	1.23	44.8	33.3	27.9	24.3	49.6	6.1
青岛啤酒	95.1	0.93	1.05	1.26	1.53	20.3	18.2	16.0	13.3	38.4	2.4

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所 (华润、重庆、青岛啤酒 EPS 单位为人民币)

风险提示

天气、政策法规等因素不确定性。啤酒消费通常在夏季为主，如果夏季天气不够炎热或者阴雨较多，会导致当年产品销量下降。同时如果政府监管政策有所趋严，夜场、娱乐渠道的销量可能会受到影响。如果国内政策变化，会对市场稳定性带来影响。

行业竞争激烈。随着外资啤酒和进口啤酒在国内市场加大促销，将进一步加剧国内中高端产品市场的竞争态势，由于公司产品面向中高端产品市场比重较大，可能影响公司短期的销量和收入增长。

原材料成本、外汇汇率波动。如果原材料成本、包材成本发生波动，会对公司的盈利能力影响。公司目前原材料大麦主要依赖进口，因此汇率的变动将会影响本公司的原材料采购成本。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com