

青岛啤酒 (600600.SH) 纵享升级红利, 高端化成为主旋律

2022年03月22日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 增持 (首次)

张宇光 (分析师)

方勇 (分析师)

zhangyuguang@kysec.cn

fangyong@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790520100003

日期	2022/3/22
当前股价(元)	84.05
一年最高最低(元)	118.11/76.68
总市值(亿元)	1,146.74
流通市值(亿元)	584.92
总股本(亿股)	13.64
流通股本(亿股)	6.96
近3个月换手率(%)	46.57

● 高端化成效显著, 纵享行业红利

预计 2021-2023 年公司收入 303.25、326.66、345.66 亿元, 同比增 9.2%、7.7%、5.8%。考虑结构提升, 以及提价原材料价格等对冲, 毛利率预计略有提升, 费用率稳中有降。预计 2021-2023 年归母净利润 31.50、37.07、45.43 亿元, 同比增 43.1%、17.7%、22.6%, 现价对应 2021-2023 年 37.1、31.6、25.7 倍 PE, 受益行业消费升级、格局持续改善, 公司高端化战略成效显著, 利润有望逐步释放弹性, 首次覆盖给予“增持”评级。

● 行业迈入高质量发展阶段

2016 年以来国内啤酒需求逐渐趋稳, 告别高歌猛进的扩张时代, 行业步入了以经营提效和结构升级为主的高质量发展阶段。进入 2020 年, 一方面存量竞争下格局稳固且逐渐改善, 龙头关厂提效, 中小啤酒厂退出市场, 行业产能包袱出清; 另一方面伴随啤酒消费升级、年轻消费群体崛起, 高端啤酒市场持续扩容, 龙头纷纷主动推进产品高档化, 行业整体利润提速释放。

● 产品高端化, 基地市场持续升级

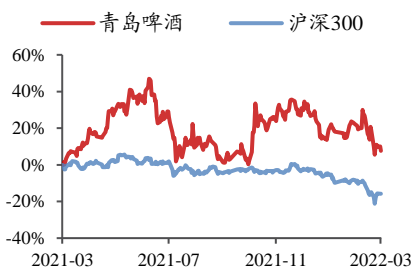
公司拥有多层次的产品体系, 形成以青岛、崂山为主的“1+1”品牌策略。公司不断提升产品结构, 推动副品牌向主品牌升级, 聚焦青岛经典以上高端品牌。同时公司加码高端新品开发(白啤、IPA 等)和品牌年轻化进程, 签约顶流音乐人、重塑产品形象设计, 打造年轻和国潮新形象。同时在北方山东、陕西等优势市场, 公司拥有较大的市场主导权, 但产品结构向来偏低, 未来持续升级的空间大。

● 盘活机制, 改善激励

公司作为国内第一家 A+H 股上市公司, 激励机制在 2020 年迎来改善。一方面, 公司借助复星入股混改机遇, 兑现股权激励承诺, 管理层及中层积极性明显提升。另一方面, 加大一线销售员工现金激励, 构建以高端化和结构升级为导向的激励机制, 提升一线员工积极性、推动公司高端化战略。

● 风险提示: 餐饮需求持续疲软风险, 成本过快上涨风险、竞争加剧风险

股价走势图



数据来源: 聚源

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	27,984	27,760	30,325	32,666	34,566
YOY(%)	5.3	-0.8	9.2	7.7	5.8
归母净利润(百万元)	1,852	2,201	3,088	3,626	4,459
YOY(%)	30.2	18.9	40.3	17.4	23.0
毛利率(%)	39.0	40.4	43.4	45.4	46.3
净利率(%)	6.6	7.9	10.2	11.1	12.9
ROE(%)	9.7	10.9	13.8	14.3	15.4
EPS(摊薄/元)	1.36	1.61	2.26	2.66	3.27
P/E(倍)	61.9	52.1	37.1	31.6	25.7
P/B(倍)	6.0	5.6	5.1	4.5	3.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 行业格局持续改善，升级成为主旋律	5
1.1、 格局持续改善，区域格局稳固	5
1.2、 需求企稳，升级成为主旋律	6
1.3、 供给：产能包袱逐渐出清，经营效率改善	7
2、 公司复盘：迈入高质量发展阶段	9
2.1、 国产品质，行业典范	9
2.2、 迎来高质量发展的新阶段	10
2.2.1、 并购扩张期：急于并购、整合不足	11
2.2.2、 主品牌扩张：聚焦主品牌，强化运营与整合	12
2.2.3、 调整期：产能过剩，需求下滑	13
2.2.4、 高质量发展阶段：高端化和结构升级提速	14
3、 高端化成为主旋律，基地市场升级空间大	15
3.1、 加码中高端，升级和高端化成为主旋律	15
3.1.1、 品牌：聚焦主品牌，加码中高端	15
3.1.2、 产品：加速推出高端新品	17
3.1.3、 营销与渠道：打造新渠道，营造国潮风	19
3.2、 区域市场策略：基地市场升级空间大	20
3.2.1、 山东及沿黄市场：提速增长，升级空间大	20
3.2.2、 沿海、沿江市场：沿海恢复份额，沿江力争扭亏	23
4、 盘活机制，改善激励	24
5、 盈利预测与投资建议	25
5.1、 核心假设	25
5.2、 盈利预测预投资建议	26
6、 风险提示	27
附：财务预测摘要	28

图表目录

图 1： 2012 年后龙头公司份额略微提升后基本稳定	5
图 2： 区域市场格局是啤酒行业重要特征，区域格局整体趋于稳固	6
图 3： 2017 年以后啤酒需求企稳	7
图 4： 2015-2019 年高档以上啤酒零售额保持较快增长	7
图 5： 中高档以上啤酒销量占比持续提升	7
图 6： 2016 年后整个行业新增产能大幅减少	8
图 7： 青岛啤酒设计产能逐年减少	8
图 8： 青岛啤酒产能利用率逐年提升	8
图 9： 行业固定资产周转率有所提升	8
图 10： 近几年青岛啤酒销售人员数量稳步下降	8
图 11： 近几年青岛啤酒销售人员创收持续提升	8
图 12： 2016 年后营业收入保持缓步上升	9
图 13： 2016 年后净利润上升明显	9
图 14： 需求企稳后公司销售费用率明显降低	9

图 15:	2015 年以来行业广告费用略有提升.....	9
图 16:	时任证监会主席刘鸿儒参加青岛啤酒上市庆功会.....	10
图 17:	2016 年以来公司迈入高质量发展阶段.....	11
图 18:	1996 年-2001 年营业收入快速增长.....	12
图 19:	1996 年-2001 年净利润趋于稳定.....	12
图 20:	1996 年-2001 年毛利率持续提升, 但净利率压力较大.....	12
图 21:	2004 年以后“1+3”四大品牌销量占比迅速提高.....	13
图 22:	2003 年公司聚焦“1+3”品牌体系.....	13
图 23:	2014-2016 年销量下滑明显.....	14
图 24:	2014-2016 年啤酒产量跟随销量下滑调整.....	14
图 25:	2012-2016 年竞争激烈, 2015 年销量开始下滑.....	14
图 26:	2012-2016 年竞争激烈销售费用率逐步提升.....	14
图 27:	2017 年以来收入呈现加速增长态势.....	15
图 28:	2017 年以来净利润恢复至 20% 左右增长.....	15
图 29:	公司聚焦青岛啤酒+崂山的“1+1”双品牌战略.....	16
图 30:	2017 年以来吨价持续提升.....	16
图 31:	超高档占比逐步提升.....	17
图 32:	超高档啤酒 2016 年以来保持稳定增长.....	17
图 33:	除超高端以外的主品牌 2015 年起销量稳中有降.....	17
图 34:	相对低端的副品牌啤酒 2017 年起销量逐年下降.....	17
图 35:	2010 年先后推出 1903、鸿运当头等高端新品, 推动产品结构升级.....	18
图 36:	2020 年产品创新加速, 推出琥珀拉格、白啤、果啤等新品, 包装形象明显提升.....	18
图 37:	BGM 果啤包装新颖、果味浓郁.....	19
图 38:	青岛新白啤形象更加典雅.....	19
图 39:	签约华晨宇, 打造新潮、年轻的品牌标签.....	19
图 40:	纯生听装产品推出华晨宇专属款产品.....	19
图 41:	青岛啤酒自拓酒吧渠道.....	20
图 42:	公司营造 1903 国潮风.....	20
图 43:	2018 年确立了“做大山东, 提速沿黄, 振兴沿海, 解放沿江”的市场策略.....	20
图 44:	山东、陕西等核心基地市场工厂数量最多.....	21
图 45:	2018 年以来主品牌、副品牌毛利率保持稳定上升.....	21
图 46:	青岛主品牌吨价远高于崂山副品牌吨价.....	21
图 47:	山东市场是公司优势市场 (营收: 亿元).....	22
图 48:	山东地区是主要收入来源.....	22
图 49:	2015 年以来山东市场营收稳步上涨 (单位: 亿元).....	22
图 50:	青岛啤酒在山东市场毛利率最高.....	22
图 51:	2015 年以来华北市场营收持续增长.....	23
图 52:	华北地区毛利逐渐接近山东地区.....	23
图 53:	华南地区是曾经的优势市场, 营收趋于稳定.....	23
图 54:	华南地区收入占比逐年下降.....	23
图 55:	公司在华南大幅降低销售费用 (单位: 亿元).....	24
图 56:	2018 年华南地区实现扭亏为盈.....	24
图 57:	复星成为第二大股东后推动公司混合所有制改革.....	24
表 1:	2017 年启动去产能, 产能逐年收缩.....	15

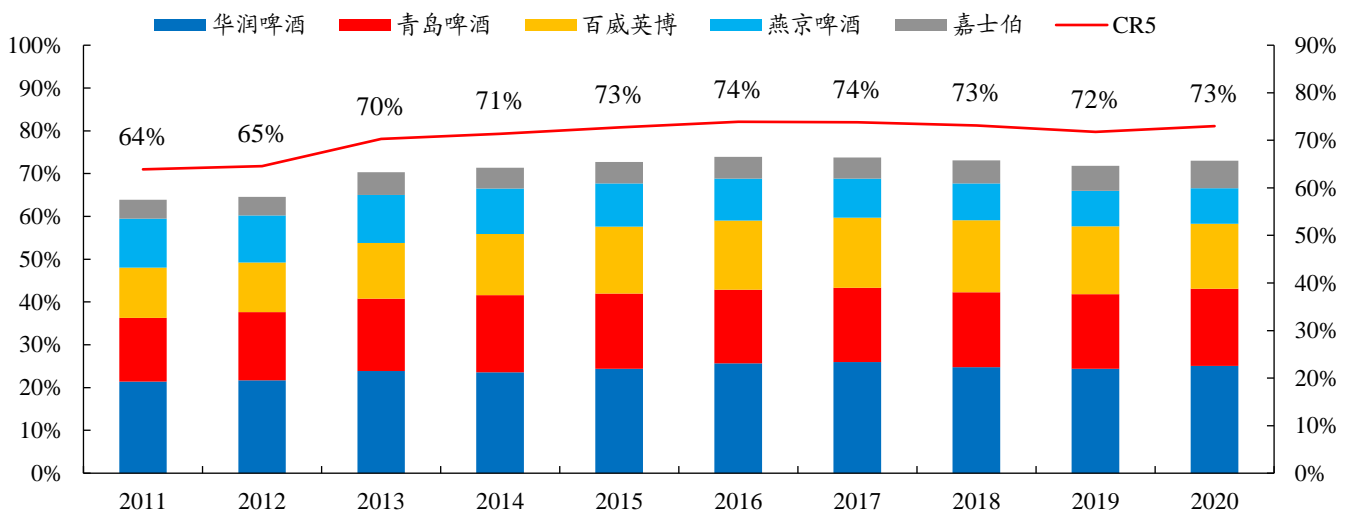
表 2: 股权激励覆盖大部分核心员工	25
表 3: 激励考核指标以净利润增长、ROE 及相对排名为主.....	25
表 4: 2017 年以来销售人员待遇明显提升、人均创收明显增长.....	25
表 5: 预计 2021-2023 年公司营收仍保持较快增长	26
表 6: 可比公司估值	26

1、行业格局持续改善，升级成为主旋律

1.1、格局持续改善，区域格局稳固

格局持续改善，竞争趋于缓和。啤酒行业中对竞争格局影响最大的变量是供需结构，尤其是2014年-2016年期间啤酒行业调整期，行业面临需求下滑的压力，同时产能也达到了历史峰值，产能过剩下竞争格局持续恶化，龙头加大渠道投入，中小啤酒厂逐渐退出。2017年以来随着需求逐渐企稳，行业洗牌之后格局逐渐趋稳，渠道投入逐年缩小，竞争态势逐渐缓和。预计未来格局仍将持续改善，为龙头推进啤酒消费升级创造有利条件。

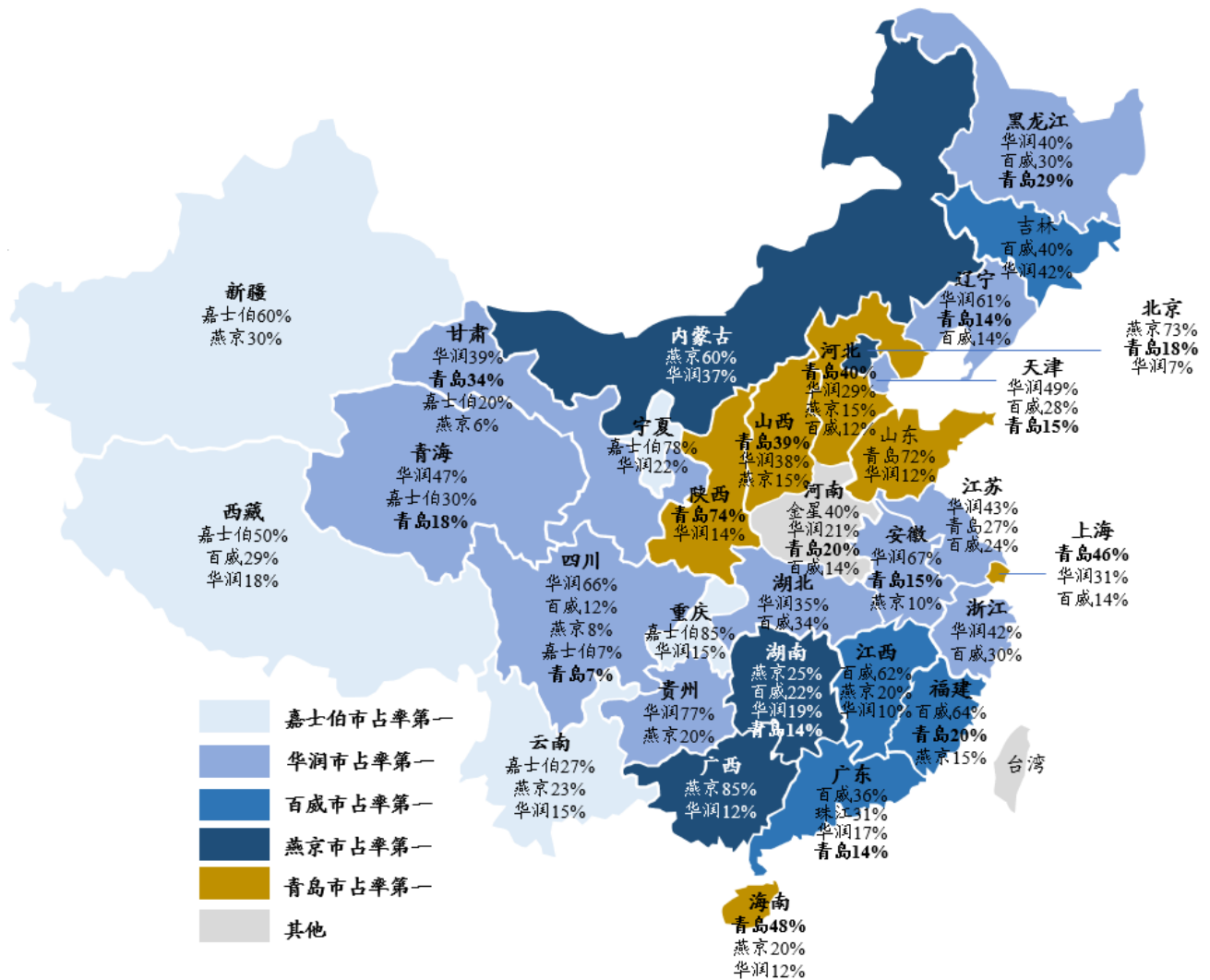
图1：2012年后龙头公司份额略微提升后基本稳定



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

区域格局趋于稳固。区域市场割据是啤酒行业重要特征，逐渐形成垄断性/基地型、双寡头、平衡性的区域市场格局。龙头公司均有自己的垄断或基地市场，拥有市场主导权，构成企业核心的利润池，例如青岛啤酒的山东、陕西市场，华润啤酒的四川辽宁市场，嘉士伯的重庆市场等。其次双寡头市场等格局相对仍然较好，变数最大、格局最差的是平衡性市场。平衡性市场一般有三家以上酒企，很难拉开份额差距，酒企没有市场主导权，呈现你中有我、我中有你，攻守力量基本均衡，竞争格局波动较大。未来来看，无论是哪种区域格局，如果单纯依赖市场的手段，区域格局很难发生质的改变。

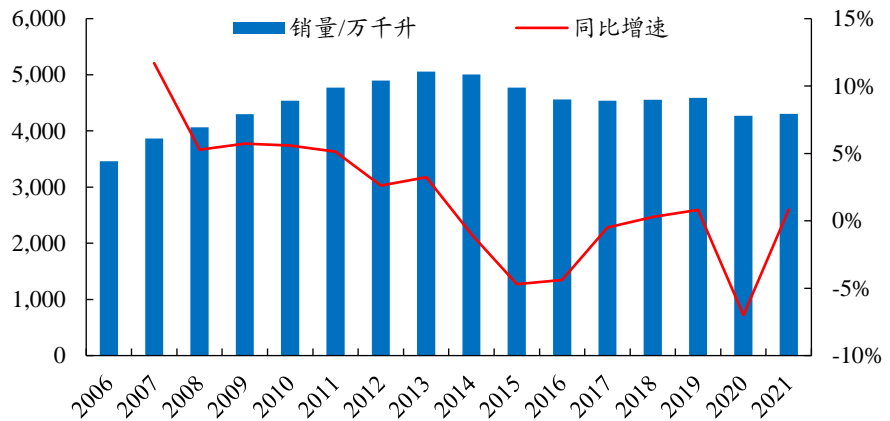
图2: 区域市场格局是啤酒行业重要特征, 区域格局整体趋于稳固



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

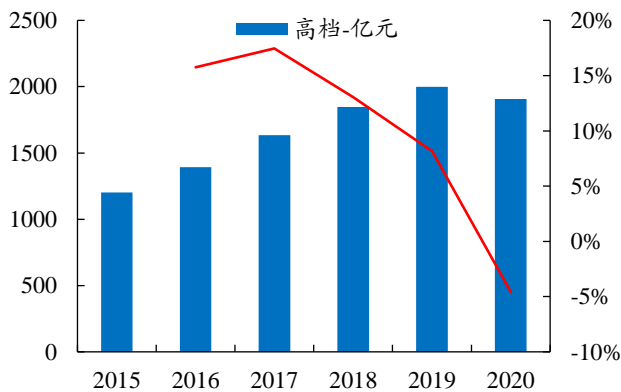
1.2、需求企稳, 升级成为主旋律

需求逐渐企稳, 预计未来保持稳定。2017-2019年整体需求端已经平稳, 销量从2017年4505万吨增长到2019年4591万吨, 行业结束了2012年以来需求下滑的趋势, 需求企稳下行业产能过剩压力缓解。虽然人均消费量相对国际市场不高, 但我国啤酒行业成熟度、渗透率较高, 预计人均消费量继续提升的可能性较小, 啤酒总体需求将保持稳定。

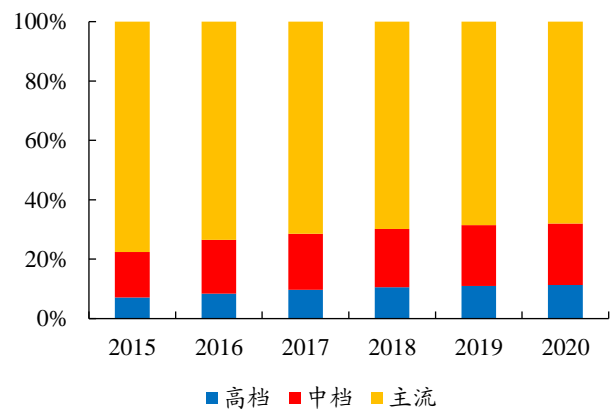
图3: 2017年以后啤酒需求企稳


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

结构升级成为主旋律，中高端啤酒扩容带动行业升级加速。虽然消费量提升空间不大，但啤酒行业相对其他消费品结构升级速度较慢，2014-2017年期间各大啤酒企业为了保住销量展开渠道战、价格战，加大了渠道投入但忽视了产品结构升级。随着格局持续改善，啤酒企业主动加大了产品升级力度，升级成为啤酒行业发展主旋律，产品升级效果开始显现，主流价格带升级到6-8元，8-15元价格带空间逐渐打开，6元以上中高端啤酒持续扩容。2020年期间国产啤酒更是发力高端啤酒，华润啤酒、青岛啤酒等推出多款高端新品、为高端造势，啤酒产品升级呈现加速趋势。

图4: 2015-2019年高档以上啤酒零售额保持较快增长


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

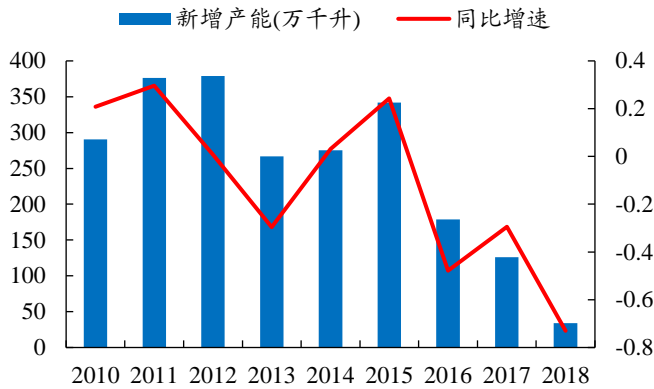
图5: 中高档以上啤酒销量占比持续提升


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

1.3、供给：产能包袱逐渐出清，经营效率改善

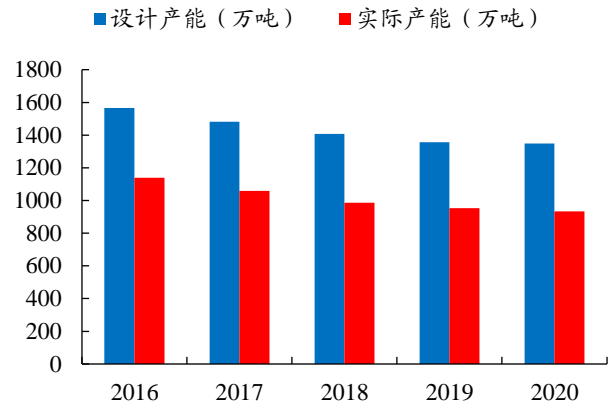
规模化去产能提升效率。经过2013-2018年行业尤其是龙头企业逐渐通过大规模关厂，减轻产能和人员压力，经营效率明显提升。其中百威英博2016-2017年在中国关停8家工厂，嘉士伯在2017年关闭并处理了中国的17家工厂，华润啤酒在2015-2017年陆续关停了13家工厂，公司2018-2019年也陆续关闭4家工厂。行业一方面关闭之前并购的落后产能，另一方面通过整合、升级改造的方式建设产能更大、效率更高的产线来满足高质量产品的需求。

图6: 2016年后整个行业新增产能大幅减少



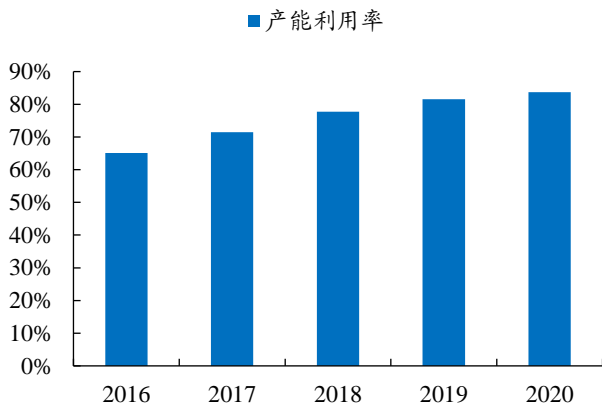
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图7: 青岛啤酒设计产能逐年减少



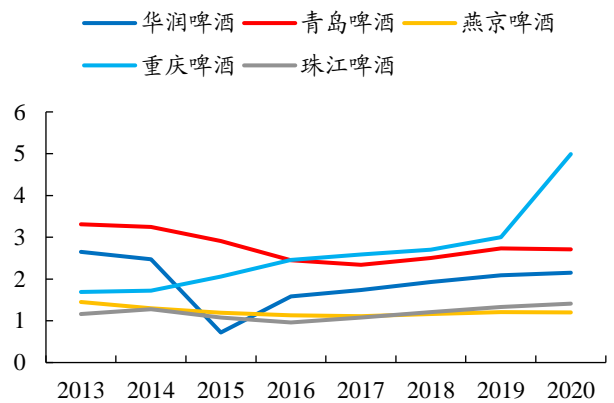
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图8: 青岛啤酒产能利用率逐年提升



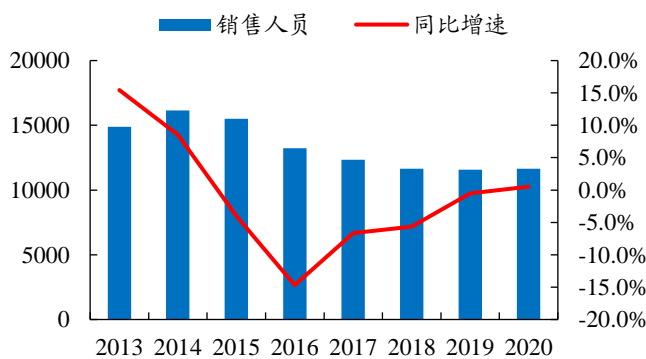
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图9: 行业固定资产周转率有所提升



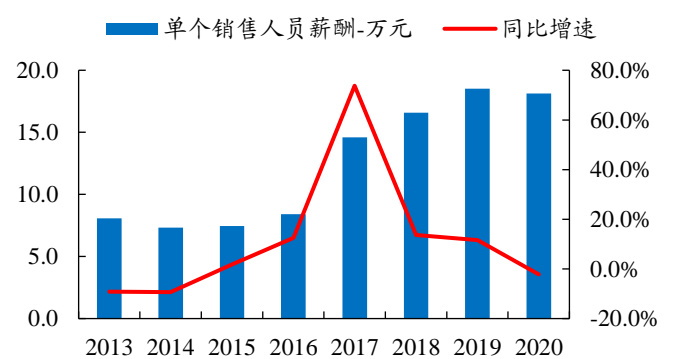
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 近几年青岛啤酒销售人员数量稳步下降



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图11: 近几年青岛啤酒销售人员创收持续提升

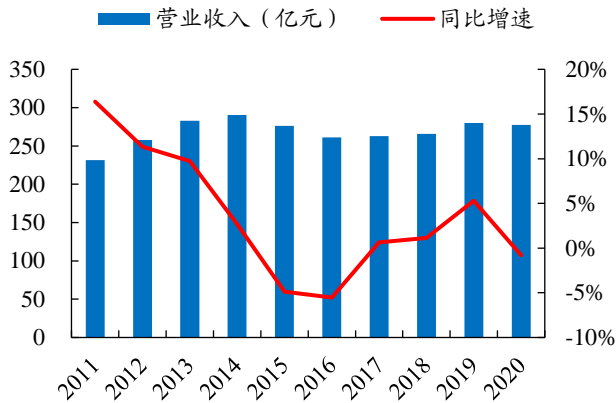


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

降费空间仍存，费效有望持续改善。2014年后行业进入调整期，企业争抢份额保销量，行业集中度略微提升；2017年后需求企稳，行业集中度CR5基本稳定在72%-74%，继续投入大量费用争抢份额意义不大，龙头纷纷在供给侧降本增效。公

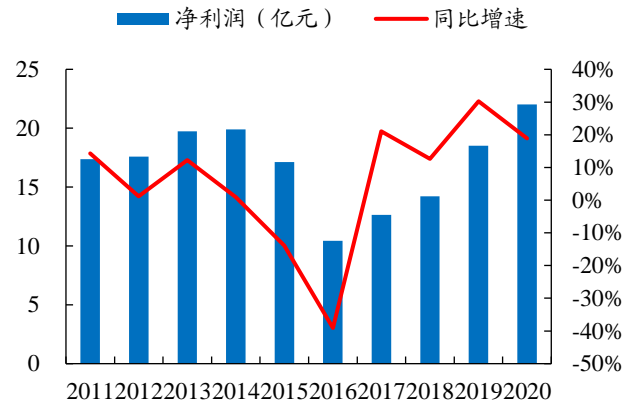
公司自 2017-2020 年销售费用率下降 4%，其中广告费用率略微提升但促销费用率下降。未来看啤酒降费空间仍存，中长期格局持续改善趋势下竞争缓和，费用结构上低端啤酒的费用投入将继续缩减、转而投入中高端以上啤酒，费效有望持续改善。

图12: 2016年后营业收入保持缓步上升



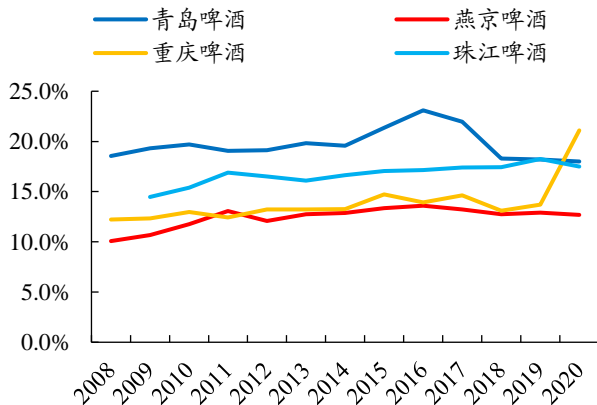
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2016年后净利润上升明显



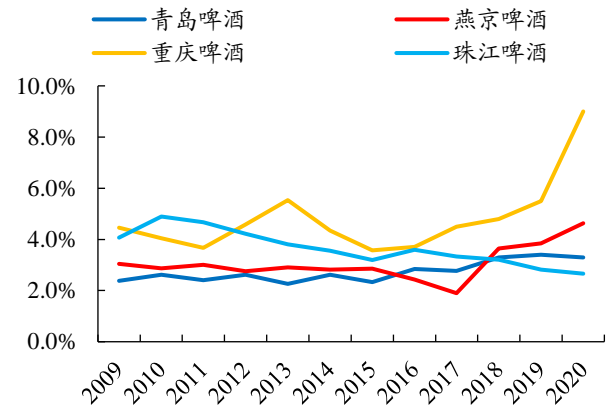
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 需求企稳后公司销售费用率明显降低



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2015年以来行业广告费用略有提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、公司复盘: 迈入高质量发展阶段

2.1、国产品质, 行业典范

国内第一家啤酒上市公司, 也是第一家在 H 股上市的内地公司。青岛啤酒前身是 1903 年 8 月成立的日耳曼啤酒公司青岛股份公司, 距今已有百年历史, 公司先后经历过德国、日本经营时期, 解放后收归国营。1993 年公司在 A+H 股上市, 成为国内首家上市的啤酒企业, 也是第一家在港股上市的内地企业。

图16: 时任证监会主席刘鸿儒参加青岛啤酒上市庆功会


资料来源：网易新闻

国内最早实现全国化扩张的啤酒企业之一。国内啤酒行业早期地方啤酒企业众多，但规模化生产能力不足，大多以5万吨以下的小厂为主。啤酒行业历经30年的并购整合和快速发展，行业集中度已经高度集中，酒厂规模也明显提升，青岛啤酒是最早实现全国化扩张与规模化生产的啤酒企业之一。

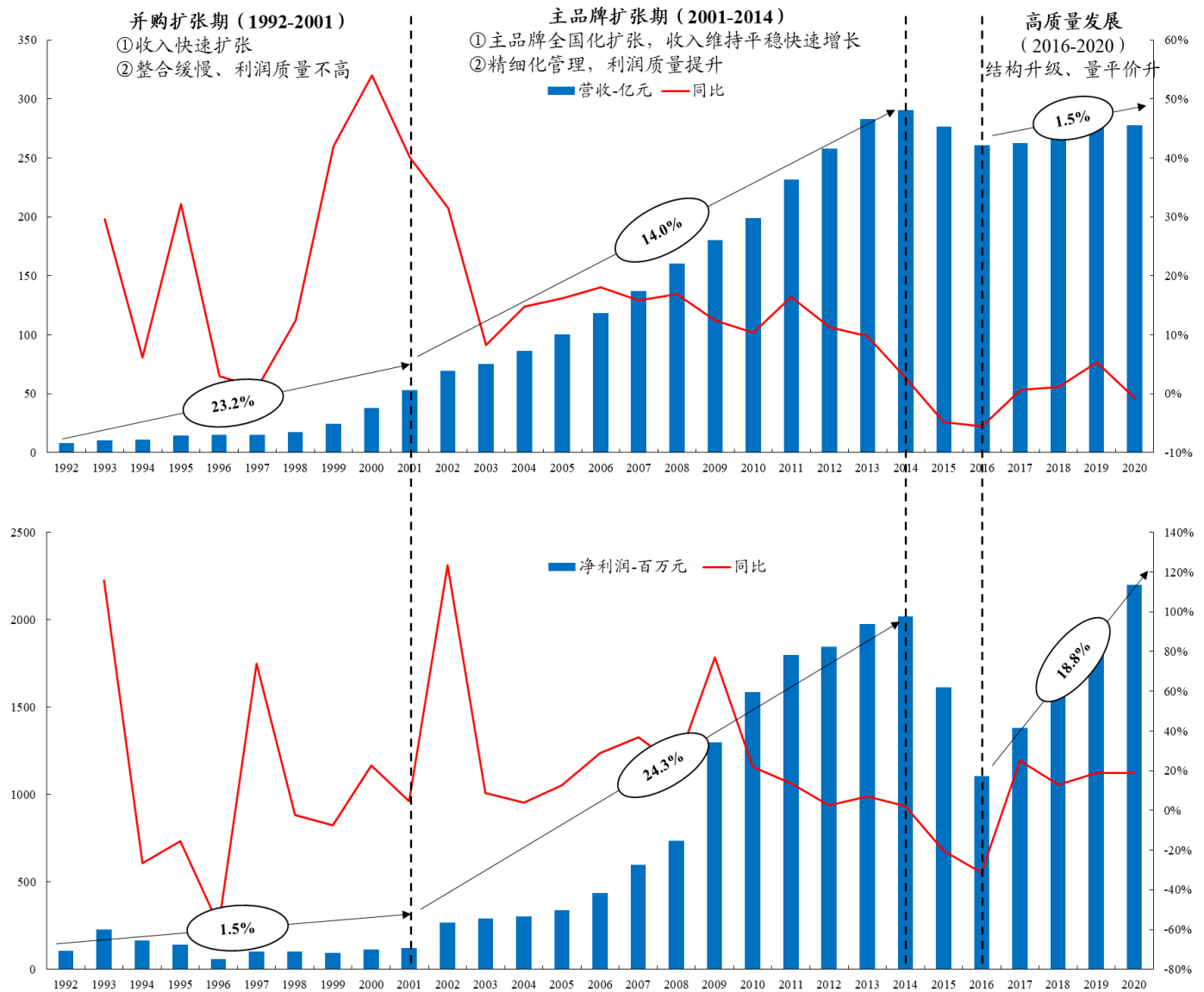
回顾历史，公司当下处于新的高质量发展阶段。公司处在一个新的历史起点，受益三大有利条件。（1）行业格局持续改善，基本告别激烈的“价格战、渠道战”。（2）产品升级成为主旋律，区域市场深耕的潜力很大。（3）公司正处在改革和激励改善的窗口。在高质量发展阶段，一方面是行业的经营效率有明显改善，另一方面是消费升级带动产品中高端化，利润质量改善、弹性释放。

2.2、迎来高质量发展的新阶段

从成长和盈利的两个维度去看公司发展历程，一共可以分为四个阶段。

- （1） **并购扩张期（1992-2001）**：异地并购扩张时期，公司为重夺龙头地位加快了并购和市场营销的力度，实现营收快速增长，但利润质量不高。
- （2） **主品牌扩张期（2001-2014）**：前期用青岛主品牌替换收购品牌整合市场，后期通过异地建厂实现扩张。期间营收增速基本平稳，通过强化运营管理大幅提升利润质量。
- （3） **调整期（2014-2016）**：需求下滑导致竞争激烈，规模效应下降，利润下滑较大。
- （4） **高质量发展（2016-2022）**：经营质量提升，中高端产品增长，利润质量改善、弹性释放。

图17: 2016年以来公司迈入高质量发展阶段



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

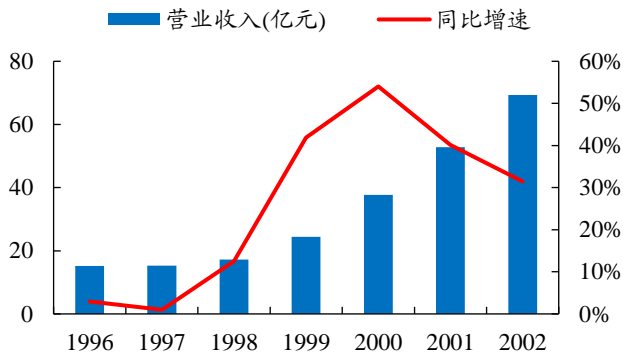
2.2.1、并购扩张期: 急于并购、整合不足

转型兼并扩张, 规模重回龙头地位。1996年燕京啤酒销量超过青岛啤酒, 青岛啤酒为夺回龙头地位布局各大区域市场, 在1999-2000年两年间收购安徽马鞍山、湖北应城、珠海皇妹、广东强力、廊坊啤酒厂、上海嘉士伯、北京五星等共计29家啤酒厂商, 1999年产量首次突破100万吨, 市占率达到5.2%, 2001年工厂数达到46个, 产能达到385万吨。市场方面青岛啤酒加大市场营销力度、新增直销渠道, 并在全国范围内成立销售分公司和办事处, 2000年销售分公司数量达到49个。2001年公司营收突破50亿, 1992-2001年公司营收CAGR 23.2%, 尤其1996年以后受益于并购公司营收呈加速增长趋势。

整合不足, 发展质量偏低。因为急于扩张规模、抢占市场, 青岛啤酒收购的地方酒厂资产质量参差不齐, 后期整合难度较大。一方面部分工厂生产设备落后、管理不善, 鞍山、应城等多家酒厂濒临破产, 工厂亟需技改提升产品质量。另一方面

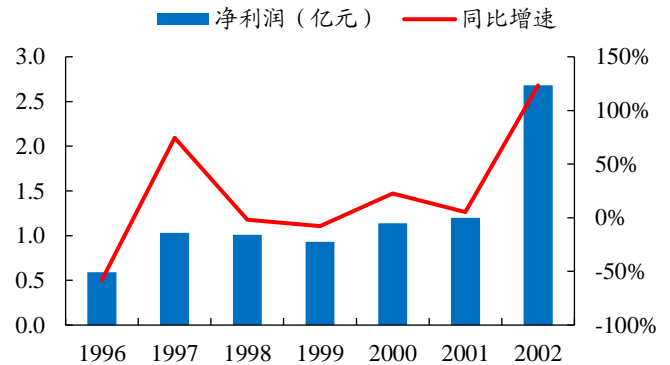
市场层面公司用青岛啤酒品牌替换当地品牌，而青岛啤酒市场基础相对薄弱，导致市场销量下滑、规模效应不足，市场竞争更加激烈。导致产能折旧压力和市场压力较大，2001年折旧达到6.75亿元，是1996年的十倍，1996-2001年销售费用从7%提升至17.9%。

图18: 1996年-2001年营业收入快速增长



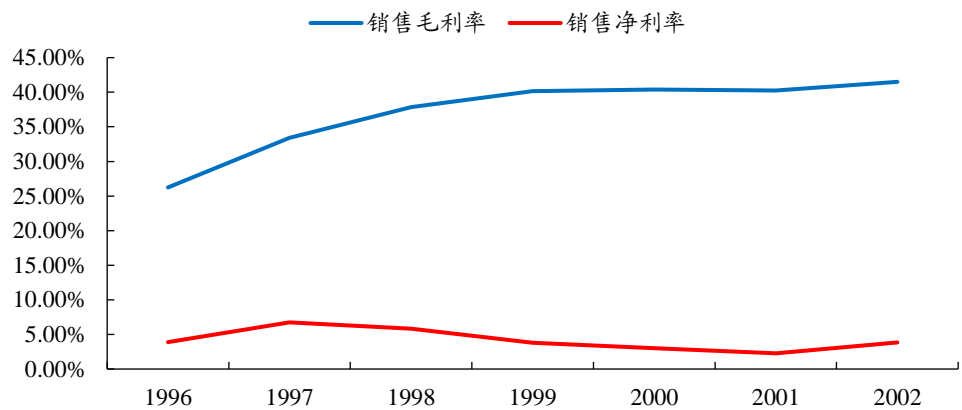
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19: 1996年-2001年净利润趋于稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20: 1996年-2001年毛利率持续提升，但净利率压力较大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

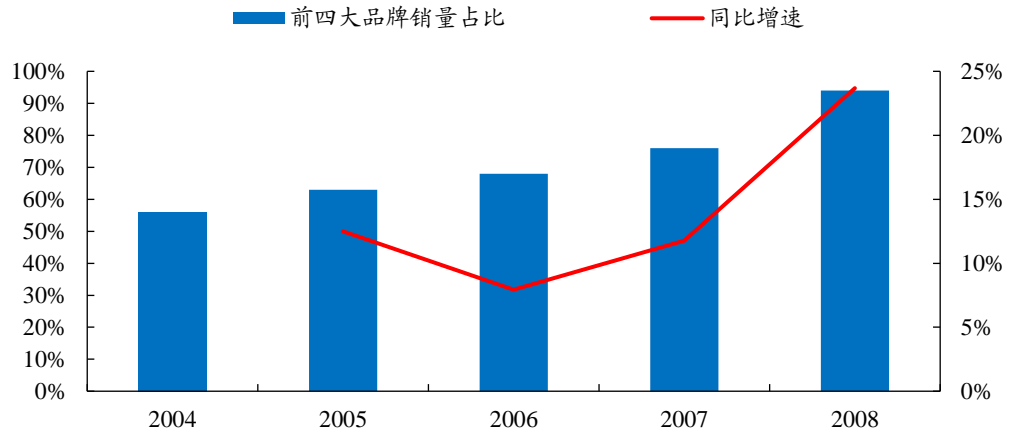
2.2.2、主品牌扩张：聚焦主品牌，强化运营与整合

产能扩张和并购放缓，强化市场、品牌等整合力度。2001年管理层换届，金志国任公司董事长，公司战略发生重大调整。公司战略开始从“做大”向“做强”转变，放缓产能上扩张和并购的步伐，而加强市场、品牌与渠道网络整合来带动工厂效率提升、改善运营质量。再在以主品牌为主、扩张南方和沿海市场的内涵式增长和适当的外延式并购的策略下，公司收入快速增长、利润质量明显改善。

首先明确“1+3”品牌体系，聚焦主品牌，提升产品结构。公司2003年重新梳理品牌策略，明确“青岛为主品牌，汉斯、山水、崂山为第二品牌”的品牌定位，目标是替换区域性品牌，提升“1+3”品牌的占比，前4大品牌占比从2004年的56%提高到2008年的94%。同时先后推出纯生、奥古特、逸品纯生等高端产品优化产品结构。

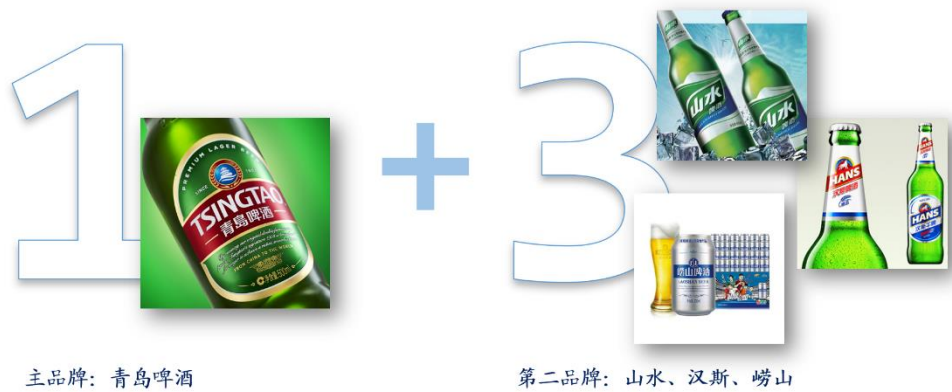
加快全国空白市场布局，整合渠道网络。2005年以成立七大区域性营销公司、替代原有事业部架构为标志，初步完成了从生产导向型向市场导向型的战略转变。2007年进一步设立营销、制造中心，提高产品品质和集中作战的能力。2009年起开始推进“大客户+微观运营”的渠道运营模式，打造省级基地市场、重点区域市场。

图21: 2004年以后“1+3”四大品牌销量占比迅速提高



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图22: 2003年公司聚焦“1+3”品牌体系

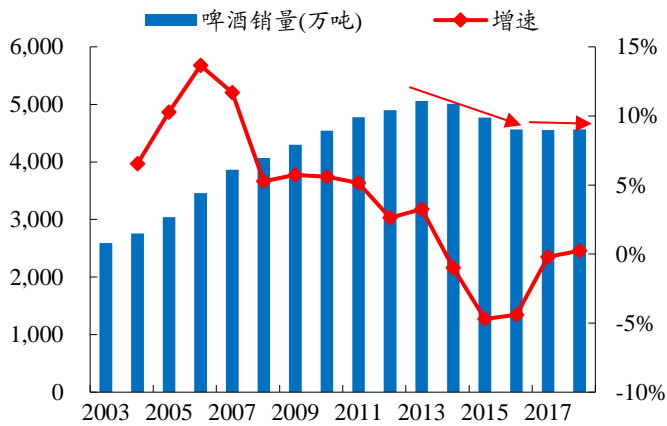


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2.2.3、调整期: 产能过剩, 需求下滑

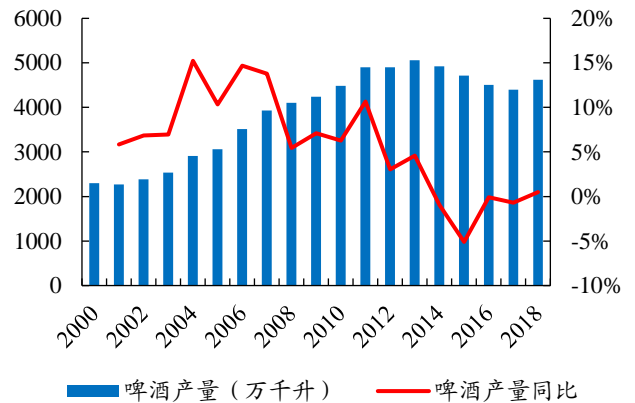
啤酒行业供给过剩, 需求下滑。连续多年高歌猛进的啤酒市场已经饱和, 逐渐步入成熟期, 行业供给过剩压力大。2014-2016年啤酒行业销量从5008万千升下降到4562.7万千升, 啤酒保质期短、不可库存, 销量下滑后企业开始调整产量以匹配需求, 产量从2014年4921.9万千升下降到2016年4506.4万千升。行业龙头放缓或停止扩张步伐, 优化产能和人员结构。

图23: 2014-2016年销量下滑明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

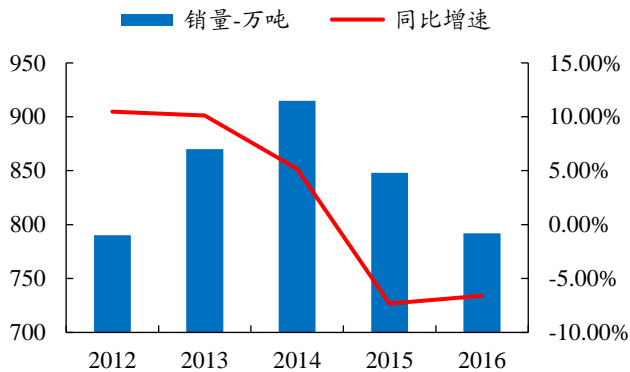
图24: 2014-2016年啤酒产量跟随销量下滑调整



数据来源: Wind、开源证券研究所

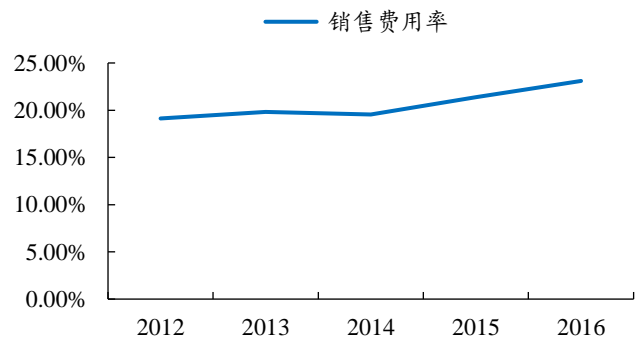
竞争激烈、保销量压力大，加快巩固基地市场。第一，总需求在下滑，行业产能又严重过剩，挤压竞争的强度势必会加强。行业集中度CR5略微提升，但绝对量来看，龙头的销量并没有明显增长。第二，销量是啤酒企业的生命线，销量下降意味着固定资产平摊成本的上升，侵蚀利润的影响大，企业唯有通过拼抢份额保住自己的销量，才能消化产能、保住规模利润。山东市场是青岛啤酒的大本营，收入占比超过50%，公司加快结构调整以巩固山东市场，2014-2016年收入占比从48%增长到53%。在产能优化上，2014年7月公司收购了绿兰莎啤酒55%股权，进一步巩固山东市场份额优势。同时公司先后完成对青岛三厂、菏泽、宝鸡汉斯等工厂改扩建，优化产能布局。

图25: 2012-2016年竞争激烈，2015年销量开始下滑



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图26: 2012-2016年竞争激烈销售费用率逐步提升



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

2.2.4、高质量发展阶段：高端化和结构升级提速

高质量发展阶段（2016-2022）最主要的特征是改变了份额和销量导向，在经营质量、产品升级上寻找新的突破，2020年以来公司高端化明显提速：

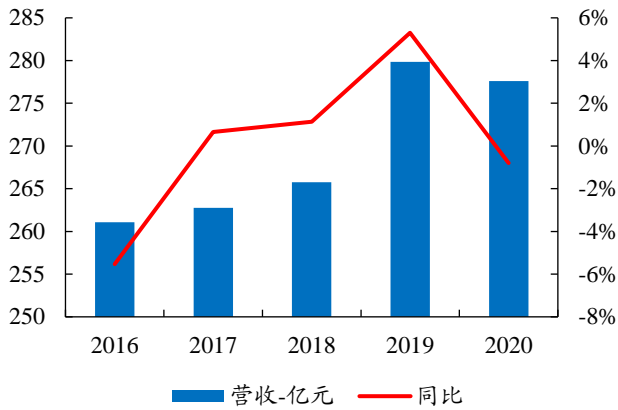
- （1）产品上公司加大了中高端新品的推广力度，持续升级产品结构。
- （2）渠道和区域上收缩低效的渠道投入，增加中高端产品投入，扭转弱势市场长期亏损的局面。
- （3）关闭落后和过剩产能，扩建大厂和中高端产品生产线。

表1: 2017年启动去产能, 产能逐年收缩

时间	内容	设计产能(万吨)	实际产能(万吨)
2017年	取消收购河北嘉禾啤酒50%的股权	1482	1058
2018年	关闭并清算上海杨浦公司、安徽芜湖公司	1408	987
2019年	关闭并清算浙江台州、北京五星、福建漳州公司	1356	953

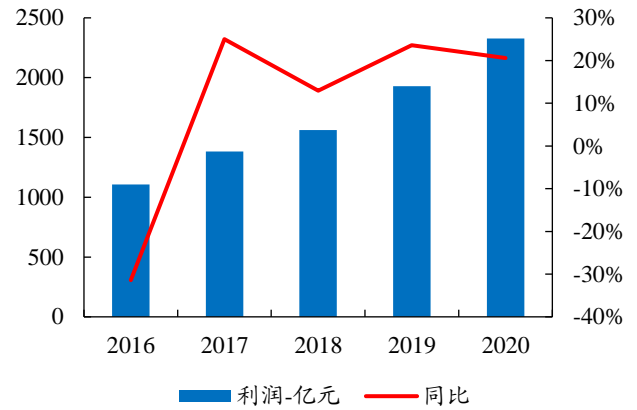
资料来源: 公司年报、开源证券研究所

图27: 2017年以来收入呈现加速增长态势



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图28: 2017年以来净利润恢复至20%左右增长



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

3、高端化成为主旋律, 基地市场升级空间大

3.1、加码中高端, 升级和高端化成为主旋律

3.1.1、品牌: 聚焦主品牌, 加码中高端

聚焦主品牌, 调整产品结构。公司聚焦“1+1”双品牌战略, 以中高端的“青岛”主品牌创造利润, 以相对低端的“崂山”副品牌创造市场, 形成从低端到高端有梯度、有层次的产品体系。市场策略上继续主打中高端等腰部以上产品、发力经典以上产品, 整合低端产品, 不断向上升级产品结构。

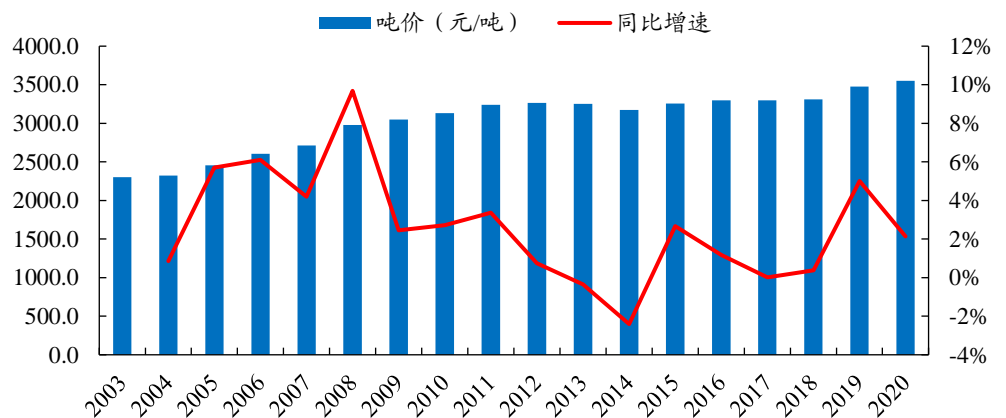
图29: 公司聚焦青岛啤酒+崂山的“1+1”双品牌战略



资料来源: 公司官网、公司公告

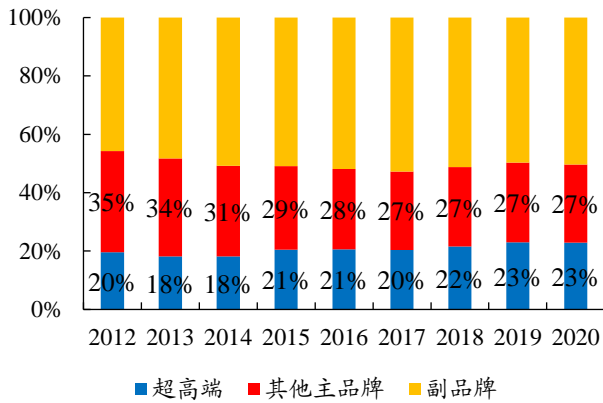
主品牌及超高端稳步增长，产品升级空间大。公司产品结构上超高档、主品牌占比持续提升，整体吨价水平也保持稳步提升，产品结构升级效果显著。公司产品升级思路主要有两种：**(1) 一是产品向上升级**，目前公司仍有将近一半销量集中在副品牌，副品牌以低端产品为主，价格及毛利率水平均偏低。长期来看副品牌有望持续向主品牌以上产品升级，产品结构和盈利水平有望持续提升。**(2) 罐装产品替代瓶装产品**，罐装售价较瓶装更高、运输方便、不易破损，而且罐装更多在非现饮渠道售卖，加价率适中且费用投入更少，综合来看罐装产品盈利基本高出瓶装酒约15%左右。目前公司罐装产品比例约25%附近，未来来看低端、中端啤酒灌化率有望继续提升。

图30: 2017年以来吨价持续提升



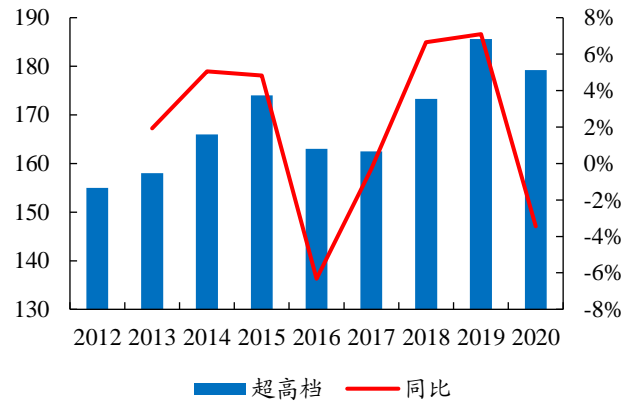
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图31: 超高档占比逐步提升



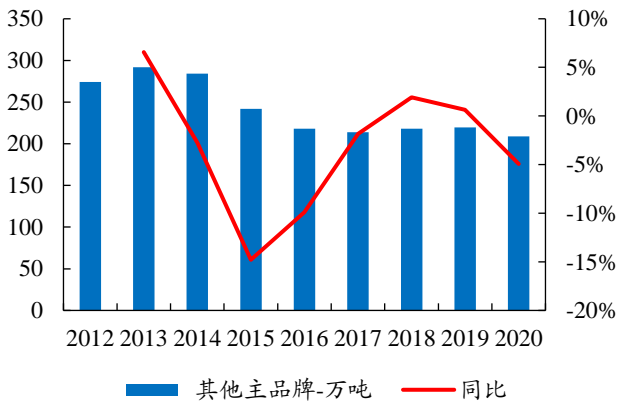
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图32: 超高档啤酒 2016 年以来保持稳定增长



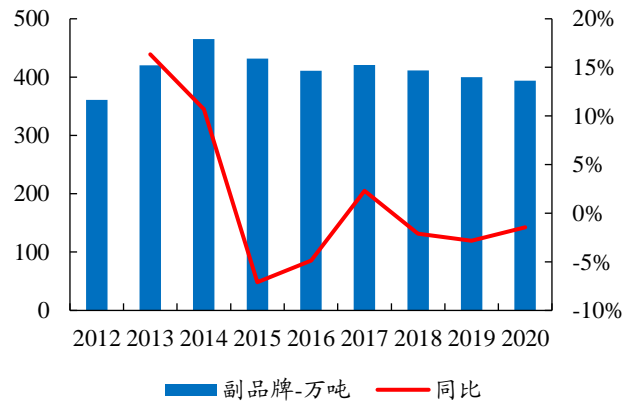
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图33: 除超高端以外的主品牌 2015 年起销量稳中有降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图34: 相对低端的副品牌啤酒 2017 年起销量逐年下降

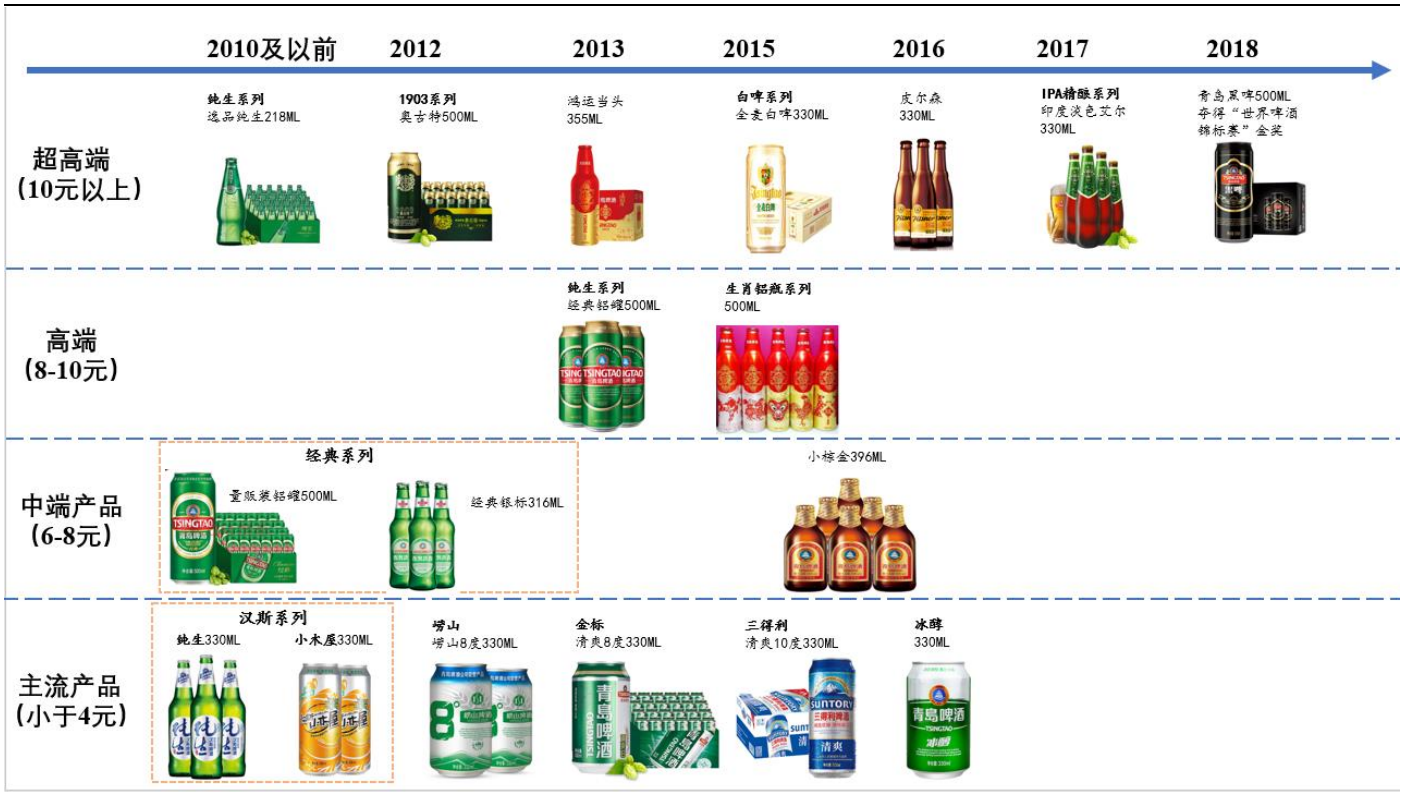


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.1.2、产品: 加速推出高端新品

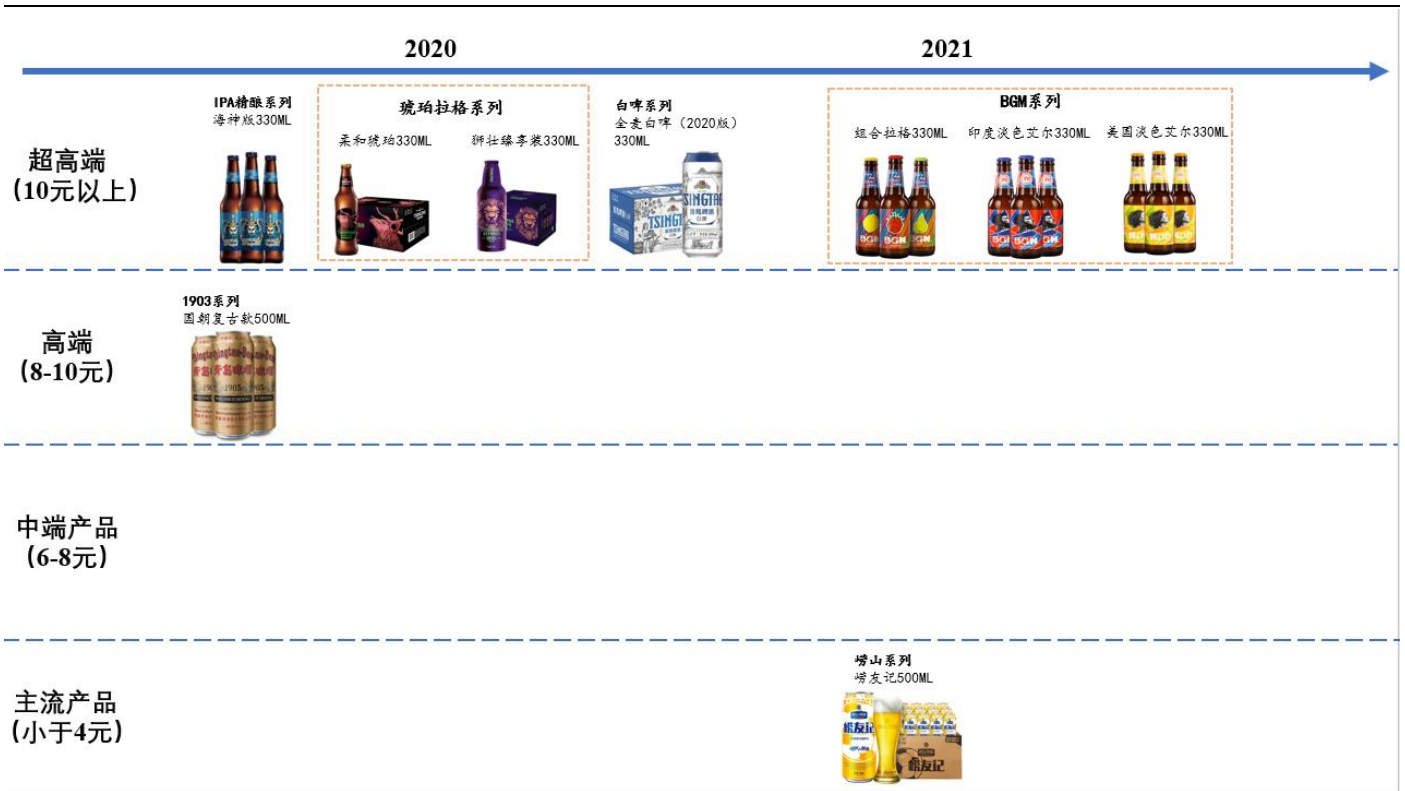
加码高端, 高端产品创新势头良好。公司一直以来在产品品质和研发实力上稳居行业前列, 拥有国内唯一一家啤酒生物发酵工程国家重点实验室。2020 年以来公司加大了在高端产品上的研发力度, 持续推出琥珀拉格、IPA 精酿、白啤、以及 BGM 系列等高端新品, 迎合高端啤酒市场多样化、个性化的需求, 形象设计也有明显提升。

图35: 2010年先后推出1903、鸿运当头等高端新品, 推动产品结构升级



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图36: 2020年产品创新加速, 推出琥珀拉格、白啤、果啤等新品, 包装形象明显提升



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图37: BGM 果啤包装新颖、果味浓郁



资料来源: 公司官网

图38: 青岛新白啤形象更加典雅



资料来源: 公司官网

3.1.3、营销与渠道: 打造新渠道, 营造国潮风

签约顶流, 推动品牌年轻化。公司以往以体育营销为主, 2016 年开始签约黄晓明为代言人。2020 年华语乐坛新生代代表华晨宇成为公司新晋代言人, 青岛啤酒以音乐和潮音为元素, 推出“因乐而生”主题, 打造青岛啤酒新潮、年轻的标签。华晨宇是新生代中少有的拥有创作和演唱实力的歌手, 在“王牌对王牌”、“歌手”等综艺节目上升为顶流明星, 作品主打“张扬与孤独, 叛逆与成长”风格, 深受 95 后、00 后等年轻群体喜爱, 助力青岛啤酒推动品牌年轻化进程。

图39: 签约华晨宇, 打造新潮、年轻的标签



资料来源: 公司官网

图40: 纯生听装产品推出华晨宇专属款产品



资料来源: 公司官网

打造新渠道, 营造国潮风。2020 年公司开始自建酒吧, 完善高端啤酒渠道, 打造高端消费场景, 提升青岛啤酒品牌格调。酒吧开设以代理商等加盟为主, 公司补贴一定费用, 产品上以纯生、青岛啤酒原浆、皮尔森、IPA、黑啤、琥珀拉格啤酒等为主。至 2020 年底, 已经在全国 62 个城市开设 200 余家酒吧。虽然前期酒吧投入较大、尚不成规模, 但长期来看有利于打造高端场景氛围、营造国潮风, 提升品牌形象和口碑传播, 进而推动高端产品创新。

图41: 青岛啤酒自拓酒吧渠道



资料来源: 公司官网

图42: 公司营造 1903 国潮风

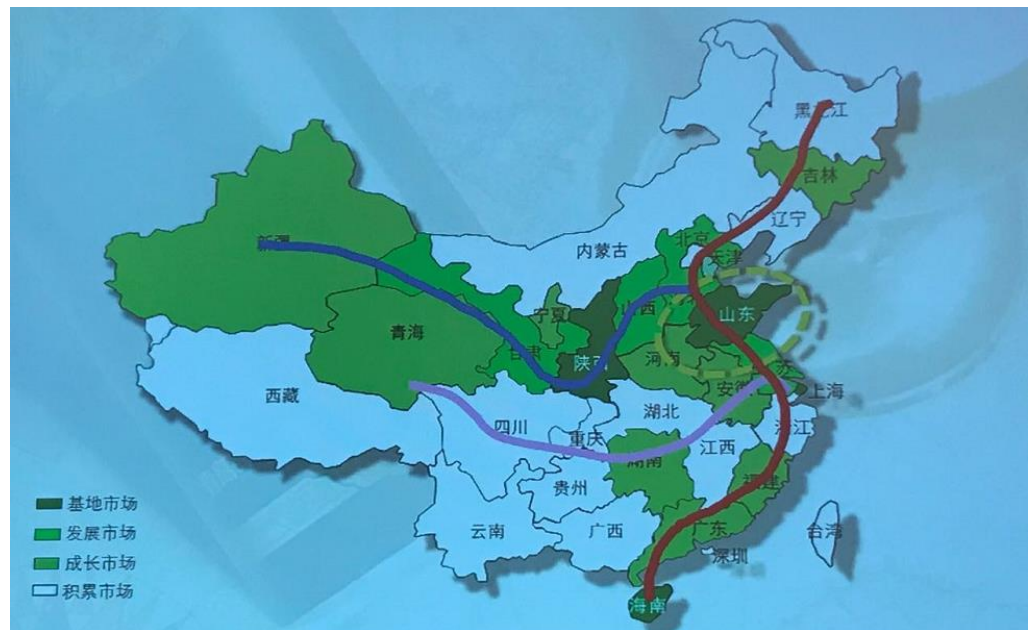


资料来源: 公司官网

3.2、区域市场策略: 基地市场升级空间大

新市场策略加大产品结构升级和利润导向。自 2018 年管理层换届之后, 新管理层重新调整了区域市场策略, 因地因时提出“做大山东基地市场, 提速沿黄, 振兴沿海, 解放沿江”的总体市场策略, 以产品结构升级为主线、利润为导向实现高质量发展。具体来看各大区域市场策略各有侧重: 山东基地市场仍有较大的结构升级空间, 沿黄市场继续巩固优势、实现收入和利润持续增长, 沿海市场逐渐恢复份额, 沿江市场实现扭亏。

图43: 2018 年确立了“做大山东, 提速沿黄, 振兴沿海, 解放沿江”的市场策略



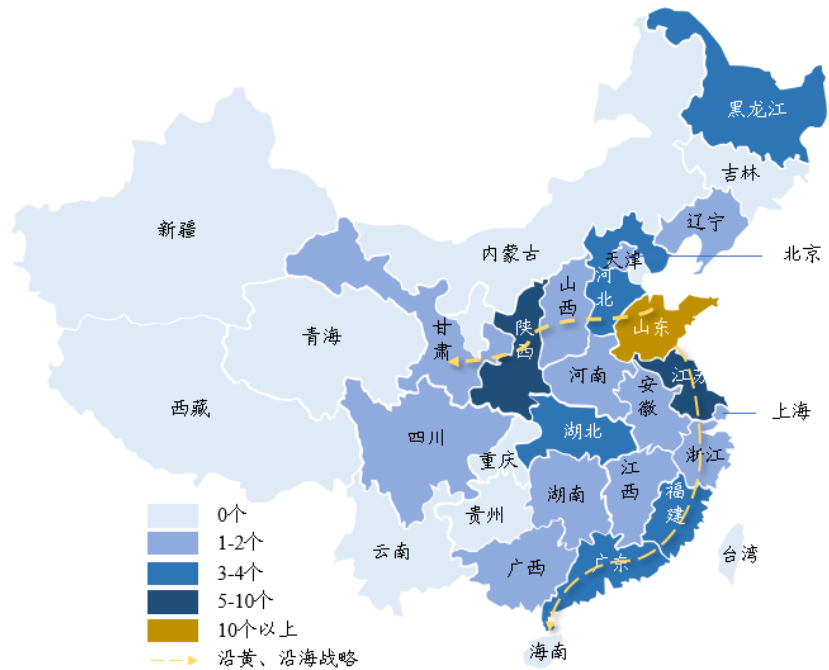
资料来源: 公司公告

3.2.1、山东及沿黄市场: 提速增长, 升级空间大

掌握山东市场主导权, 中长期升级空间大。山东是青岛啤酒最大的基地市场,

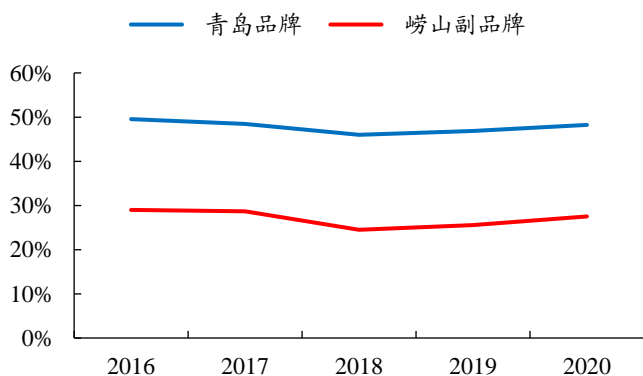
青岛啤酒市占率约 70%，在山东市场有相对其他啤酒厂有难以复制的成本优势。同时山东市场是公司收入和利润的主要来源，营业收入从 2016 年 137.8 亿元增长到 2020 年 180.3 亿元，年复合增长率 CAGR 为 6.95%，收入占比超 50%。受益于山东市场规模效应强，即使山东地区相对低端的副品牌崂山占比高、产品结构相对偏低，但山东市场的盈利能力从毛利率、净利率等指标来看均好于其他市场。随着公司加大了基地市场产品升级力度，未来基地市场的升级空间大。

图44: 山东、陕西等核心基地市场工厂数量最多



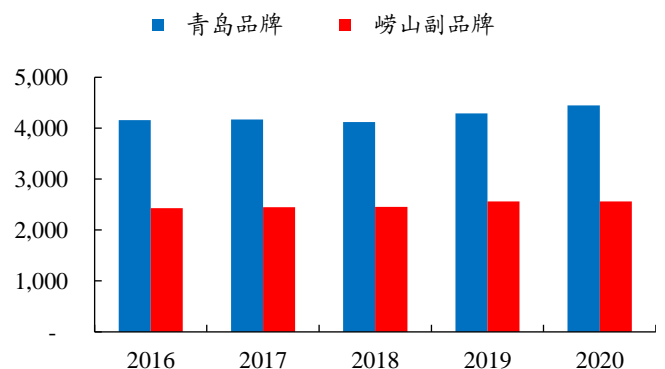
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图45: 2018 年以来主品牌、副品牌毛利率保持稳定上升



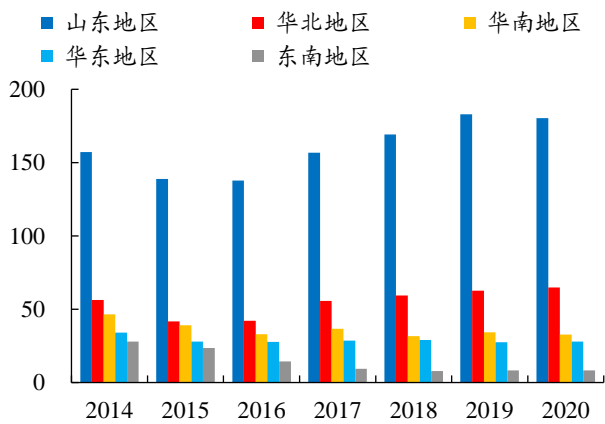
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图46: 青岛主品牌吨价远高于崂山副品牌吨价



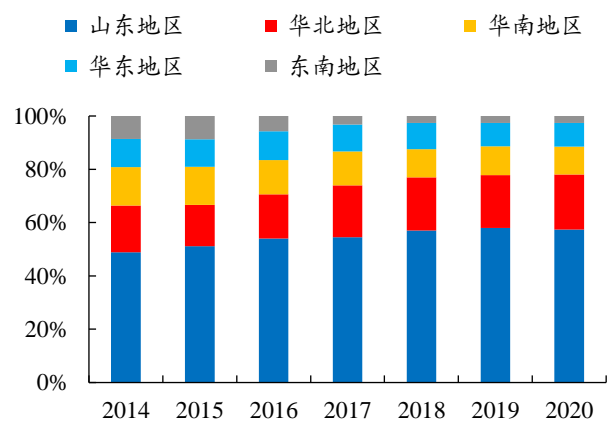
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图47: 山东市场是公司优势市场 (营收: 亿元)



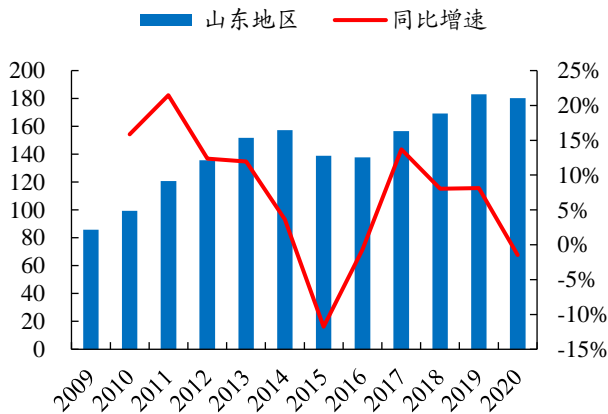
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图48: 山东地区是主要收入来源



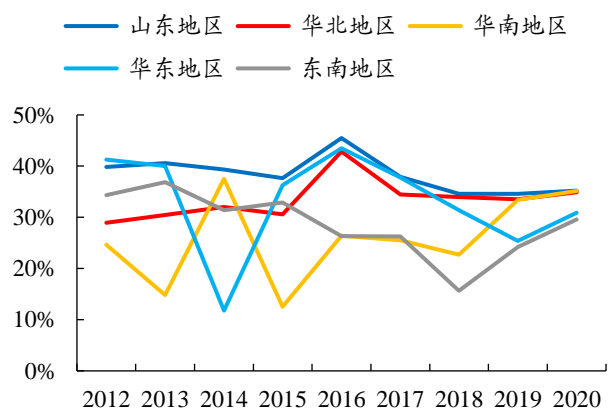
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图49: 2015年以来山东市场营收稳步上涨 (单位: 亿元)



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

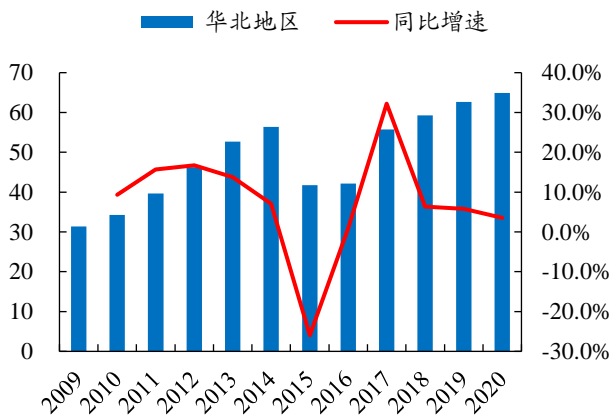
图50: 青岛啤酒在山东市场毛利率最高



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

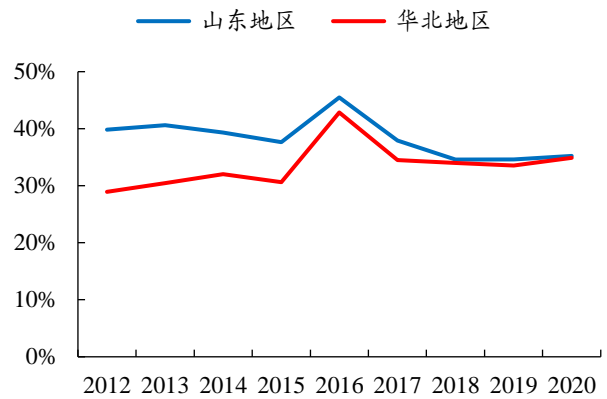
“沿黄”市场提速，连接陕西、山东扩宽优势区域。“沿黄”流域包括陕西、河北、河南、山西等省份，陕西是公司又一大基地市场，“沿黄”市场所处的华北区域是公司第二大市场，收入和利润规模贡献仅次于山东市场，盈利水平接近山东市场。公司加大“沿黄”市场深耕和产品结构升级力度，有利打通华北市场和山东市场，更好发挥品牌效应和规模效应。2016-2020年华北市场营收持续增长，盈利能力稳中有升。未来来看华北市场是仅次于山东的另一优势市场，青岛啤酒仍有明显的份额优势和市场主导权，目前市场结构相对偏低，未来仍有较大升级空间。

图51: 2015年以来华北市场营收持续增长



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图52: 华北地区毛利逐渐接近山东地区

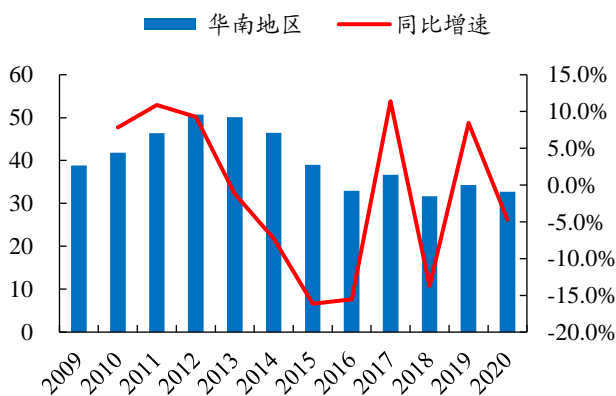


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

3.2.2、沿海、沿江市场: 沿海恢复份额, 沿江力争扭亏

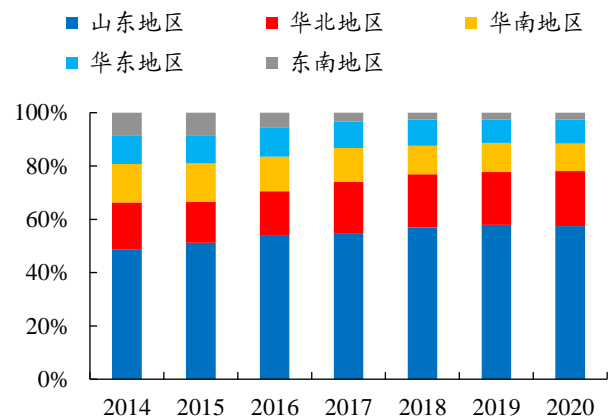
“沿海”市场逐渐恢复份额，“沿江”市场有望扭亏。沿海地区包括广东、浙江、福建、海南等消费大省，旺季市场相对较长，餐饮渠道相对发达，市场竞争激烈。2013年以前华南是公司第二大市场，也是公司的主要收入来源，但面对百威等外资品牌的激烈竞争导致近年收入占比逐年下降。目前青岛啤酒虽然在广东、江苏、福建市占率不高，但沿海啤酒尤其是中高端啤酒市场空间更大，且青岛啤酒在当地均有较好的品牌基础，因而公司以恢复利润和份额为目标，降费增效、调整渠道投入，降低餐饮渠道投入、缓解恶性竞争。2018年在华南地区扭亏为盈，实现营业收入31.6亿元，销售费用同比下降5.2pct，净利润0.8亿元。“沿江”市场公司一直处于相对弱势，规模效应较弱，未来继续提升份额的可能性不大，预计仍以调结构、降费提效为逐步实现扭亏。

图53: 华南地区是曾经的优势市场, 营收趋于稳定



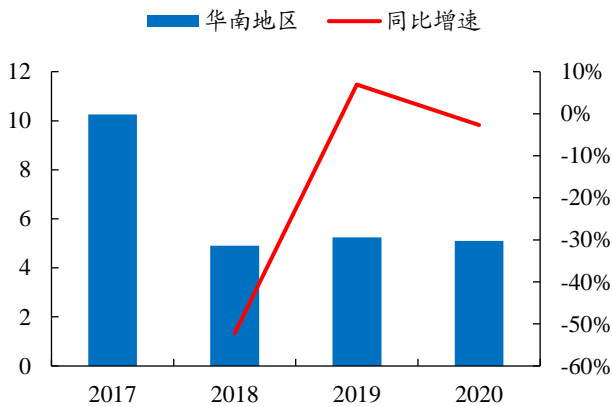
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图54: 华南地区收入占比逐年下降



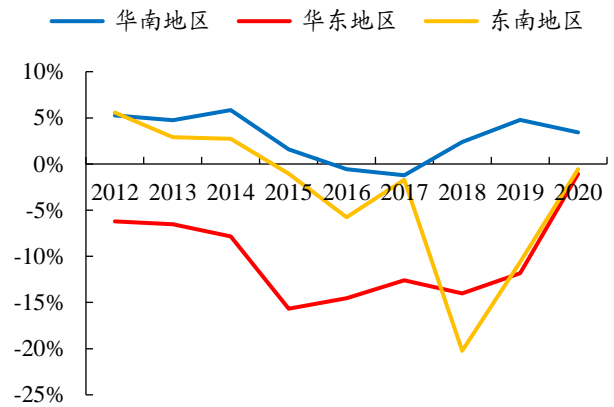
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图55: 公司在华南大幅降低销售费用 (单位: 亿元)



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图56: 2018年华南地区实现扭亏为盈



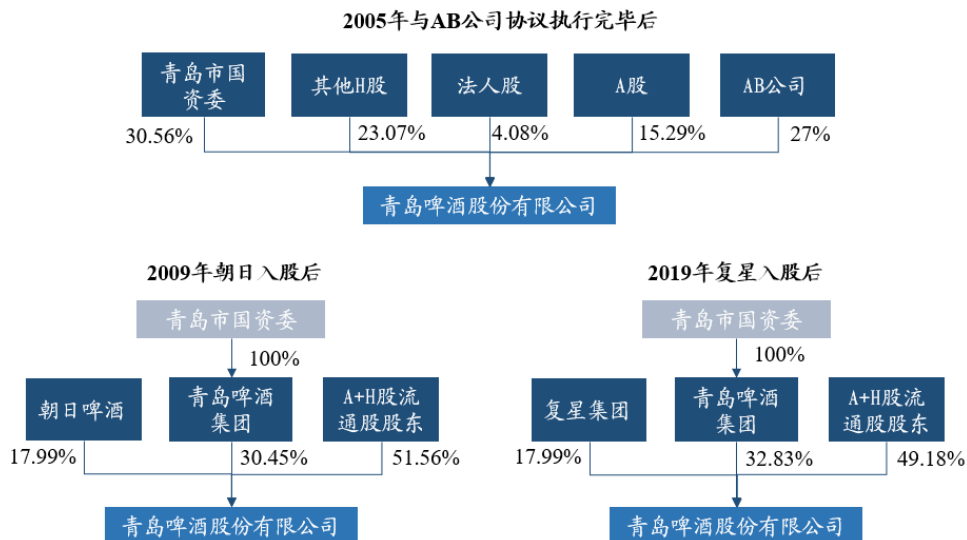
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

4、盘活机制，改善激励

中高层股权激励盘活机制。公司大股东一直是青岛市国资委，第二大股东先后经历安海斯-布希公司 (AB 公司)、朝日啤酒、复星集团的变更。随着复星集团成为公司第二大股东，推动公司混合所有制改革进程。2020 年 3 月 23 日，青岛啤酒发布股权激励计划草案，拟向激励对象授予 1350 万股限制性股票，约占公司总股本的 1%，覆盖包括 8 名董事会成员、公司高管，以及其他公司核心管理人员、中层管理人员、核心骨干人员 (不超过 652 人)。股权激励的推出大幅改善中高层激励，广泛调动员工积极性，从原有的国有体制中迈出关键一步。

一线销售人员现金激励明显增加。2014 年以来，啤酒需求和销量趋于稳定，啤酒行业开启以高端化和经营提效的高质量发展阶段。公司员工总数和一线销售人员数量规模随着关厂、退休等逐年缩小。同时公司加大了对一线销售人员现金激励，提升一线员工积极性，2014 年以来一线销售人员平均待遇从 7 万提升至 2020 年的 18.3 万。

图57: 复星成为第二大股东后推动公司混合所有制改革



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

表2: 股权激励覆盖大部分核心员工

序号	姓名	职务	授予额度(万股)	获授权益占授予总量比例	标的股票占总股本的比例
1	黄克兴	董事长、党委书记	15	1.11%	0.0111%
2	于竹明	执行董事、财务总监	11	0.81%	0.0081%
3	王瑞永	执行董事、副总裁	11	0.81%	0.0081%
4	蔡志伟	营销总裁	13	0.96%	0.0096%
5	姜宗祥	副总裁、供应链总裁	11	0.81%	0.0081%
6	徐楠	副总裁、制造总裁、总酿酒师	11	0.81%	0.0081%
7	王少波	副总裁	11	0.81%	0.0081%
8	张瑞祥	董事会秘书	9	0.67%	0.0067%
其他公司核心管理人员、中层管理人员、核心骨干人员(不超过652人)			1228	90.96%	0.9090%
预留部分			30	2.22%	0.0222%
合计			1350	100%	0.9993%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表3: 激励考核指标以净利润增长、ROE及相对排名为主

解除销售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2020年公司净资产收益率不低于8.1%，且不低于同行业平均值或对标企业75分位值。 以2016-2018年净利润均值为基数，公司2020年净利润增长率不低于50%，且当年度净利润较2016-2018年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和。 2020年主营业务收入占营业收入的比重不低于90%。
第二个解除限售期	2021年公司净资产收益率不低于8.3%，且不低于同行业平均值或对标企业75分位值。 以2016-2018年净利润均值为基数，公司2021年净利润增长率不低于70%，且当年度净利润较2016-2018年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和。 2021年主营业务收入占营业收入的比重不低于90%。
第三个解除限售期	2022年公司净资产收益率不低于8.5%，且不低于同行业平均值或对标企业75分位值。 以2016-2018年净利润均值为基数，公司2022年净利润增长率不低于90%，且当年度净利润较2016-2018年净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和。 2022年主营业务收入占营业收入的比重不低于90%。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

表4: 2017年以来销售人员待遇明显提升、人均创收明显增长

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入(亿元)	290.5	276.3	261.1	262.8	265.8	279.8	277.6
员工总数(人)	44016	43066	43228	40810	39320	38169	35678
销售人员数量(人)	16152	15502	13225	12343	11643	11583	11491
销售人员人均创收(万元)	66.0	64.2	60.4	64.4	67.6	73.3	77.8
销售人员人均薪酬(万元)	7.0	7.6	9.1	15.1	17.1	18.6	18.3

数据来源: 公司年报、Wind、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、核心假设

核心假设一：公司加码中高端以上产品，推出白啤等高端新品，基地市场持续升级结构。同时公司改善产品设计、签约顶流吸引年轻消费者。

核心假设二：2021年包材等原材料价格上涨背景下，纯生等系列产品提价。2022年小麦成本预计中个位数上涨，铝材、玻璃瓶等成本短期波动较大，仍需观察。

核心假设三：公司改善管理层和销售员工激励，费用控制有望加强，利润弹性有望持续释放。

预计2021-2023年公司收入303.25、326.66、345.66亿元，同比增9.2%、7.7%、5.8%。考虑结构提升，以及提价原材料价格等对冲，毛利率预计略有提升，费用率稳中有降。预计2021-2023年归母净利润31.50、37.07、45.43亿元，同比增43.1%、17.7%、22.6%。

表5：预计2021-2023年公司营收仍保持较快增长

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入-百万元	27,760	30,325	32,666	34,566
YOY	-0.8%	9.2%	7.7%	5.8%
主品牌-百万元	17,251	19,376	21,360	23,103
YOY	-1%	12%	10%	8%
副品牌-百万元	10,087	10,486	10,796	10,902
YOY	-1%	4%	3%	1%
销量-百万吨	782	794	806	819
YOY	-2.9%	1.5%	1.5%	1.6%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、盈利预测投资建议

预计2021-2023年公司收入303.25、326.66、345.66亿元，同比增9.2%、7.7%、5.8%。考虑结构提升，以及提价原材料价格等对冲，毛利率预计略有提升，费用率稳中有降。预计2021-2023年归母净利润31.50、37.07、45.43亿元，同比增43.1%、17.7%、22.6%，现价对应2021-2023年37.1、31.6、25.7倍PE。选取啤酒行业重庆啤酒、华润啤酒、百威亚太、燕京啤酒、珠江啤酒为可比公司，公司估值低于行业平均水平，与华润啤酒估值相当。受益行业消费升级、格局持续改善，公司高端化战略成效显著，利润有望逐步释放弹性，首次覆盖给予“增持”评级。

表6：可比公司估值

截止日期	2022/3/22	总市值	EPS			CAGR			PE			PEG			PS		
		(亿元)	2021E	2022E	2023E	2021-23	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
600132.SH	重庆啤酒	564	2.4	3.0	3.4	19%	48.3	39.4	34.4	2	4.3	3.6	3.2				
0291.HK	华润啤酒	1,646	1.7	1.7	2.1	11%	29.9	30.7	24.1	2.7	3.9	3.6	3.4				
1876.HK	百威亚太	2,841	0.6	0.7	0.8	18%	38.3	31.5	27.3	1.7	5.3	4.9	4.5				
000729.SZ	燕京啤酒	203	0.1	0.1	0.2	25%	72.3	58.8	46.1	2.3	1.8	1.6	1.6				
002461.SZ	珠江啤酒	167	0.3	0.3	0.4	15%	27.3	23.2	20.7	1.6	3.7	3.4	3.2				
			平均值				43	37	31		3.8	3.4	3.2				

数据来源：Wind、开源证券研究所。其中华润啤酒、百威亚太、燕京啤酒、珠江啤酒盈利预测取自Wind一致预期。百威亚太、华润啤酒为香港联交所挂牌公司，市值、EPS单位均为港币计价。

6、风险提示

餐饮需求持续疲软风险。疫情以来餐饮消费需求表现疲软，餐饮终端关闭较多，啤酒现饮渠道占比较高，若餐饮需求持续疲软，或影响啤酒高端化进程。

成本快速上涨风险。2021年以来铝材、纸箱、玻瓶大宗原材料价格持续上涨，且包材原料占比较高。若2022年原料价格快速上涨，或压制公司盈利能力。

竞争加剧风险。啤酒龙头加大高端化投入，营销及推广成本有所增加，随着市场呈现饱和，竞争或将加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	21002	24628	25863	30916	34656
现金	15302	18467	19889	24408	28359
应收票据及应收账款	226	125	271	151	297
其他应收款	86	74	143	73	161
预付账款	117	240	121	278	141
存货	3182	3281	3115	3643	3348
其他流动资产	2088	2441	2324	2363	2350
非流动资产	16311	16886	16458	15939	15170
长期投资	377	374	394	412	431
固定资产	10223	10304	10286	10084	9629
无形资产	2559	2504	2258	1951	1663
其他非流动资产	3153	3704	3519	3492	3446
资产总计	37312	41514	42321	46855	49826
流动负债	13354	15510	14289	15687	14779
短期借款	271	703	559	607	591
应付票据及应付账款	2388	2372	2580	2567	2787
其他流动负债	10695	12435	11149	12513	11401
非流动负债	4045	4636	4439	4505	4483
长期借款	0	0	-0	-0	-0
其他非流动负债	4045	4636	4439	4505	4483
负债合计	17399	20146	18728	20192	19262
少数股东权益	742	746	906	1101	1337
股本	1351	1364	1364	1364	1364
资本公积	3444	3675	3675	3675	3675
留存收益	14189	15622	17431	19566	22208
归属母公司股东权益	19172	20622	22687	25562	29227
负债和股东权益	37312	41514	42321	46855	49826

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4017	4953	3038	5314	4608
净利润	1929	2327	3248	3820	4696
折旧摊销	220	222	1277	1375	1430
财务费用	-484	-471	-537	-629	-755
投资损失	-25	-25	-32	-26	-27
营运资金变动	1954	2251	-970	857	-695
其他经营现金流	423	650	52	-83	-41
投资活动现金流	-348	-1488	-741	-790	-578
资本支出	1155	1295	-311	-583	-774
长期投资	-198	-470	-20	-19	-19
其他投资现金流	610	-662	-1071	-1391	-1371
筹资活动现金流	-769	-356	-875	-6	-78
短期借款	-25	432	-144	48	-16
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
普通股增加	0	13	0	0	0
资本公积增加	0	231	0	0	0
其他筹资现金流	-743	-1032	-731	-54	-62
现金净增加额	2904	3086	1422	4519	3952

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	27984	27760	30325	32666	34566
营业成本	17080	16541	17156	17851	18561
营业税金及附加	2313	2219	2315	2386	2450
营业费用	5104	4985	5291	5541	5773
管理费用	1881	1678	2144	2376	2223
研发费用	21	21	23	25	27
财务费用	-484	-471	-537	-629	-755
资产减值损失	-121	0	-44	-31	-39
其他收益	603	517	168	300	300
公允价值变动收益	57	55	42	52	51
投资净收益	25	25	32	26	27
资产处置收益	59	-5	0	0	0
营业利润	2698	3250	4219	5525	6705
营业外收入	35	15	545	15	15
营业外支出	6	25	19	16	17
利润总额	2727	3240	4744	5524	6703
所得税	798	913	1496	1704	2008
净利润	1929	2327	3248	3820	4696
少数股东损益	77	126	160	194	236
归母净利润	1852	2201	3088	3626	4459
EBITDA	2504	2950	5484	6270	7378
EPS(元)	1.36	1.61	2.26	2.66	3.27

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	5.3	-0.8	9.2	7.7	5.8
营业利润(%)	13.5	20.5	29.8	31.0	21.4
归属于母公司净利润(%)	30.2	18.9	40.3	17.4	23.0
获利能力					
毛利率(%)	39.0	40.4	43.4	45.4	46.3
净利率(%)	6.6	7.9	10.2	11.1	12.9
ROE(%)	9.7	10.9	13.8	14.3	15.4
ROIC(%)	7.0	7.7	10.6	11.3	12.4
偿债能力					
资产负债率(%)	46.6	48.5	44.3	43.1	38.7
净负债比率(%)	-57.9	-64.2	-65.7	-74.7	-78.2
流动比率	1.6	1.6	1.8	2.0	2.3
速动比率	1.3	1.3	1.5	1.7	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	143.3	158.0	153.1	154.7	154.2
应付账款周转率	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.36	1.61	2.26	2.66	3.27
每股经营现金流(最新摊薄)	2.94	3.63	2.23	3.90	3.38
每股净资产(最新摊薄)	14.05	15.11	16.63	18.74	21.42
估值比率					
P/E	61.9	52.1	37.1	31.6	25.7
P/B	6.0	5.6	5.1	4.5	3.9
EV/EBITDA	40.9	33.8	17.9	15.0	12.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn