

公司研究

百年青啤，复兴正当时**——青岛啤酒 (600600.SH) 跟踪报告****要点**

行业高端化逻辑持续演绎。啤酒行业天然有地域性、侵略性的特点，高市占率决定高利润率。2013年后啤酒行业进入总量横盘阶段，行业基本格局已定，企业通过抢占高端市场份额提升整体市占率，以此提升利润率。青岛啤酒具备高端基因，产品结构持续升级；今年以来主品牌延续之前的快速增长态势，白啤在内核心单品表现亮眼。

百年青啤，优质头部企业。1) 分区域看：公司采取“一纵两横一圈”布局，攻守兼备，在优势区域推进产品升级，在弱势地区采取差异化策略逐步站稳脚跟并扭亏为盈，效果显著，沿江地区减亏明显。2) 产品端：聚焦“1+1”战略，即青岛主品牌+崂山品牌，21年以来高端化进展提速，推出大量高端新品。众多高端产品中白啤表现优异。**青岛白啤 21 年销量近 9 万吨，取得高速增长的原因在于：**①白啤带有清新的花香和果香，容易获得女性喜爱，受益于女性饮酒消费崛起，行业增速快。②青岛白啤错位竞争：在各品牌的白啤中，1664、福佳白啤等定位超高端，而青岛白啤定位高端，错位竞争下，拥有更舒适的生长空间。③公司资源倾斜：2020年底公司开始重点布局白啤，并给予充分的资源投放，并对各个区域下达白啤销售任务，助推青岛白啤高速增长。

盈利端改善空间大。1) 关厂提效：行业进入总量横盘阶段后，各家企业主动关闭低效工厂，提升产能利用率。各家啤酒企业中，青岛啤酒关厂动作发生较晚且已关厂数量较少，公司潜在关厂数量多，假设到2024年关闭4家工厂，则有望增厚2024年毛利率1.02pcts。2) 罐化率提升：与玻璃瓶相比，铝罐的采购成本与运输成本更低，罐化率高的企业吨收入及利润更高。公司罐化率仍有较大提升空间：2021年公司罐化率约27%，但对比日美仍有较大提升空间。

多元化营销助青啤融入 Z 世代。2014年公司成立创新营销事业部，围绕体育、音乐、文化进行了大量营销创新，提升青啤国际知名度和品牌年轻度。公司为更好地做好消费者培育，在业内率先推出“TSINGTAO1903 青岛啤酒体验店”，满足消费者个性化、场景化、便捷化、高端化的多层次需求。

盈利预测、估值与评级：考虑到青岛啤酒PE处于A股行业平均水平以下，但青啤行业地位和高端化布局均位于前列，估值有望向行业均值回归。公司高端化升级战略进展顺利，产品结构持续优化。我们维持青岛啤酒2022-2024年EPS分别为2.36/2.79/3.26元，当前股价对应2022-2024年PE分别为44x/37x/32x，维持“买入”评级。

风险提示：局部地区竞争加剧；行业高端化进程低于预期；原料价格上涨超预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	27,760	30,167	32,261	33,754	35,316
营业收入增长率	-0.80%	8.67%	6.94%	4.63%	4.63%
净利润（百万元）	2,201	3,155	3,222	3,807	4,443
净利润增长率	18.86%	43.34%	2.11%	18.15%	16.70%
EPS（元）	1.61	2.31	2.36	2.79	3.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.67%	13.72%	13.03%	14.10%	15.00%
P/E	64	45	44	37	32
P/B	6.9	6.2	5.7	5.3	4.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-06-30

买入（维持）

当前价：103.92 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002
021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003
021-52523657
yeqianyu@ebscn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebscn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebscn.com

联系人：杨哲

yangz@ebscn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.64
总市值(亿元)：	1417.83
一年最低/最高(元)：	73.00/116.58
近3月换手率：	31.89%

股价相对走势**收益表现**

%	1M	3M	1Y
相对	3.58	22.31	4.60
绝对	13.43	27.20	-8.85

资料来源：Wind

相关研报

收入利润实现正增长，高端化持续推进——青岛啤酒 (600600.SH) 2022年一季度业绩点评 (2022-04-29)

高端化表现亮眼，关注利润释放节奏——青岛啤酒 (600600.SH) 2021年年报评 (2022-03-31)

目 录

1、行业高端化逻辑持续演绎	5
1.1、开启啤酒高端化竞争时代	5
1.2、青啤为国内啤酒销量第二品牌	7
2、百年青啤，优质头部企业	8
2.1、“一纵两横一圈”布局，攻守兼备	8
2.2、聚焦“1+1”品牌战略，打造差异化产品组合	11
2.2.1、高端化进展顺利，白啤异军突起	14
3、产能优化、罐化率提升，盈利改善空间大	17
3.1、关厂优化产能，盈利能力持续提升	17
3.2、罐化率有较大提升空间	18
4、多元化营销助青啤融入 Z 世代	19
5、盈利预测及投资建议	21
5.1、关键假设及盈利预测	21
5.2、投资建议	22
6、风险提示.....	22

图目录

图 1：啤酒行业发展四阶段.....	6
图 2：雪花&青岛&百威&嘉士伯中高端品牌上市时间	6
图 3：2020 年中国/美国拉格啤酒市场结构.....	7
图 4：2018 年龙头企业拥有相对强势区域	7
图 5：2020 年前山东市场营收增速持续高于公司整体营收增速	9
图 6：山东市场贡献公司一半以上净利润.....	9
图 7：2016-2021 年华北地区收入及占比	9
图 8：2016-2021 年华北地区净利润及占比	9
图 9：青啤全国布局.....	10
图 10：2010 年、2020 年青岛啤酒分区域营收情况（亿元）	10
图 11：2010 年、2020 年青岛啤酒分区域净利润情况（亿元）	10
图 12：青啤在东北市场的布局	11
图 13：青岛啤酒品牌战略演变过程.....	12
图 14：青岛啤酒产品结构	12
图 15：青岛品牌高端系列销量持续提升（万千升）	12
图 16：近年来青岛啤酒产品一直在往高端化发展.....	14
图 17：青岛啤酒白啤及整体线下商超销售情况.....	14
图 18：2021 年京东啤酒节最受欢迎的青岛啤酒 TOP5 单品	14
图 19：各品类中白啤吨价最高（元/吨）	15
图 20：国内市场白啤销量增速高于其他啤酒品类	15
图 21：青岛白啤新老包装	16
图 22：2022 年杨洋成为青岛啤酒白啤品牌代言人	16
图 23：瓶装与听装对比	18
图 24：啤酒成本结构拆分（以青啤为例）	18
图 25：青岛啤酒 1903 小酒馆	20
图 26：青岛啤酒赞助 2022 年北京冬奥会	20
图 27：2019 年青岛啤酒推出 1903 复古罐	20
图 28：青岛啤酒梵高 IP 定制罐	20

表目录

表 1：2021 年中国及全球啤酒市场竞争格局	8
表 2：2021 年主要啤酒企业产品结构	8
表 3：青岛啤酒产品矩阵	13
表 4：各品牌白啤产品情况.....	15
表 5：各公司主要关厂事件.....	17
表 6：关厂后毛利率提升空间测算.....	18
表 7：各家新增罐化产线	19
表 8：青岛啤酒分项业务收入、归母净利润、费用率和毛利率预测（百万元）	21
表 9：啤酒行业主要公司 PE 及 EV/EBITDA 估值表.....	22

1、行业高端化逻辑持续演绎

青岛啤酒前身是 1903 年 8 月由德国商人和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，青啤也是中国历史最悠久的啤酒制造厂商之一，在中国消费者心中拥有高端的品牌形象，具备打造高端大单品能力和高端渠道运作能力。

具备高端基因，结构持续提升。青岛啤酒品牌价值连续多年保持行业第一，从高端产品推进情况来看，增速亮眼。2021 年青岛啤酒高档以上产品销量同比增长 14%，经典等中高档产品销量同比增长 20%，高档产品中白啤表现亮眼同比增速 50%+。今年以来主品牌延续之前的快速增长态势，白啤在内核心单品表现亮眼

疫情后修复速度超预期。受疫情影响青啤 3、4 月销量出现下滑（3 月基地市场山东影响较大，4 月上海市场影响较大）。随着疫情逐步得到控制，尤其是基地市场山东情况的好转，5 月销量实现正增长，6 月销量同比实现高个位数增长，超出市场预期，显示出强劲的疫后修复势能。

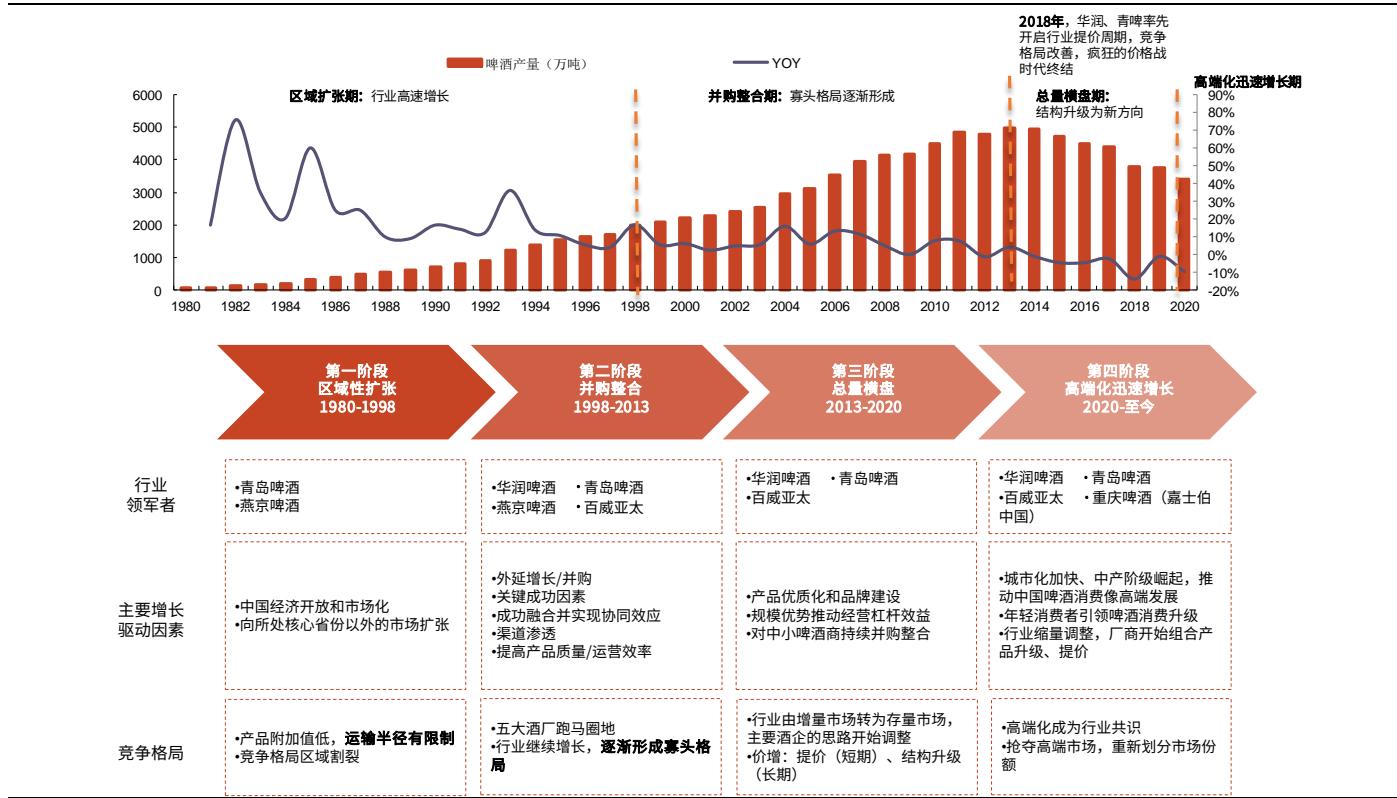
成本改善空间大，且下半年成本压力可控。青啤关厂数量较少，2021 年产能利用率为 69%，在行业中处于中等水平，未来还有进一步关厂提效的空间；青啤是国内较早推出易拉罐产品的企业，21 年罐化率水平为 27%，但对比日美仍有较大提升空间。原材料成本方面，铝罐价格已出现高位回落，公司对大麦等原材料均做了锁价动作，整体来看下半年成本压力有望缓解。

1.1、开启啤酒高端化竞争时代

从 1980 年至今，我国啤酒市场经历了区域性扩张期、整合并购期、总量横盘阶段，并最终迎来了快速高端化的当前阶段。每个阶段企业的核心任务都在于提高市占率，以此来提升盈利能力。

- **1980-1998 年行业迈入高速增长期。**1980-1998 年啤酒产量年复合增速为 21.5%，处于高增长阶段。由于啤酒存在运输半径限制，此时的增长为区域性扩张。
- **1998-2013 年跑马圈地，兼并整合后寡头格局逐渐形成。**行业仍处于扩容期，但区域小厂林立行业竞争激烈。在这样的背景下，以华润、青岛为代表的大酒企开始通过收购兼并的方式扩张自身市场份额。
- **2013 年-2020 年市场萎缩后进入“总量横盘”阶段。**啤酒总产量从 2013 年峰值超过 5000 万吨，回落到 2020 年的 3411 万吨左右，啤酒行业进入缩量调整期。2013 年-2018 年行业处于存量低价竞争时期；2018 年华润啤酒、青岛啤酒开启行业提价周期，竞争格局改善，价格战时代结束。
- **2020 年至今，开启高端化迅速增长阶段，高端化已成为行业共识，各酒企开启高端化发展新阶段。**

图 1：啤酒行业发展四阶段



资料来源：国家统计局，公司公告，光大证券研究所整理

- **量：**由于适龄消费人群占比从 2013 年之后开始下滑，啤酒整体消费量增长出现停滞，行业亟待从价的维度实现突破。
- **价：**破局方向分为提价和结构升级。对于啤酒行业来说，提价只能起到短期催化的作用，长期增长动力还在于结构升级。

青岛啤酒是目前国内品牌中较早开始布局高端化的酒企。百威和嘉士伯作为国外品牌，产品高端化开始时间较早。在国内品牌中，青啤推出中高端产品时间最早，加上青啤本身具有高端的品牌形象和认知，因此在中高端领域青啤比华润更具优势。

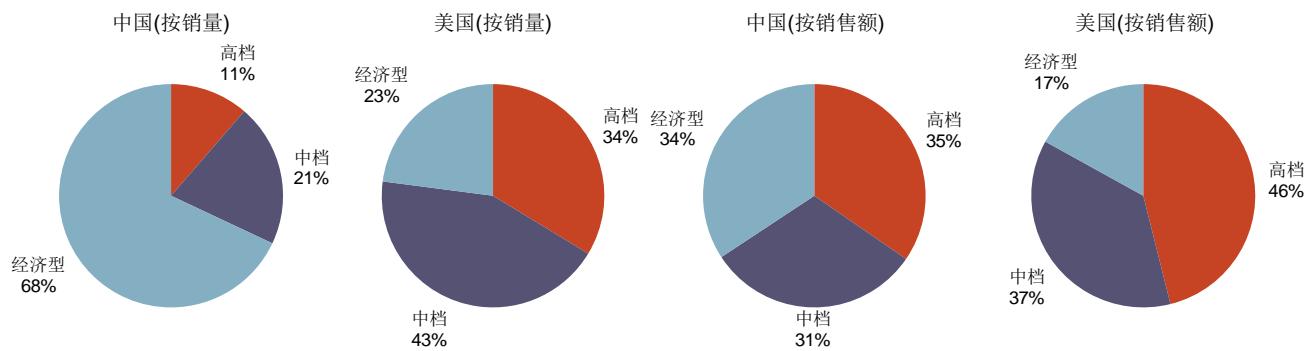
图 2：雪花&青岛&百威&嘉士伯中高端品牌上市时间



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

根据 Euromonitor, 2020 年我国高档拉格啤酒销量/销售额占比为 11%/35%，啤酒高端化率低于成熟市场美国，高档啤酒占比还有较大提升空间。

图 3：2020 年中国/美国拉格啤酒市场结构

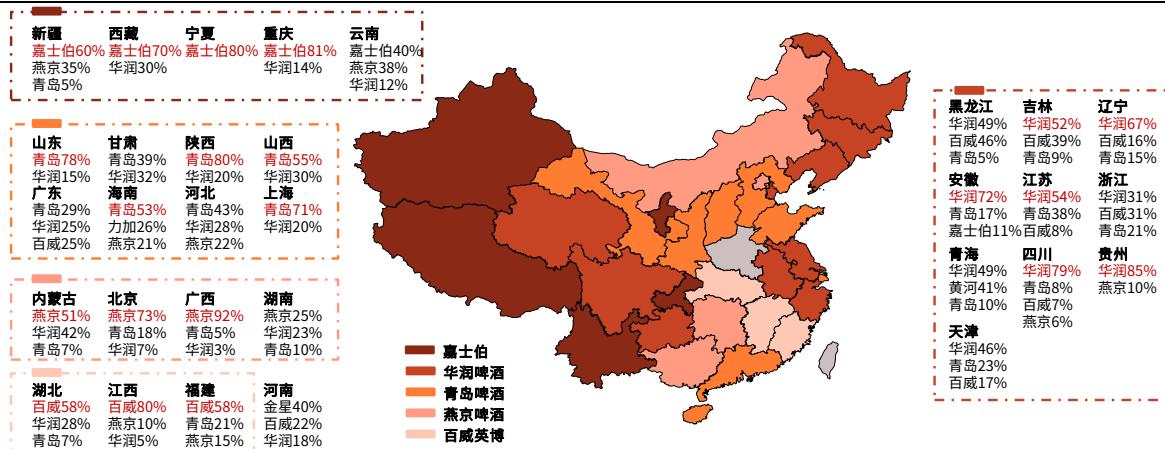


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

1.2、青啤为国内啤酒销量第二品牌

从国内啤酒市场看。五大啤酒品牌通过收购划分势力范围，在整合过程中形成了不同的区域格局。山东是核心基地市场，沿黄一带是青岛啤酒的优势区域。

图 4：2018 年龙头企业拥有相对强势区域



资料来源：快消家，光大证券研究所

青岛啤酒国内销量份额排名前二。2021 年国内啤酒市场中，按销量计算的市场份额中青岛啤酒占 17.8%，排名第二。按销售额计算的市场份额中，青岛啤酒占 13.5%，排名第三。2021 年全球啤酒市场中，青岛啤酒依然位居前列，按销量排在第六，按销售额排在第八。

表 1：2021 年中国及全球啤酒市场竞争格局

中国市场				全球市场			
按销量		按销售额		按销量		按销售额	
华润啤酒	24.3%	百威英博	18.9%	百威亚太	26.5%	百威亚太	26.8%
青岛啤酒	17.8%	华润啤酒	16.3%	喜力	12.0%	喜力	12.3%
百威英博	16.1%	青岛啤酒	13.5%	嘉士伯	6.2%	嘉士伯	6.3%
燕京啤酒	7.1%	嘉士伯	9.5%	华润	5.5%	Molson Coors Brewing	4.8%
嘉士伯	6.9%	燕京啤酒	5.3%	Molson Coors Brewing	4.3%	朝日啤酒	3.8%
珠江啤酒	2.8%	珠江啤酒	2.5%	青岛啤酒	4.1%	华润	2.7%
金星啤酒	2.0%	蓝妹啤酒	1.7%	朝日啤酒	3.2%	麒麟啤酒	2.5%
蓝带啤酒	1.0%	喜力	1.6%	燕京啤酒	1.6%	青岛啤酒	2.3%
其他	27.8%	其他	36.5%	其他	36.6%	其他	38.5%

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

青啤高档及以上产品销量规模位于国内前列。行业高端化阶段，啤酒厂商通过大单品来抢占高端市场。随着中高档啤酒的持续布局，各大啤酒厂商在中高端领域均有所突破：

- **青岛啤酒：**2021 年纯生销量大约 66 万吨，1903 销量超 20 万吨，白啤销量近 9 万吨，经典系列销量超过 182 万吨；
- **重庆啤酒：**大单品乌苏 2021 年销量 83 万吨，同比增长 34%，其中疆外乌苏销量同比增长超过 60%，1664 同比增长 36%；
- **华润啤酒：**次高端及以上 2021 年销量同比增长近 30%，其中 SuperX 预计突破 40 万吨，喜力增长至接近 30 万吨，纯生体量达到 60 万吨；
- **百威亚太：**2021 年高端及超高端销量增长均超 20%，百威品牌销量同比增长 20%以上，其中百威金尊销量同比增长超 50%。

表 2：2021 年主要啤酒企业产品结构

	重庆啤酒	青岛啤酒	华润啤酒	百威亚太
体量	279w 吨	793w 吨	1106w 吨	879w 吨
高档+超高档销量占比	27% (10 元以上)	15% (10 元以上)	17% (8 元以上)	38% (10 元以上)
中档销量占比	56% (6-9 元)	35%	36% (5-8 元)	30%
大众档销量占比	17% (6 元以下)	50%	47% (5 元以下)	32%
核心单品	乌苏、1664、夏日纷	纯生、1903、白啤	纯生、SuperX、喜力	百威、科罗娜、蓝妹、福佳白
大单品种量	乌苏 83w 吨	经典系列 182w 吨	纯生~60w 吨	主品牌百威~240w 吨 (包括红瓶、金尊等)
	超高端 6-7w 吨 (包括 1664)	纯生 66w 吨	SuperX~40w 吨	科罗娜>蓝妹>福佳白；科罗娜略
	重庆 58w 吨	1903 系列 23w 吨	喜力~30w 吨	高于 10w 吨
	乐堡 55w 吨	白啤 9w 吨		

资料来源：各公司官网，光大证券研究所

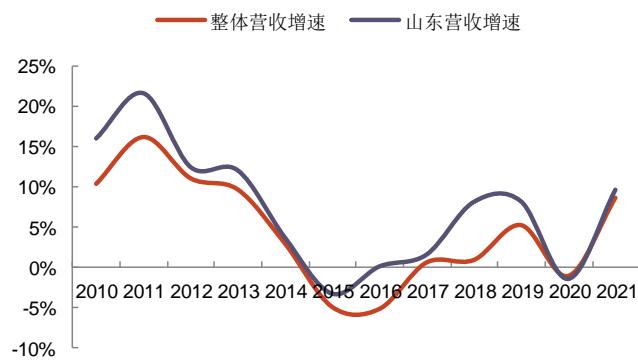
2、百年青啤，优质头部企业

2.1、“一纵两横一圈”布局，攻守兼备

2018 年公司开始推进“一纵两横一圈”布局，强调稳固重点优势市场的同时，提升高端化对其他地区市场的渗透能力。“一纵”指振兴沿海市场；“两横”指沿黄市场战略带、解放沿江市场；“一圈”指巩固大山东基地市场圈。

1) 巩固大山东基地圈：“大山东”基地圈包括山东市场，以及河北南部、河南东部等市场。其中大本营山东是青啤的利润池，山东区域贡献了青啤 50% 以上的利润。**公司在基地市场采取升级的思路：**①主要产品组合升级；②压缩普通低档啤酒费用，释放出经典、纯生以上产品的渠道利润；③团队激励增加高端产品的比例；④品牌运营侧重经典以上档次的产品；⑤消费者拉动活动向中高端倾斜。

图 5：2020 年前山东市场营收增速持续高于公司整体营收增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

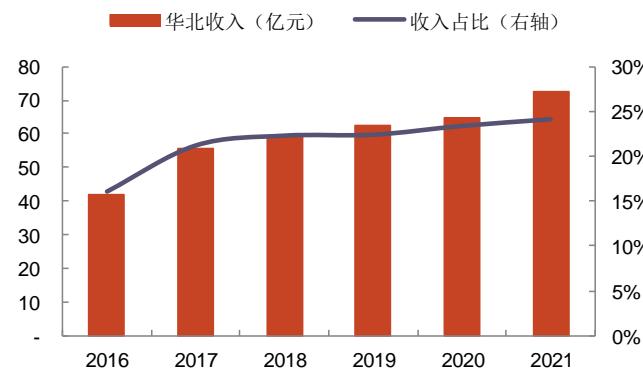
图 6：山东市场贡献公司一半以上净利润



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2) 提速沿黄：黄河沿线是青岛啤酒的优势市场，主要为华北地区，公司市占率在华北地区的大部分省份排名第一，部分区域市占率还有改善空间。华北地区 2021 年实现总营收 72.75 亿，同比增长 12.1%，2021 年净利润为 7.58 亿元，贡献总利润 23%，仅次于山东基地市场，黄河沿线市场一直是公司核心利润池市场。

图 7：2016-2021 年华北地区收入及占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 8：2016-2021 年华北地区净利润及占比

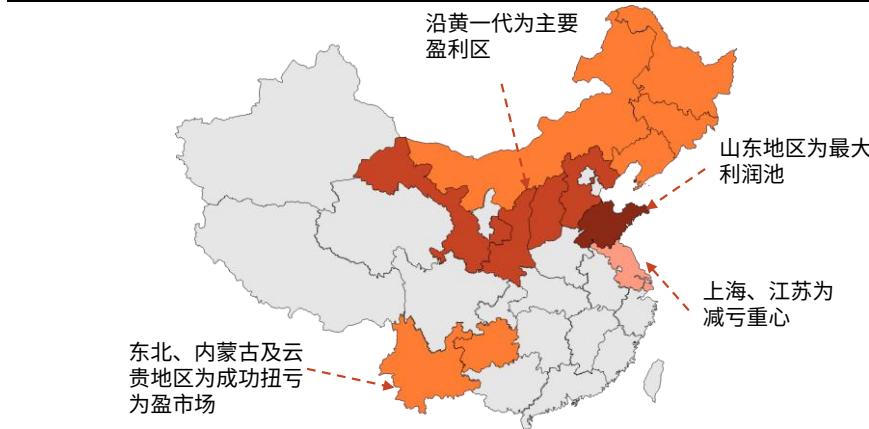


资料来源：公司公告，光大证券研究所

3) 解放沿江：沿江是历史上亏损较严重的市场，以上海、江苏为减亏重心，原来亏损较多的江苏也于 2020 年实现盈利，但四川、江西仍有亏损。**长江沿线扭亏方式包括：**①削减人员、整合团队，如江苏区域和三得利进行整合；②产品结构升级；③瓶装向罐装转型；④产品差异化，如通过差异化小瓶酒来竞争；⑤工厂所在地推出桶装鲜啤；⑥抓住消费者，推出相应产品，如江苏市场投放的青岛冰纯罐装版，通过 1 元换购有奖促销吸引消费者。沿江地

区中，江苏具有战略意义，站稳江苏有利于对华润形成夹击，保卫山东大本营。

图 9：青啤全国布局

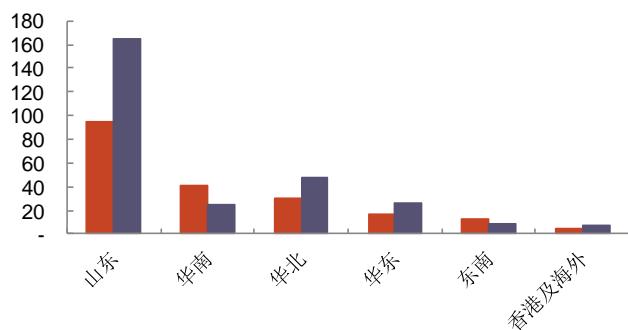


资料来源：渠道调研，光大证券研究所

4) 振兴沿海：“沿海”市场主要包括华南和东南地区，以华南地区为代表的沿海地区曾经是青岛啤酒利润贡献主要来源，后来利润下滑对公司形成拖累。公司提出振兴沿海计划，希望恢复盈利能力。

图 10：2010 年、2020 年青岛啤酒分区域营收情况（亿元）

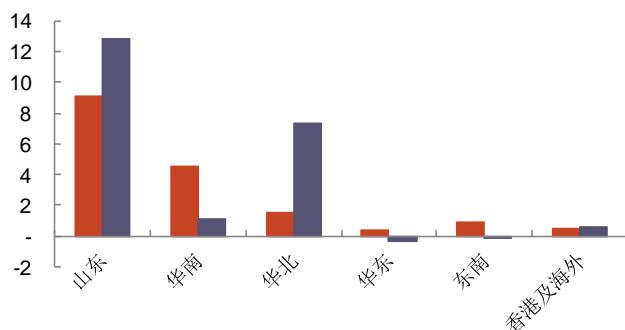
■2010 ■2020



资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：数据来自分部报表）

图 11：2010 年、2020 年青岛啤酒分区域净利润情况（亿元）

■2010 ■2020

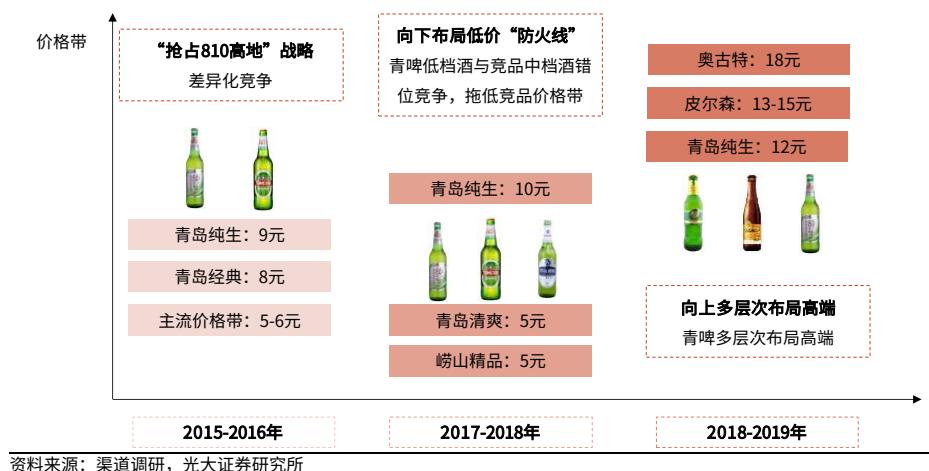


资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：数据来自分部报表）

除此之外，青岛啤酒在市占率较低的市场采取差异化的竞争策略，逐步扭亏为盈并站稳脚跟。**1) 东北市场：**青啤初入东北市场，采用差异化的竞争策略，率先布局高端站稳脚跟。随着产品结构升级与行业价格带的上移，青啤在 8-12 元价格带的上下两端布局其他产品建立防火线，通过多层次的产品布局，最终实现市场份额的提升。

随着产品的结构化升级，行业价格带的上移，各公司高端产品的后续表现将直接影响企业在当地的市场份额，行业竞争格局将呈现出长期动态的演变。

图 12：青啤在东北市场的布局



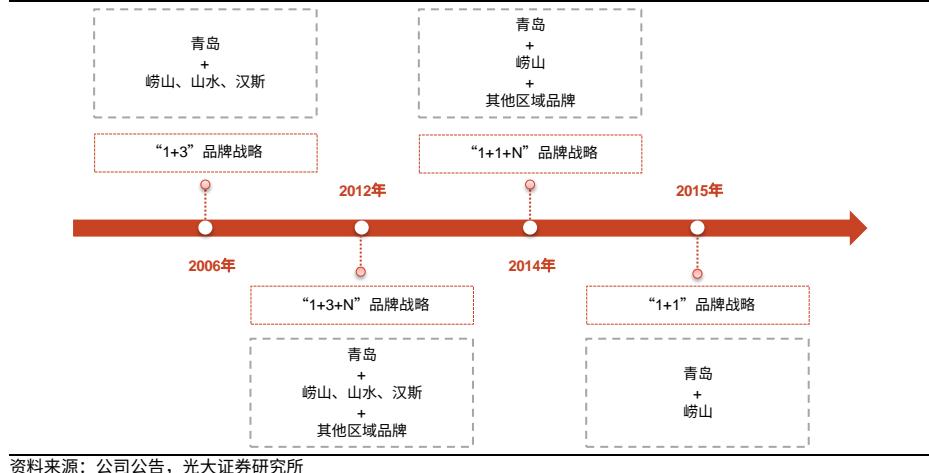
2) **苏南市场：**苏南地区具有战略地位，是青啤包围华润啤酒（华润占有部分苏北市场），包围山东大本营的重要市场。青啤一是通过差异化小瓶酒竞争，切入竞争对手未完成终端拦截和封锁的渠道。二是在工厂所在地市场大力发展桶装鲜啤，切入大排档专卖店。三是由于流通渠道占比和消费者自主选择权提高，公司主动与消费者建立联系，进行有奖促销活动。这也使得江苏市场于 2020 年扭亏为盈。

3) **云南、贵州市场：**青啤市占率仅个位数，公司在该地区取消餐饮团队，聚焦夜店和流通渠道。利用青啤在商务场所的影响力，在夜店渠道专做小瓶酒；随着 2019 年泸州工厂罐装线投产，公司在流通渠道聚焦罐装酒。该区域由以前亏损几千万，到现在一年创造几百万利润，盈利模式逐步跑通。

2.2、聚焦“1+1”品牌战略，打造差异化产品组合

聚焦“1+1”品牌战略，打造国产中高端第一品牌。目前公司实施的品牌战略是公司 2015 年起确立的“1+1”战略，即以青岛啤酒为主品牌（“1+1+N”：纯生系+经典系+新特产品）、崂山为副品牌，集中资源提升主副品牌力。该品牌战略经过了多次摸索和调整，形成现在聚焦高端的品牌战略。主品牌青岛聚焦中高端市场，是公司发力中高端的主力军，而副品牌崂山主打中低端市场，逐步替代其它低档区域品牌，推动从低档向普档的产品升级。

图 13：青岛啤酒品牌战略演变过程



资料来源：公司公告，光大证券研究所

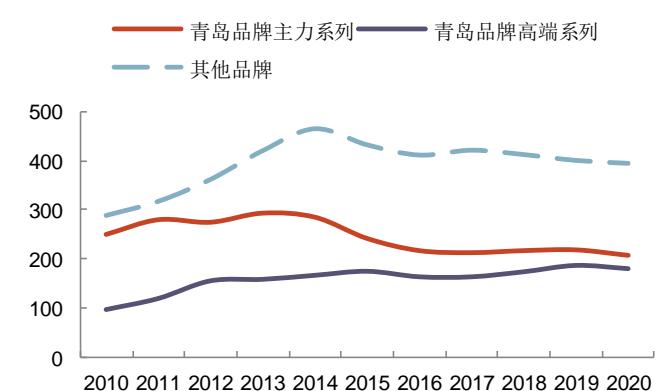
以“1+1”品牌战略为核心，形成全价格带产品矩阵。（1）超高端：百年之旅、琥珀拉格、奥古特、鸿运当头、IPA 精酿、（2）高端：白啤、皮尔森、经典 1903、纯生啤酒等；（3）中端：青岛经典等；（4）大众啤酒：崂山啤酒、汉斯啤酒等。青岛品牌中公司以纯生+经典两大系列产品作为核心发力产品以打开市场，从而带动高档啤酒琥珀拉格、皮尔森等共同发展；崂山品牌以崂山啤酒等大单品为主，以开拓地方市场为目的。

图 14：青岛啤酒产品结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 15：青岛品牌高端系列销量持续提升（万千升）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 3：青岛啤酒产品矩阵

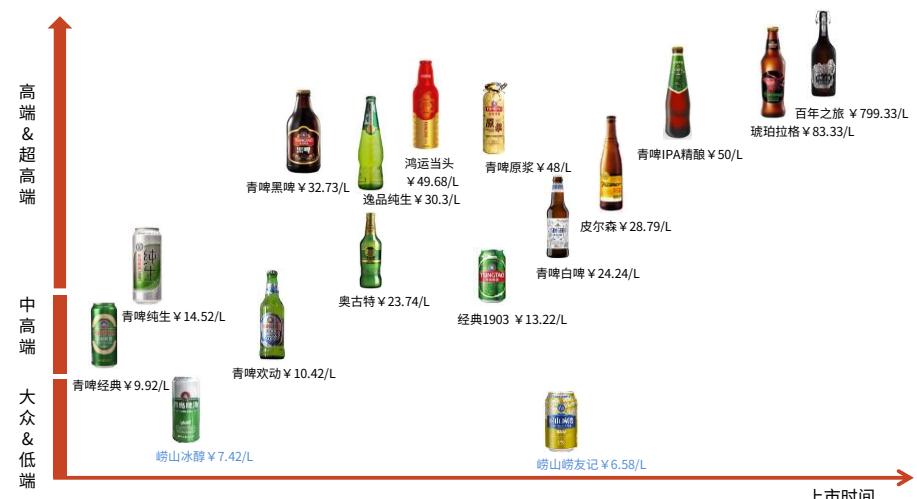
档次	产品名称	线上价格 (元/瓶)	规格 (ml)	酒精度 (%vol)	麦汁浓度 (°P)	每升价格 (元)	21 年销量 (万吨)	产品形象
超高档 (餐饮端价 格 15 元以 上)	百年之旅	388.0	815	6.0	15.0	476.1		
	琥珀拉格	25.8	380	5.5	13.8	67.9		
	原浆	48.0	1000	4.7	13.0	48.0	13	
	鸿运当头	14.8	355	4.3	11.0	41.7		
	黑啤	8.1	296	4.1	12.0	27.4		
高档 (餐饮端价 格 10-15 元)	奥古特	8.7	330	4.7	12.0	26.4		
	纯生	8.3	316	3.1	8.0	26.2	66	
	皮尔森	11.5	450	4.0	10.5	25.6	1.2	
	白啤	8.3	500	4.1	11.0	16.5	9	
中档	1903	7.2	500	4.0	10.0	14.3	23	
	经典	5.6	500	4.0	10.0	11.3	182	
	汉斯 8 度	2.5	330	3.1	8.0	7.4	-	
普档	崂山 8 度	2.1	330	3.1	8.0	6.3	-	

资料来源：公司公告，天猫旗舰店，光大证券研究所（注：价格时间为 2022.6.30）

青岛啤酒顺应行业高端化发展趋势，充分发挥自身产品研发优势，进一步丰富高端产品矩阵。2021 年以来，公司相继推出 BGM 梨味白啤、玫瑰红白啤等多款新品，并于 2022 年 1 月推出超高端新品一世传奇，以高麦芽浓度 (23.9°P)、高酒精浓度 (10.5%)、长储存时间 (赏味期三年) 颠覆传统啤酒消费理念。一世传奇定位千元价格带，打破了当前国内啤酒价格带天花板。高端新品的频频推

出彰显了公司优秀的产品力，在消费者追求品质化的当下，为青岛啤酒进军高端领域增添筹码。

图 16：近年来青岛啤酒产品一直在往高端化发展

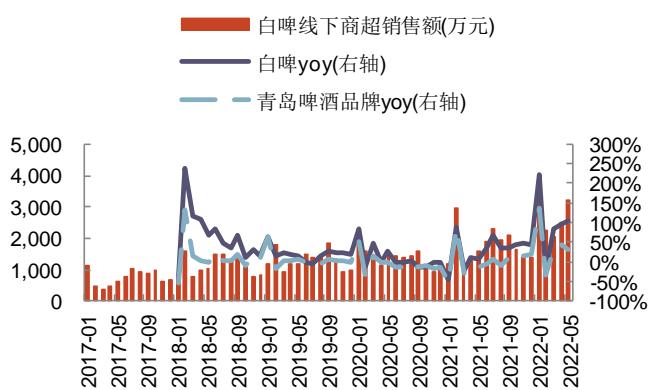


资料来源：公司公告，青岛啤酒微信官方商超，光大证券研究所（注：价格时间为 2022.1.18）

2.2.1、高端化进展顺利，白啤异军突起

众多高端产品中，白啤表现优异，线下商超销售额增速持续高于青岛啤酒品牌整体销售额增速；从线上数据来看，在 2021 年的京东啤酒节中，白啤成为最受欢迎青岛啤酒 TOP2 产品。

图 17：青岛啤酒白啤及整体线下商超销售情况



资料来源：木丁商品信息网，光大证券研究所（注：数据截至 2022.5）

图 18：2021 年京东啤酒节最受欢迎的青岛啤酒 TOP5 单品



资料来源：青岛啤酒微信公众号，光大证券研究所

青岛白啤取得高速增长，原因在于：1) 受益于女性饮酒消费崛起；2) 青岛白啤错位竞争；3) 公司资源倾斜。

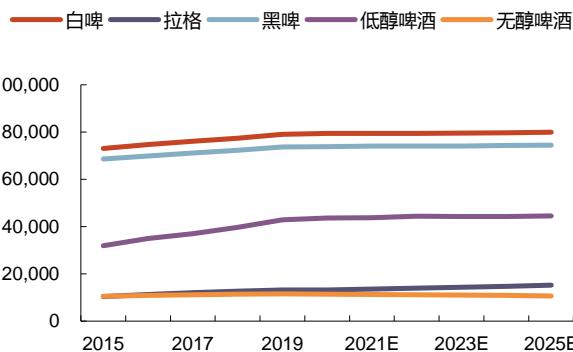
➤ 受益于女性饮酒消费崛起：

白啤由大麦芽、小麦芽为主要原料酿制，酒体内富含小麦蛋白以及酵母因子，泡沫丰富，细腻丝滑，口感香醇，微酸轻甜，带有清新的花香和果香，麦芽浓郁，容易获得女性喜爱。

在女性酒饮需求提升和啤酒行业消费升级的背景下，白啤的增长趋势良好。根据欧睿数据，国内市场白啤销量已从 2015 年 14.5 万吨增长至 2020 年 47.9 万吨（占比 1.1%），CAGR 达 27%，显著高于黑啤（18.2%）和主流品类拉格（-2.4%）。

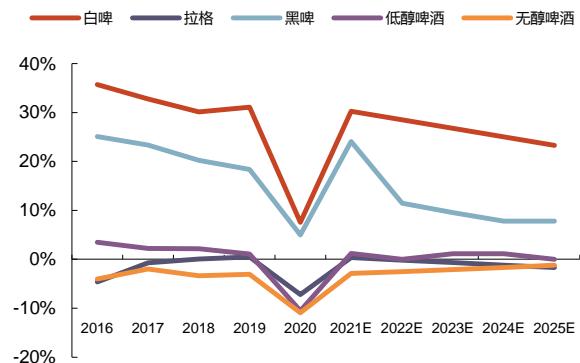
白啤吨酒价高，占比提升利于改善企业盈利状况。2020 年在各类啤酒中，白啤终端吨价最高，其中青岛白啤终端吨价为 7 万/吨，白啤占比的提升对于未来公司吨酒价的提升能起到很好的拉升作用。

图 19：各品类中白啤吨价最高（元/吨）



资料来源：欧睿、光大证券研究所整理

图 20：国内市场白啤销量增速高于其他啤酒品类



资料来源：欧睿、光大证券研究所整理

➤ 青岛白啤错位竞争：

白啤品类趋势向好，各公司近年纷纷加大白啤布局力度。五大啤酒厂商均已拥有多款白啤产品。各白啤品牌表现良好，21 年福佳白啤的体量超过 10 万吨；青岛白啤的销量从 2018 年的过 3 万吨增长至 2021 年近 9 万吨（吨量占到高端及以上产品的 8%），CAGR 达 38%。在各品牌的白啤中，1664、福佳白啤等定位超高端，而青岛白啤定位高端，错位竞争下，拥有更舒适的增长空间。

表 4：各品牌白啤产品情况

品牌	产品名称	主要口味	推出时间	酒精度 (%)	麦芽汁浓度 (°P)	单瓶价(元/瓶)	规格	产品图片
1664 (嘉士伯)	白啤	柑橘、百香果、桃子和覆盆子	2014	3.5-4.8	11.6-11.8	12.9	330ml	
乌苏 (嘉士伯)	小麦白	-	2018	≥3.6	9.8	9.9	465ml	
福佳 (百威)	白啤酒	阳光芒、琥珀橘、玫瑰红、珊瑚柚、柑橘味	2014	≥3.3	12	9.1	248ml	
燕京	果味啤酒	百香果、桃子	2021	≥(2.5-3.3)	8-10	10.8	330ml	
	V10 白啤	-	2021	≥3.3	10	13.0	500ml	
	原浆白啤	-	2013	≥4.1	12	11.5	330ml	
青岛	全麦白啤	-	2015	≥4.1	11	9.5	330ml	

	玫瑰红白啤	树莓	2021	≥ 3.5	12	11.0	258ml	
黑狮 (华润)	白啤	柑橘	2019					
	玫瑰红果啤	覆盆子	2021	≥ 4.5	11.8	11.6	330ml	
悠世白啤 (华润)	白啤	-	2021	4.9	11.8	12.0	330ml	
白熊	白啤酒	-	2020					
	玫瑰红啤酒	覆盆子	2020	3.9-4.7	10.8-11.6	12.4	330ml	

资料来源：公司官网、天猫，光大证券研究所

注：价格统计时间为 2021.10.29

➤ 公司资源向白啤倾斜：

白啤是新兴的差异化产品，2015 年上市初期公司并未给予充分重视，从突破万吨到 3 万吨花费近 3 年时间。随着近几年消费者需求和口味的转变，白啤赛道实现快速增长，2020 年底公司开始重点布局白啤，并给予充分的资源投放，并对各个区域下达白啤销售任务，进一步推动青岛白啤的高速增长。

青岛白啤在外观和营销方面做了大量创新。

- 1) **外观方面**，2020 年青岛全麦白啤更换全新包装，深度挖掘白啤历史，将源于欧洲宫廷的贵族气质，延展于全麦白啤的包装设计上。青岛白啤包装设计荣获 2020 年世界啤酒锦标赛大奖和 2020 年德国红点设计奖包装类别。
- 2) **营销方面**，青岛白啤定位中国精酿啤酒的探索者，通过内容营销的方式，不断在精众圈层和目标消费群中强化“精酿生活”的概念，进一步引导着中国啤酒消费的升级。2021 年青岛白啤在全国多个地区开展“白啤生活家营地”活动，打造沉浸式慢而惬意的房车之旅生活情景，让消费者深入体验青岛白啤。

图 21：青岛白啤新老包装



资料来源：青岛啤酒精酿社区公众号，光大证券研究所

图 22：2022 年杨洋成为青岛啤酒白啤品牌代言人



资料来源：青岛啤酒精酿社区公众号，光大证券研究所

3、产能优化、罐化率提升，盈利改善空间大

3.1、关厂优化产能，盈利能力持续提升

跑马圈地时期公司为快速拓展市场，收购大量地方啤酒企业，导致产能过度扩张，高额折旧压缩利润空间。随着行业量级以及格局的相对稳定，各公司陆续主动关厂提高产能利用率。虽然关厂会导致计提资产减值损失与员工安置费用的大幅提高，影响短期业绩。但长期来看，产能的优化可减少成本消耗，提高运营效率，实现盈利能力的持续提升。

表 5：各公司主要关厂事件

公司	时间	事件
华润啤酒	2015	关闭 3 家工厂
	2016	关闭 7 家工厂
	2017	关闭 5 家工厂
	2018	关闭 13 家工厂
	2019	关闭 4 家工厂
	2020	关闭 4 家工厂
	2021	关闭 2 家工厂
青岛啤酒	2018	关闭杨浦、芜湖工厂
	2019	关闭台州、重庆工厂
	2021	关闭滕州、薛城工厂
重庆啤酒	2015	关闭綦江、柳州、九华山、永州工厂
	2016	关闭黔江、六盘水、亳州、大梁山工厂
	2018	关闭常德工厂
百威亚太	2016-2017	关闭 8 家工厂

资料来源：公司公告，光大证券研究所

员工支出、折旧摊销及工厂维修费用是工厂的主要成本。

- **员工支出：**2020/2021 年青岛啤酒的啤酒销售业务直接人工成本分别为 9.1/9.3 亿元，取 2 年人工成本平均值，再按照 60 家工厂计算，平均每家工厂员工支出 1531 万元。
- **折旧摊销、工厂维修费用：**生产成本中的制造费用包含了生产过程中产生的工厂折旧、维修费用，以及工厂管理人员的工资及福利费用。2020/2021 年青岛啤酒的啤酒销售业务制造费用及其他分别为 43.2/46.1 亿元，取 2 年制造费用平均值，再按照 60 家工厂计算，平均每家工厂制造费用及其他费用为 7446 万元。
- **综合来看，**平均一家工厂的年均固定成本约为 8977 万元。

若假设到 2024 年共关闭 4 家工厂（假设 2023-2024 年每年关 2 家工厂），且根据预测 2024 年收入较 2021 年增长 17.1%，则通过测算得出可节约 3.6 亿元固定开支，2024 年的毛利率有望增加 1.02pcts。

表 6：关厂后毛利率提升空间测算

	毛利率改善 (pcts)	关厂数量				
		2	4	6	8	10
较 2021 年 营收增速	15%	0.52	1.04	1.55	2.07	2.59
	16%	0.51	1.03	1.54	2.05	2.57
	17%	0.51	1.02	1.53	2.03	2.54
	18%	0.50	1.01	1.51	2.02	2.52
	19%	0.50	1.00	1.50	2.00	2.50

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

3.2、罐化率有较大提升空间

疫情影响下，人们消费场景有所改变，非即饮渠道占比的快速提升、新零售渠道的迅速发展带动罐装需求提升。啤酒成本中包材占比最高，接近 50%，与玻璃瓶相比，铝罐的采购成本与运输成本更低，罐化率高的企业吨收入及利润更高。

- 包材成本：铝罐成本大约 0.5 元/个，玻璃瓶成本大约 0.8 元/个。
- 运输费用：4000 箱玻瓶啤酒与 7000 箱罐装重量相当。

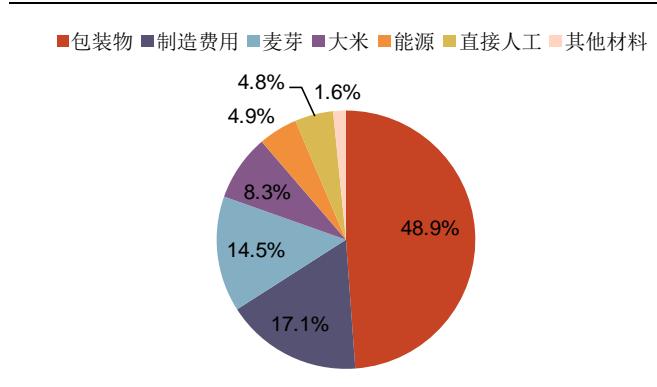
综合来看，罐装啤酒毛利率比瓶装啤酒高约 15%，目前我国罐化率尚不足 30%，与全球罐化率平均水平（近 50%）仍有较大差距。

图 23：瓶装与听装对比



资料来源：渠道调研，光大证券研究所

图 24：啤酒成本结构拆分（以青啤为例）



资料来源：青岛啤酒 2013 年年报，光大证券研究所

各公司在优化产能的同时，也在相继布局罐化生产线，提高罐化率水平，青岛啤酒罐化布局时间早，先发优势明显。公司罐装啤酒主要有三点规划：1) 330ml 小罐向 500ml 大罐转化。2) 全产品线增加罐装品类。3) 提升罐装产能。近年来公司把握住非即饮渠道快速发展的机遇，在 KA 和流通渠道中抢占了大量罐装酒市场份额。

表 7：各家新增罐化产线

公司	时间	工厂	事件
华润啤酒	2020	兰州工厂	投产 12 万罐/小时罐装生产线
		黑龙江工厂	投产 12 万罐/小时罐装生产线
		运城工厂	6 万罐/小时罐装生产线
青岛啤酒	2019	四川工厂	投产 12 万罐/小时听装生产线
	2020	汉中工厂	1.9 万瓶装线改 1.8 万拉罐生产线
		日照工厂	投产 3.6 万罐/小时拉罐生产线
青岛啤酒	2019	徐州工厂	投产 3.6 万罐/小时拉罐生产线
		马鞍山工厂	投产 4.2 万罐/小时拉罐生产线
		太原工厂	投产 3.6 万罐/小时拉罐生产线
		漳州工厂	投产 2.4 万罐/小时拉罐生产线
		珠海工厂	投产 2.4 万罐/小时拉罐生产线
重庆啤酒	2018	扬州工厂	投产 2.4 万罐/小时拉罐生产线
		大理工厂	新建年产 15 万吨拉罐生产线
		宜宾工厂	新建年产 15 万吨拉罐生产线

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

公司罐化率仍有较大提升空间：2021 年公司罐化率约 27%，与日本和美国 60% 以上的罐化率水平相比还有加大的提升空间。

4、多元化营销助青啤融入 Z 世代

2014 年公司做出战略变革，创建了中国啤酒行业内第一支“蓝军”——营销中心创新营销事业总部，发力新产品开发与销售，积极拓展电商等新型业态，开拓新的经济增长点。青啤蓝军通过产品和营销创新，将青啤打造为当代年轻人喜欢的啤酒。

品牌建设方面，公司着重提升青岛主品牌影响力，通过“TSINGTAO 1903”青岛啤酒吧、百年之旅艺术长廊等一系列多元化、沉浸式的线下营销活动触达目标消费人群，强化消费者认知，提升青岛啤酒在高端产品领域的影响力。青岛啤酒围绕“体育+音乐+文化”打造了一系列营销活动，随着公司高端产品力的持续提升与对消费者高端啤酒品牌认知的不断培育，公司有望进一步扩大高端领域的竞争优势。

- **青啤小酒馆增强消费者互动。**由于高端品牌强调与消费者的互动和沟通，因此公司为更好地做好消费者培育，在业内率先推出“TSINGTAO1903 青岛啤酒体验店”，2020 年即在全国范围布局 200 余家，覆盖 20 个省份 62 座城市，以消费者体验为中心，创新渠道、创新场景满足消费者个性化、场景化、便捷化、高端化的多层次需求。
- **体育营销。**啤酒和体育运动受众重合度高，酒企借助赛事提高品牌曝光度。青岛啤酒从 2005 年开始进军体育领域，曾先后赞助北京奥运会、NBA、CBA、亚冠联赛、青岛马拉松等赛事，2022 年再次赞助北京冬奥会、冬残奥会，5 款产品齐亮相。

图 25：青岛啤酒 1903 小酒馆



资料来源：青岛啤酒微信公众号，光大证券研究所

图 26：青岛啤酒赞助 2022 年北京冬奥会



资料来源：公司官网，光大证券研究所

- **音乐营销。**青岛啤酒积极开展音乐营销，亮相了草莓音乐节、ISY 音乐节、大学生音乐节、天空音乐节、尖叫之夜演唱会等年轻人高度参与的大型音乐活动。
- **文化营销。**1) **国潮文化营销：**2019 年，青岛啤酒联手中国新锐潮牌 NPC 亮相纽约时装周，将青岛啤酒百年潮流元素巧妙融入服装设计细节。青岛啤酒 logo、诞生年份、同款色系印与时尚元素相结合，满足了中国青年对个性及品质的追求，向世界展示了中国的文化自信。同年，青岛啤酒还推出了 1903 复古罐，复刻出百年前青岛啤酒的经典商标，经典与潮流的结合激发出年轻人的情感共鸣，重塑了青岛啤酒年轻的品牌形象。2) **IP 营销：**青岛啤酒与多款爆款 IP 联名，推出了梵高、魔兽世界、《深夜食堂》、夜猫子 MUSE 系列等 IP 定制瓶，快速触达年轻人的兴趣点。

图 27：2019 年青岛啤酒推出 1903 复古罐



资料来源：青岛啤酒公众号，光大证券研究所

图 28：青岛啤酒梵高 IP 定制罐



资料来源：青岛啤酒公众号，光大证券研究所

5、盈利预测及投资建议

5.1、关键假设及盈利预测

收入方面：我们根据不同品牌对公司的青岛品牌和其他品牌分别进行预测，我们估计 2022 年啤酒业务中青岛主品牌、其他品牌的收入分别为 215.8/101.6 亿元。

目前中国啤酒行业处于高端化转型期，青岛啤酒作为高端布局的先行者，高端新品的频频推出彰显了公司优秀的产品力，在消费者追求品质化的当下，为青岛啤酒进军高端领域增添筹码。我们预计 2022-2024 年青岛主品牌/其他品牌/其他业务的营收增速分别为 9.0%/6.4%/6.3%、2.9%/0.9%/0.9% 及 5%/5%/5%，公司整体收入分别为 322.6/337.5/353.2 亿元，同比增速分别为 6.9%/4.6%/4.6%。

毛利率方面：2020-2021 年公司整体毛利率分别为 35.4%（剔除会计准则调整影响）/36.7%，呈上升趋势。随着公司产品结构持续升级，高端产品占比不断提升，我们预计公司整体毛利率将有所提升，预计 2022-2024 年公司综合毛利率为 38.1%/39.4%/40.9%。

期间费用方面：我们估计 2022-2024 年期间费用率整体保持相对稳定。其中，销售费用率预计维持在 13.6%，管理费用率维持在 5.6%。研发费用率稳定在 0.1%。

表 8：青岛啤酒分项业务收入、归母净利润、费用率和毛利率预测（百万元）

业务	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入					
啤酒业务	27,338	29,673	31,742	33,210	34,744
 yoy	-1.0%	8.5%	7.0%	4.6%	4.6%
 销量 (万千升)	782	793	802	810	818
 yoy	-2.9%	1.4%	1.2%	0.9%	1.0%
 吨价 (元/千升)	3,495.91	3,741.83	3,956.28	4,100.35	4,248.87
 yoy	1.9%	7.0%	5.7%	3.6%	3.6%
 青岛自主品牌	17,251	19,796	21,579	22,951	24,389
 yoy	-0.7%	14.8%	9.0%	6.4%	6.3%
 销量 (万千升)	388	433	450	464	479
 yoy	-4.2%	11.6%	5.0%	4.0%	4.0%
 吨价 (元/千升)	4,446	4,572	4,800	4,944	5,093
 yoy	3.6%	2.8%	5.0%	3.0%	3.0%
 其他品牌	10,087	9,877	10,163	10,259	10,355
 yoy	-1.5%	-2.1%	2.9%	0.9%	0.9%
 销量 (万千升)	394	360	353	346	339
 yoy	-1.5%	-8.6%	-2%	-2%	-2%
 吨价 (元/千升)	2,560	2,744	2,881	2,967	3,056
 yoy	0.0%	7.2%	5.0%	3.0%	3.0%
 其他业务	422	494	519	545	572
 yoy	15.5%	17.1%	5.0%	5.0%	5.0%
 总营业收入	27,760	30,167	32,261	33,754	35,316
 yoy	-0.8%	8.7%	6.9%	4.6%	4.6%
毛利率					
 啤酒业务	35.5%	36.7%	38.3%	39.7%	41.2%

青岛主品牌	43.2%	43.8%	45.3%	46.5%	47.7%
其他品牌	22.2%	22.7%	23.7%	24.7%	25.9%
其他业务	27.8%	36.0%	21.0%	22.0%	25.0%
总计	35.4%	36.7%	38.1%	39.4%	40.9%
费用率					
销售费用率	12.9%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
管理费用率	6.0%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
归母净利润					
归母净利润	2,201	3,155	3,222	3,807	4,443

资料来源：wind，光大证券研究所预测

综合来看，我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 32.22/38.07/44.43 亿元。

5.2、投资建议

青岛啤酒具备高端基因，产品结构持续提升，今年以来主品牌延续之前的快速增长态势，白啤在内核心单品表现亮眼。疫情后修复速度超预期，5 月销量实现正增长，6 月销量同比实现高个位数增长，显示出强劲的疫后修复势能。22 年下半年成本压力可控，原材料成本方面，铝罐价格已出现高位回落，公司对大麦等原材料均做了锁价动作，此外公司也对部分产品进行提价，下半年成本压力有望缓解。

考虑到青岛啤酒 PE 处于 A 股行业平均水平以下，但青啤行业地位和高端化布局均位于前列，估值有望向行业均值回归。公司高端化升级战略进展顺利，产品结构持续优化。我们维持青岛啤酒 2022-2024 年 EPS 分别为 2.36/2.79/3.26 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 44x/37x/32x，维持“买入”评级。

表 9：啤酒行业主要公司 PE 及 EV/EBITDA 估值表

公司名称	代码	收盘价(元)	EPS(元)			PE(倍)			EV/EBITDA(倍)		
			2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
华润啤酒	0291.HK	50.31	1.27	1.60	1.96	40	31	26	23.7	20.0	17.0
百威亚太	1876.HK	20.21	0.57	0.66	0.74	35	31	27	16.7	15.1	17.3
Average						37	31	26	20.2	17.5	17.2
重庆啤酒	600132.SH	146.60	2.97	3.69	4.44	49	40	33	19.2	15.9	13.6
燕京啤酒	000729.SZ	9.66	0.12	0.16	0.21	82	62	47	22.0	17.9	14.4
Average						66	51	40	20.6	16.9	14.0
青岛啤酒	600600.SH	103.92	2.36	2.79	3.26	44	37	32	23.8	21.0	18.4

资料来源：WIND，光大证券研究所，HKD/CNY=0.86, USD/CNY=6.8, A、H 股可比公司取自 WIND 一致预期，青岛啤酒盈利数据及 EV/EBITDA 为光大证券研究所预测，可比公司 EV/EBITDA 为当前企业价值与 2022-2024 年 EBITDAWIND 一致预期的比值

6、风险提示

- 原材料成本上涨超预期：**麦芽等生产原材料、以及玻璃和 PET 等包装材料的采购价格如果大幅提高，可能会对行业内公司盈利水平造成较大压制。
- 疫情反复风险：**如果出现多地疫情持续反复，将导致社交需求降低，餐饮、娱乐等即饮渠道受到较大冲击，可能会影响啤酒销量。

3) **市场竞争加剧**: 若出现多地区市场竞争加剧, 各企业为获取市场份额进行价格战, 将影响提价的顺利落地。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	27,760	30,167	32,261	33,754	35,316	总资产	41,514	46,563	49,693	52,568	55,832
营业成本	16,541	19,091	19,984	20,445	20,875	货币资金	18,467	14,598	15,213	15,456	16,389
折旧和摊销	1,105	1,057	1,379	1,377	1,374	交易性金融资产	1,889	2,778	3,334	4,001	4,801
税金及附加	2,219	2,319	2,480	2,532	2,649	应收账款	120	125	133	140	146
销售费用	4,985	4,097	4,381	4,584	4,796	应收票据	6	0	0	0	0
管理费用	1,678	1,693	1,795	1,878	1,964	其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
研发费用	21	31	33	35	36	存货	3,281	3,493	3,657	3,741	3,820
财务费用	-471	-243	-253	-389	-457	其他流动资产	626	7,737	10,945	14,295	17,242
投资收益	25	186	186	186	186	流动资产合计	24,628	28,959	33,521	37,876	42,648
营业利润	3,250	4,455	4,549	5,381	6,268	其他权益工具	0	0	0	0	0
利润总额	3,240	4,479	4,584	5,419	6,305	长期股权投资	374	366	366	366	366
所得税	913	1,223	1,252	1,479	1,702	固定资产	10,302	10,148	8,999	7,770	6,470
净利润	2,327	3,256	3,333	3,940	4,602	在建工程	340	762	572	429	322
少数股东损益	126	101	111	133	160	无形资产	2,504	2,481	2,315	2,161	2,017
归属母公司净利润	2,201	3,155	3,222	3,807	4,443	商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	1,307
EPS(元)	1.61	2.31	2.36	2.79	3.26	其他非流动资产	226	255	280	280	280
现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	非流动资产合计	16,886	17,604	16,172	14,692	13,184
经营活动现金流	4,953	6,043	2,213	1,664	2,691	总负债	20,146	22,769	24,067	24,538	25,016
净利润	2,201	3,155	3,222	3,807	4,443	短期借款	703	246	0	0	0
折旧摊销	1,105	1,057	1,379	1,377	1,374	应付账款	2,223	3,128	3,274	3,350	3,420
净营运资金增加	-1,697	5,073	2,975	3,778	3,401	应付票据	149	170	178	182	186
其他	3,344	-3,242	-5,363	-7,298	-6,527	预收账款	0	0	0	0	0
投资活动产生现金流	-1,488	-10,250	-393	-481	-614	其他流动负债	3,371	3,517	3,643	3,734	3,828
净资本支出	-1,275	-1,602	0	0	0	流动负债合计	15,510	18,259	19,267	19,532	19,794
长期投资变化	374	366	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0
其他资产变化	-587	-9,014	-393	-481	-614	应付债券	0	0	0	0	0
融资活动现金流	-356	-1,614	-1,204	-941	-1,143	其他非流动负债	4,007	4,339	4,629	4,835	5,051
股本变化	13	0	0	0	0	非流动负债合计	4,636	4,511	4,800	5,007	5,222
债务净变化	452	-451	-246	0	0	股东权益	21,368	23,794	25,626	28,030	30,816
无息负债变化	2,295	3,074	1,544	471	478	股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
净现金流	3,086	-5,829	616	242	934	公积金	5,076	5,357	5,357	5,357	5,357
						未分配利润	14,221	16,319	18,040	20,311	22,937
						归属母公司权益	20,622	23,002	24,723	26,994	29,621
						少数股东权益	746	792	903	1,036	1,195

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	40.4%	36.7%	38.1%	39.4%	40.9%	销售费用率	17.96%	13.58%	13.58%	13.58%	13.58%
EBITDA 率	14.7%	15.8%	17.6%	19.1%	20.7%	管理费用率	6.04%	5.61%	5.56%	5.56%	5.56%
EBIT 率	10.7%	12.2%	13.4%	15.0%	16.8%	财务费用率	-1.70%	-0.81%	-0.79%	-1.15%	-1.29%
税前净利润率	11.7%	14.8%	14.2%	16.1%	17.9%	研发费用率	0.08%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
归母净利润率	7.9%	10.5%	10.0%	11.3%	12.6%	所得税率	28%	27%	27%	27%	27%
ROA	5.6%	7.0%	6.7%	7.5%	8.2%	每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE (摊薄)	10.7%	13.7%	13.0%	14.1%	15.0%	每股红利	0.75	1.10	1.13	1.33	1.55
经营性 ROIC	17.1%	14.6%	16.0%	16.9%	18.5%	每股经营现金流	3.63	4.43	1.62	1.22	1.97
偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E	每股净资产	15.12	16.86	18.12	19.79	21.71
资产负债率	49%	49%	48%	47%	45%	每股销售收入	20.35	22.11	23.65	24.74	25.88
流动比率	1.59	1.59	1.74	1.94	2.15	估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.38	1.39	1.55	1.75	1.96	PE	64	45	44	37	32
归母权益/有息债务	27.67	78.18	510.51	557.40	611.64	PB	6.9	6.2	5.7	5.3	4.8
有形资产/有息债务	48.16	137.71	904.68	967.23	1037.61	EV/EBITDA	33.0	29.1	24.2	21.4	18.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
行业及公司评级	买入 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5%至 5%；
	减持 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE