

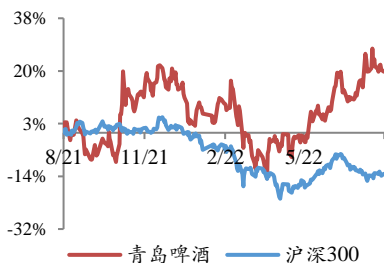
高端战略焕活力，升级提效迎复兴

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-08-22

收盘价(元)	102.97
近12个月最高/最低(元)	109.50/72.82
总股本(百万股)	1,364
流通股本(百万股)	700
流通股比例(%)	51.33
总市值(亿元)	1,405
流通市值(亿元)	721

公司价格与沪深300走势比较



分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

主要观点：

● 啤酒行业进入存量竞争时代，结构升级打开增长空间

中国啤酒行业兴于改革开放，经历了产能快速扩张、龙头攻城略地、行业加速整合时期，2013年啤酒产销量见顶，需求萎缩叠加激烈竞争导致啤企盈利能力陷入低迷。受益于消费升级浪潮，已进入存量竞争时代的啤酒行业迎来高端化发展的机遇期，啤酒龙头竞争策略也相应调整，由过去以份额为重转变为更加重视利润，行业增长驱动力转变为产品结构高端化带来的吨价提升。近年来中高端产品销量占比持续提升，2021年高档/中档产品销量占比提升至12.4%/21.6%。

● 青岛啤酒品牌/产品/渠道基础坚实，在高端化竞赛中具备优势

青岛啤酒始建于1903年，品牌已有逾百年历史，在国内外市场享有较强品牌影响力。公司产品矩阵丰富，青岛啤酒品牌覆盖中高档价格带，崂山等其他品牌主要占据大众消费价格带。公司产品研发创新能力突出，高端价格带占位早，目前已有丰富的高端产品储备，为高端化持续发力提供支撑。公司渠道结构多元立体，渠道模式因地制宜，“大客户+微观运营”模式有助于提升经营效率。

● 青啤提升盈利能力的途径一：升级+提价带动吨价提升

吨价提升主要来源于多层次的产品结构升级：1) 高端产品放量、占比提升。青岛白啤具备区别于普通拉格啤酒的优良品质，且包装精致有特色，当前公司在全渠道推广青岛白啤，产品复购率高，白啤展现出极强的增长势能；青岛纯生更新升级、进一步扩大渠道网络，具备进一步放量潜能；2) 青啤在中档价格带品牌影响力强，拥有青岛经典大单品，逐步承接低档酒消费需求往中档酒的转移；3) 中档价格带产品持续迭代，青岛经典之上推出经典1903/1903国潮罐，有望成长为具备一定规模的大单品，拉动中档产品内部结构升级；4) 崂山等其他品牌内部产品结构升级空间亦充足。此外，在成本上涨压力下，直接提价也将推升吨价，对冲成本压力。

● 青啤提升盈利能力的途径二：优化产能，降本增效

啤酒行业已走过产销量拐点，啤酒龙头相继开启产能优化策略。青啤2018年开启关厂计划，带动产能利用率提高，同时固定资产折旧费用、员工数量减少也有助于提升企业经营效率。公司2018年关闭2家工厂，2019年、2021年再关闭1家、2家工厂，预计未来清理产能持续，继续改善经营效率。

● 疫后动销显著改善，中长期盈利能力持续提升

短期来看，今年3月以来全国疫情反复对线下消费形成阻碍，啤酒行业销量增速受疫情影响较大，青啤因3月大本营山东地区遭受疫情，销量下滑幅度较大。5月以来全国疫情有所好转，青啤销量率先恢复，5月销量同比转正，6/7月受益于消费场景复苏、天气逐渐炎热，青啤销量增长继续环比提速，7月公司销量增速以提升至双位数以上。8月全国高温天气延续，终端调研反馈全国多地啤酒消费氛围较为旺盛，下半年

还有中秋国庆节令以及世界杯赛事的促进, 预计下半年公司销量保持较好增长。中期维度, 本轮成本压力驱动行业提价潮, 青啤亦对部分产品进行价格调整, 在消费品价格普遍上涨且啤酒龙头加速推动高端化的背景下, 提价传导较为顺畅, 可在一定程度上对冲成本压力, 盈利能力有所保障。长期视角, 随着公司深入实施高质量发展战略, 产品结构升级助力吨价提升, 同时产能持续优化促进运营效率提升, 公司盈利能力持续改善的路径清晰、确定性强。

● **盈利预测与投资建议**

预计 2022-2024 年公司实现营业总收入 322.5/340.2/357.5 亿元, 同比 +6.9%/+5.5%/+5.1%; 实现归母净利润 32.2/37.9/42.8 亿元, 同比 +1.9%/+17.8%/+13.1%; EPS 分别为 2.36/2.78/3.14 元; 当前股价对应 PE 分别为 44/37/33 倍。考虑到公司高端化战略清晰、综合实力较强, 未来盈利能力提升的确定性高, 当前估值具有性价比, 首次覆盖给予买入评级。

● **风险提示**

疫情反复; 成本压力超预期; 宏观经济下行压力增大; 行业竞争加剧; 公司高端渠道拓展不及预期。

● **重要财务指标**

单位:亿元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	302	323	340	357
收入同比	8.7%	6.9%	5.5%	5.1%
归属母公司净利润	32	32	38	43
净利润同比	43.3%	1.9%	17.8%	13.1%
毛利率	36.7%	36.4%	37.8%	38.8%
ROE	13.7%	13.0%	13.9%	14.1%
每股收益 (元)	2.33	2.36	2.78	3.14
P/E	42.53	43.67	37.09	32.79
P/B	5.87	5.68	5.16	4.64
EV/EBITDA	-2.78	-3.13	-3.25	-3.42

资料来源: Wind, 华安证券研究所

正文目录

1 啤酒行业存量竞争，结构升级打开增长空间.....	6
1.1 行业进入成熟期，存量博弈价升驱动.....	6
1.2 并购整合接近尾声，五大龙头分省而立.....	7
1.3 高端化破局，产品结构升级+罐化率提高推升吨价.....	9
1.4 受益于高端化，预计未来4年行业毛利率提升约7.5PCT.....	12
2 青岛啤酒：往昔峥嵘，转型升级再出发.....	14
2.1 公司概况：国产啤酒品牌代表，销量与收入行业领先.....	14
2.2 历史沿革：外延扩张奠定领先基础，转型升级开启高质量发展.....	16
2.2.1 1996-2001年：外延式扩张，快速完成全国市场战略布局.....	16
2.2.2 2002-2012年：内涵式发展，推动公司管理变革.....	16
2.2.3 2013-2017年：增速逐年放缓，公司随行业进入调整期.....	16
2.2.4 2018至今：高端化转型，业绩重回上升通道.....	17
2.3 股权结构：青岛市国资委实控，股权激励激发内部活力.....	17
3 品牌引领创新驱动，产品渠道基础坚实.....	19
3.1 产品：产品矩阵价格带覆盖广，单品产品力突出.....	19
3.2 品牌：拥有逾百年历史，实施1+1聚焦型品牌策略.....	20
3.3 渠道：“大客户+微观运营”模式强化渠道能力.....	22
3.4 区域：巩固基地市场，聚焦沿黄，出击东北，振兴沿海.....	23
4 吨价提升效率优化，青啤复兴正当时.....	25
4.1 高端化战略全面落地，结构升级路径清晰.....	25
4.2 直接提价推升吨价，缓解成本压力.....	28
4.3 去旧建新优化产能，降低成本提升效率.....	31
5 盈利预测与投资建议.....	32
6 风险提示.....	34
财务报表与盈利预测.....	35

图表目录

图表 1 啤酒产量在行业发展初期快速增长，2013 年达到顶峰后连续下滑	6
图表 2 21 世纪初期啤酒行业销售收入快速增长	7
图表 3 2013 年后啤酒行业增长驱动力为价格提升	7
图表 4 我国 15-64 岁人口数量 2013 年前后达到顶峰	7
图表 5 人均消费量在 2013 年前后见顶回落	7
图表 6 2013 年以前啤酒行业市场份额加速集中	8
图表 7 近年来头部啤企市占率变化较小	8
图表 8 各省啤酒市场龙头市场份额	9
图表 9 主要啤酒公司净利润率水平	10
图表 10 居民消费水平保持较快增长	10
图表 11 各大啤酒企业明确高端化战略举措	10
图表 12 高端化推动各大啤企吨价持续提升	11
图表 13 对标国际品牌，国内啤酒公司仍有吨价提升的空间	11
图表 14 中国拉格啤酒分价格档次销量构成	11
图表 15 中国拉格啤酒分价格档次销售额构成	11
图表 16 中国啤酒罐化率逐年提升	12
图表 17 罐装啤酒单位售价高于瓶装啤酒	12
图表 18 部分啤酒产品线上电商平台听装/瓶装售价对比	12
图表 19 啤酒高端化下盈利能力提升空间测算	13
图表 20 青岛品牌是公司营收/毛利润的主要贡献	15
图表 21 青岛品牌吨价高于其他品牌	15
图表 22 青岛品牌毛利率高于其他品牌	15
图表 23 青岛品牌销量与收入规模行业领先	15
图表 24 中国市场啤酒企业市场份额（按销售量）	16
图表 25 中国市场啤酒企业市场份额（按销售额）	16
图表 26 青岛啤酒历史沿革	17
图表 27 青岛啤酒股权结构（截至 2022 年 5 月 3 日）	18
图表 28 2020 年股权激励计划业绩考核目标	18
图表 29 青岛啤酒持续丰富高端产品布局	19
图表 30 青岛啤酒主要产品代表	20
图表 31 青岛啤酒品牌策略演变	21
图表 32 青岛啤酒广宣费用率稳中有升	21
图表 33 青岛啤酒品牌价值不断提升	21
图表 34 青啤跨界携手潮牌 NPC 登陆纽约时装周，传播“百年国潮”品牌文化内涵	22
图表 35 “大客户+微观运营”渠道模式	22
图表 36 山东省啤酒产量全国排名第一，产量占比 10%以上	23
图表 37 山东地区为青啤贡献绝大部分销量与收入	24
图表 38 2022 年 3 月山东地区出现疫情，4 月疫情得到控制	24
图表 39 青岛啤酒分地区营业收入（亿元）	25

图表 40 青岛啤酒分地区净利润（亿元）	25
图表 41 青岛主品牌销量占比逐步提升	26
图表 42 2021 年青岛啤酒产品销量结构	26
图表 43 结构升级带动青岛啤酒整体吨价上升	26
图表 44 其他品牌吨价较青岛主品牌有较大差距	26
图表 45 中档价格带产品迭代形成层次	27
图表 46 PPI 同比高位时期成本压力显著，行业开启直接提价逐步消化成本压力	28
图表 47 成本压力下青岛啤酒直接提价，2009 年及 2019 年毛利率有所改善	29
图表 48 2011 年提价后吨价维持平稳	29
图表 49 青岛啤酒成本结构	29
图表 50 大麦价格 2020H2 开始持续大幅上涨	30
图表 51 玻璃价格 2020H2 开始显著上涨，2021Q4 回落	30
图表 52 铝材价格 2021 年先涨后降，2022 年再次上涨	30
图表 53 瓦楞纸价格在波动中上行，2022 年回落	30
图表 54 2021 年主要啤酒公司提价情况	30
图表 55 食品烟酒等消费品价格 2022 年开始上涨	31
图表 56 2021 年青啤吨价提升明显充分对冲成本压力，毛利率同比提升	31
图表 57 青岛啤酒在国内拥有工厂数量	31
图表 58 公司优化产能带来产能利用率提升	31
图表 59 近年来公司产能新建与扩建情况	32
图表 60 公司开启产能优化后人均产量上升	32
图表 61 关厂后固定资产折旧等费用率降低	32
图表 62 青岛啤酒收入拆分及预测	33
图表 63 青岛啤酒估值情况	34

1 啤酒行业存量竞争，结构升级打开增长空间

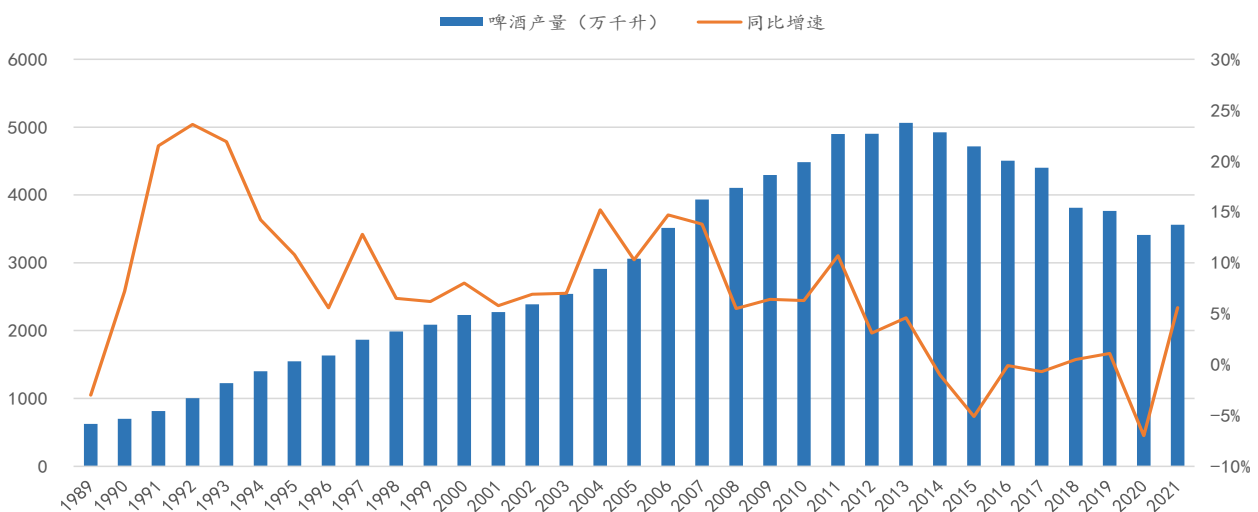
1.1 行业进入成熟期，存量博弈价升驱动

中国啤酒行业兴于改革开放，初期市场快速扩张。1980 年以来，改革开放为各行各业的发展创造了良好的市场环境，1985 年国家进行“啤酒专项”工程，在经济环境和国家政策的大力支持下，全国各地纷纷兴建啤酒厂，区域品牌快速发展。20 世纪 90 年代初期，全国已有 800 余家啤酒厂，1500 余个啤酒品牌。

21 世纪初期行业量价齐升，增量市场中龙头啤企争夺份额。进入 21 世纪以来，啤酒行业维持高速增长，产量从 2000 年 2231 万千升增长至 2013 年 5062 万千升，期间 CAGR 为 6.5%，行业销售收入从 2000 年 446 亿元增长至 2013 年 1814 亿元，期间 CAGR 为 11.4%，彼时啤酒行业量价齐升。在此增量市场中，华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒等龙头品牌积极跑马圈地，通过兼并收购、合资建厂等方式扩大业务版图，同时百威、喜力等外资品牌也加入竞争，各大酒企之间的份额争夺较为激烈。

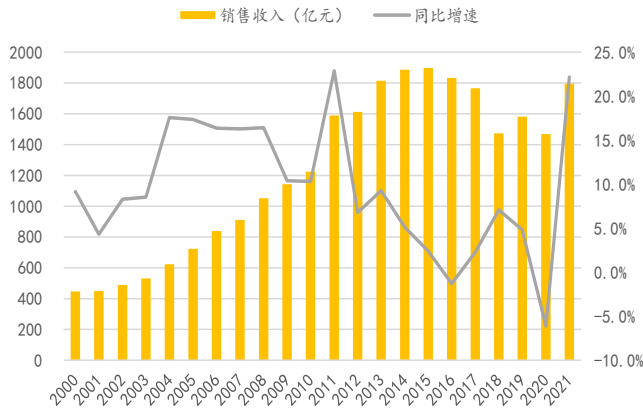
2013 年啤酒产量达到顶峰，行业增长驱动力转变为价升。2013 年我国啤酒产量达到顶峰，此后连续下滑，行业面临的需求萎缩压力增大。一方面，啤酒消费的主力人群集中在 20-50 岁，随着人口老龄化趋势演绎，我国 15-64 岁人口数在 2013 年前后达到拐点，此前人口红利开始逐步消退；另一方面，随着居民健康意识不断提高，白酒、啤酒等传统酒精类饮料的人均消费量有所下滑；此外，2016 年我国人均消费量已达到 33.2 升/年，已高于世界平均水平 26.2 升/年，人均啤酒消费量接近饱和。在此背景下，啤酒消费量或难有继续提升的动力，而啤酒销售均价加速增长，2013-2021 年啤酒销量 CAGR 为 -1.6%，销售吨价 CAGR 为 7.2%，行业增长驱动力已由量价齐升转变为吨价拉动。

图表 1 啤酒产量在行业发展初期快速增长，2013 年达到顶峰后连续下滑



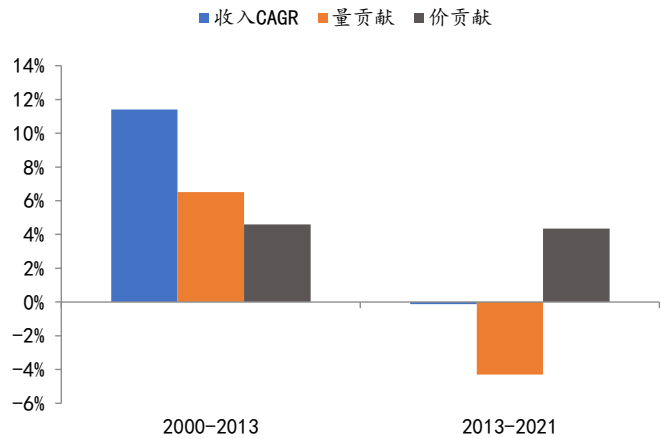
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 21 世纪初期啤酒行业销售收入快速增长



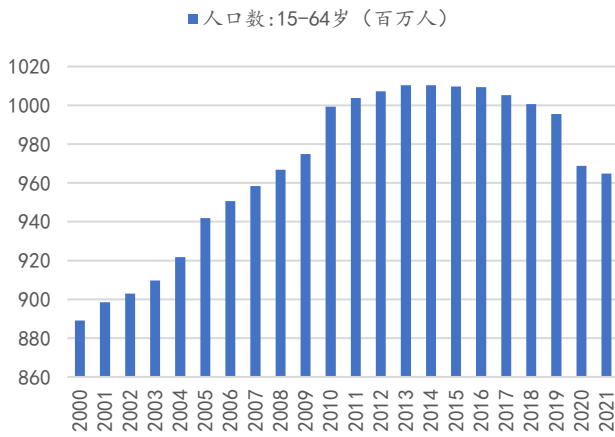
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 2013 年后啤酒行业增长驱动力为价格提升



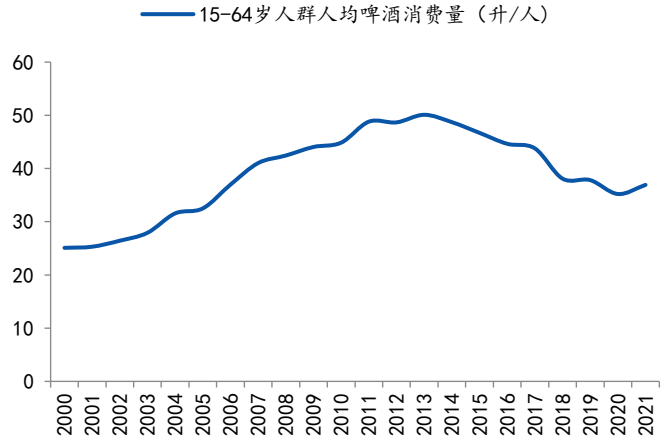
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 我国 15-64 岁人口数量 2013 年前后达到顶峰



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 人均消费量在 2013 年前后见顶回落



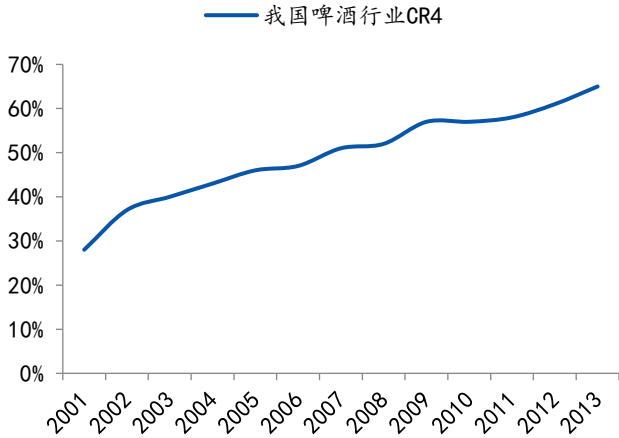
资料来源: Wind, 华安证券研究所

1.2 并购整合接近尾声，五大龙头分省而立

行业发展初期，龙头公司外延式扩张+并购整合，加速行业集中度提升。在行业发展初期，啤酒以玻璃瓶装为主，包装质量重且以破损，导致运输成本高，且回瓶需求也限制了远距离运输，此外啤酒饮用讲究新鲜度，啤酒销售存在一定的销售半径。因此目标全国化的头部啤酒品牌多采取跨区收购地方酒厂或在当地新建酒厂的策略，可帮助其快速打开当地市场，同时也减少了竞争对手。青岛啤酒、燕京啤酒、华润啤酒以及百威、嘉士伯等外资品牌具备较强的资金优势、品牌优势，陆续兼并众多地方中小酒厂，推动行业集中度提高。

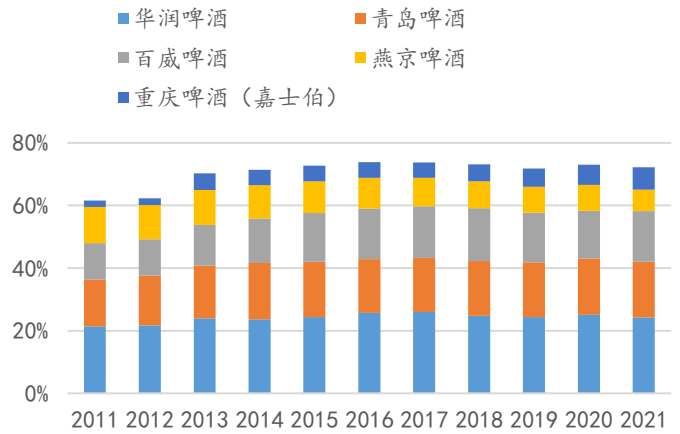
行业并购整合接近尾声，近年来市场竞争格局变化较小，当前形成五雄称霸格局。随行业产销量走过拐点，产能过剩矛盾突出，头部公司在全国各地的并购整合也接近尾声，2015 年以来，五大龙头的市占率变化较小。经过长时间全国化扩张及并购整合，中国啤酒行业形成了华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒、嘉士伯（重庆啤酒）五大龙头，2021 年以销售量计 CR5 为 73.0%。

图表 6 2013 年以前啤酒行业市场份额加速集中



资料来源: Wind, 华安证券研究所

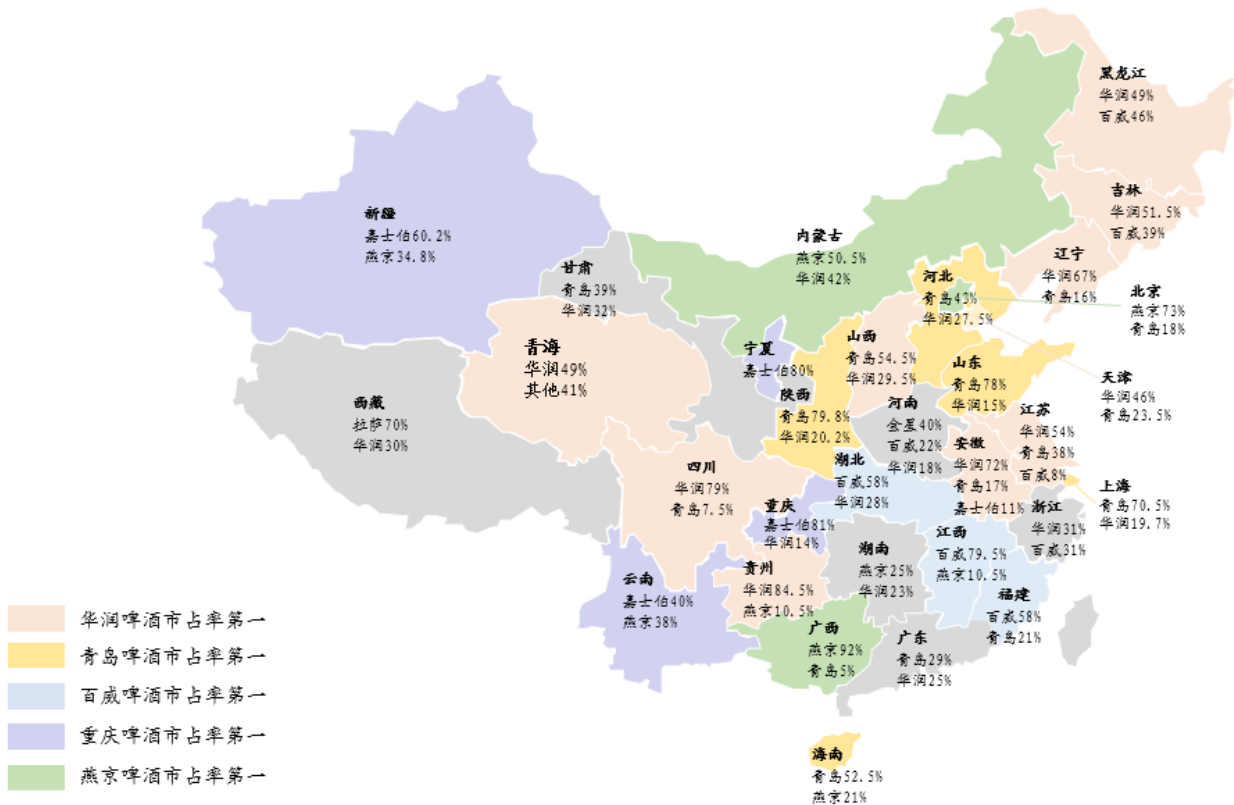
图表 7 近年来头部啤企市占率变化较小



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

五大龙头各自具备优势市场，啤酒行业呈现区域割据态势。经过长时间的并购整合，全国绝大多数省份已有市占率在 40% 以上的优势啤酒品牌，当地市占率居首的公司基本为五大龙头之一。青岛啤酒在沿黄一代属于优势品牌，在山东、陕西、山西、上海、海南等市场市占率在 50% 以上；华润啤酒在四川、贵州、安徽省占率在 70% 以上，东北地区也为华润啤酒的优势区域；百威则在福建、江西、湖北占有 50% 的市场份额；重啤在重庆、新疆、宁夏、云南占据绝对优势；燕京啤酒拥有北京、广西、内蒙古作为优势市场。在少数省份仍有较为强势的区域性品牌，如西藏的拉萨啤酒、河南金星啤酒。

图表 8 各省啤酒市场龙头市场份额

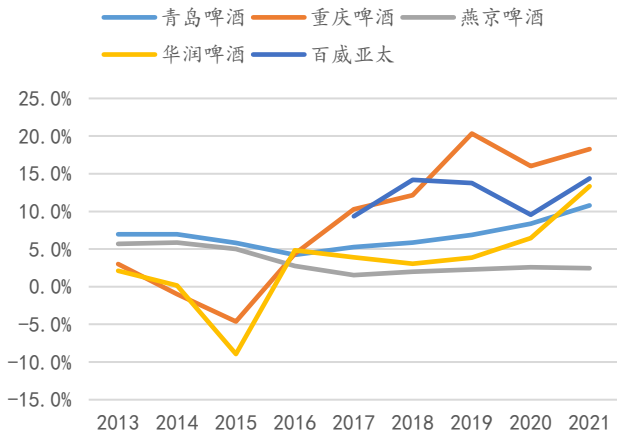


资料来源：啤酒板，华安证券研究所整理

1.3 高端化破局，产品结构升级+罐化率提高推升吨价

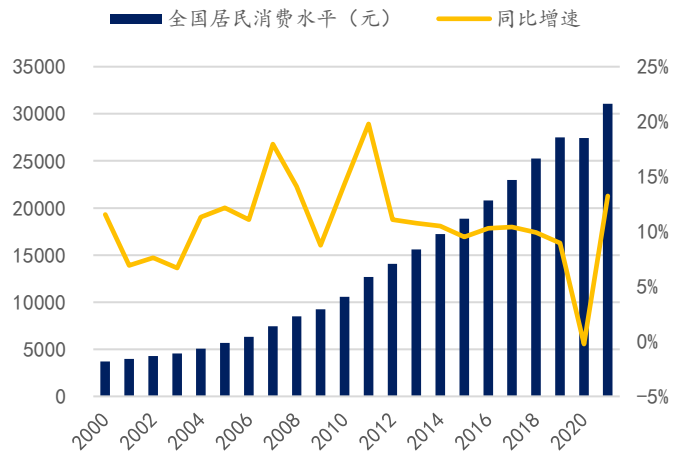
需求萎缩、低价竞争增大啤企业绩压力，消费升级为行业高端化带来机遇。长期以来啤酒企业发展多以份额为导向，龙头公司在行业发展初期大力收购扩张，此后在产能过剩的行业环境中多采取低价多销的策略。2013 年行业产销量达到顶峰，需求萎缩叠加激烈竞争加剧了啤酒企业的利润端压力，存量博弈下，啤酒企业亟需寻找新的增长突破点。2016 年前后，为顺应市场环境，各大酒企逐步做出经营战略的调整，逐步从激烈的价格战中抽身，致力于推进产品结构升级，提升经营效率。另一方面，得益于国家经济的较快发展，居民收入与消费水平持续提升，消费者开始主动消费更高品质、更佳体验的产品，品质化、品牌化、多元化、个性化的消费需求也为啤酒行业带来了新的发展机遇。

图表 9 主要啤酒公司净利润率水平



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 10 居民消费水平保持较快增长



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 11 各大啤酒企业明确高端化战略举措

华润啤酒

- “3+3+3” 高端化发展战略
- 决胜高端、质量发展

青岛啤酒

- 高质量发展战略
- 稳增长、调结构、控费用、提效率

重庆啤酒

- 品牌高端化战略
- 调整产能布局、提高生产效率

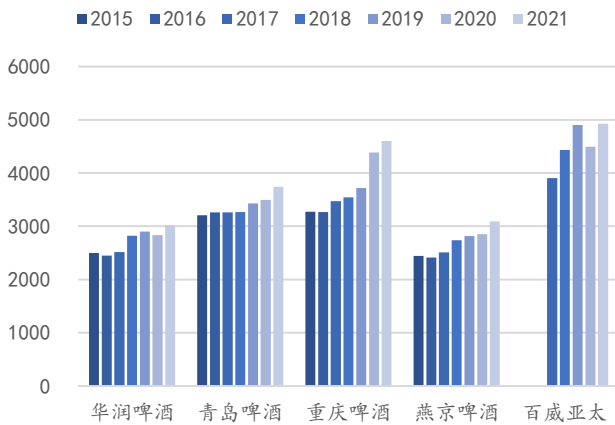
燕京啤酒

- 实现高质量发展
- 创新引领、转方式、调结构、提质增效

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

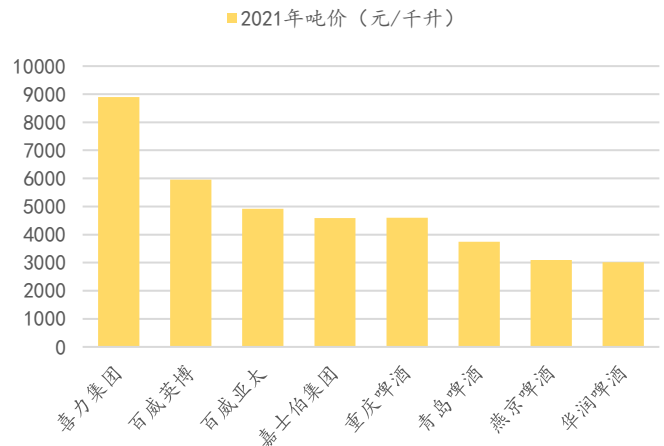
啤酒吨价加速提升，对标国际品牌，国内品牌吨价仍有较大提升空间。2018 年以来头部啤企带领行业朝高端化方向加速迈进，售价更高、品质更好的高端及超高端啤酒产品种类明显增多，且在啤企聚焦资源投入的推动下，中端及高端产品获得了快于行业整体的增长，出现了乌苏啤酒、雪花纯生、超级勇闯、青岛纯生、青岛经典等具有代表性的大单品。产品结构优化带动啤酒吨价明显提升，2021 年百威/重啤/青啤/燕京/华润啤酒吨价分别为 4925/4601/3742/3092/3065 元/千升，2017-2021 年吨价 CAGR 分别为 6.0%/7.3%/3.5%/5.4%/5.1%。对标国际啤酒品牌，2021 年喜力/百威在全球范围内吨价已达到 8901/4925 元/千升，中国啤酒品牌的吨价仍有较大提升空间。

图表 12 高端化推动各大啤企吨价持续提升



资料来源: Wind, 华安证券研究所

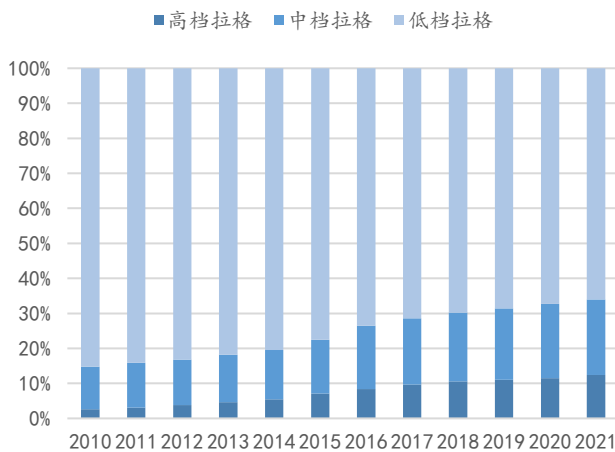
图表 13 对标国际品牌, 国内啤酒公司仍有吨价提升的空间



资料来源: Wind, 华安证券研究所

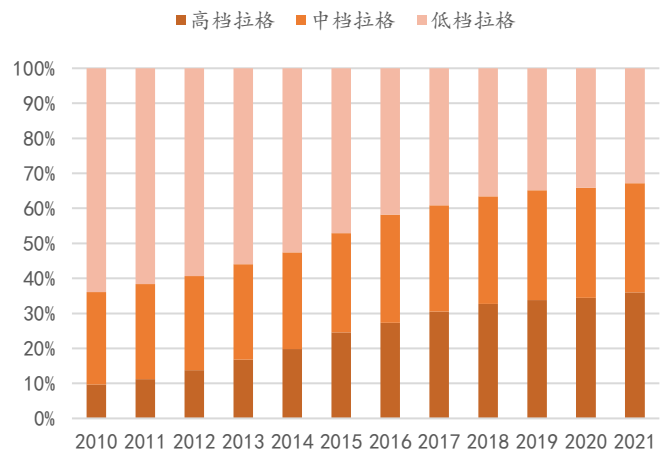
中档、高档拉格啤酒销量占比逐步提升, 啤酒行业结构升级趋势明显。据 Euromonitor, 拉格啤酒在中国啤酒市场中占据主导地位, 2021 年销量在所有啤酒种类中的比例达到 97.5%。2015 年高端拉格啤酒销量 336.6 万千升, 销量占比 7.1%, 2021 年高端拉格啤酒销量增长至 535.3 万千升, 销量占比提升至 12.4%。中端拉格啤酒的销量占比从 2015 年 15.3% 提升至 2021 年 21.6%, 而低档拉格啤酒销量占比则从 77.6% 下滑至 66.0%。从销售额来看, 2021 年高档/中档/低档拉格啤酒分别贡献 36.0%/31.2%/32.8% 销售额。

图表 14 中国拉格啤酒分价格档次销量构成



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 15 中国拉格啤酒分价格档次销售额构成

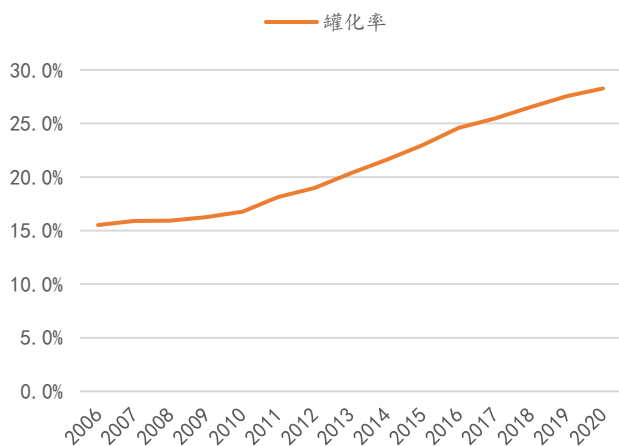


资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

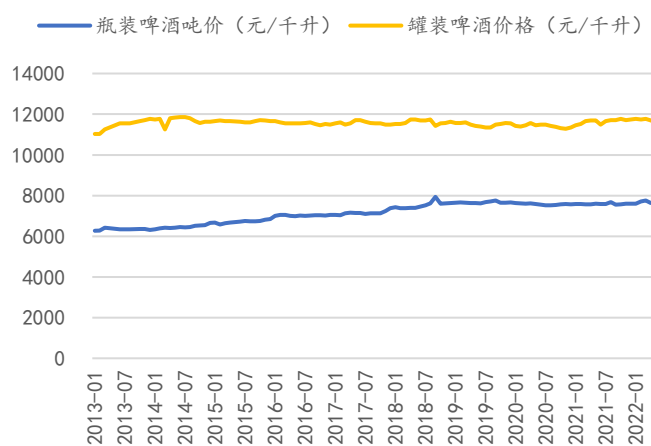
啤酒罐化率逐年提高, 未来仍有上升空间。近年来我国罐装啤酒增速在 10%-15% 左右, 远高于行业整体水平, 罐化率不断提升, 据 Euromonitor, 2020 年中国啤酒罐化率达到 28.3%。据云酒头条, 全球平均罐化率水平约为 50%, 欧美及东南亚其他国家的啤酒罐化率在 40%-70%、韩国啤酒罐化率在 50%-60%, 日本啤酒罐化率高达 90%, 我国啤酒罐化率水平仍有较大提升的空间。与瓶装啤酒相比, 罐装啤酒具有便于携带、易于运输的特点, 近年来线上电商、便利店等渠道的快速崛起加速

灌装啤酒渗透率提升。且罐装啤酒包装具有更强的可创新性，个性化的包装设计也更容易获得年轻消费者的喜爱。预计未来随着非现饮场景更趋丰富，流通渠道网络更加完善，以及年轻消费群体逐渐成长为消费主力，中国罐装啤酒占比仍将继续提升。

图表 16 中国啤酒罐化率逐年提升



图表 17 罐装啤酒单位售价高于瓶装啤酒



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

资料来源：国家发改委，华安证券研究所

图表 18 部分啤酒产品线上电商平台听装/瓶装售价对比

产品	规格	价格	规格	价格
青岛纯生	500ml 听装	9.39	500ml 瓶装	6.58
青岛白啤	500ml 听装	8	500ml 瓶装	7
雪花纯生	500ml 听装	8.25	500ml 瓶装	7.75
凯旋 1664	330ml 听装	14.95	330ml 瓶装	12.11
喜力经典	500ml 听装	9.38	500ml 瓶装	9.08

资料来源：京东，华安证券研究所整理

罐化率提高或是啤酒行业提升盈利能力的另一路径。价格方面，同等规格的罐装啤酒产品通常售价更高。根据国家发改委公布的 36 城市日用工业消费品价格数据，换算至同等规格，罐装啤酒吨价显著高于瓶装啤酒吨价。部分罐装啤酒出厂价同样高于同等规格的瓶装啤酒售价，未来罐装产品占比持续提升将对啤酒厂商出厂吨价起到推升作用。成本方面，罐装啤酒更轻且易于运输，运输费用低于瓶装啤酒产品。此外使用一个 500ml 玻璃瓶新瓶的成本约 0.7-0.8 元，使用一个回收瓶的成本约 0.3 元，假设使用回收瓶的比例为 70%，玻瓶的综合使用成本约 0.4 元；使用一个 500ml 铝罐的成本约 0.3-0.5 元，2022 年以来铝材价格显著上涨，若后续铝材价格回落，使用铝罐的经济性或将再次凸显。因此，考虑到罐装啤酒越来越受消费者欢迎，瓶装换罐装可为酒厂带来更大的售价想象空间，以及铝材价格回归正常后罐装产品更低的生产+运输成本，未来国内啤酒罐化率水平提升或将促进行业盈利能力强化。

1.4 受益于高端化，预计未来 4 年行业毛利率提升约 7.5pct

结合 Euromonitor 及行业内公司公告的经营数据,我们对啤酒高中低档产品的销量结构、吨价水平以及毛利率做出假设,估测当前行业吨价水平约 3681 元/千升,综合毛利率约 39.4%,距离百威亚太 2021 年吨价 4924 元/千升、毛利率 53.8%仍有一定差距,我们预计未来 3-5 年行业继续高端化,盈利能力看齐百威等国际品牌,主要通过中高端产品销量占比提升、各个档次内部结构升级、降本增效来实现利润率提升。

1) 销量结构:我们参考 Euromonitor 的啤酒档次划分标准,将非现饮场景下单价 14 元以上的产品视为高档,单价 7-14 元产品视为中档,7 元以下视为低档。假设 2021 年高中低档产品占比分别为 12.4%/22.6%/66.0%,随着啤酒企业全面实施高端化战略,未来 3-5 年中高端啤酒产品销量增速仍将快于行业整体。预计未来 3-5 年仍处于行业高端化的初级阶段,当前占比最大的低端产品消费转移至中端产品消费是更为显著的销量结构变化。中性假设下,2025 年啤酒行业销量结构变化为高/中/低档占比 18%/35%/47%,考虑到人口红利渐退且人均啤酒消费量接近饱和,未来 4 年行业总销量基本稳定,对应高/中/低档产品销量 CAGR 分别为 9.8%/12.8%/-8.1%。

2) 吨价:估测 2021 年高中低档啤酒吨价分别为 8000/4200/2700 元/千升。参考青岛啤酒中高档/低档产品 2018-2021 年吨价 CAGR 分别为 3.5%/3.8%,我们假设在各档次内部产品结构升级及提价推动下,2025 年行业高中低档产品吨价分别提升至 9000/4600/3000 元/千升,对应 CAGR 为 3.0%/2.3%/2.7%。叠加中高档产品占比提升对吨价的促进作用,测算 2025 年行业整体吨价可提升至 4640 元/千升,2021-2025 年 CAGR 为 6.0%。

3) 毛利率:参考高档产品占比约 38%的百威亚太 2021 年啤酒毛利率 53.8%,青岛啤酒中青岛主品牌产品 2021 年毛利率为 43.8%,5 元以下低档产品为主的其他品牌 2021 年毛利率为 22.7%,假设 2021 年行业高/中/低档产品毛利率约为 60%/45%/25%,在吨价提升及提质增效带动下,预计 2025 年高/中/低档毛利率分别提升至 63%/47%/28%,对应吨成本提升 CAGR 分别为 1.0%/1.4%/1.7%,测算行业整体毛利率可提升至 46.8%,较 2021 年提升约 7.5pct。

4) 净利率:由于主要啤酒企业竞争策略已从以份额为重转变为更加追求利润,预计在高端化战略深入实施过程中,啤企将进行更加精细化的费用投放,将更多资源投入到中高档产品中的同时,逐步收缩对低档产品的费用投放。此外,关停低效产能、优化人员结构等经营动作促进效率提升,预计整体费用率稳中略降。因此,毛利率的提升预计可较为充分地传导至净利率端。

图表 19 啤酒高端化下盈利能力提升空间测算

档次	项目	2021	2025E
高档	营业收入 (亿元)	440	719
	销量 (万千升)	550	799
	销量占比	12.4%	18.0%
	吨价 (元/千升)	8000	9000
	毛利率 (%)	60.0%	63.0%
中档	营业收入 (亿元)	402	715
	销量 (万千升)	958	1554
	销量占比	21.6%	35%
	吨价 (元/千升)	4200	4600

	毛利率 (%)	45.0%	47.0%
	营业收入 (亿元)	791	626
低档	销量 (万千升)	2928	2087
	销量占比	66.0%	47.0%
	吨价 (元/千升)	2700	3000
	毛利率 (%)	25.0%	28.0%
	营业收入 (亿元)	1633	2060
整体	销量 (万千升)	4436	4440
	吨价 (元/千升)	3681	4640
	毛利率 (%)	39.4%	46.8%

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

2 青岛啤酒：往昔峥嵘，转型升级再出发

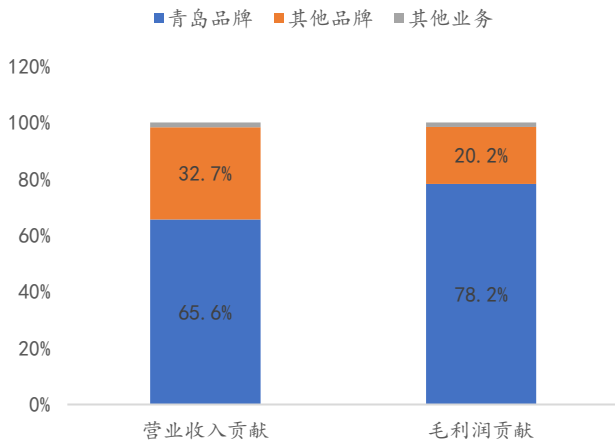
2.1 公司概况：国产啤酒品牌代表，销量与收入行业领先

公司始建于 1903 年，距今已有百年历史。青岛啤酒是中国历史最悠久的啤酒生产企业，其前身为日耳曼啤酒公司青岛股份有限公司，于 1903 年由由德英两国商人合资建立，1949 年新中国成立后，公司归为国有并更名为国营青岛啤酒厂。1993 年，公司完成股改后，在 A 股和 H 股上市。

青岛啤酒定位高端国产啤酒品牌，在国内外市场享有较强品牌影响力。青岛啤酒主要从事啤酒制造及销售业务，啤酒业务为公司贡献 98% 以上的收入/毛利润。公司推行双品牌战略，销售的啤酒产品可划分为“青岛啤酒”品牌及以“崂山啤酒”为代表的其他品牌两大类。其中“青岛啤酒”定位高端国产啤酒品牌，也是我国首批十大驰名商标之一，产品在全国主要市场及全球一百余个国家和地区均有销售，在国内外市场享有较强的品牌影响力和较高的品牌知名度。其他品牌包括崂山、汉斯、银麦、山水等，品牌定位低于青岛主品牌，具备高性价比的特征。

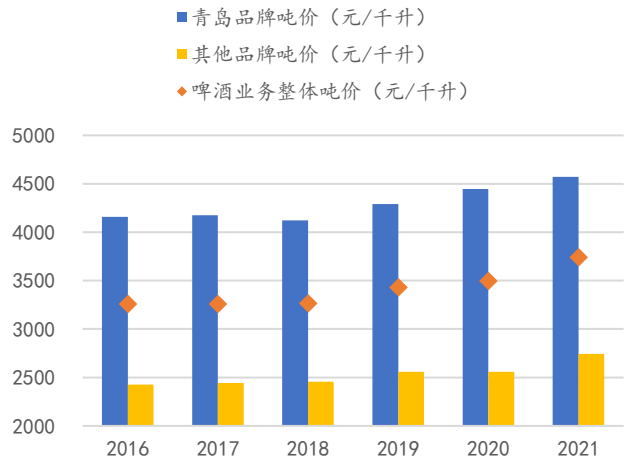
青岛品牌是公司营业收入与毛利润的主要贡献，盈利能力高于其他品牌。2021 年青岛品牌/其他品牌分别贡献 65.6%/32.7% 的营业总收入，分别贡献 78.2%/20.2% 的毛利润。青岛啤酒产品主要位于 5 元以上中高端价格带，崂山等其他品牌产品则主要提供 5 元以下的大众型啤酒产品，因此青岛啤酒的吨价及盈利能力均高于其他品牌。2021 年青岛品牌吨价为 4573 元/千升，毛利率为 43.8%；其他品牌吨价为 2743 元/千升，毛利率为 22.7%。

图表 20 青岛品牌是公司营收/毛利润的主要贡献



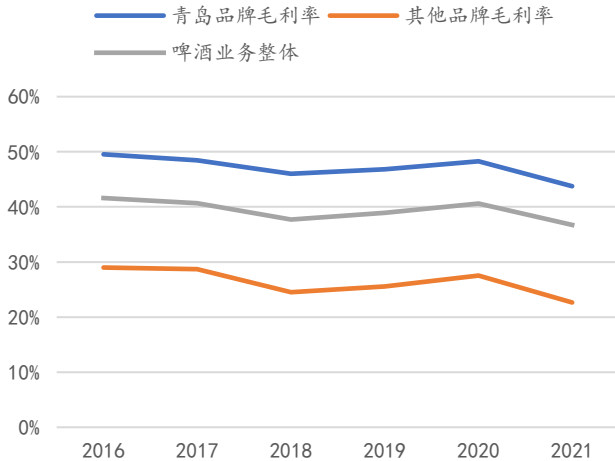
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 21 青岛品牌吨价高于其他品牌



资料来源：公司公告，华安证券研究所

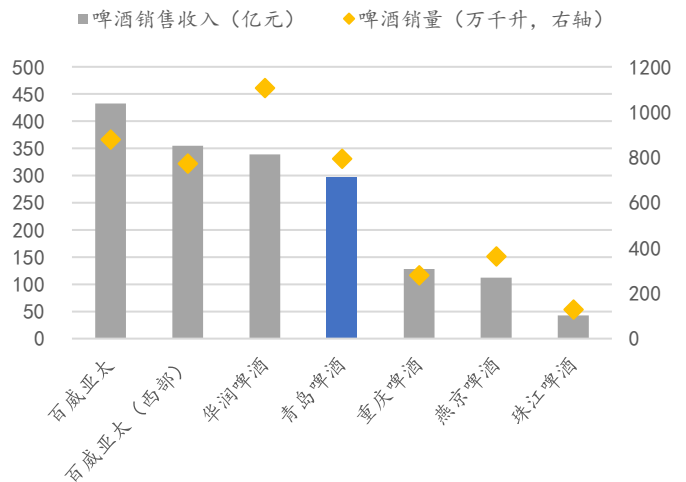
图表 22 青岛品牌毛利率高于其他品牌



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：2021 年会计政策变更，运输费用重分类至营业成本，影响毛利率水平。可比口径下，2021 年啤酒业务毛利率同比提升 1.3%。

图表 23 青岛品牌销量与收入规模行业领先

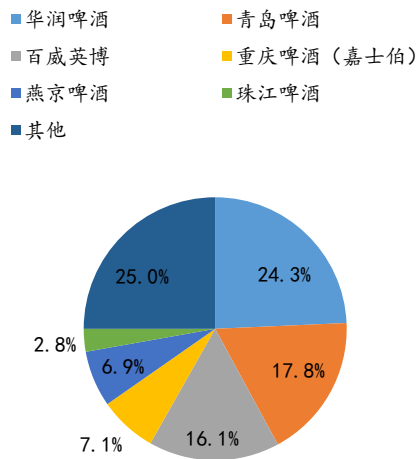


资料来源：公司公告，华安证券研究所

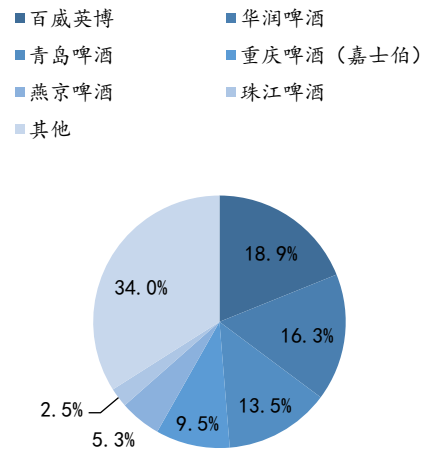
注：百威亚太经营区域分为两部分，西部主要包括中国、印度及越南，东部主要为韩国、日本及新西兰。

公司是中国啤酒行业龙头之一，销量与收入规模领先。青岛啤酒是啤酒行业五大龙头公司之一，2021 年公司实现啤酒销量 793 万千升，在中国市场销量仅次于华润啤酒排名第二；实现啤酒销售收入 296.7 亿元，收入规模位列百威亚太、华润啤酒之后。

图表 24 中国市场啤酒企业市场份额 (按销售量)



图表 25 中国市场啤酒企业市场份额 (按销售额)



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

2.2 历史沿革: 外延扩张奠定领先基础, 转型升级开启高质量发展

回顾青岛啤酒发展历程, 主要可分为四个阶段:

2.2.1 1996-2001 年: 外延式扩张, 快速完成全国市场战略布局

青岛啤酒曾长时间是中国最大的啤酒生产商和出口商, 销售收入、实现利税及出口创汇等指标长时间位居中国啤酒行业榜首。1996 年青啤销量被燕京啤酒超越, 位居全国第二。1996 年公司新一届董事会到任, 李桂荣和彭作义分别出任公司董事长和总经理, 开始对公司进行改革。此阶段公司采取外延式扩张策略, 通过收购并购其他啤酒厂的方式快速扩张规模, 完成全国市场战略布局。期间公司啤酒产量从 1996 年 35 万吨增长至 2001 年 251 万吨。2001 年末, 公司已在全国 17 个省市拥有 46 个啤酒厂, 总生产能力达到 380 万吨。

2.2.2 2002-2012 年: 内涵式发展, 推动公司管理变革

2001 年 8 月金志国先生接任公司总经理, 管理层适时调整经营方针, 放缓扩张步伐, 开始更加重视内部的系统整合。此后公司启动 EVA 企业价值管理体系, 紧抓质量、重视品牌建设、加快信息化建设, 从多方面着手提升整体管理水平。2002 年, 公司与当时世界最大的啤酒生产商美国安海斯-布希公司 (“AB 公司”) 签署战略投资协议, 借助 AB 公司的资源优势与管理经验, 进一步增强公司竞争力。2003 年制定明确的品牌发展规划解决品牌繁杂的问题, 明确 “青岛啤酒” 主品牌地位, 同时培育崂山、汉斯、山水第二品牌, 后继续推进品牌整合。2008 年确立 “大客户+微观运营” 的渠道模式提升运营效率。

2.2.3 2013-2017 年: 增速逐年放缓, 公司随行业进入调整期

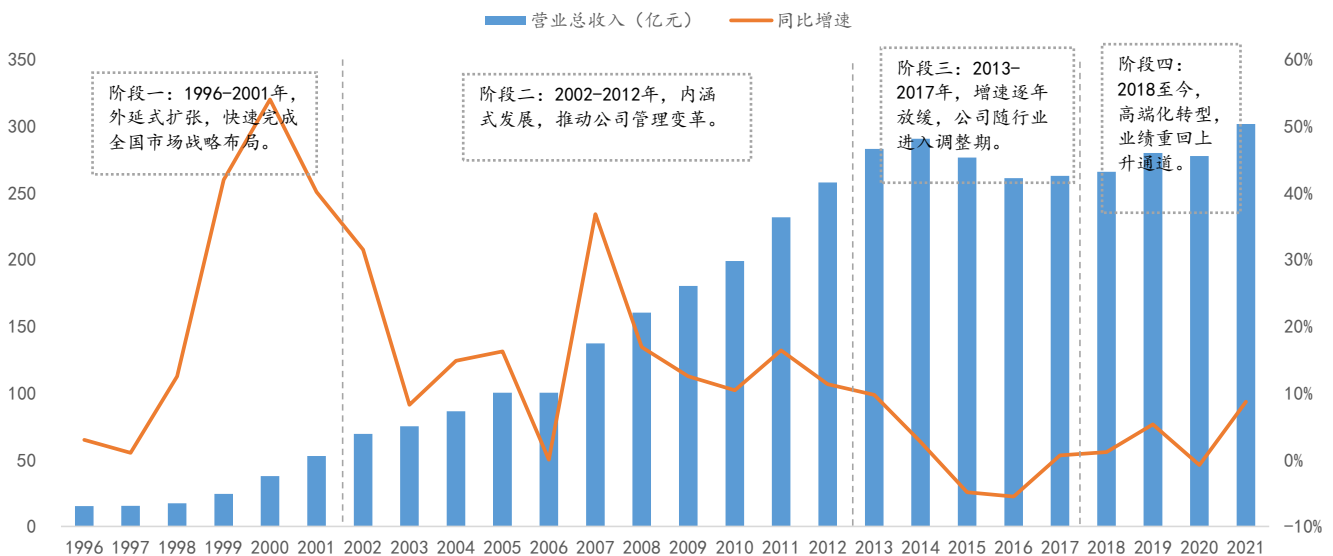
2013 年后, 国内啤酒产销量见顶下滑, 啤酒行业景气度下滑, 产能过剩、竞争激烈的矛盾更加突出。在此期间公司仍通过收购兼并和新建工厂等方式扩大市场份额, 但由于市场需求疲弱叠加激烈竞争导致产品平均售价较低, 2013-2016 年公司

收入增速逐年下滑，随行业进入调整期。

2.2.4 2018 至今：高端化转型，业绩重回上升通道

2018 年黄克兴董事长上任，提出了“品牌引领、创新驱动、质量第一、效益优先、结构优化、协调发展”六大战略指引，大力推动公司转型升级。公司重点聚焦青岛主品牌和崂山第二品牌，加快产品结构升级的节奏，以迎合行业高端化的发展机遇。同时公司也通过关厂减员、内抓管理来增加效益。随着在经营战略上的调整取得成效，公司净利率底部回升，也带动 ROE 开始上行。

图表 26 青岛啤酒历史沿革



资料来源：Wind，华安证券研究所

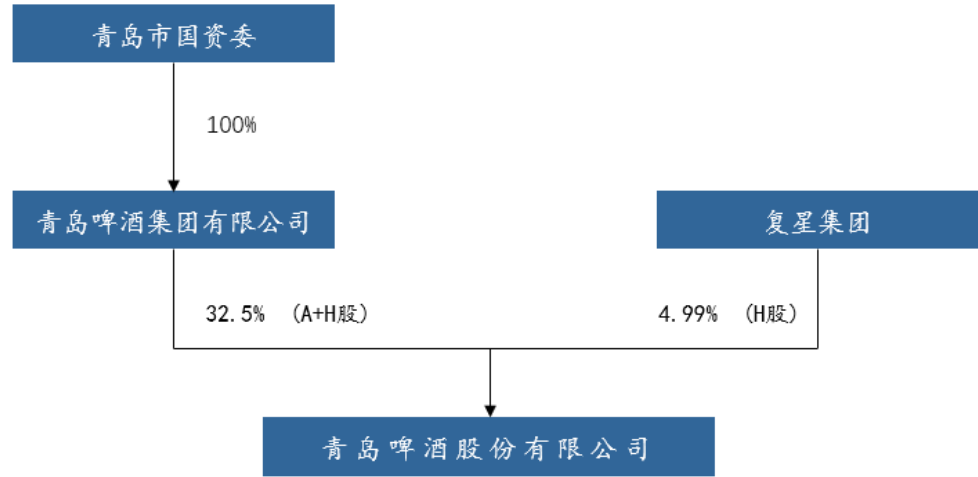
2.3 股权结构：青岛市国资委实控，股权激励激发内部活力

青岛市国资委为实际控制人，第二大股东曾多次变迁。公司控股股东为青岛啤酒集团有限公司（简称青啤集团），公司实际控制人为青啤集团的唯一股东青岛市国资委。截至 2022 年一季报，青岛市国资委通过青啤集团持有上市公司 32.5% 的股份。公司实际控制人始终为青岛市国资委，但第二大股东有过多次变迁。2002 年公司与当时世界最大的啤酒生产商美国安海斯-布希公司（“A-B 公司”）签署战略投资协议，结为战略联盟，助于双方整合各类资源。美国 A-B 公司的人员代表也进入公司治理架构中，为公司带来了先进的经营理念、管理和技术。2009 年百威英博（2008 年英博啤酒收购 A-B 公司后更名为百威英博）宣布将得到的 27% 青岛啤酒股份中的 19.9% 出售给日本朝日啤酒株式会社，使日本朝日啤酒株式会社成为青岛啤酒第二大股东。2017 年 12 月，日本朝日集团控股株式会社将其所持有的公司 17.99% 的股份出售给复星集团，青岛啤酒的第二大股东变更为复星集团。

复星集团拟出售所持所有青岛啤酒 H 股股份，将不再为公司第二大股东。2018 年朝日啤酒向复星集团出售占总股本比例 17.99% 的股权，复星集团成为青岛啤酒第二大股东。2020 年后复星集团多次减持公司股票，截至 2022 年 5 月 3 日，复星集团持有公司股份比例降至 4.99%，不再是公司的主要股东暨关联法人。5 月 31

日，复星国际发布公告称，附属公司同意出售青岛啤酒 6677.67 万股 H 股股份，出售事项完成后，复星集团不再持有任何青岛啤酒 H 股。

图表 27 青岛啤酒股权结构 (截至 2022 年 5 月 3 日)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2020 年股权激励计划落地，覆盖范围广、激励力度大。2020 年 3 月，公司发布上市以来首次股权激励计划，6 月公司向 627 名激励对象授予 1320 万股 A 股限制性股票，授予价格 21.18 元/股 (对比授予日股价 71.32 元/股)，激励对象包括 8 名公司高管以及 619 名其他公司核心管理人员、中层管理人员、核心骨干人员。此次激励计划覆盖范围广、激励力度大，开啤酒行业大范围激励之先例，有助于充分调动各层级员工的积极性，激发内部活力。

2020 年、2021 年超额达成股权激励考核目标。本次股权激励计划对公司 ROE、净利润、主营业务收入占比做出较为严格的要求，按照业绩考核标准，公司 2020/2021/2022 年净利润需分别不低于 18.64/21.13/23.62 亿元。考虑到此次激励计划推出时点正处疫情特殊时期，企业经营面临一定的不确定性，业绩目标设置较为理性，锁定未来 3 年业绩增长下限。2020 年/2021 年公司实际实现净利润 23.27/32.56 亿元，显著超越考核标准。

图表 28 2020 年股权激励计划业绩考核目标

解除限售期	考核年度	业绩考核目标
第一个解除限售期	2020 年	① 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。② 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。③ 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	① 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。② 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。③ 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

① 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。② 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。③ 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，华安证券研究所整理

3 品牌引领创新驱动，产品渠道基础坚实

3.1 产品：产品矩阵价格带覆盖广，单品产品力突出

拥有啤酒行业内唯一的国家级重点实验室，科研创新能力突出。公司拥有啤酒行业内唯一的国家级重点实验室（“啤酒生物发酵工程”国家重点实验室），拥有高水平的研发团队，形成了多项自主知识产权的核心技术，2021 年 6 月投资建立青岛啤酒科技研发中心，科研创新能力在行业内处于领先地位。突出的科研能力有利于公司储备新型酿造技术，持续创新产品，并不断改良酿造工艺，提升生产效率。

产品布局完善，价格带覆盖广，高端产品储备丰富。青岛啤酒拥有丰富的产品矩阵，拥有纯生、白啤、黑啤、皮尔森、IPA 等啤酒品类，全面覆盖高档、中档及大众消费价格带。高档价格带占位早，公司早在 2010 年便推出奥古特卡位高端，此后又相继推出全麦白啤、皮尔森、IPA 精酿等一系列新特产品，完善高端产品布局，可满足消费者的个性化、多元化需求。中档价格带公司打造出百万吨级的大单品青岛经典，并在 2014 年推出经典 1903 顺应消费升级趋势。大众价格带主要有崂山、汉斯、银麦等品牌旗下产品，相比于青岛主品牌更具区域性特征，产品具备高性价比，在当地市场享有一定的消费者忠诚度。

图表 29 青岛啤酒持续丰富高端产品布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 30 青岛啤酒主要产品代表

档次	产品	价格	规格	麦芽度
高档及超高档	青岛原浆	46	1000ml	13
	琥珀拉格	40	380ml	13.8
	逸品纯生	7	218ml	9
	IPA 精酿	18	330ml	14
	鸿运当头	12.1	355ml	11
	青岛黑啤	10.8	500ml	12
	皮尔森	11.5	450ml	10.5
	奥古特	9	500ml	12
	全麦白啤	7.67	330ml	11
	青岛纯生	9.39	500ml	8
中档	经典 1903	7.1	500ml	10
	青岛经典	5.5	500ml	10
大众	崂友记	4.8	500ml	10
	崂山清爽 8 度	2.3	330ml	8
	银麦经典	4.5	330ml	8
	山水啤酒 8 度	2.7	330ml	8

资料来源：京东，天猫，华安证券研究所整理

青啤产品拥有优良的品质，精致的包装、清晰的定位进一步提升产品力。1) 以高档产品奥古特为例，奥古特采用德国的配方，工艺上有别于普通美式淡拉格，选材与酿造条件严苛，拥有较高的酒精度（4.2 以上）和麦芽汁浓度（12 以上），具备比普通工业拉格啤酒更厚重的口感，高品质及口感差异化支撑其产品力的提升。2) 青岛白啤于 2015 年推出，是近年来公司打造的重点产品之一。青岛白啤定调斟致生活，酿造工艺上传承欧洲古法。2020 年公司对白啤包装换新，包装设计紧贴产品格调，插画展现两位古希腊神话的女神，字体与配色匹配典雅风格，极大提升了品牌的高级感，产品获得德国红点设计奖和世界啤酒锦标赛大奖。白啤上市之初定位于主流价格带产品，2020 年公司也对白啤进行提价，与包装焕新相呼应，明确白啤高端产品的定位，有效提升白啤的产品力。同时匹配相应的渠道策略，2020 年以来销量高速增长。

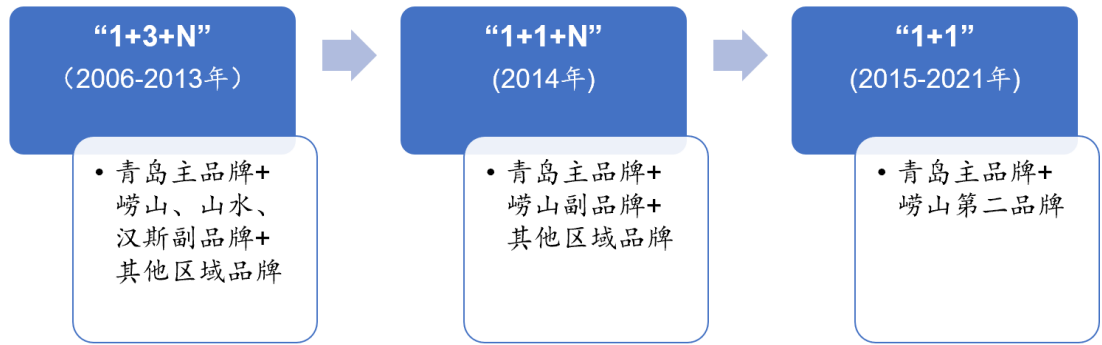
3.2 品牌：拥有逾百年历史，实施 1+1 聚焦型品牌策略

百年民族品牌，历史积淀深厚，品牌价值持续提升。青岛啤酒酿酒历史可追溯至 1903 年，距今已有逾百年时间，公司也是中国历史最悠久的啤酒生产企业。历史上青岛啤酒曾长时间是我国最大的啤酒生产商和出口商，在国内和国际市场均有较好的品牌基础。公司在发展中始终坚守产品品质，为消费者提供优质产品，品牌价值随时间沉淀而不断增厚、品牌美誉度持续提升。根据 World Brand Lab 发布的 2021 年品牌价值榜单，“青岛啤酒”以人民币 1985.66 亿元的品牌价值继续居于中国啤酒行业品牌价值榜首位，品牌价值持续提升。

实施“青岛主品牌+崂山第二品牌”的聚焦型品牌战略，突出品牌影响力。公司早期的外延式扩张策略导致旗下品牌众多，中低端产品占比高。此后公司逐步进行品牌瘦身，从 2013 年以前“青岛主品牌+崂山、山水、汉斯副品牌+其他地段区域

品牌”的 1+3+N 品牌战略，过渡到 2014 年“青岛主品牌+崂山副品牌+其他区域品牌”的 1+1+N 战略，再到 2015 年提出“青岛主品牌+崂山第二品牌”的 1+1 品牌战略，以便更好实现资源聚焦，突出少数核心品牌的影响力。

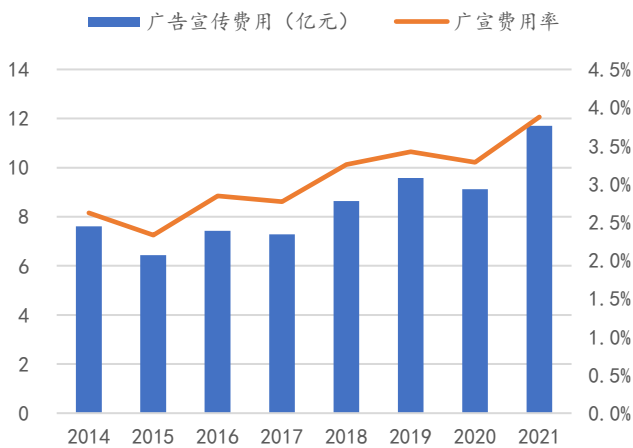
图表 31 青岛啤酒品牌策略演变



资料来源：公司公告，华安证券研究所

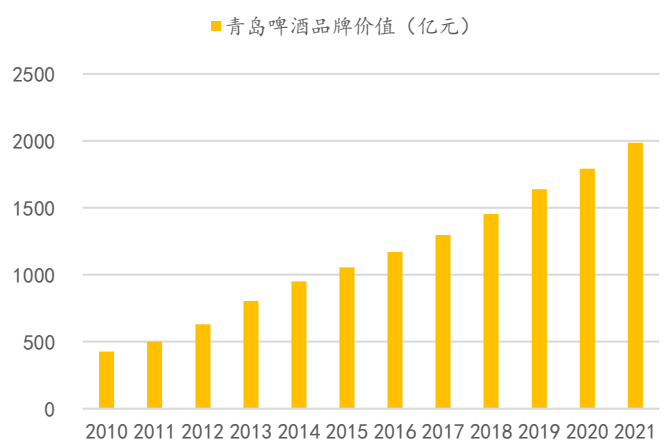
通过产品推新提升品牌高度、传递“百年青啤”品牌文化。青岛主品牌定位中高端，一方面通过打造青岛经典、青岛纯生等核心大单品提升品牌知名度；另一方面，公司持续丰富高端产品布局，还推出百年之旅、百年鸿运、一世传奇等超高端产品，单瓶定价在百元至千元价格带，持续提升品牌高度。部分子品牌如经典 1903、1903 复古国潮灌、超高端百年之旅，在产品取名、包装、宣传上不断向消费者传达青啤对百年酿造工艺的传承、对高品质的追求之品牌文化内涵。

图表 32 青岛啤酒广宣费用率稳中有升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 33 青岛啤酒品牌价值不断提升



资料来源：World Brand Lab，华安证券研究所

营销方式多样化、年轻化、时尚化，增强品牌活力。公司始终重视对于品牌的塑造和宣传，在广告及宣传上保持一定的费用投入力度，以持续提升青岛啤酒品牌在消费者中的影响力。黄克兴董事长基于对消费需求的敏锐洞察，提出了“四位一体”的品牌推广模式，即品牌传播、消费者体验、产品销售、粉丝互动相结合。青岛啤酒通过体育营销、音乐营销、以及举办各类啤酒节等营销方式持续发力品牌塑

造。2019 年青啤还化身“百年国潮”，跨界携手潮牌 NPC 登陆纽约时装周中国日，以现代时尚的方式完成了一次品牌影响力的传播。

图表 34 青啤跨界携手潮牌 NPC 登陆纽约时装周，传播“百年国潮”品牌文化内涵

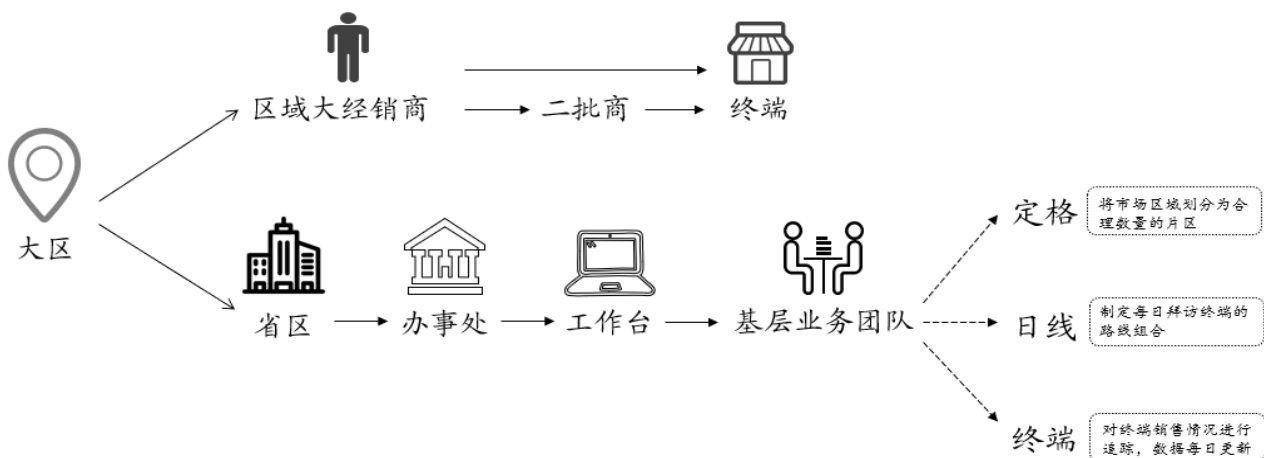


资料来源：公司官网，新华网，酒业家，华安证券研究所

3.3 渠道：“大客户+微观运营”模式强化渠道能力

“大客户+微观运营”模式提升经营效率，强化区域市场组织、开发与管控能力。公司在多年发展历程中探索最适合自身的渠道模式，2008 年开始推行“大客户+微观运营”渠道模式：大客户制旨在充分借助优质大客户的资源与经验进行区域市场的开拓，尤其在自身品牌市占率低的非成熟市场，借助经销商经营杠杆的优势凸显；微观运营是指践行深度分销的营销打法，将市场区域细分为若干个经营单元，要求一线业务人员按照设置好的拜访路线进行销售终端无遗漏拜访，显著提高了公司对区域市场的组织、开发与管控能力。

图表 35 “大客户+微观运营”渠道模式



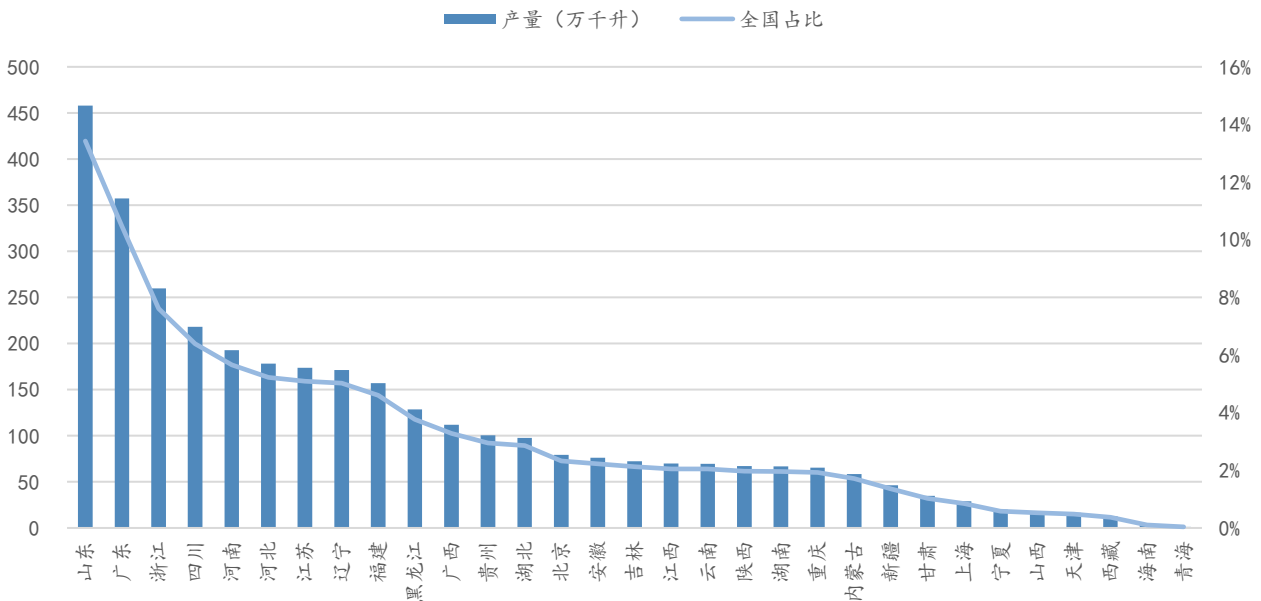
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

构建立体化渠道网络，增强渠道韧性。渠道的广泛铺设以及渠道较为合理可观的利润空间为青啤在行业竞争中赋能，使其成为国内销量第二大的啤酒企业，仅次于华润啤酒。(1) 公司建立起了完备的线下渠道网络，广泛覆盖餐饮、夜场、KA 卖场、便利店、社区店等终端。近年来，公司顺应高端化浪潮，加大对高端餐饮、夜场、轻吧等渠道的开拓力度；(2) 在电商等线上渠道快速兴起的时代，公司快速反映积极应对，率先构建起“官方旗舰店+官方商城+网上零售商+分销专营店”的立体化线上渠道网络；(3) 积极与第三方平台展开合作，推进社区大酬宾、B2B、社区团购等业务，还在 2020 年疫情特殊时期创新推出“无接触配送”服务；(4) 基于对啤酒消费场景化趋势的洞察，公司开设了 200 多家 TSINGTAO1903 青岛啤酒吧，为消费者提供沉浸式的高端啤酒消费场景，青岛啤酒吧成为公司高端化的重要载体，也起到了为青岛品牌培育消费群体的作用。青啤不断推进渠道的立体化、多元化，使得渠道结构与渠道模式始终顺应消费趋势，增强渠道韧性，保持了自身的渠道优势。

3.4 区域：巩固基地市场，聚焦沿黄，出击东北，振兴沿海

青啤拥有全国啤酒产销量最大的山东省作为基地市场。山东是青啤的核心基地市场，山东省的啤酒消费文化浓厚，啤酒产销量持续居于全国首位，青啤在山东省市占率接近 80%，形成寡头格局。2021 年公司在山东地区实现销售收入 197.47 亿元，营收占比 66.6%，山东地区实现销量 514.3 万千升，占比 67.1%。

图表 36 山东省啤酒产量全国排名第一，产量占比 10%以上

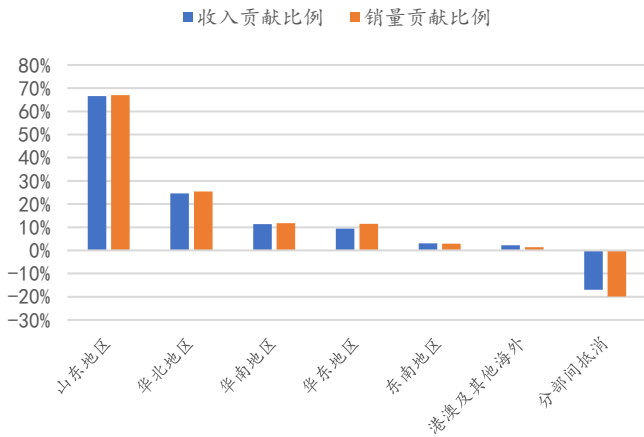


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

山东市场具有重要战略意义，公司持续巩固基地市场优势。山东地区为青啤贡献绝大部分销量与收入，对于青啤具有重要战略意义。近年来，华润啤酒加大力度对山东地区进行渗透和份额抢夺，2021 年华润啤酒在山东地区市占率略有提升，

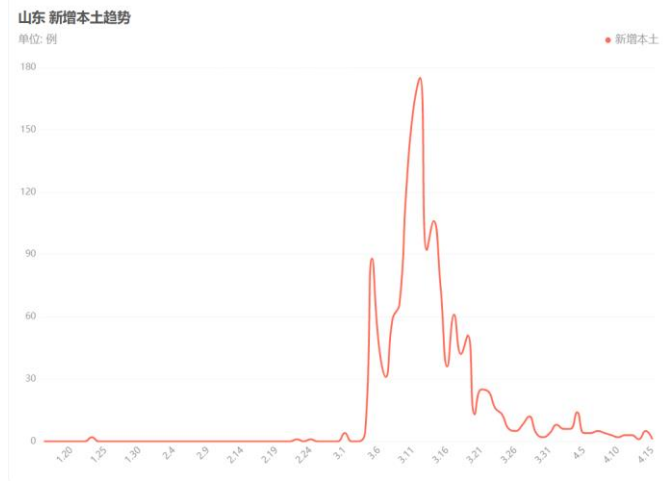
而公司在山东地区销量出现下滑。公司高度重视山东市场，为巩固基地市场竞争优势，公司及时对团队、战略做出调整，梳理价格体系，优化经销商网络，强化渠道运营。战略调整取得了较好成效，从 2022 年前两个月的销售情况来看，山东地区动销良好，势能持续恢复。虽然 3 月初山东地区出现疫情扩散，对 3 月青啤销量产生较大冲击，但疫情扰动偏短期，公司在山东基地市场的竞争优势突出，后续山东市场仍将为公司业绩作出较大贡献。

图表 37 山东地区为青啤贡献绝大部分销量与收入



资料来源：公司公告，华安证券研究所

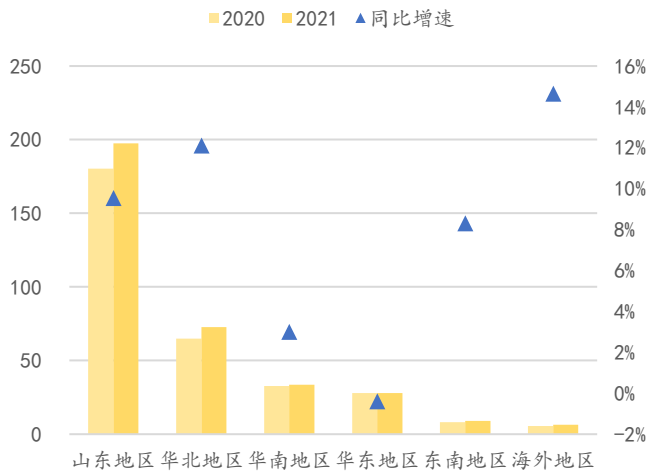
图表 38 2022 年 3 年山东地区出现疫情，4 月疫情得到控制



资料来源：百度新冠疫情实时大数据报告，华安证券研究所

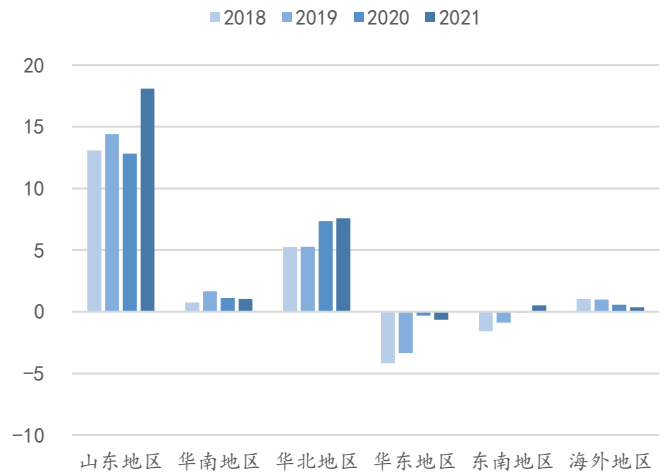
聚焦黄河流域，出击东北市场，渠道能力得到检验。 1) 聚焦沿黄：青啤聚焦资源投入，依托山东基地市场的竞争优势，辐射带动周边的甘肃、陕西、陕西、河南、河北市场增长，力求把沿黄河市场连线发展。沿黄战略带的建设进展良好，2021 年华北地区收入同比增长 12.1%，高于公司平均水平。2) 出击东北：青啤在华润啤酒的优势市场东北地区发起进攻，尤其是黑龙江与吉林省 2021 年以来销量增幅可观，主因强化渠道运营、优化产品结构，公司在非优势市场的渠道推力及品牌势能在不断提升。3) 振兴沿海：21 世纪初期，青岛啤酒曾是华东华南市场的主流产品，但此后华东华南市场开始受到华润、百威的挤压，青啤丢失了一部分市场份额，并出现连续亏损。在公司“振兴沿海，提速沿黄，解放沿江”的战略指导下，近年来华东华南市场运营改善，华东亏损大幅收窄，东南市场 2021 年已扭亏为盈。

图表 39 青岛啤酒分地区营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 40 青岛啤酒分地区净利润 (亿元)



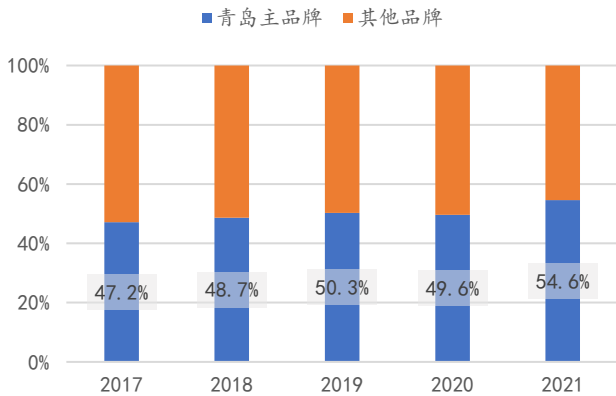
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

4 吨价提升效率优化, 青啤复兴正当时

4.1 高端化战略全面落地, 结构升级路径清晰

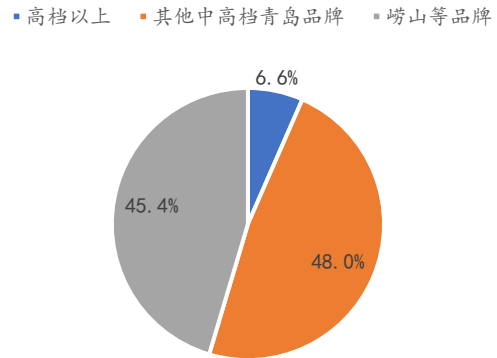
中高档产品销量占比持续提升, 吨价受益于产品结构升级。2017 年以来公司顺应行业高端化浪潮, 中高档产品销量增速表现优于整体, 除 2020 年受疫情扰动较多外, 中高档青岛主品牌销量占比逐步提升。2021 年青岛主品牌实现销量 433 万千升, 同比增长 11.6%, 青岛主品牌销量占比提升至 54.6%。其中高档以上产品实现销量 52 万千升, 同比增长 14.2%, 高档产品销量增速显著快于整体 (+1.4%)。产品结构高端化拉动吨价上行, 2021 年公司啤酒产品出厂吨价为 3742 元/千升, 同比提升 7.0%, 剔除疫情影响, 2019-2021 年两年 CAGR 为 4.4%。未来随着公司高档产品放量、中档产品逐步替代低档产品、低档产品内部结构升级继续进行, 产品结构将进一步优化, 为吨价持续提升带来较强动力。

图表 41 青岛主品牌销量占比逐步提升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

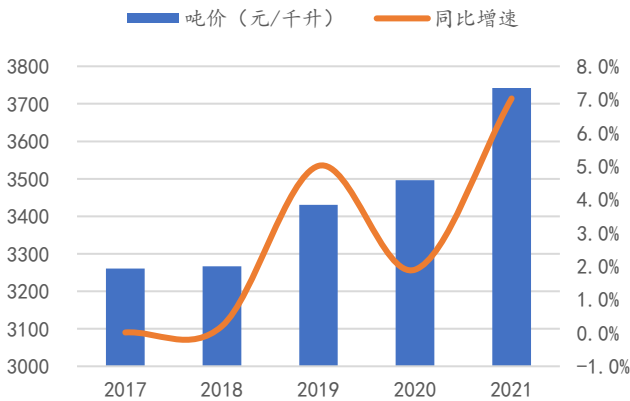
图表 42 2021 年青岛啤酒产品销量结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

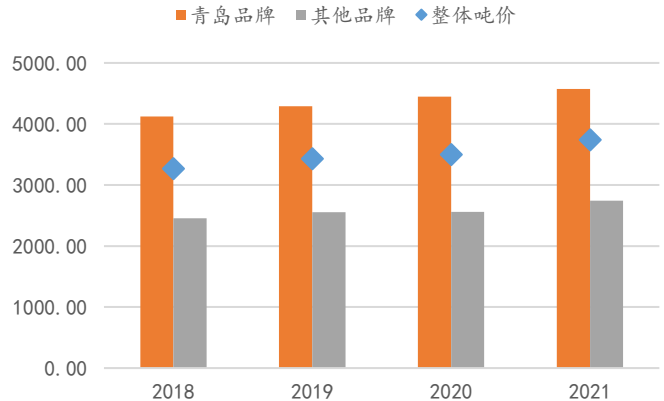
其他品牌逐步向青岛主品牌升级带动吨价提升，崂山等其他品牌内部产品结构升级空间亦充足。当前公司仍有占比 45% 的崂山等其他啤酒品牌，价格偏低，终端售价在 5 元以下，2021 年其他品牌吨价约 2743 元/千升，显著低于青岛主品牌吨价 4573 元/千升。在“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒第二品牌”的品牌战略指导下，公司正加快推动低端区域性品牌向崂山啤酒、青岛经典等产品的升级。预计未来其他品牌占比将持续下降，同时其他品牌吨价受益于内部结构升级而逐步提升。

图表 43 结构升级带动青岛啤酒整体吨价上升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 44 其他品牌吨价较青岛主品牌有较大差距



资料来源：公司公告，华安证券研究所

打造青岛经典大单品，承接低档酒消费需求往中档酒的转移。当前国内啤酒市场中单价 5 元以下的低档型产品占比最高，据 Euromonitor，2020 年低档产品占比约 68%，消费层次具备较大的向上升级空间。目前国内主流消费价格带从 3-5 元逐渐向 6-8 元转移，主要啤酒品牌也在加大力度布局此价格带，预计将加快推动 6-8 元价格带的扩容。公司的核心大单品青岛经典位于此价格带，青岛经典 2021 年体量已超 180 万吨，今年一季度仍保持着双位数以上的快速增长。预计未来 1-2 年青岛经典仍能维持较为强劲的增长态势，成为现阶段啤酒高端化的最大受益者之一。一方面，青岛经典作为青岛品牌的代表产品，瓶身青岛啤酒 logo 醒目，可充分受益于青岛品牌在全国的较强影响力；另一方面，产品卡位 6-8 元价格带，承接低档产品

的消费升级需求。从消费者角度看，青岛经典是较好的啤酒消费品牌化、高端化的入门级选择；此外，公司去年对青岛经典提价后，渠道与终端利润改善，渠道推力有所增强。

图表 45 中档价格带产品迭代形成层次



资料来源：京东，天猫，华安证券研究所整理

加强中档价格带产品布局，在核心大单品青岛经典基础之上升级迭代。2015年推出经典1903，以品牌诞生时间作为产品名字强调品牌价值，产品包装较青岛经典有所升级，但未脱离主要设计。产品零售价7-9元，目前体量20余万吨，开始在优势地区逐步替代青岛经典。此外，公司还在1903的基础上向上延伸，推出青啤1903国潮罐，定价略高于经典1903，产品加入国潮文化作为卖点，产品包装较青岛经典有明显改变，在中档价格带为消费者提供了差异化的选择。2019年青啤跨界携手潮牌NPC登陆纽约时装周中国日，借助国际舞台传播“百年国潮”品牌文化内涵。国潮系列目前体量较小、增速较高，未来有望在营销发力和渠道资源投入共同作用下成长为具备一定规模的大单品，有力拉动产品结构升级。

高端价格带青岛纯生更新升级扩大体量，青岛白啤高速增长积聚势能。1) 青岛纯生是青岛主品牌下另一大单品，2021年体量约60万吨，目前主要以餐饮渠道为主，零售价10-12元(500ml瓶装)，位于主流餐饮价格带。青岛纯生推出时间较早，为解决产品老化问题，公司正逐步推进产品包装换新，新版纯生在口感上也进行了改良。公司将利用升级版纯生的推出进一步扩大渠道网络，加大产品在大流通渠道的推广，餐饮渠道继续精耕，带动青岛纯生体量增长。2) 青岛白啤是当前高档产品矩阵中重点发力的产品，青岛白啤定调欧式精致生活，品牌调性与青岛经典等主要产品形成差异。青岛白啤采用艾尔发酵工艺，具有麦芽香味足、苦度低的口感特点，较普通拉格啤酒口感有明显差异。白啤包装设计优美典雅，提升了品牌的高级感，更易吸引都市女性等消费群体，有利于扩大目标消费群体。青岛白啤终端售价集中在10-12元，略低于同类竞品1664，且自身品质优良，以高性价比深受消费者喜爱，产品复购率高。当前公司在全渠道进行白啤产品的推广，2021年白啤增速接近翻倍，22年以来维持高速增长，未来青岛白啤将成为公司在主流高端价格带的核心单品，

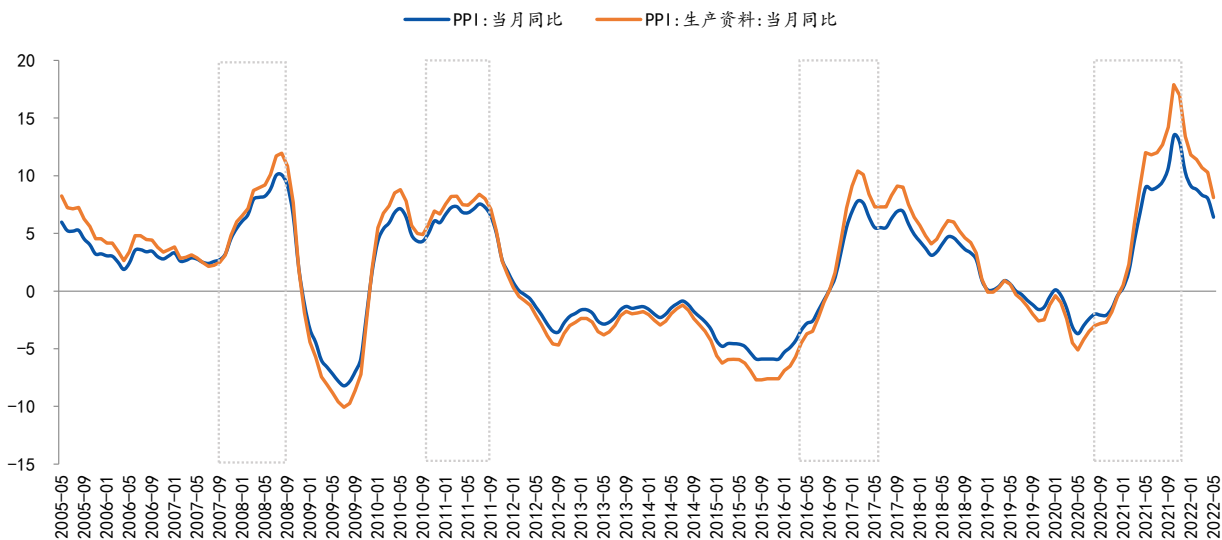
有望冲击百万吨级。

超高端产品储备较为丰富，未来随高端化深入推进，潜力有望释放。在 14 元以上超高端价格带，青岛啤酒亦有丰富的产品储备，如奥古特、IPA、青岛黑啤、琥珀拉格、青岛啤酒原浆等，但相较于百威、喜力、嘉士伯等成熟海外品牌，青啤目前尚缺乏品牌力足够强的超高端大单品，因此公司在超高端的发展慢于行业。但这并不妨碍高端化战略稳步推进，当前低档酒向中档酒消费升级、中档酒向主流高档升级的空间大，青啤在中档及高档价格带战略成熟，现阶段有望进入收获期。与此同时逐步打磨完善其高端及超高端产品矩阵，为啤酒行业高端化的持续竞赛做好准备。

4.2 直接提价推升吨价，缓解成本压力

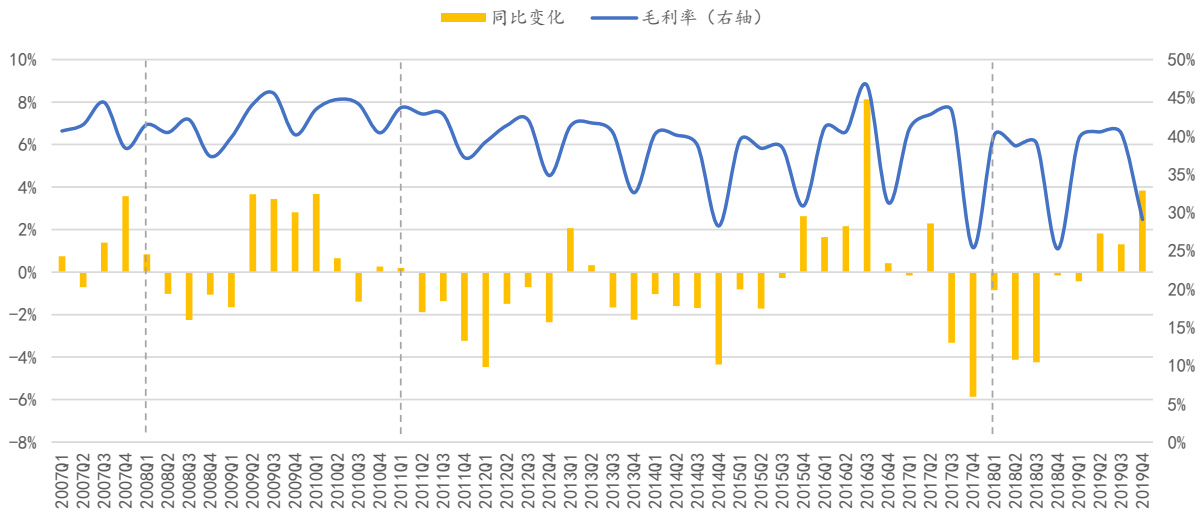
复盘啤酒行业历史，主要啤酒公司在成本端曾经历三轮原辅料价格显著上涨时期，三轮成本上行周期均推动了行业性提价潮。如第一轮 2007-2008 年由于大麦进口量明显缩降、玻璃等包装物料价格大幅上涨，行业盈利承压，2007 年底燕京啤酒、哈尔滨啤酒率先涨价，2008 年初青岛啤酒、华润啤酒跟进涨价。以青啤为例，原材料、能源、运输、人工等价格的大幅升高造成毛利率 2008 年 Q2 开始下行，由于提价传导存在时滞、原材料价格在 2009 年回落，毛利率在 2009 年旺季开始出现较为显著的同比改善。第二轮原材料价格上涨出现在 2010-2011 年，2010 年底华润啤酒开启行业提价序幕，燕京啤酒、青岛啤酒在 2011 年对部分产品涨价。但由于在此期间啤酒消费市场增长速度放缓叠加行业产能过剩、竞争激烈问题突出，毛利率下行压力加大，提价仅帮助吨价基本维持平稳。2017 年行业面临新一轮成本压力，2017 年底燕京啤酒率先对旗下本生产品进行提价，2018 年初青啤、华润、重啤、百威等头部啤酒公司均相继宣布涨价。2019 年提价效果陆续显现，吨价加速提升，毛利率也在 Q2 旺季开始改善。

图表 46 PPI 同比高位时期成本压力显著，行业开启直接提价逐步消化成本压力



资料来源: Wind, 华安证券研究所

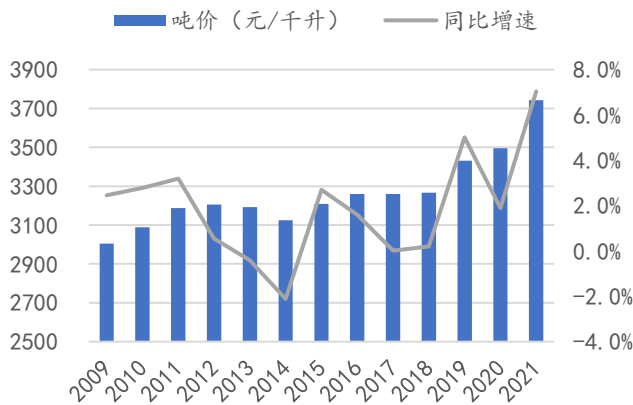
图表 47 成本压力下青岛啤酒直接提价，2009 年及 2019 年毛利率有所改善



资料来源：Wind，华安证券研究所

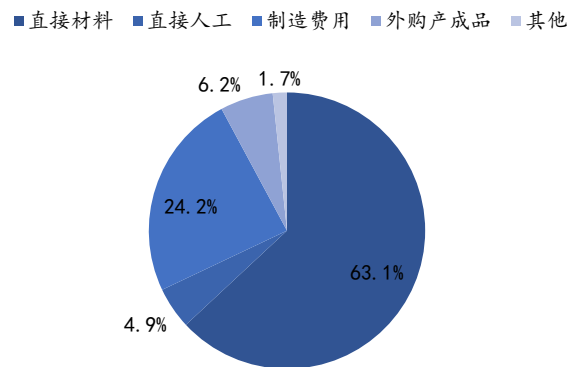
注：图中虚线标注青岛啤酒开启提价的时间

图表 48 2011 年提价后吨价维持平稳



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 49 青岛啤酒成本结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

行业开启新一轮提价潮，通胀+行业高端化环境下，直接提价的传导将较为顺畅。2020 年下半年开始，大麦以及玻璃等包材价格开始走高，2021 年原辅料成本压力进一步显现，啤酒行业开始了新一轮提价潮。我们判断本轮提价的传导将更为顺畅。一方面，啤酒消费多数时间会伴随着其他餐饮类消费，在消费品价格普涨环境下，终端消费者对于啤酒涨价的接受度较高。另一方面，行业进入高端化发展新时期，啤酒企业的利润诉求更加强烈，进行低价战的意愿减弱，提价缓解成本压力的方向较为一致。此外，经过长时间行业整合，啤酒行业形成了区域割据态势，多数地区竞争格局已定，啤酒龙头在其优势地区的提价将更为顺畅。

2021 年公司面临了一定的成本压力，全年吨成本同比+4.9%，但在结构升级+直接提价作用下，吨价同比+7.0%，带动毛利率同比+1.3%。青岛啤酒本轮提价覆盖面广，公司不仅对纯生、白啤等高端产品提价，也有对崂山、经典等中低档产品提价。本轮提价传导完成后，预计将对吨价有低个位数的拉动作用，可在一定程度上

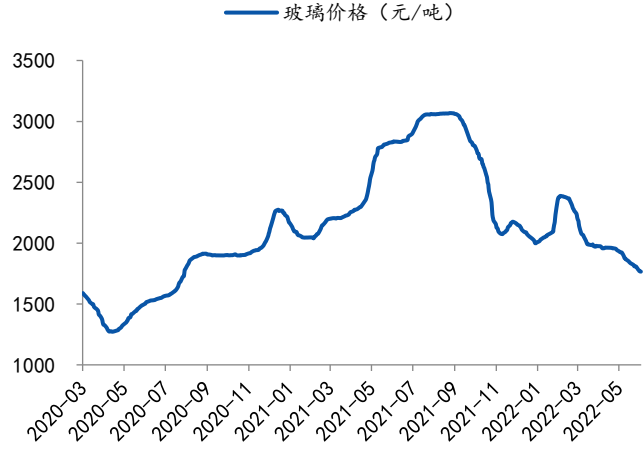
对冲成本上涨压力。参考历史经验，本轮提价效果有望在 Q2/Q3 啤酒消费旺季开始显现，但仍取决于疫情变化、消费恢复程度、旺季天气等因素。在结构升级与直接提价的共同作用下，公司盈利能力有望稳中有升。

图表 50 大麦价格 2020H2 开始持续大幅上涨



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 51 玻璃价格 2020H2 开始显著上涨, 2021Q4 回落



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 52 铝材价格 2021 年先涨后降, 2022 年再次上涨



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 53 瓦楞纸价格在波动中上行, 2022 年回落



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 54 2021 年主要啤酒公司提价情况

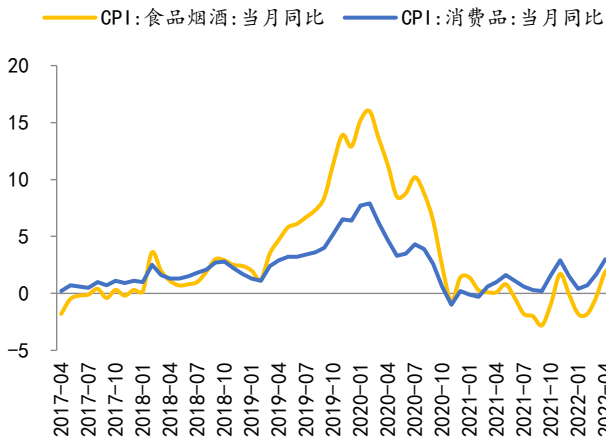
公司名称	提价时间	提价详情
华润啤酒	2021.09	勇闯天涯启用新包装, 出厂箱价提升 10%左右
	2021.08	山东地区青岛纯生供货价提价约 5%
青岛啤酒	2021.08	分地区对白啤进行提价
	2021.09	经典 1903 提价约 9%; 青岛白啤听装提价约 13%
重庆啤酒	2021.09	对疆内乌苏全系列进行提价
	2021.1	疆外大乌苏出厂箱价提升 6 元左右, 幅度超过 10%; 小瓶乌苏酒液升级并提价
百威亚太	2021.04	百威系列、核心及“实惠”品牌提价 0.6%-1.8%

2021.11

“核心+”品牌提价 3%-10%

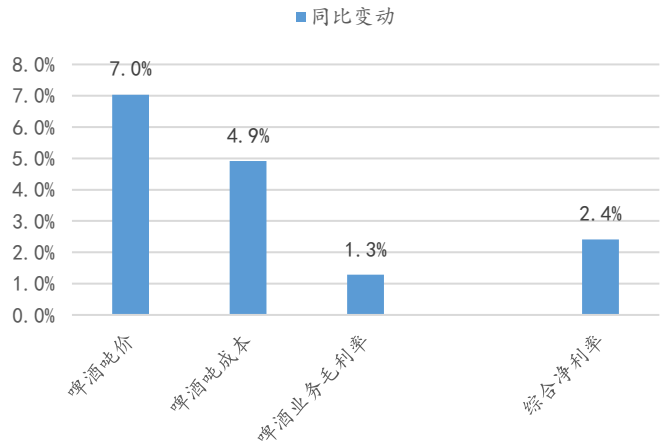
资料来源：公司公告，中国国际啤酒网，华安证券研究所整理

图表 55 食品烟酒等消费品价格 2022 年开始上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 56 2021 年青啤吨价提升明显充分对冲成本压力，毛利率同比提升

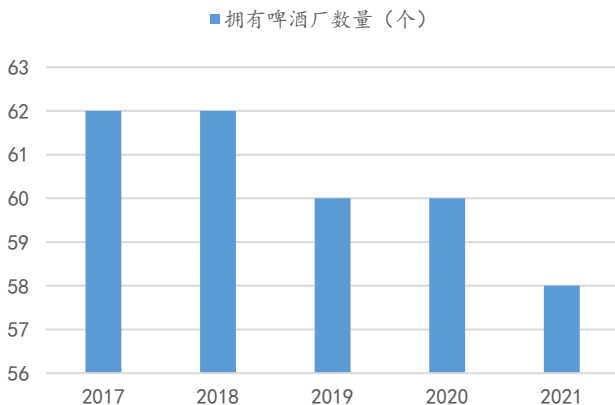


资料来源：Wind，华安证券研究所

4.3 去旧建新优化产能，降低成本提升效率

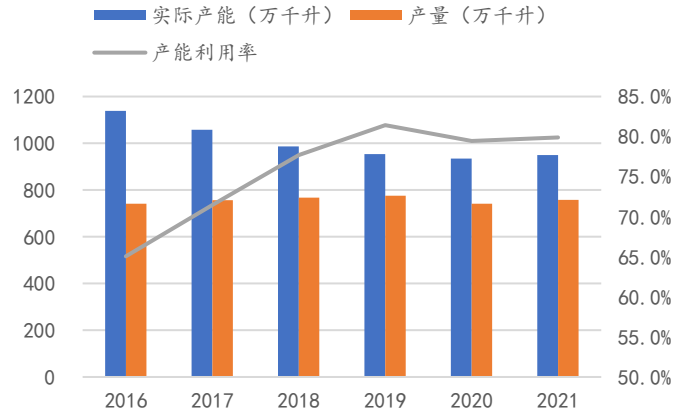
行业走过产销量拐点，青岛啤酒逐步推进关厂计划。2013 年行业产销量达到顶点，此前各大啤企以规模为导向大举并购，随着行业走过产量拐点，过去激进的扩张策略积累下的大量落后产能，折旧摊销费用高企，开始挤压酒厂的利润空间。2015 年重庆啤酒率先进行产能优化，其他啤酒龙头公司也紧随其后，行业开启产能优化进程。青岛啤酒于 2018 年开启关厂计划，2018 年关闭芜湖、杨浦两家工厂，2019 年对台州工厂进行关闭清算，并提出五年内关闭十家工厂的计划。2020 年受疫情影响，公司暂缓关厂节奏，2021 年再次关闭 2 家工厂，截至 2021 年底，公司在国内拥有 58 家全资和控股啤酒生产企业。

图表 57 青岛啤酒在国内拥有工厂数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 58 公司优化产能带来产能利用率提升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

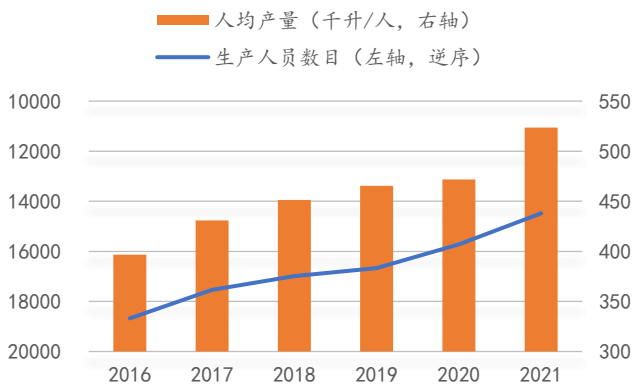
关旧建新优化产能，降低费用提升效率。2018 年开启关厂计划以来，产能利用率整体较此前有所提高，2019 年产能利用率达到 81.4%，此后受疫情影响略降，2020 和 2021 年均接近 80% 的水平。虽然关厂导致当期计提资产减值损失与员工安置费用，此部分为一次性费用，但关厂带来固定资产折旧费用、员工数量减少，有助于提升企业经营效率，且影响偏长期，如近年来公司生产人员的人均产量逐步提升，固定资产折旧费用占总营收的比重降低。在关停部分工厂的同时，公司也新建高效大厂或对部分产能进行升级，通过优化产能结构和布局来实现运营效率的提升。

图表 59 近年来公司产能新建与扩建情况

类型	项目	时间	地址	规划产能(万千升)
新建	新建年产 100 万千升(一期 60 万千升)啤酒工程项目	2022	山东枣庄	100
新建	年产 100 万千升搬迁新建项目	2021	陕西临潼	100
扩建	搬迁扩建 60 万千升啤酒生产项目(一期 40 万千升)	2021	山东淄博	60
扩建	平度智慧产品示范园 100 万千升扩建项目	2020	山东平度	100
新建	新建年产 60 万千升青啤工业园项目	2019	河北张家口	60

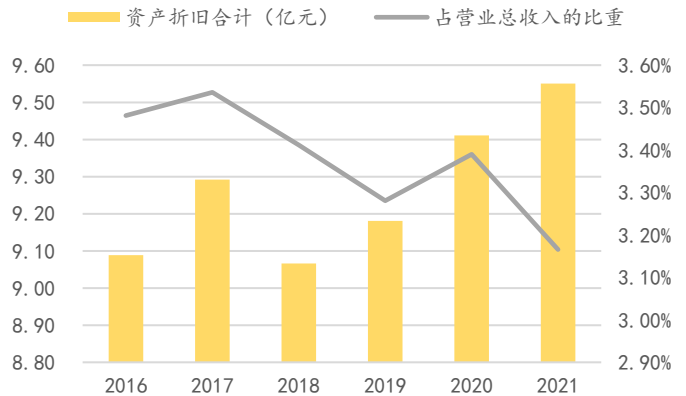
资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 60 公司开启产能优化后人均产量上升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 61 关厂后固定资产折旧等费用率降低



资料来源：公司公告，华安证券研究所

5 盈利预测与投资建议

短期：疫后场景复苏+全国高温天气，Q3 啤酒动销明显改善。短期来看，今年 3 月以来全国疫情反复对线下消费形成阻碍，啤酒行业销量增速受疫情影响较大，青啤因 3 月大本营山东地区遭受疫情，销量下滑幅度较大。5 月以来全国疫情有所好转，青啤销量率先恢复，5 月销量同比转正，6/7 月受益于消费场景复苏、天气逐渐炎热，青啤销量增长继续环比提速，7 月公司销量增速以提升至双位数以上。8 月全国高温天气延续，终端调研反馈全国多地啤酒消费氛围较为旺盛，下半年还有中秋国庆节令以及世界杯赛事的促进，预计下半年公司销量保持较好增长。

中长期：提价顺畅传导缓解成本压力，结构升级+关厂提效促进盈利能力持续提

升。中期维度，本轮成本压力驱动行业提价潮，青啤亦对部分产品进行价格调整，在消费品价格普遍上涨且啤酒龙头加速推动高端化的背景下，提价传导较为顺畅，可在一定程度上对冲成本压力，盈利能力有所保障。长期视角，随着公司深入实施高质量发展战略，产品结构升级助力吨价提升，同时产能持续优化促进运营效率提升，公司盈利能力持续改善的路径清晰、确定性强。

基于上述分析，我们对公司未来经营做出如下假设：

1. **销量**：随行业龙头高端化战略全面落地，预计公司产品结构调整速度略有加快，重点发力中高档产品策略下，预计青岛主品牌销量维持 7%-9% 中高个位数增长，崂山等其他品牌销量缩减，总体销量增幅在 1%-2% 左右。

2. **吨价**：吨价提升主要由产品结构升级带动，在原材料价格压力增大时期，公司对产品进行直接提价以部分对冲成本压力。预计 2022 年吨价同比 4.9% 左右，2023-2025 年结构调整为主，吨价 CAGR 在 3%-4% 左右。

3. **收入**：啤酒业务收入增长主要由价升驱动，预计啤酒业务收入增速约 5%-7%，其他业务收入占比小，总收入增速与啤酒业务收入增速基本保持一致。

4. **毛利率**：随结构优化与效率提升，预计毛利率维持上升趋势。2022 年上半年大麦、铝材等原材料价格以及能源、运费等价格上涨，公司产品升级+直接提价作为对冲，但下半年随着主要包材价格持续下降，成本压力逐步减弱，预计 2022 年毛利率同比 2021 年基本持平。2023 年随成本压力进一步释放、疫情影响减退，毛利率提升。

5. **费用率**：当前正处于高端化加速阶段，公司精细化费用投放战术下，预计销售费用率不会明显提升；同时关厂减员增效继续推进，预计整体费用率稳中略降。

图表 62 青岛啤酒收入拆分及预测

项目	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
啤酒业务							
营业收入 (亿元)	262	276	273	297	318	335	352
yoy	1.0%	5.3%	-1.0%	8.5%	7.0%	5.5%	5.1%
销量 (万千升)	803	805	782	793	810	825	840
吨价 (元/千升)	3267	3431	3496	3742	3923	4061	4198
毛利率 (%)	37.7	38.9	40.6	36.7	36.4	37.7	38.8
其中：青岛品牌							
营业收入 (亿元)	161	174	173	198	222	244	266
yoy	2.7%	7.8%	-0.7%	14.8%	12.1%	10.0%	9.0%
销量 (万千升)	391	405	388	433	471	508	543
吨价 (元/千升)	4123	4291	4447	4573	4713	4806	4899
毛利率 (%)	46.0	46.8	48.3	43.8	42.8	43.6	44.2
其中：其他品牌							
营业收入 (亿元)	101	102	101	99	96	91	86
yoy	-1.7%	1.2%	-1.5%	-2.1%	-3.2%	-4.9%	-5.2%
销量 (万千升)	412	400	394	360	338	317	296
吨价 (元/千升)	2455	2557	2560	2743	2825	2868	2911
毛利率 (%)	24.5	25.5	27.5	22.6	21.5	21.9	22.1
其他业务							
营业收入	3	4	4	5	5	5	5

毛利率 (%)	37.6	40.5	27.8	36.0	40.0	40.0	40.0
公司整体							
营业收入 (亿元)	266	280	278	302	323	340	357
yoy	1.1%	5.3%	-0.8%	8.7%	6.9%	5.5%	5.1%
毛利率 (%)	37.7	39.0	40.4	36.7	36.4	37.8	38.8

资料来源：公司公告，华安证券研究所

综上，我们预计 2022-2024 年公司实现营业总收入 322.5/340.2/357.5 亿元，同比 +6.9%/+5.5%/+5.1%；实现归母净利润 32.2/37.9/42.8 亿元，同比 +1.9%/+17.8%/+13.1%；EPS 分别为 2.36/2.78/3.14 元；当前股价对应 PE 分别为 44/37/33 倍。考虑到公司高端化战略清晰、综合实力较强，未来盈利能力提升的确定性高，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

图表 63 青岛啤酒估值情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

6 风险提示

1. 疫情超预期发展导致线下消费、物流受限；
2. 宏观经济下行压力增大，啤酒行业消费升级受阻；
3. 公司餐饮、夜场等渠道的开拓进展不及预期，高端产品放量不及预期；
4. 行业竞争加剧导致费用投入大幅增加；
5. 通胀超预期，铝材、大麦等原材料价格持续高涨，成本端压力加大。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	290	312	343	381	营业收入	302	323	340	357
现金	146	159	186	217	营业成本	191	205	212	219
应收账款	1	1	1	1	营业税金及附加	23	25	26	27
其他应收款	7	5	4	4	销售费用	41	41	43	44
预付账款	2	2	3	3	管理费用	17	17	17	18
存货	35	38	37	39	财务费用	-2	-3	-3	-4
其他流动资产	98	106	111	116	资产减值损失	-2	-1	-1	-1
非流动资产	176	176	175	175	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	4	4	4	3	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	101	101	101	101	营业利润	45	45	54	61
无形资产	25	25	24	24	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	46	46	47	47	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	466	487	518	556	利润总额	45	46	54	61
流动负债	183	186	191	198	所得税	12	12	15	17
短期借款	2	1	0	0	净利润	33	33	39	44
应付账款	31	31	33	35	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	149	153	158	163	归属母公司净利润	32	32	38	43
非流动负债	45	45	45	44	EBITDA	46	45	53	59
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.33	2.36	2.78	3.14
其他非流动负债	45	45	45	44					
负债合计	228	231	236	242					
少数股东权益	8	9	10	12					
股本	14	14	14	14					
资本公积	40	40	40	40					
留存收益	177	194	219	250					
归属母公司股东权益	230	247	272	303					
负债和股东权益	466	487	518	556					

现金流量表					主要财务比率				
单位:亿元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	60	39	49	51	成长能力				
净利润	33	33	39	44	营业收入	8.7%	6.9%	5.5%	5.1%
折旧摊销	11	5	5	4	营业利润	37.1%	2.0%	17.9%	13.2%
财务费用	-3	0	0	0	归属于母公司净利	43.3%	1.9%	17.8%	13.1%
投资损失	-2	-2	-2	-2	获利能力				
营运资金变动	30	3	8	4	毛利率	36.7%	36.4%	37.8%	38.8%
其他经营现金流	-7	30	31	40	净利率	10.5%	10.0%	11.1%	12.0%
投资活动现金流	-102	-10	-7	-7	ROE	13.7%	13.0%	13.9%	14.1%
资本支出	-16	-3	-3	-4	ROIC	10.5%	11.3%	12.3%	12.6%
长期投资	-92	-8	-5	-5	偿债能力				
其他投资现金流	5	1	2	2	资产负债率	48.9%	47.4%	45.5%	43.5%
筹资活动现金流	-16	-16	-15	-13	净负债比率	95.7%	90.2%	83.6%	76.9%
短期借款	-5	-1	-1	0	流动比率	1.59	1.68	1.79	1.93
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.00	1.08	1.21	1.36
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	3	0	0	0	总资产周转率	0.69	0.68	0.68	0.67
其他筹资现金流	-14	-15	-14	-13	应收账款周转率	247.03	240.00	236.84	246.58
现金净增加额	-58	13	27	31	应付账款周转率	6.71	6.55	6.55	6.43

每股指标 (元)				
每股收益	2.33	2.36	2.78	3.14
每股经营现金流薄)	4.43	2.87	3.61	3.75
每股净资产	16.86	18.12	19.94	22.20

估值比率				
P/E	42.53	43.67	37.09	32.79
P/B	5.87	5.68	5.16	4.64
EV/EBITDA	-2.78	-3.13	-3.25	-3.42

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：杨苑，剑桥大学经济学硕士，1年食品饮料行业研究经验，1年宏观利率研究经验

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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。