

2024年08月22日

买入（首次覆盖）

青岛啤酒（600600）：百年国啤龙头，高端化稳中求进

——公司深度报告

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

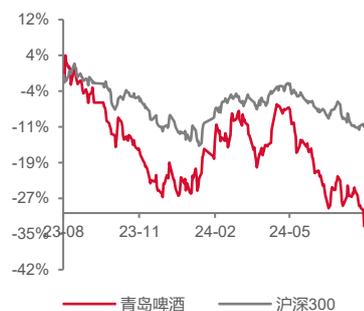
yxc@longone.com.cn

联系人

吴康辉

wkh@longone.com.cn

数据日期	2024/08/21
收盘价	59.19
总股本(万股)	136,420
流通A股/B股(万股)	70,903/0
资产负债率(%)	40.85%
市净率(倍)	2.71
净资产收益率(加权)	5.65
12个月内最高/最低价	99.99/59.03



投资要点：

- 啤酒行业高端化趋势不改，行业增长保持量稳价增。**1) **量：**啤酒消费人群以18-49岁为主，根据国家统计局每年出生人口数据，我们测算2023-2028年啤酒主力消费人群数量CAGR为-0.50%，主力消费人群数量平稳，预计啤酒行业销量维持稳定。2) **价：**人均收入保持增长，吨价具备持续上升基础，并且在过去三年疫情压力测试下，多数龙头吨价CAGR高于CPI年均复合增速3pct以上，表明高端化发展韧性充足。
- 6-10元为高端化主要驱动，核心产品受益扩容红利。**啤酒高端化路径，一是高端产品推新，二是低价格带向上升级，在宏观环境弱复苏背景下，居民消费更理性并且注重产品品质价比，低价格带向上升级更具确定性。目前我国啤酒销量以低端为主，追求品质升级的6-10元价格带确定性较高，一方面受低端产品升级驱动，另一方面承接高价格带需求回落。近年青岛啤酒经典、Super X、燕京U8等产品保持较高增速，亦验证该价格带产品受益扩容红利。
- 非即饮渠道占比提升，罐化率有望加速。**啤酒的应用场景分为即饮和非即饮，疫后非即饮渠道占比不断提升，以青岛啤酒为例，非即饮收入占比从2019年40%提升至2023年59%。当前宏观经济维持弱复苏，根据天眼查数据，2024年H1国内餐饮吊注销达105.6万家，关闭数量接近2023年全年80%，高端餐饮和夜店受影响较大，预计非即饮收入占比将持续提升。非即饮渠道以罐装销售为主，渠道结构变化有望推动罐化率加速。
- 品牌、产品、渠道共筑高端化竞争优势。**1) **品牌影响力强大，品牌价值行业领先。**2023年青岛啤酒品牌价值为2406.89亿元，位居食品饮料第三，啤酒行业第一，奠定高端化竞争基础。2) **中端产品规模第一，高端产品矩阵完善。**公司中高端产品推出时间早于同业，已打造出啤酒中端市场第一大单品经典，规模超200万千升，在6-8元价格带有望优先受益。另外，近些年公司不断完善高端产品矩阵，熟啤推出了“一世传奇”、“百年之旅”，生啤推出了原浆，进一步满足细分市场需求。同时2018年以来，公司吨价不断上行，2018-2023年吨价CAGR为5%。3) **易拉罐成本领先，非即饮渠道竞争力强。**青岛啤酒为国内较早推出易拉罐产品的企业，易拉罐产品销量位于行业前列，易拉罐成本优势明显。随着非即饮渠道占比提升，公司竞争优势进一步凸显。2023年公司罐化率31%，对比美国、英国啤酒企业平均65%以上的罐化率，仍有较大提升空间。
- 投资建议：**宏观经济弱复苏背景下，高端啤酒销量承压，中端价格带升级加速推进，青岛啤酒依托大单品经典有望优先受益，同时成本红利释放下利润弹性显现；中长期来看，高端产品布局完善，叠加智能化提升效率，盈利能力有望持续提升，预计2024/2025/2026年公司归母净利润分别为48.48/53.85/59.40亿元，增速分别为13.59%/11.08%/10.30%，对应EPS为3.55/3.95/4.35元，对应当前股价PE分别为16.66/15.00/13.59。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**产品结构升级不及预期、行业竞争加剧、食品安全的影响。

盈利预测与估值

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	33,936.52	34,125.84	35,669.47	36,875.32
同比增速	5.49%	0.56%	4.52%	3.38%
归母净利润	4,267.85	4,847.73	5,384.83	5,939.57
同比增速	15.02%	13.59%	11.08%	10.30%
EPS(元)	3.14	3.55	3.95	4.35
P/E	23.81	16.66	15.00	13.59

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至 2024 年 8 月 21 日

正文目录

1. 百年国啤龙头，高端战略焕活力	6
1.1. 持续自我革新，永葆生机活力	6
1.2. 股权结构清晰，公司治理稳健	7
1.3. 产品结构持续优化，盈利能力不断提升	8
2. 高端化发展趋势不变，保持量稳价增	11
2.1. 竞争格局：CR5 稳定，呈现区域割据	11
2.2. 行业趋势：高端化趋势不变，升级潜力仍较充足	12
2.2.1. 人口结构稳定，人均收入上行，驱动行业量稳价增	12
2.2.2. 6-10 元价格带确定性较高，中高端扩容潜力充足	15
2.2.3. 非即饮渠道占比提升，罐化率提升有望加速	15
3. 品牌积淀深厚，高端战略持续推进	17
3.1. 品牌影响力强大，中高端产品布局完善	17
3.2. 持续优化渠道体系，提高销售效率	19
3.3. 关厂优化产能，数字化助力人效提升	21
4. 盈利预测及估值	23
4.1. 盈利预测	23
4.2. 估值	23
5. 投资建议	24
6. 风险提示	24

图表目录

图 1 青岛啤酒发展历史	6
图 2 2013 年以来，青岛啤酒不断推出高附加值产品	7
图 3 公司股权结构（截至 2024Q1）	7
图 4 2018-2023 年营业收入及增速	9
图 5 2018-2023 年归母净利润及增速	9
图 6 青岛啤酒主品牌营收占比不断提升	9
图 7 中高端产品销量占总销量比例稳步增加	9
图 8 2018-2023 年公司毛利率及净利率	9
图 9 分品牌毛利率	9
图 10 三费及研发费率	10
图 11 青岛啤酒 ROE	10
图 12 2018-2023 年啤酒行业龙头 ROE 对比	10
图 13 青岛啤酒现金分红总额及股利支付率	11
图 14 中国啤酒产业发展历史	12
图 15 2015-2022 年啤酒行业 CR3 和 CR5 较稳定	12
图 16 2022 年前五名啤酒厂商市场份额	12
图 17 啤酒行业产量自 2013 年见顶后，逐步下降	13
图 18 啤酒消费主力为 18-49 岁人群	13
图 19 啤酒消费主力数量 2023-2028 年 CAGR 为-0.50%（人）	13
图 20 近十年中国啤酒市场规模增长稳健（亿元）	14
图 21 2013-2023 年头部玩家吨价逐步提升（元/千升）	14
图 22 2017 年起啤酒行业龙头毛销差提速	14
图 23 中国居民人均可支配收入持续上升	14
图 24 2020-2023 年五大龙头吨价 CAGR 高于 CPI 增速	14
图 25 当前啤酒行业产品结构为金字塔型	15
图 26 我国啤酒销量以 7 元及以下经济啤酒为主	15
图 27 中国中高端啤酒销量占比对比海外有较大提升空间	15
图 28 啤酒应用场景划分	16
图 29 2023 年青岛啤酒非即饮渠道收入占比为 59%	16
图 30 青岛啤酒主品牌销量占比稳步提升	17
图 31 2023 年青岛啤酒品牌价值为啤酒行业第一	17
图 32 青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒推出高端化产品时间线	17
图 33 近五年公司销量较为稳定	18
图 34 2023 年中高端产品销量占比较 2018 年大幅提升	18
图 35 2018-2023 年公司吨价 CAGR 为 5%	18
图 36 青岛啤酒总成本结构拆分（2023 年）	18
图 37 青岛啤酒直接材料拆分（2023 年）	18
图 38 2018 年以来包装物价格（元/吨）	19
图 39 2017 年以来中国进口大麦价格	19
图 40 “大客户+微观运营”销售模式示意图	19
图 41 2018-2023 年公司经销商数量及单经销商创收	19
图 42 2022 年全国啤酒产量省份 TOP5	20
图 43 山东地区为公司主要营收来源	20
图 44 2018-2023 年山东地区收入 CAGR 为 6.20%	20
图 45 分地区毛利率对比	20
图 46 青岛啤酒节每年至少在 50 余座城市举办	21
图 47 通过音乐营销展示品牌年轻化	21
图 48 2017-2023 年公司产能利用率稳步提升	21
图 49 青岛啤酒产能利用率与行业对比	21
图 50 2017-2023 年青岛啤酒减员与提薪情况	22
图 51 2017-2023 年公司员工人员构成	22
图 52 2017-2023 年公司人均销量及同比增速	22
图 53 2017-2023 年人均创收及同比增速	22

盈利预测与估值	2
表 1 青岛啤酒三次战略性投资的发展	8
表 2 公司管理层	8
表 3 青岛啤酒 2019-2023 年杜邦分析	10
表 4 青岛啤酒易拉罐生产线布局时间早	20
表 5 2017 年开始去产能，逐步关闭低效工厂	21
表 6 盈利预测拆分	23
表 7 同业估值比较表	23
附录：三大报表预测值	25

1.百年国啤龙头，高端战略焕活力

1.1.持续自我革新，永葆生机活力

青岛啤酒为国产啤酒代表，市场地位稳固。公司前身为青岛啤酒厂，始创于 1903 年，是中国历史最为悠久的啤酒生产厂。1993 年，公司在 H 股上市，成为首家在香港上市的国内企业，同年登陆 A 股，成为中国首家在两地同时上市的公司。2023 年，公司在国内拥有 57 家全资和控股的啤酒生产企业，实际产能达 946 万千升，其产品已行销 120 个国家和地区，在国际上具有较高的知名度，2023 年“青岛啤酒”品牌价值为 2406.89 亿元，连续 20 年居中国啤酒行业品牌价值第一。回顾公司发展历程，上市后经历了“外延扩张时代”“内涵整合时代”“产品结构升级时代”三个阶段，现已占据啤酒行业领先地位。

图1 青岛啤酒发展历史



资料来源：公司官网，公司公告，金志国《一杯沧海：我与青岛啤酒》，东海证券研究所

(1) 外延扩张时代（1996-2001年）：并购 47 家啤酒企业，完成全国产能布局

1996 年 6 月，彭作义出任公司总经理，拉开青岛啤酒兼并扩张时代的序幕。至 2001 年，青岛啤酒并购了 47 家啤酒企业，形成以青岛、山东为中心的全国性生产布局，在全国 17 个省市拥有 48 家啤酒厂和 3 个麦芽厂，1996-2001 年公司市占率从 2.2% 提升至 11%。

(2) 内涵整合时代（2001-2012年）：多维度改革，盈利能力明显改善

2001 年 8 月，金志国出任公司总经理，针对市场、品牌、管理等方面进行多维度改革，青岛啤酒开始由兼并扩张转向系统整合转变。

1) 统一口味：2002 年青岛啤酒与美国 A-B 公司结为战略联盟后，通过深入学习国际化的酿造标准和管理方法，解决各地口味一致性的问题。

2) 聚焦品牌：为提高青岛啤酒品牌辨别度，公司从 2002 年 100 多个子品牌整合至 2006 年的“1+3”品牌，即以青啤为主品牌，汉斯、山水、崂山为第二品牌。另外，规划经销商定位和价格体系，形成全国统一的价格。

3) 管理变革：公司历经三次管理变革，2002 年，公司成立信息管理总部，通过建立 ERP 系统和启动供应链管理平台工程项目，强化公司对渠道和终端的管控能力，提高运营效率；2005 年成立区域性营销公司并替代原有事业部体制，青岛啤酒初步从生产型企业转变为市场型企业；2007 年，公司成立营销中心和制造中心，进行产销分离，提高专业化运营水平。2001-2012 年公司盈利能力明显改善，归母净利润 CAGR 为 29.43%，明显高于营收 CAGR 的 15.51%。

(3) 产品结构升级时代（2012-至今）：中高端销量占比不断提升

在 2013 年啤酒行业产量见顶、进口啤酒、高端啤酒占比提升的背景下，公司依托业内唯一的生物发酵国家级重点实验室，不断推出高附加值产品，实现产品结构升级。2013 年-2016 年，公司相继推出鸿运当头、经典 1903、全麦白啤、皮尔森等中高端产品；2020 年和 2022 年公司推出“百年之旅”、“一世传奇”超高端产品，进一步拔高公司品牌。中高端销量占总销量的比例由 2013 年 18.16% 提升至 2023 年 40.46%。

图2 2013 年以来，青岛啤酒不断推出高附加值产品

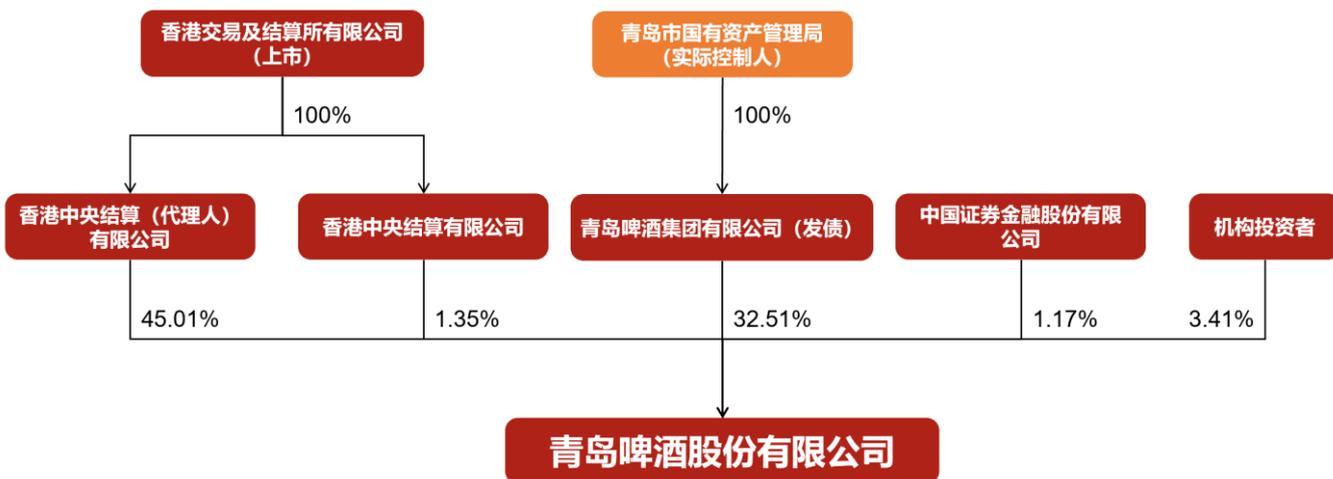


资料来源：微信青岛啤酒官方旗舰店，东海证券研究所（截至 2024 年 7 月 21 日）

1.2. 股权结构清晰，公司治理稳健

公司股权结构清晰，多次引进战投成为优质国企。截至 2024Q1，青岛国资委为公司实际控制人，持有 32.51% 的股权。纵观公司股权结构的变化，曾三次引入战略投资者，不断优化经营管理，成为优质国企。1) 2002 年，引入美国啤酒龙头安海斯-布希 (A-B 公司)，实现各地工厂生产标准化，解决口味一致性问题，为品牌在全国推广奠定基础；2) 2009 年，引入朝日啤酒，利用其资源开展生产和销售业务，营收由 2009 年 180 亿元提升至 2017 年 263 亿元；3) 2018 年，通过复星集团旗下酒店、餐饮业务提高公司的渠道渗透力，除 2020 年、2021 年受疫情影响销量略低于 800 万千升，其余均在 800 万千升以上。

图3 公司股权结构（截至 2024Q1）



资料来源：iFind，东海证券研究所

表1 青岛啤酒三次战略性投资的发展

	内容
第一次	2002年10月，青岛啤酒与美国啤酒龙头安海斯-布希（A-B公司）签署《战略性投资协议》，分三批定向发行3亿股H股可转债。转换完成后，A-B公司持股比例达27%，成为公司第二大股东。
第二次	2008年，英博公司收购A-B公司后，更名为百威英博，并将持有的27%股权中的19.99%出让给朝日啤酒。百威英博接替成为公司第二大股东。
第三次	2017年12月，朝日集团将持有股份中的17.99%出售给复星集团，复星集团成为公司第二大股东。2019年，复星集团开始逐步减持公司H股；2020年12月，复星集团持股比例由12.84%下降至10.57%；2022年5月底，复星集团不再持有青岛啤酒股份。

资料来源：公司公告，东海证券研究所

管理团队稳定，长期深耕啤酒行业。被誉为“营销大师”的黄克兴在公司工作超30年，具有多年一线实战经验，带领团队构建了青岛啤酒品牌传播、产品销售、消费者体验、粉丝互动四位一体的品牌推广模式。公司制造总裁、总酿酒师徐楠在啤酒技术领域深耕30余年，曾荣获第三届“中国酿酒大师”荣誉称号，具有丰富的生产运营及质量管理经验，有力保障产品质量。

表2 公司管理层

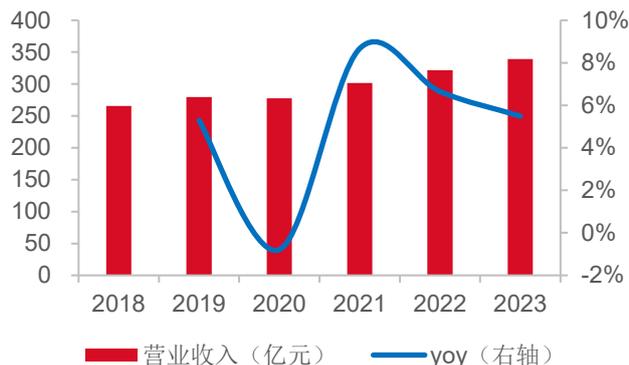
姓名	职务	年龄	简历
黄克兴	董事长	61	现任公司董事长、党委书记，曾任公司总裁助理兼战略投资管理总部部长、副总裁、总裁兼营销总裁。具有丰富的啤酒行业战略规划、投资管理、经营管理、市场营销及品牌管理经验。
姜宗祥	总裁	51	现任公司总裁、党委副书记、执行董事。曾任公司战略投资管理总部副部长、信息管理总部部长等，具有丰富的生产运营及商务管理经验。
王瑞永	副总裁	58	现任公司副总裁、执行董事，曾任公司总裁助理，营销总裁，上海青岛啤酒华东营销公司总经理等，具有丰富的市场营销、生产运营和企业管理经验。
李辉	副总裁	45	现任公司副总裁、兼任营销中心创新营销事业总部总经理、市场发展研究总部总经理。曾任公司战略投资管理总部副部长，具有丰富的企业战略管理和市场营销工作经验。
徐楠	副总裁、制造总裁、总酿酒师	56	现任公司副总裁、制造总裁、总酿酒师。曾任公司制造总裁助理兼青岛啤酒三厂厂长，公司制造总裁助理兼生产技术管理总部部长等。具有丰富的生产运营及质量管理经验，荣获第三届“中国酿酒大师”荣誉称号。
员水源	副总裁、供应链总裁	47	现任公司副总裁兼供应链总裁。曾任青岛啤酒股份有限公司营销中心华北省区总经理助理、公司营销中心河北省区总经理等，具有丰富的啤酒市场一线营销工作和供应链管理工作经验。
蔡志伟	营销总裁	56	现任公司营销总裁。曾任青岛啤酒二厂副厂长，公司营销副总裁兼营销中心销售管理总部总经理等，具有丰富的营销管理经验。
侯秋燕	财务总监	57	现任公司财务总监，曾任财务管理总部部长、副部长等。长期从事上市公司财务管理工作，具有丰富的啤酒企业生产及销售等经营及财务管理经验。
张瑞祥	董事会秘书	59	现任公司董事会秘书兼董事会秘书室主任，曾任公司董事会秘书室副主任、主任兼证券事务代表，具有长期上市公司运作、信息披露及资本市场融资经验。

资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.3. 产品结构持续优化，盈利能力不断提升

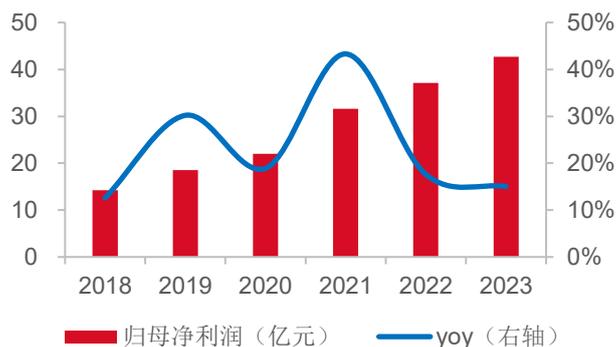
中高端产品占比不断提升，助力公司盈利持续高增。2023年营收和归母净利润分别为339.37亿元（同比+5.49%，下同）和42.68亿元（+15.02%），主要得益于青岛经典、白啤持续快速增长，以及公司新推出青岛啤酒1升精品原浆与1升水晶纯生的市场表现较好，共同优化公司产品结构。2018-2023年营收、归母净利润CAGR分别为5.01%和24.58%，净利润表现优于营收，核心原因为产品结构升级，2023年青岛主品牌营收占比达69.64%，相比2018年提升8.20pct；2023年中高端产品销量占总销量比例为40.46%，较2018年提升18.88pct。

图4 2018-2023 年营业收入及增速



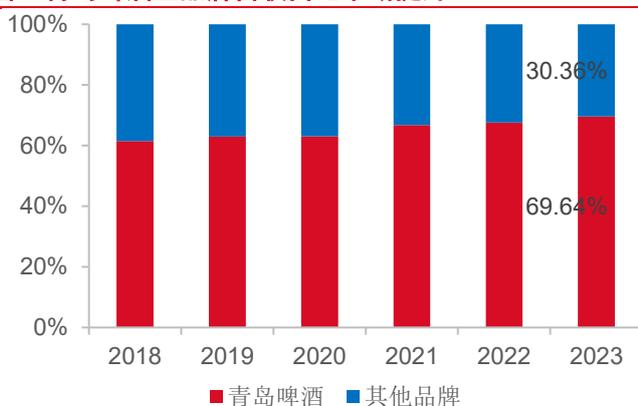
资料来源: wind, 东海证券研究所

图5 2018-2023 年归母净利润及增速



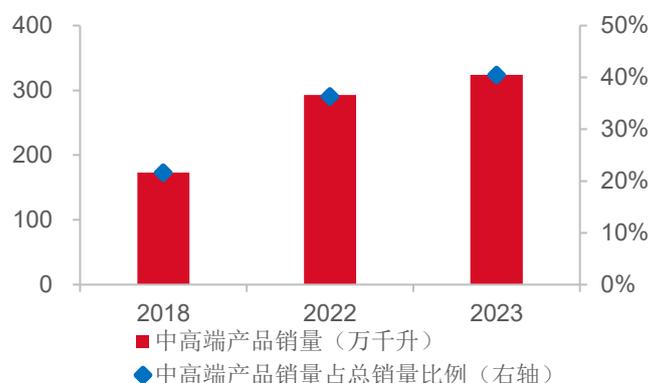
资料来源: wind, 东海证券研究所

图6 青岛啤酒主品牌营收占比不断提升



资料来源: wind, 东海证券研究所

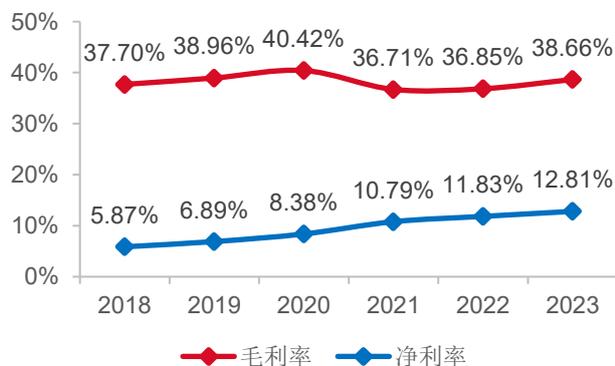
图7 中高端产品销量占总销量比例稳步增加



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

整体费率呈下降态势,净利率持续提升。①盈利:2023年毛利率、净利率分别为38.66% (+1.81pct,下同)和12.81% (+0.98pct),受益于产品结构优化,中高端产品销量亮眼,2023年中高端以上产品销量324万千升,同比增长10.5%。②费率:2023年期间费用率为17.30% (+0.78pct),主要为公司加大品牌宣传力度,销售费率拉动所致,2023年销售费率13.87% (同比+0.82pct)。其余费率均较稳定,2023年管理、财务、研发费率分别为4.48% (-0.10pct)、-1.35% (-0.04pct)、0.30% (+0.1pct)。整体费率仍保持下降态势。

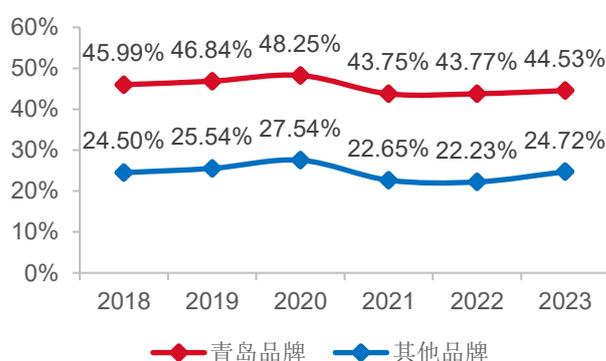
图8 2018-2023 年公司毛利率及净利率



资料来源: wind, 东海证券研究所

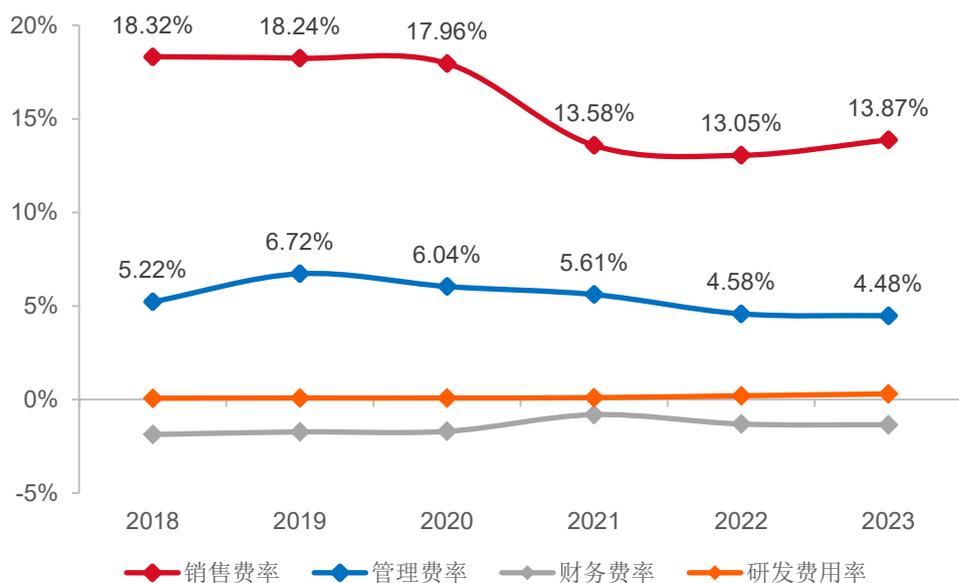
注:2021年毛利率下降主因口径调整,运输费用由销售费用调整至营业成本,同口径下啤酒业务毛利率增长1.28pct

图9 分品牌毛利率



资料来源: wind, 东海证券研究所

图10 三费及研发费率



资料来源: wind, 东海证券研究所

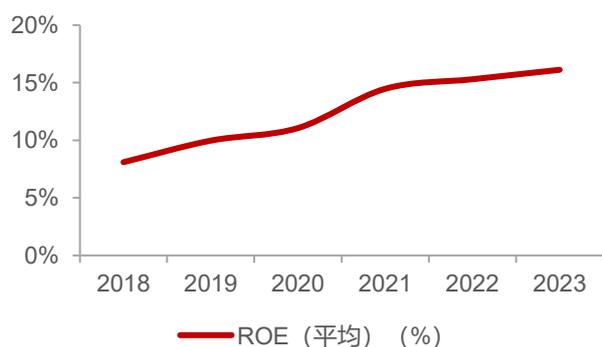
ROE 大幅抬升, 得益于净利率牵引。2023 年公司 ROE 为 16.12%, 相比 2018 年提升 8.02pct, 大幅增长的驱动为净利率提升, 资产周转率和权益乘数整体较稳定。横向对比来看, 青岛啤酒 ROE 位于行业前列, 预计随着高端产品占比提高, ROE 有望持续上行。

表3 青岛啤酒 2019-2023 年杜邦分析

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
净资产收益率 (平均) (%)	8.1	9.97	11.06	14.47	15.3	16.12
销售净利率 (%)	5.87	6.89	8.38	10.79	11.83	12.81
资产周转率 (次)	0.82	0.78	0.7	0.69	0.66	0.68
权益乘数	1.85	1.92	1.98	2.02	2	1.88

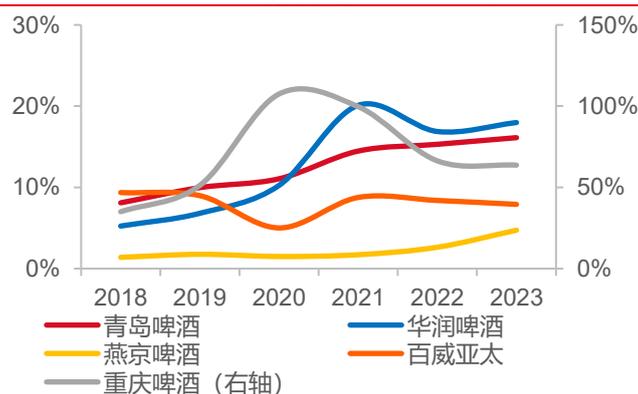
资料来源: wind, 东海证券研究所

图11 青岛啤酒 ROE



资料来源: wind, 东海证券研究所

图12 2018-2023 年啤酒行业龙头 ROE 对比

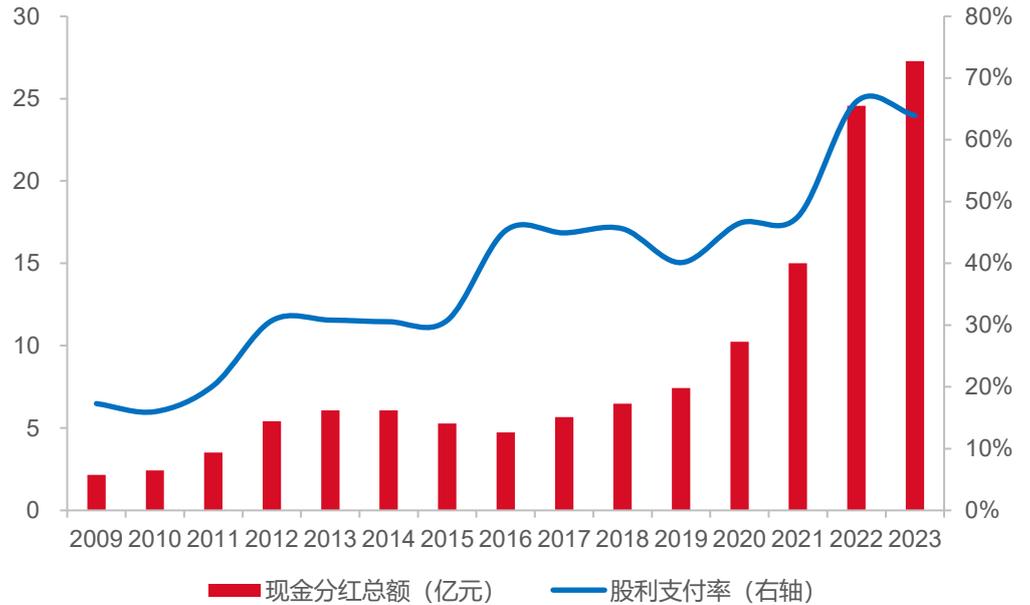


资料来源: wind, 东海证券研究所

注: 重庆啤酒 ROE 远高于行业, 主要系少数股东占比高, 权益乘数大

分红率持续提升, 具备长期配置价值。2008 年公司跻身世界品牌 500 强, 2009 年至今公司累计现金分红总额 132.34 亿元, 上市以来平均分红率高达 42.89%, 2023 年股利支付率超 60%。长期来看, 我们认为在新“国九条”的监管下, 公司依托稳定商业模式, 充沛现金流及高分红率, 具备长期配置价值。

图13 青岛啤酒现金分红总额及股利支付率



资料来源：wind，东海证券研究所

2. 高端化发展趋势不变，保持量稳价增

2.1. 竞争格局：CR5 稳定，呈现区域割据

1900-1978 年：发展萌芽期

20 世纪初期，由于酿造啤酒所需原材料大多依赖国外进口，同时酿造技术被西方企业掌握，中国啤酒市场基本被外资企业垄断。新中国成立后，随着三大改造完成，我国出现新建和改制的国营啤酒厂，啤酒行业进入新阶段，通过合作和引进技术，实现了啤酒酿造生产技术和原料的国产化。

1979-1993 年：飞速发展期

1985 年，我国启动“啤酒专项工程”，各地大兴酒厂，1988 年底全国啤酒厂家达到 813 个，全国出现“啤酒热”，形成“一城一啤”的格局。1993 年，我国以 1192 万吨的啤酒产量超越德国成为世界第二大啤酒生产国。

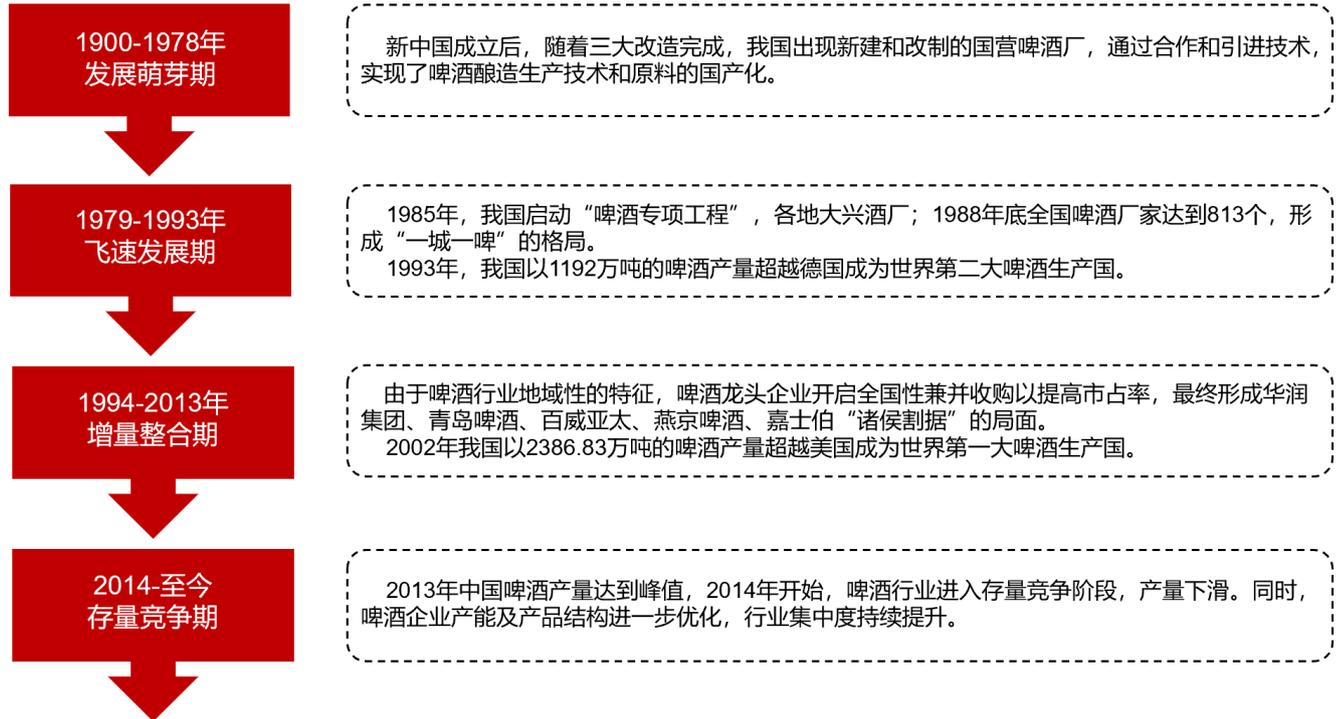
1994-2013 年：增量整合期

由于啤酒行业地域性的特征，啤酒龙头企业开启全国性兼并收购以提高市占率。经过一系列资本并购洗牌，最终形成华润集团、青岛啤酒、百威亚太、燕京啤酒、嘉士伯“诸侯割据”的局面。2002 年我国以 2386.83 万吨的啤酒产量超越美国成为世界第一大啤酒生产国。

2014-至今：存量竞争期

2013 年中国啤酒产量达到峰值，2014 年开始，啤酒行业进入存量竞争阶段，产量下滑。同时，啤酒企业产能及产品结构进一步优化，行业集中度持续提升。伴随着消费者消费能力和消费理念的变化，消费者消费升级，啤酒产品向高端化、多元化发展，行业进入“量稳价升”时期，啤酒价格稳步提升。

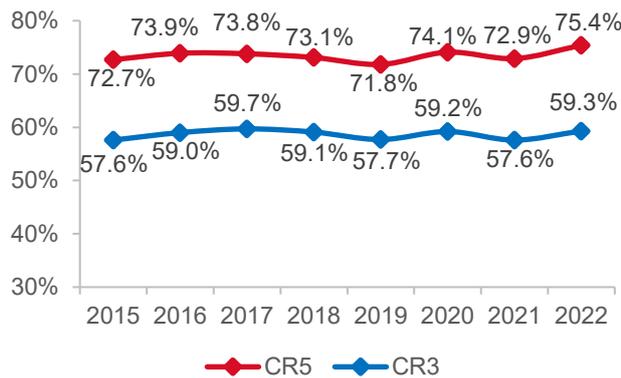
图14 中国啤酒产业发展历史



资料来源：公司资料整理，东海证券研究所

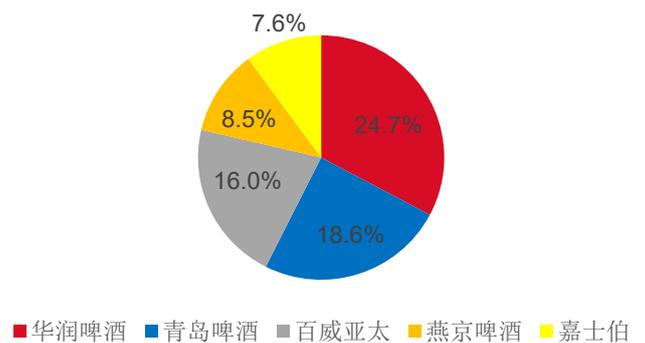
目前啤酒行业竞争格局较稳定，五大龙头占据70%+市场份额。啤酒行业已发展至成熟阶段，市场份额高度向龙头靠拢且较稳定，五大龙头割据一方。2022年CR5为75.4%，其中华润啤酒市占率第一达24.7%，核心市场为东三省、四川、安徽；青岛啤酒以18.6%市占率位于第二，在山东、陕西具有统治性优势；百威亚太市占率为16.0%，牢牢占据湖北、江西、福建；燕京啤酒市占率为8.5%，在北京、内蒙古、广西具有领先优势；嘉士伯市占率为7.6%，在重庆、云南、新疆、宁夏市占率领先。

图15 2015-2022年啤酒行业CR3和CR5较稳定



资料来源：欧睿，东海证券研究所

图16 2022年前五名啤酒厂商市场份额



资料来源：欧睿，东海证券研究所

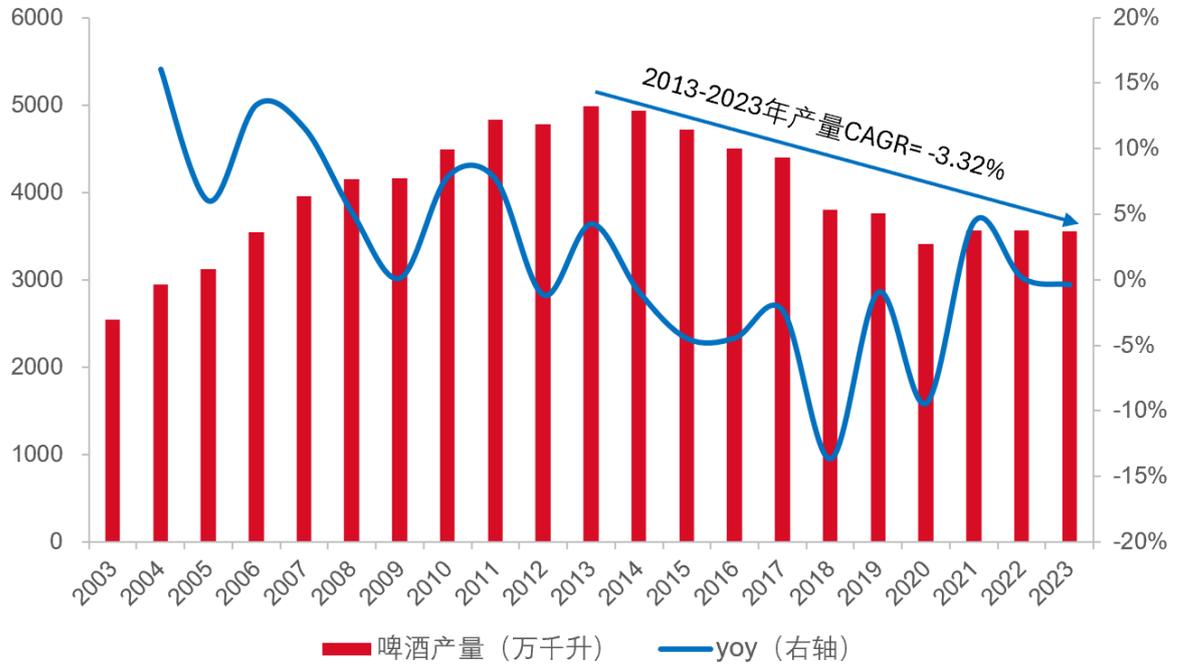
2.2.行业趋势：高端化趋势不变，升级潜力仍较充足

2.2.1.人口结构稳定，人均收入上行，驱动行业量稳价增

消费人群数量和人均可支配收入为啤酒行业规模核心驱动力。2013年之后，啤酒产量和啤酒主要消费人群数量见顶回落，在行业增量空间有限且行业集中度高的情况下，为提高利润率，龙头企业不断推出中高端产品及主动提价。行业增长逻辑从“量价齐升”变为“量稳价增”。

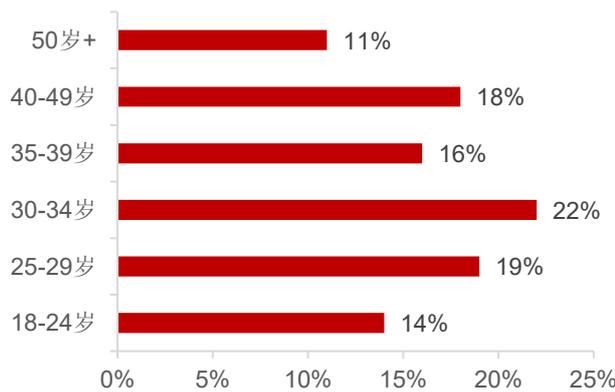
量：2023-2028 年啤酒主力消费人群数量 CAGR 为-0.50%，预计啤酒行业销量维持稳定。 2013 年前我国啤酒行业处于中高速增长阶段，产销量不断提高。2013 年产量达到 4982.79 万千升的顶峰后，产销量开始逐年缓慢下滑，截至 2023 年产量为 3555.5 万千升。根据《2023 淘宝天猫啤酒趋势白皮书》，啤酒消费人群以 18-49 岁为主，以国家统计局每年出生人口数据测算，2023-2028 年啤酒主力消费人群数量 CAGR 为-0.50%，主力消费人群数量平稳，预计啤酒行业整体销量维持稳定。

图17 啤酒行业产量自 2013 年见顶后，逐步下降



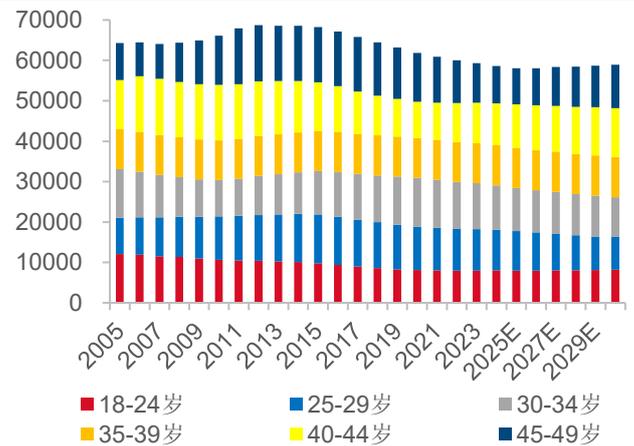
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图18 啤酒消费主力为 18-49 岁人群



资料来源：《2023 淘宝天猫啤酒趋势白皮书》，东海证券研究所

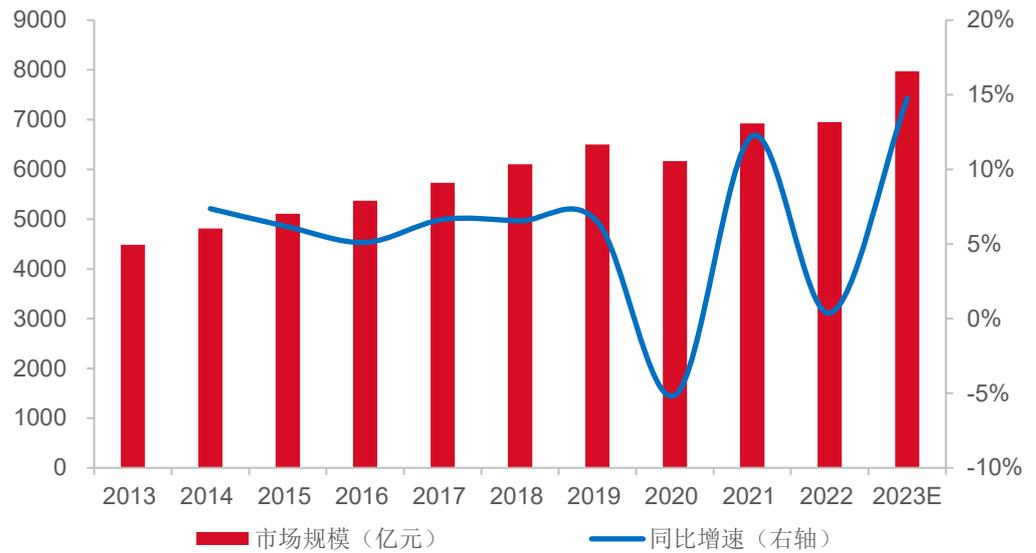
图19 啤酒消费主力数量 2023-2028 年 CAGR 为-0.50% (人)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所 注 假设死亡率为 0

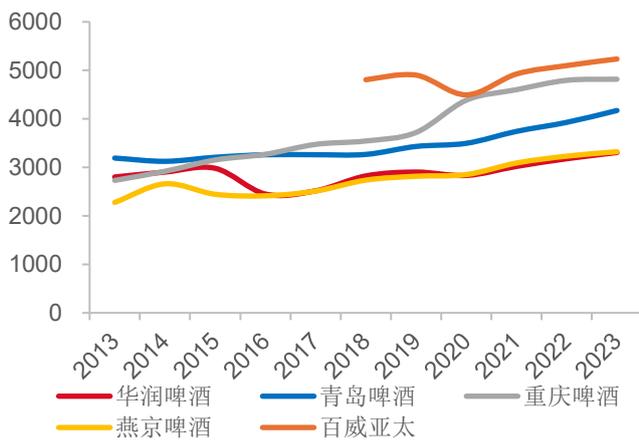
价：人均收入保持增长，吨价具备持续上升基础。 得益于啤酒龙头产品结构升级，产量回落后，吨价上行牵拉啤酒行业市场规模增长。据欧睿零售口径的数据，市场规模从 2013 年的 4483.97 亿元增至 2022 年 6947.17 亿元，CAGR 为 4.98%，其中高端化进程加速的时点为 2018 年，随着啤酒行业集体提价和华润啤酒提出关闭 1/3 产能指引，各啤酒龙头毛销差开始走扩。站在当下时间点展望未来，虽然短期消费市场疲软，但我们认为高端化趋势不变，主要原因为：1) 人均可支配收入仍持续增长，且疫后居民健康意识进一步提升，兼具购买中高端啤酒的能力和意愿；2) 过去三年疫情压力测试下，多数龙头吨价 CAGR 高于 CPI 年均复合增速 3pct 以上，表明高端化发展韧性充足。

图20 近十年中国啤酒市场规模增长稳健（亿元）



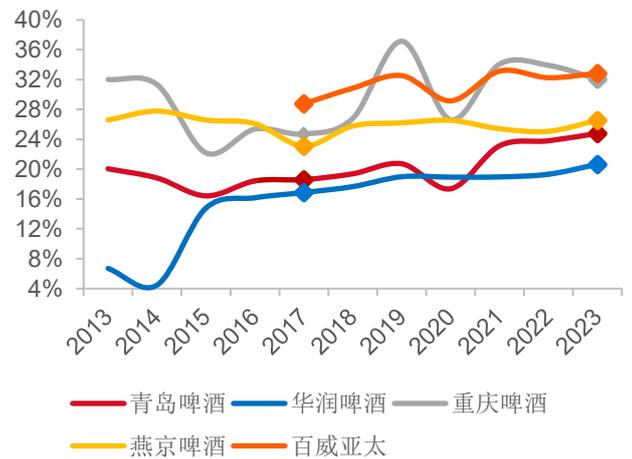
资料来源：欧睿，东海证券研究所

图21 2013-2023 年头部玩家吨价逐步提升（元/千升）



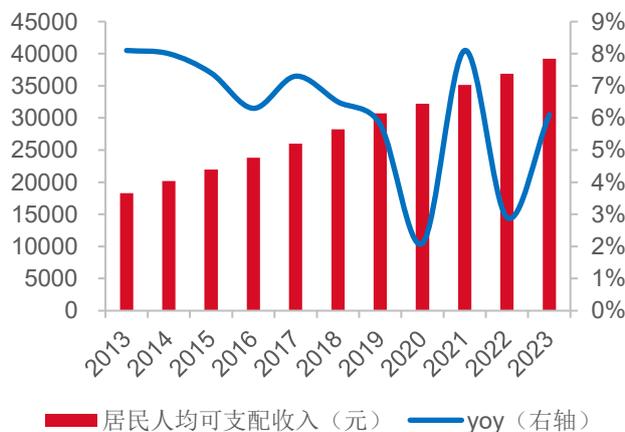
资料来源：公司年报，东海证券研究所

图22 2017 年起啤酒行业龙头毛销差提速



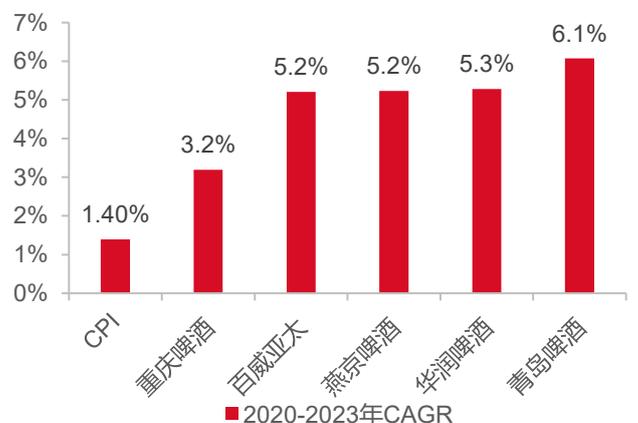
资料来源：wind，东海证券研究所

图23 中国居民人均可支配收入持续上升



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图24 2020-2023 年五大龙头吨价 CAGR 高于 CPI 增速



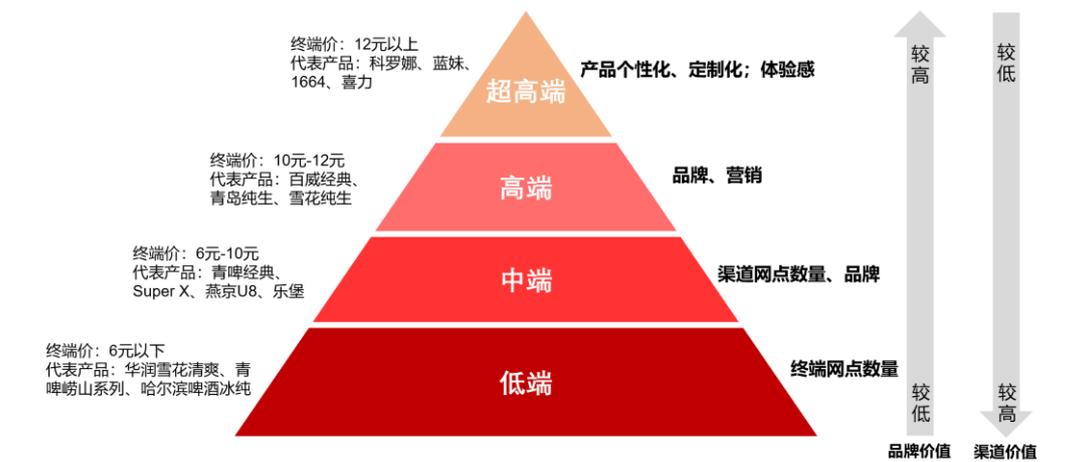
资料来源：国家统计局，各公司年报，东海证券研究所

2.2.2.6-10 元价格带确定性较高，中高端扩容潜力充足

6-10 元为高端化主要驱动，核心产品受益扩容红利。啤酒高端化路径，一是高端产品推新，二是低价格带向上升级，在宏观环境弱复苏背景下，居民消费更理性并且注重产品品质价比，我们认为低价格带向上升级的路径更具确定性。按终端价格带划分，啤酒可分为低端（6 元以下）、中端（6-10 元）、高端（10-12 元）、超高端（12 元以上），目前我国啤酒销量以低端为主，产品结构呈金字塔形，其中 6-10 元价格带确定性较高，一方面受低端产品升级驱动，另一方面承接高价格带的需求回落。近年青岛啤酒经典、Super X、燕京 U8 等产品保持较高增速，亦验证该价格带产品受益扩容红利。

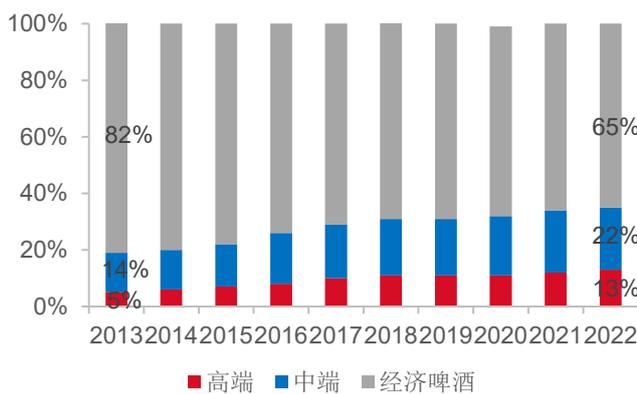
我国中高端啤酒发展潜力充足，竞争逐步侧重于品牌。随着价格带的上移，消费者需求也在逐步升级，核心竞争要素从终端渠道掌控力逐步转变为品牌。具体来看，在中端价格带，消费者追求品质升级，注重品牌消费；高端及以上价格带，消费者追求体验感升级，核心产品需满足个性化、定制化和口味多元化需求。对比海外，我国中高端销量占比远低于发达国家，发展潜力充足。根据欧睿数据，2022 年，中高端啤酒销量占比为 34.8%，同期新加坡、法国、美国中高端啤酒销量占比为 97.5%、96.6%和 79.0%。

图25 当前啤酒行业产品结构为金字塔型



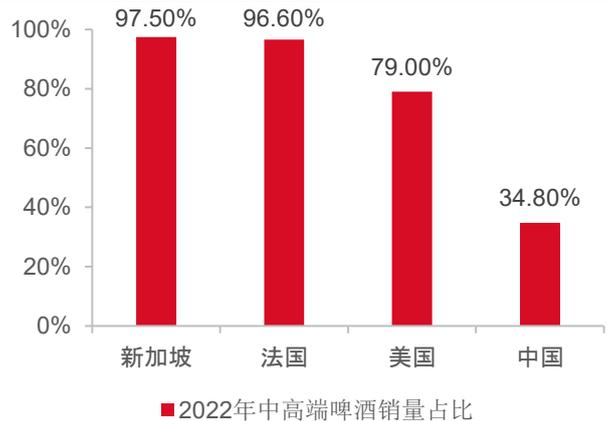
资料来源：各公司官网，东海证券研究所

图26 我国啤酒销量以 7 元及以下经济啤酒为主



资料来源：欧睿，东海证券研究所

图27 中国中高端啤酒销量占比对比海外有较大提升空间



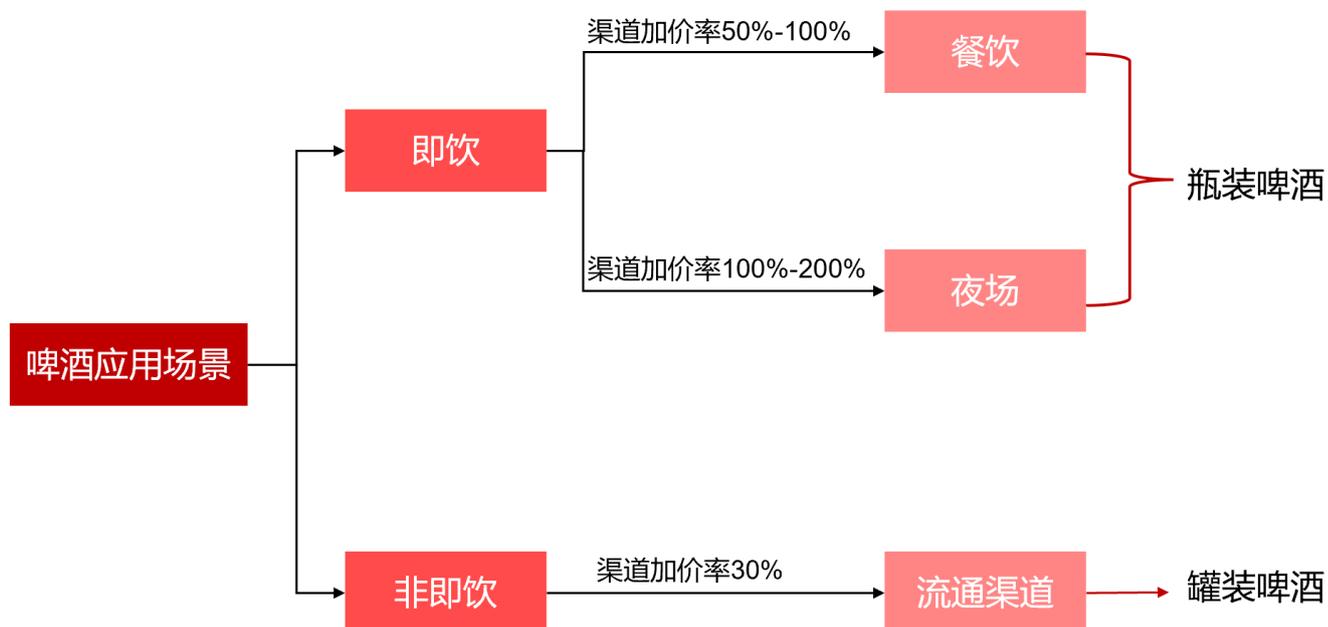
资料来源：欧睿，东海证券研究所

2.2.3.非即饮渠道占比提升，罐化率提升有望加速

即饮场景受损，非即饮渠道占比预计持续提升，罐化率提升有望加速。啤酒的应用场景分为即饮和非即饮，疫后非即饮渠道占比不断提升，以青岛啤酒为例，非即饮收入占比从 2019 年 40%提升至 2023 年 59%。当前宏观经济维持弱复苏，根据天眼查数据，2024 年 H1 国内餐饮吊注销达 105.6 万家，关闭数量接近 2023 年全年 80%，高端餐饮和夜店受影

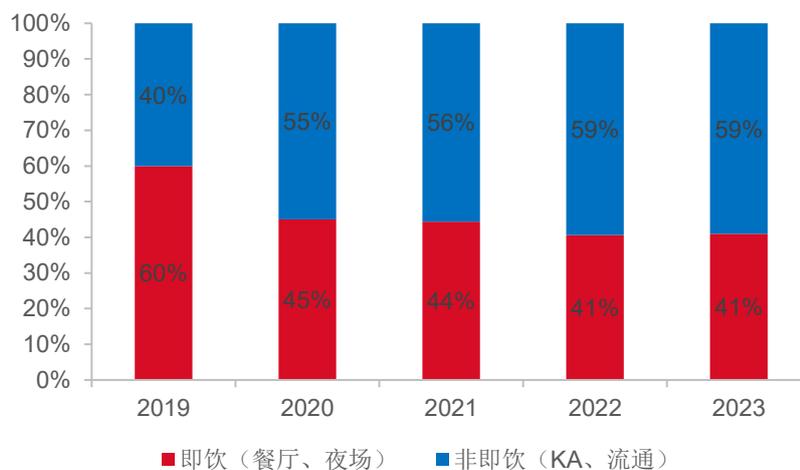
响较大，部分啤酒消费转向非即饮，预计非即饮收入占比将持续提升。非即饮渠道主要销售罐装啤酒，罐化率提升有望加速。2022年我国罐化率为27.1%，对比美国、英国等65%以上的罐化率存在较大提升空间。

图28 啤酒应用场景划分



资料来源：酒业家，东海证券研究所

图29 2023年青岛啤酒非即饮渠道收入占比为59%



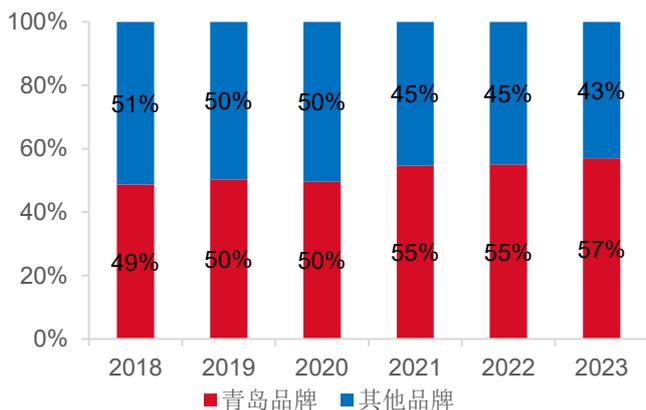
资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.品牌积淀深厚，高端战略持续推进

3.1.品牌影响力强大，中高端产品布局完善

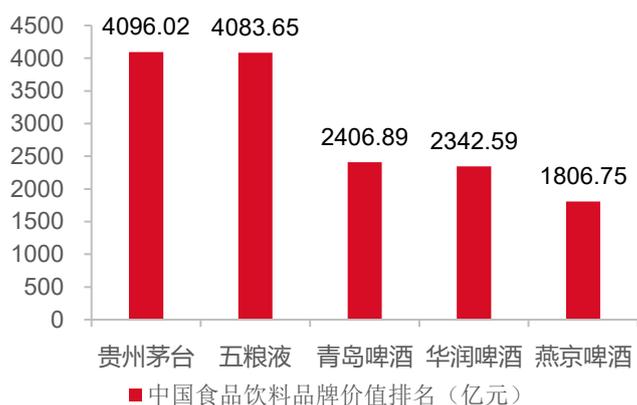
品牌影响力强大，奠定高端化基础。公司坚持“青岛+崂山”品牌战略，实现全价格带覆盖，其中青岛品牌主攻中高端价格带，崂山主攻大众市场，近些年青岛品牌销量占比不断提升，2023年青岛/崂山品牌销量占比为57%/43%。根据世界品牌实验室发布的品牌价值榜单，2023年“青岛啤酒”品牌价值为2406.89亿元，连续20年居中国啤酒行业品牌价值第一，具有强大的品牌影响力。

图30 青岛啤酒主品牌销量占比稳步提升



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图31 2023年青岛啤酒品牌价值为啤酒行业第一



资料来源：世界品牌实验室，东海证券研究所

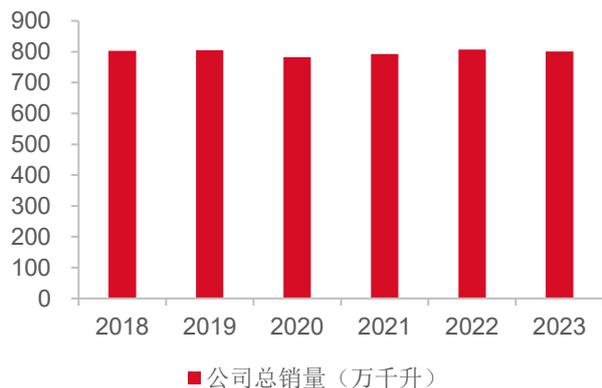
研发实力强劲，中高端产品布局完善。公司拥有啤酒行业唯一国家重点实验室——啤酒生物发酵国家重点实验室，研发实力突出，中高端产品推出时间早于同业，已打造出啤酒中端市场第一大单品经典，规模超200万千升；白啤规模也超10万千升。近年超高端产品矩阵不断完善，熟啤产品推出了“一世传奇”、“百年之旅”，生啤产品推出了原浆，进一步满足细分市场需求。2018年以来，除2021、2022年，公司总销量稳定在800万千升以上，得益于中高端产品销量占比大幅提升，吨价不断上行，以5%的年均复合增速提升至2023年4171元/千升。

图32 青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒推出高端化产品时间线



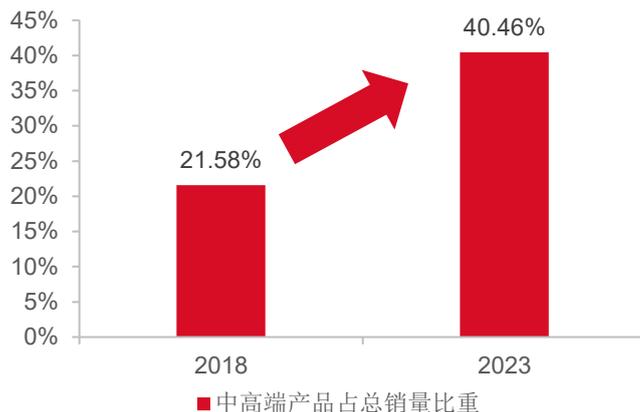
资料来源：公司官网，东海证券研究所

图33 近五年公司销量较为稳定



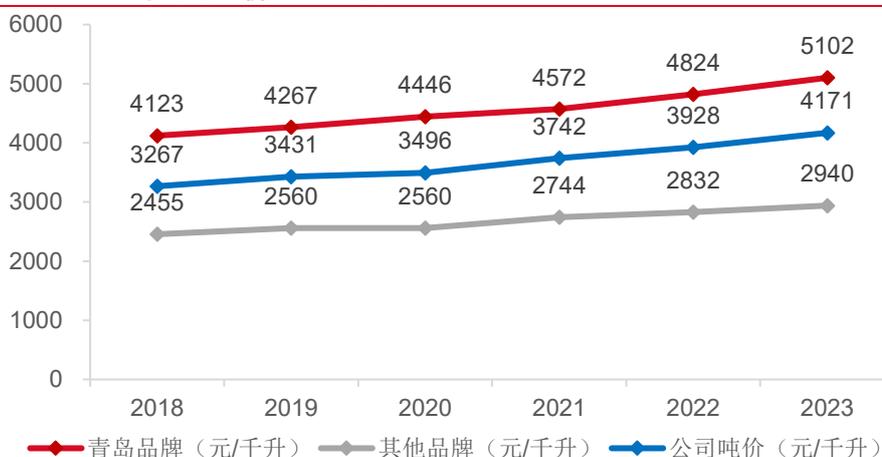
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图34 2023年中高端产品销量占比较2018年大幅提升



资料来源：公司公告，东海证券研究所

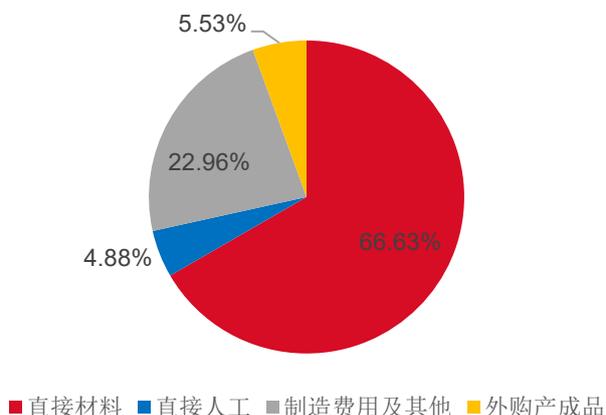
图35 2018-2023年公司吨价 CAGR 为 5%



资料来源：公司公告，东海证券研究所

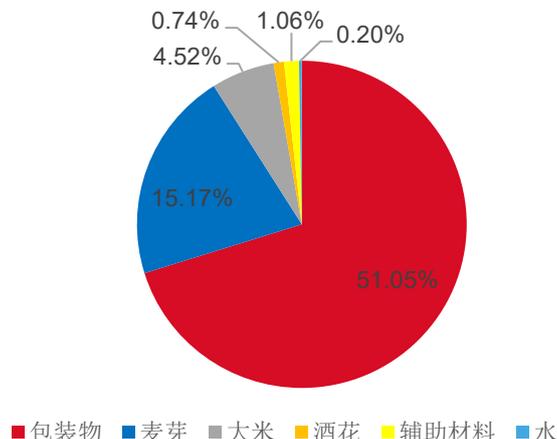
短期盈利提升得益于成本红利，长期受益高端化战略。从公司总成本结构拆分看，直接材料为毛利率变化主因，2023年直接材料占比66.63%，其中包装物（玻璃、铝锭、瓦楞纸）在直接材料占比最高达51.05%，其次为麦芽占15.17%。短期看，2023年出台的终止“双反”措施，中国进口大麦价格呈现下降趋势，缓解公司原料端成本压力；此外，主要包装物玻璃、瓦楞纸亦持续下行，预计全年成本改善明显。长期看，公司将通过持续升级产品结构消化成本压力。

图36 青岛啤酒总成本结构拆分（2023年）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图37 青岛啤酒直接材料拆分（2023年）



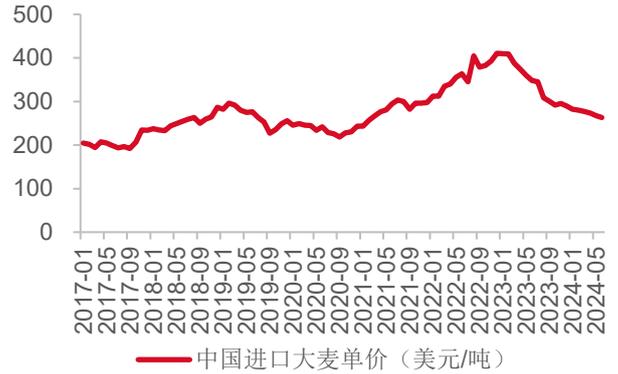
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图38 2018年以来包装物价格（元/吨）



资料来源：wind，东海证券研究所

图39 2017年以来中国进口大麦价格

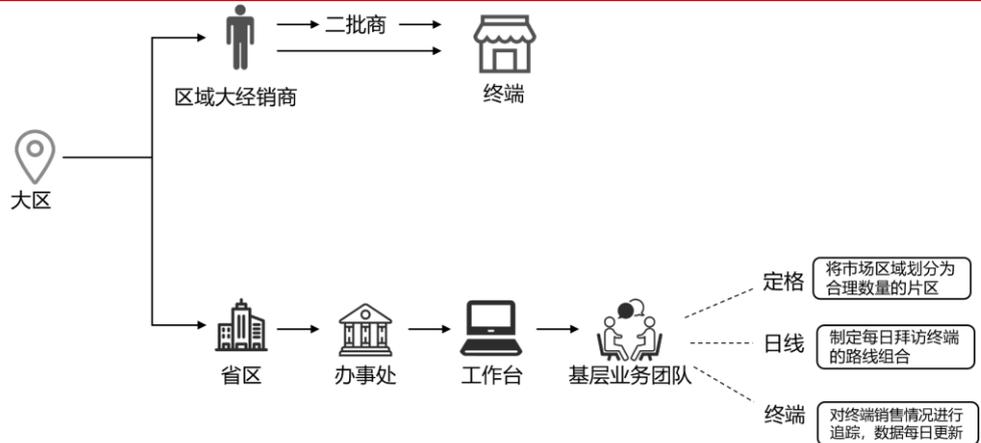


资料来源：海关总署，东海证券研究所

3.2.持续优化渠道体系，提高销售效率

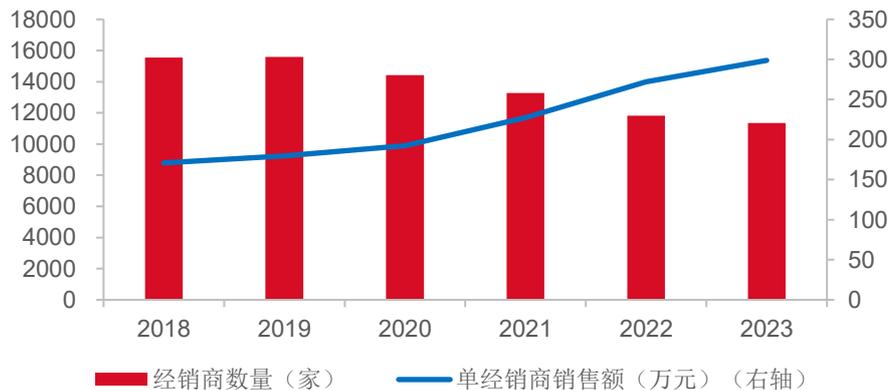
区域销售因地制宜，渠道改革成效显著。线下为啤酒的主要销售渠道，公司采用“大客户+微观运营”销售模式，微观运营即深度分销。公司根据不同市场采用不同模式，按区域进行精细化管理，提高渠道掌控力，华南主要采用大客户模式，北方主要推行深度分销。同时，积极培育战略性经销商，提高对区域市场的分销能力，助力公司产品销售。近些年，因地制宜的推进渠道模式变革，效率提升显著，2023年大区效率同比提升22%，经销商效率同比提升59%，区域人均销量同比提升10%。截至2023年末，公司经销商为11357家，单经销商销售额298.82万元，随着公司数字化发展呈现上升态势。

图40 “大客户+微观运营”销售模式示意图



资料来源：公司公告，东海证券研究所

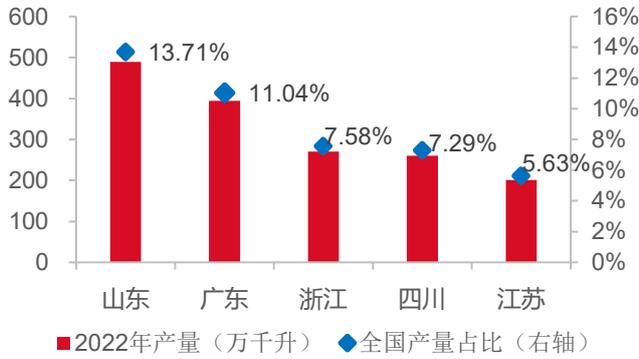
图41 2018-2023年公司经销商数量及单经销商创收



资料来源：公司年报，东海证券研究所

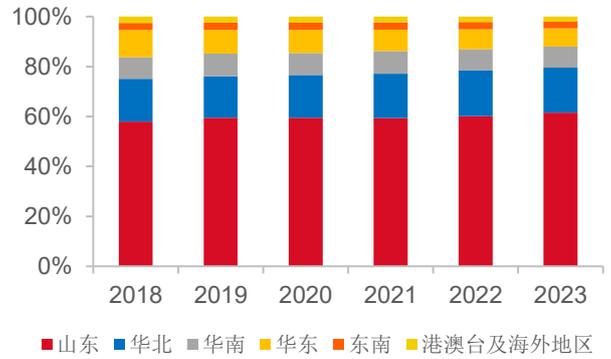
区域升级思路清晰，推动崂山、经典规模扩大。山东为公司大本营市场，市占率为 70%-80%，且产销量多年稳居全国首位，2022 年以 489.39 万千升产量占全国 13.71%，为最主要利润池，2023 年山东营收贡献达 61.49%，毛利率为 34.56%（同比+1.11pct），领先于其他地区。目前公司在山东加大崂山和经典推广，推动汉斯、山水区域品牌升级至崂山，及持续扩大经典规模，预计依托大本营的绝对优势，产品结构升级阻力较小，毛利率将逐步提升。其他市场中，华北、西北、东北为公司优势区域，2024H1 东北、华北经销商销量仍在持续增长，整体高端化趋势不变。

图42 2022 年全国啤酒产量省份 TOP5



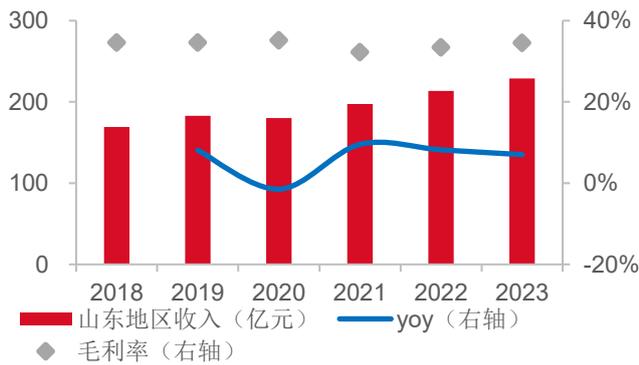
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图43 山东地区为公司主要营收来源



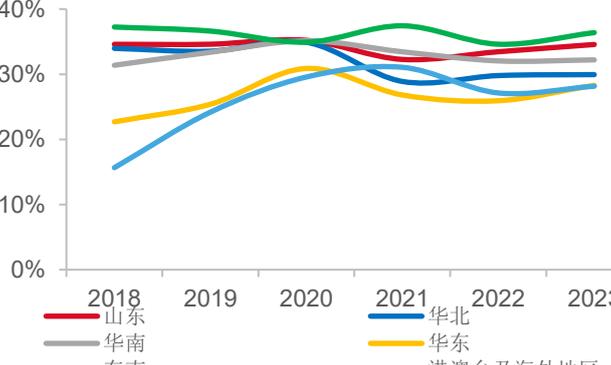
资料来源：公司公告，东海证券研究所
注：不含分部间抵消

图44 2018-2023 年山东地区收入 CAGR 为 6.20%



资料来源：wind，东海证券研究所 注：包括在山东工厂生产运输至省外销售的产品；2021 年毛利率下降主因口径调整，同口径下山东地区毛利率提升 1.64pct

图45 分地区毛利率对比



资料来源：wind，东海证券研究所

易拉罐成本优势领先，非即饮渠道竞争力强。青岛啤酒为国内较早推出易拉罐产品的企业，易拉罐产品销量位于行业前列，成本优势明显。随着非即饮渠道占比提升，公司竞争优势凸显，2023 年青岛啤酒罐化率约 31%，对比美国、英国啤酒企业平均 65% 以上的罐化率仍有较大提升空间。

表4 青岛啤酒易拉罐生产线布局时间早

时间	易拉罐生产线
2017 年	青岛啤酒(泸州)有限公司年生产 5 万千升青岛和崂山品牌产品易拉罐生产线正式投产
2018 年	青岛啤酒(珠海)有限公司 2.4 万罐/小时生产线正式投产
	青岛啤酒(太原)有限公司 3.6 万罐/小时生产线正式投产
2019 年	青岛啤酒(扬州)有限公司 2.4 万罐/小时易拉罐生产线正式投产
	青岛啤酒(徐州)彭城有限公司 3.6 万罐/小时易拉罐生产线投产
2020 年	山东新银麦啤酒有限公司 6 万罐/小时易拉罐生产线正式投产
2024 年	青岛啤酒(兴凯湖)有限公司年产 6 万千升易拉罐生产线正式投产

资料来源：华西都市报，中国国际啤酒网，东海证券研究所

重视体验营销，以兴趣消费塑造品牌活力。1991年，青岛啤酒牵头主办首届青岛国际啤酒节，如今已成为亚洲最大的啤酒盛会，并输出至全国50余座城市。另外公司积极赞助体育赛事和音乐节，提高品牌影响力及塑造品牌活力，青岛啤酒是2008年奥运会、2022年冬奥会赞助商；亚冠、中超、CBA的官方合作伙伴；携手尖叫之夜演唱会、草莓音乐节、ISY音乐节等活动，展示品牌年轻化态度，塑造品牌活力。

图46 青岛啤酒节每年至少在50余座城市举办



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图47 通过音乐营销展示品牌年轻化



资料来源：公司官网，东海证券研究所

3.3. 关厂优化产能，数字化助力人效提升

关闭低效工厂，产能利用率不断提升。2017年以来，公司不断优化产能，每年关闭1-2家低效工厂，提升运营效率。截至2023年，公司在国内拥有57家全资和控股的啤酒生产企业，设计产能1432万千升，实际产能为946万千升，产能利用率为84.64%，较2017提升13.19pct。对比行业，青岛啤酒产能利用率处于行业领先地位。

表5 2017年开始去产能，逐步关闭低效工厂

时间	关闭工厂名称	设计产能（万千升）	实际产能（万千升）
2017年	取消收购河北嘉禾啤酒50%的股权	1482	1058
2018年	关闭安徽芜湖公司、上海杨浦公司	1408	987
2019年	关闭浙江台州公司，北京五星公司	1356	953
2021年	关闭福建漳州公司	1376	949

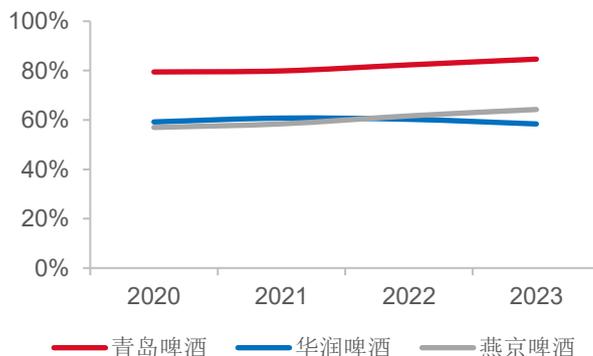
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图48 2017-2023年公司产能利用率稳步提升



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图49 青岛啤酒产能利用率与行业对比

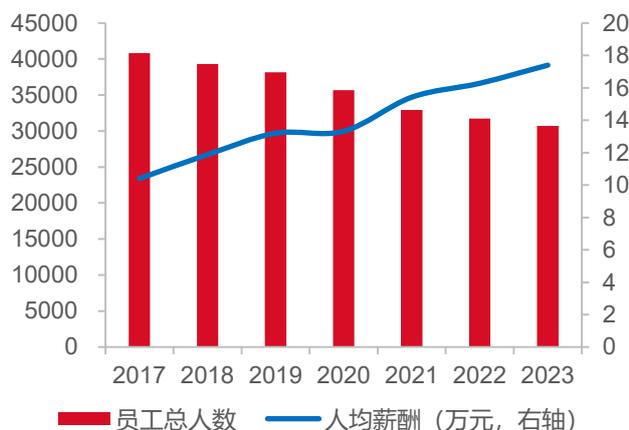


资料来源：公司公告，东海证券研究所

数字化生产助力实现减员提效。公司在关闭落后产能的同时进行减员提效，员工总人数从2017年的4万人优化至2023年的3万人，其中生产、销售人员占比分别为45%、32%，

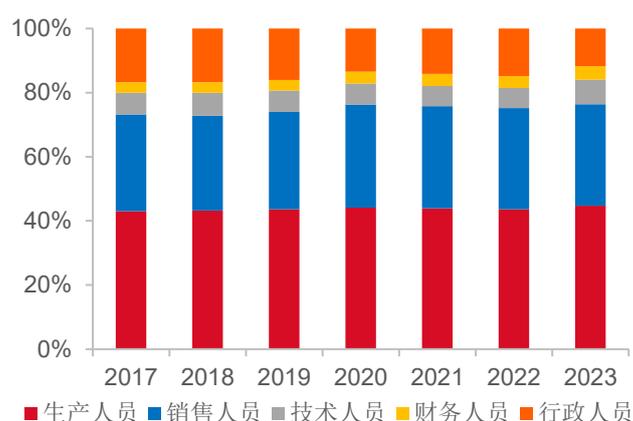
人员结构整体保持稳定。另外，2018年起公司推动传统型生产模式向“互联网+工业”发展，数字化赋能人效提升显著，2017-2023年人均销量、人均创收CAGR分别为4.15%和9.43%。

图50 2017-2023年青岛啤酒减员与提薪情况



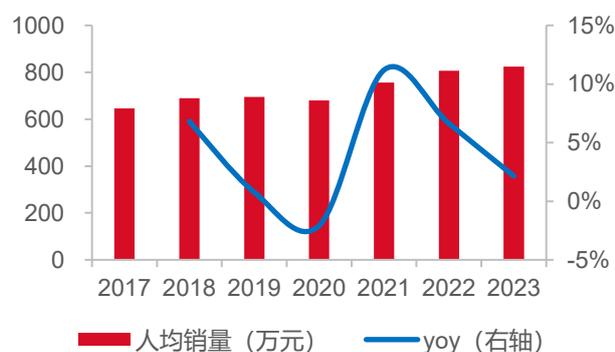
资料来源: wind, 东海证券研究所

图51 2017-2023年公司员工人员构成



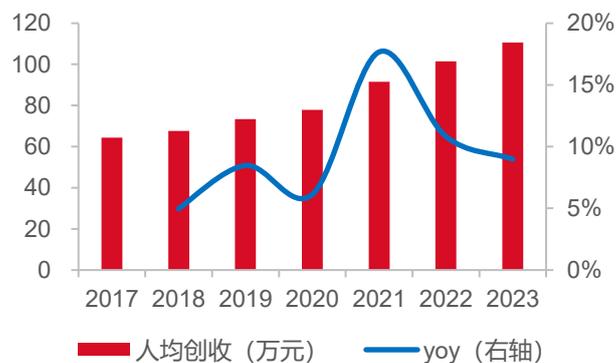
资料来源: wind, 东海证券研究所

图52 2017-2023年公司人均销量及同比增速



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图53 2017-2023年人均创收及同比增速



资料来源: wind, 东海证券研究所

4.盈利预测及估值

4.1.盈利预测

(1) 收入端：1>销量：在量稳价增的行业趋势下，青岛主啤酒销量预计稳中有升，其他品牌销量预计逐年下降。同时结合 2024 年降雨较多及宏观经济维持弱复苏，预计 2024-2026 青岛主品牌销量分别同比-1.50%、+2.80%、+1.50%；其他品牌销量分别同比-4.25%、1.35%、-2.00%。**2>吨价：**在行业高端化不变趋势下，公司整体吨价预计不断攀升，预计 2024-2026 青岛主品牌吨价分别同比+2.80%、+3.10%、+3.00%；其他品牌吨价分别同比+3.56%、2.30%、+2.20%。综合来看，2024-2026 年青岛主品牌收入预计同比+1.26%、+5.99%、+4.54%；其他品牌收入预计同比-0.84%、+0.92%、+0.16%。

(2) 盈利端：2024 年受益于大麦成本红利释放及包材成本下降，预计毛利率改善明显；长期产品结构升级牵拉毛利率持续上行，预计 2024 年公司毛利率为 40.17%，2025-2026 年公司毛利率分别为 40.69%、41.54%。

表6 盈利预测拆分

		2023	2024E	2025E	2026E
青岛主品牌	收入（百万元）	23263.00	23555.65	24965.88	26100.58
	YOY	8.62%	1.26%	5.99%	4.54%
	毛利率	44.53%	46.10%	46.45%	47.02%
其他品牌	收入（百万元）	10143.00	10058.04	10150.47	10166.31
	YOY	-1.34%	-0.84%	0.92%	0.16%
	毛利率	24.72%	26.20%	26.42%	27.33%
其他业务	收入（百万元）	530.73	512.15	553.12	608.44
	YOY	11.92%	-3.50%	8.00%	10.00%
	毛利率	47.94%	42.00%	42.85%	43.96%
合计	收入（百万元）	33936.73	34125.84	35669.47	36875.32
	YOY	5.49%	0.56%	4.52%	3.38%
	毛利率	38.51%	40.17%	40.69%	41.54%

资料来源：wind，东海证券研究所

4.2.估值

相对估值：选取在内地上市的三家啤酒龙头重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒作为可比公司，其中重庆啤酒为全国化品牌，燕京啤酒和珠江啤酒为区域强势品牌，2024E 可比公司平均 PE 为 23.82，青岛啤酒 PE 为 16.66，低于行业均值。考虑到青岛啤酒优先享 6-10 元带扩容，及中长期产品结构升级持续推动盈利提升，当前估值具有较高性价比。

表7 同业估值比较表

公司名称	总市值（亿元）	归母净利润增速			P/E		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
重庆啤酒	267	5.79%	7.78%	6.81%	18.89	17.53	16.41
燕京啤酒	272	52.66%	29.22%	22.08%	27.61	21.36	17.50
珠江啤酒	189	21.68%	13.53%	12.59%	24.97	22.00	19.54
青岛啤酒	807	13.59%	11.08%	10.30%	16.66	15.00	13.59

资料来源：wind，东海证券研究所（截至 2024 年 8 月 21 日）注：除青岛啤酒外为万得一致预测

5.投资建议

宏观经济弱复苏背景下，高端啤酒销量承压，中端价格带升级加速推进，青岛啤酒依托大单品经典有望优先受益，同时成本红利释放下利润弹性显现；中长期来看，高端产品布局完善，叠加智能化提升效率，盈利能力有望持续提升，预计 2024/2025/2026 年公司归母净利润分别为 48.48/53.85/59.40 亿元，增速分别为 13.59%/11.08%/10.30%，对应 EPS 为 3.55/3.95/4.35 元，对应当前股价 PE 分别为 16.66/15.00/13.59。首次覆盖，给予“买入”评级。

6.风险提示

(1) 产品结构升级不及预期：高端啤酒消费受宏观经济发展水平影响较大，如果经济增长不及预期，将影响居民收入水平和消费信心，最终导致消费力减弱，结构升级速度或将减缓。

(2) 中高端市场竞争加剧：在消费弱复苏的背景下，啤酒消费者注重质价比，消费市场竞争愈发激烈，如果公司不能紧跟市场发展趋势，满足客户的需求变化，最终将影响业绩。

(3) 食品安全的影响：食饮安全是行业发展的红线，如果食饮安全出现问题，可能对公司估值及长期基本面带来不利影响。

附录：三大报表预测值

利润表					资产负债表				
单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	33,937	34,126	35,669	36,875	货币资金	19,282	19,324	19,611	20,820
%同比增速	5%	1%	5%	3%	交易性金融资产	1,924	1,857	1,784	1,855
营业成本	20,817	20,416	21,141	21,557	应收账款及应收票据	100	101	102	104
毛利	13,120	13,709	14,528	15,318	存货	3,540	3,703	3,735	3,760
%营业收入	39%	40%	41%	42%	预付账款	211	207	214	218
税金及附加	2,387	2,351	2,401	2,463	其他流动资产	4,555	3,974	3,397	3,005
%营业收入	7%	7%	7%	7%	流动资产合计	29,612	29,166	28,843	29,764
销售费用	4,708	4,221	4,284	4,215	长期股权投资	365	367	370	373
%营业收入	14%	12%	12%	11%	投资性房地产	44	56	68	77
管理费用	1,519	1,423	1,455	1,512	固定资产合计	11,146	11,867	13,485	14,471
%营业收入	4%	4%	4%	4%	无形资产	2,493	2,354	2,216	2,080
研发费用	101	82	96	111	商誉	1,307	1,307	1,307	1,307
%营业收入	0%	0%	0%	0%	递延所得税资产	2,026	2,143	2,230	2,160
财务费用	-457	-277	-278	-283	其他非流动资产	2,263	3,758	4,612	5,003
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	资产总计	49,256	51,017	53,131	55,235
资产减值损失	-83	-58	-68	-63	短期借款	0	41	21	14
信用减值损失	-14	-2	-3	-9	应付票据及应付账款	3,146	3,034	3,104	3,114
其他收益	391	365	375	387	预收账款	0	0	0	0
投资收益	172	171	180	185	应付职工薪酬	2,097	2,027	2,080	2,115
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	344	345	361	373
公允价值变动收益	230	13	30	41	其他流动负债	11,332	11,351	11,642	11,919
资产处置收益	179	123	158	148	流动负债合计	16,918	16,799	17,208	17,535
营业利润	5,737	6,520	7,242	7,989	长期借款	0	0	0	0
%营业收入	17%	19%	20%	22%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	10	7	8	8	递延所得税负债	238	244	254	272
利润总额	5,746	6,527	7,250	7,997	其他非流动负债	3,845	3,895	3,873	3,863
%营业收入	17%	19%	20%	22%	负债合计	21,001	20,938	21,335	21,670
所得税费用	1,398	1,588	1,764	1,946	归母公司的所有者权益	27,449	29,182	30,798	32,456
净利润	4,348	4,939	5,486	6,051	少数股东权益	805	897	998	1,110
%营业收入	13%	14%	15%	16%	股东权益	28,255	30,079	31,796	33,565
归属于母公司的净利润	4,268	4,848	5,385	5,940	负债及股东权益	49,256	51,017	53,131	55,235
%同比增速	15%	14%	11%	10%	现金流量表				
少数股东损益	80	91	101	112	单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS（元/股）	3.14	3.55	3.95	4.35	经营活动现金流净额	2,778	5,548	6,925	7,469
基本指标					投资	-3,295	61	84	-50
	2023A	2024E	2025E	2026E	资本性支出	-895	-2,087	-3,016	-2,091
EPS	3.14	3.55	3.95	4.35	其他	728	-458	109	182
BVPS	20.12	21.39	22.58	23.79	投资活动现金流净额	-3,463	-2,484	-2,823	-1,959
PE	23.81	16.66	15.00	13.59	债权融资	-219	21	-42	-17
PEG	1.59	1.23	1.35	1.32	股权融资	0	20	0	0
PB	3.71	2.77	2.62	2.49	支付股利及利息	-2,534	-3,139	-3,772	-4,284
EV/EBITDA	13.89	8.86	7.83	6.93	其他	-114	74	0	0
ROE	16%	17%	17%	18%	筹资活动现金流净额	-2,868	-3,023	-3,814	-4,301
ROIC	13%	16%	17%	17%	现金净流量	-3,548	41	288	1,209

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为2024年8月21日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089