

食品饮料

证券研究报告/行业深度报告

2023 年 06 月 02 日

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

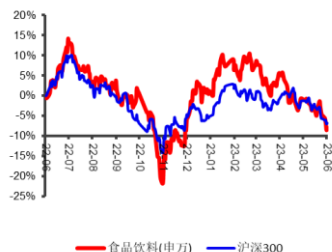
研究助理：晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数 121
行业总市值(亿元) 55,547
行业流通市值(亿元) 53,206

行业-市场走势对比



相关报告

1 《啤酒行业深度报告：长坡厚雪，啤酒高端化方兴未艾——啤酒高端化的量化分析》

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
燕京啤酒	11.60	0.12	0.21	0.33	0.43	96.7	55.2	35.2	27.0	0.62	买入
青岛啤酒	96.01	2.72	3.29	4.01	4.58	35.3	29.2	23.9	21.0	1.09	买入
重庆啤酒	90.49	2.61	3.22	3.91	4.52	34.7	28.1	23.1	20.0	1.08	买入
华润啤酒	43.64	1.34	1.69	2.15	2.54	32.6	25.8	20.3	17.2	0.75	买入
百威亚太	17.56	0.49	0.61	0.71	0.81	35.8	28.8	24.7	21.7	1.51	-

备注 股价取自 2023 年 06 月 01 日收盘价，百威亚太数据取自 wind 一致预期

报告摘要

- 啤酒行业的中长期投资逻辑在于价格而不是销量，疫情后现饮场景修复不止是带来量增，更关键的在于产品结构的修复和对价格的正向贡献。不同于线性外推高端化和价格提升路径，我们深度解析全面复苏下高端现饮渠道回暖将带来啤酒价格的加速点，看好夜场、高端餐饮等渠道修复带来啤酒均价和盈利能力加速提升。
- 海外复盘：疫情放开后现饮修复，推动均价加速增长。（1）疫情导致现饮场景和结构承压，疫后迎来强劲修复。美国 2020 年餐饮大幅承压，但管控放开较早且经济韧性强，2021-2022 年快速修复；西欧节奏慢于美国，2021 年弱复苏，2022 年继续向好。2020 年美国现饮啤酒销量同比下降 39.5%，现饮占比下降 10pct；2021-2022 年现饮快速复苏，2022 年基本恢复至 2019 年。2020 年西欧现饮啤酒销量下降 39.1%，占比下降 12pct；2022 年销量恢复到疫情前的 86%。美国啤酒渠道中酒厂现场+即饮占比只有 20% 左右，但高端精酿啤酒中该渠道占比达到 40%。疫后现饮修复带来结构和均价强劲修复，2021 年精酿啤酒销量和销售额占比提升 0.9%和 3.2%。（2）全球啤酒龙头受益管控放开，疫后均价实现加速增长。百威英博：2020 年 ASP 增速放缓至 2%；2021 年 ASP 增速反弹至 6%；2022 年叠加提价，ASP 增速高达 9%。2020 年百威和科罗娜在外阜市场下滑，时代几乎没有增长；2021 年百威、时代、科罗娜在外阜的增速分别为 20%、20%、30%。喜力：2020 年 ASP 增速为-2%；2021-2022 年受益于高端回暖及 2022 年提价，ASP 增速为 8%和 14%。喜力品牌销量 2020 年略有下降；2021-2022 年分别增长 17%和 15%。2021 对比 2019 年，高端品牌全线复苏。嘉士伯：2020 年 ASP 下降 5%；2021-2022 年 ASP 分别增长 2%和 9%。公司精酿&特色产品销量增速在 2020 年仅微增 1%，2021 年恢复 15%的较快增长。国际品牌乐堡和嘉士伯在 2020 年销量均下降 10%左右，2021-2022 年持续修复。
- 2022 年现饮渠道承压明显，高端现饮修复推动均价走强。（1）2022 年餐饮和夜场受损，疫后有望持续修复。2022 年餐饮行业收入为 4.39 万亿元，同比下降 6.3%，对比 2019 年下降 7.3%，餐饮网点数量同比下降 11.1%。2023 年 1-4 月餐饮行业收入同比增长 19.8%，对比 2019 年同期增长 12.1%。海底捞：作为中高端餐饮的代表，2022 年门店净增加仅 22 家，放缓明显，同店销售额同比下降 14.4%。海伦司：作为啤酒娱乐渠道的代表，2022 年公司门店首次净减少，同店销售额下降 34.2%。2023Q1 海伦司单店日均营业额同比增长 21%，同店单店营业额同比增长 6%。（2）2022 年啤酒公司结构承压，2023 年现饮回暖有望带来结构修复。青岛啤酒：2022 年即饮占比进一步下降至 40.6%，提价加持下 ASP 增速较 2021 年末明显加速，Q4 均价同比出现下滑。22Q2 主品牌与其他品牌增速持平，Q3-Q4 主品牌增速慢于其他品牌，高端即饮受损导致结构走

低。23Q1 大众消费先复苏，主品牌增速仍慢于其他品牌。**百威中国**：2022Q2-Q4 公司 ASP 增速逐季走弱，Q1-Q4 分别为 3.2%、1.7%、-2.0%、-8.6%。2023Q1 疫情管控放开下，渠道实现复苏，ASP 恢复 3.2%的正增长。**重庆啤酒**：22Q2 开始高档酒收入增速慢于主流和经济档，Q4 落差尤其明显。2023Q1 凯旋 1664 和红乌苏（疆外）仍然承压，高档增长仍最慢。**（3）高端现饮渠道修复贡献几何？**高端现饮渠道全面修复，预计对行业贡献 4%左右均价增长，可提升毛利率 0.7 个 pct。受益顺序分别为百威中国、重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒。

- **理性看待短期销量波动，成本端红利逐步释放。**我国啤酒年度总量保持稳定，不存在明显的量增逻辑。但由于疫情反复、天气、库存变化等因素，啤酒月度产量存在明显波动。建议理性看待，核心关注价格变化和高端化。2023 年易拉罐和纸箱价格走弱，包材压力趋缓，有望逐季兑现到啤酒公司报表端。进口大麦价格目前已出现小幅环比回落的趋势，同比涨幅明显收窄，2024 年有望迎来改善，同时澳麦进口有望重启进一步带来改善。
- **投资建议：**疫情对啤酒行业的影响不单单在于销量，通过对渠道结构的影响，尤其是对夜场、高端餐饮等现饮渠道的冲击，导致啤酒短期消费结构走低，拖累均价和盈利能力表现。参考海外市场，随着疫情管控放开，现饮渠道全面复苏，全球啤酒龙头的均价和产品结构均迎来强劲反弹。2022 年我国现饮渠道受疫情影响明显，中高端餐饮和娱乐渠道的门店数量和同店均承受较大压力。在疫情强反复期间，我国啤酒龙头的产品结构和均价也受到了较大的负面影响。2023 年随着疫情管控放开，大众消费率先复苏，高端消费有望随后回暖。全面复苏背景下，看好现饮渠道修复带来的啤酒结构和均价改善。
- **风险提示：**高端现饮修复不及预期的风险；主要原材料价格波动的风险；市场竞争恶化带来超预期促销活动；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险；行业数据测算偏差风险；第三方数据引用风险。

投资主题

报告亮点

我们认为啤酒股价的核心驱动因素在于价格和产品结构，而非短期产销量的波动。同时对于价格和高端化的节奏，我们并非简单的进行线性外推，而是发掘其加速点。随着疫情管控放开，消费场景修复，有望带来啤酒销量的增长。但我们认为更为关键的是，夜场、高端餐饮等高端现饮渠道修复，将带来啤酒产品结构的加速提升，从而进一步推动均价上行和盈利能力释放。

投资逻辑

疫情管控放开后，高端现饮场景逐步修复，该场景主要消费的啤酒基本为高端及超高端产品。随着消费场景从疫情下的居家回归到高端现饮渠道，有望带来整体产品结构的走强，从而拉升均价和盈利能力。

内容目录

海外复盘：疫情放开后现饮修复，推动均价加速增长	- 6 -
疫情导致现饮场景和结构承压，疫后迎来强劲修复	- 6 -
全球啤酒龙头受益管控放开，疫后均价实现加速增长	- 9 -
2022 年现饮渠道承压明显，高端现饮修复推动均价走强	- 12 -
2022 年餐饮和夜场受损，疫后有望持续修复	- 12 -
2022 年啤酒公司结构承压，2023 年现饮回暖有望带来结构修复	- 15 -
高端现饮渠道修复贡献几何？	- 18 -
理性看待短期销量波动，成本端红利逐步释放	- 22 -
投资建议	- 24 -
风险提示	- 24 -

图表目录

图表 1：世界各国新冠管控放开时间	- 6 -
图表 2：美国餐饮网点数量	- 6 -
图表 3：美国餐饮零售规模	- 6 -
图表 4：西欧餐饮网点数量	- 7 -
图表 5：西欧餐饮零售规模	- 7 -
图表 6：美国啤酒现饮 vs 非现饮销量及变化	- 7 -
图表 7：美国啤酒现饮销量占比	- 7 -
图表 8：西欧啤酒现饮 vs 非现饮销量及变化	- 8 -
图表 9：西欧啤酒现饮销量占比	- 8 -
图表 10：2021Q2 以来美国餐饮修复强劲	- 8 -
图表 11：2019 年美国精酿啤酒现饮销售占比更高	- 8 -
图表 12：2021 年美国精酿啤酒占比强劲回升	- 9 -
图表 13：2021 年美国啤酒销售均价显著回升	- 9 -
图表 14：2018-2022 年百威英博收入及量价增速	- 9 -
图表 15：2019-2022 年百威英博国际品牌表现	- 9 -
图表 16：2018-2022 年喜力集团收入及量价增速	- 10 -
图表 17：2018-2022 年喜力销量 vs 总销量增速	- 10 -
图表 18：2021vs2019 喜力高端产品销量增长	- 10 -
图表 19：2022vs2019 分档次销量增速	- 10 -
图表 20：2018-2022 年嘉士伯收入及量价增速	- 11 -
图表 21：2018-2021 年嘉士伯高端销量增速	- 11 -
图表 22：2018-2022 年嘉士伯主要高端和超高端产品销量增速	- 11 -

图表 23: 中国餐饮行业年度收入及增速	- 12 -
图表 24: 中国餐饮网点数量	- 12 -
图表 25: 中国餐饮行业月度收入增速	- 12 -
图表 26: 海底捞门店数量变化 (单位: 家)	- 13 -
图表 27: 海底捞开店和闭店情况 (单位: 家)	- 13 -
图表 28: 海底捞同店销售额同比	- 13 -
图表 29: 海伦司门店数量变化 (单位: 家)	- 14 -
图表 30: 海伦司开店和闭店情况 (单位: 家)	- 14 -
图表 31: 海伦司同店销售额同比	- 15 -
图表 32: 2023Q1 海伦司需求修复	- 15 -
图表 33: 青岛啤酒即饮 vs 非即饮占比	- 15 -
图表 34: 2020Q1-2023Q1 青岛啤酒季度收入及量价增速	- 16 -
图表 35: 2020Q1-2023Q1 青岛啤酒季度结构表现	- 16 -
图表 36: 2020Q1-2023Q1 百威中国季度收入及量价增速	- 17 -
图表 37: 2021Q1-2023Q1 重庆啤酒季度收入及量价增速	- 18 -
图表 38: 2021Q1-2023Q1 重庆啤酒季度结构表现 (收入增速)	- 18 -
图表 39: 各档次啤酒的零售价、净收入、毛利润对比	- 19 -
图表 40: 啤酒行业整体情况测算	- 19 -
图表 41: 高端现饮渠道修复对行业净收入增速的弹性测算	- 20 -
图表 42: 高端现饮渠道修复对行业毛利率提升的弹性测算	- 20 -
图表 43: 2022 年各啤酒公司结构受损	- 21 -
图表 44: 啤酒行业年度产量增速	- 22 -
图表 45: 啤酒行业月度产量增速	- 22 -
图表 46: 铝材价格走势	- 23 -
图表 47: 瓦楞纸价格走势	- 23 -
图表 48: 进口大麦价格走势	- 23 -
图表 49: 各国进口大麦价格对比 (美元/千克)	- 23 -

海外复盘：疫情放开后现饮修复，推动均价加速增长

疫情导致现饮场景和结构承压，疫后迎来强劲修复

- 英美等国 2021 年上半年放开疫情管控，我国 2022 年底放开管控，复苏之路可借鉴。2020 年初新冠疫情爆发，并迅速蔓延至全球。此后，以英国、美国为代表的西方国家率先放开疫情管控。英国于 2021 年 2 月解除管控，第一个提出群体免疫，美国也于 2021 年 4 月放开。此后韩国、日本及其他国家也陆续放开疫情管控。而我国于 2022 年底放开疫情管控，经历短暂的感染高峰后，2023 年进入全面复苏阶段。此时，海外如美国、西欧等国家或地区已经放开近 2 年时间，复苏路径值得借鉴。

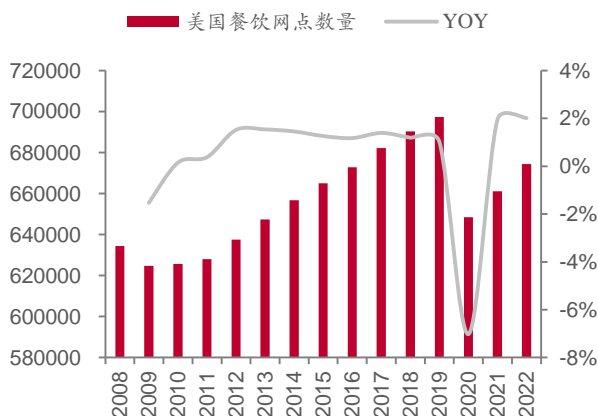
图表 1：世界各国新冠管控放开时间

国家	解除新冠疫情防控时间
英国	2021 年 2 月开始解除管控，允许公民自由行动，决定与新冠病毒共存，第一个提出群体免疫的国家
美国	2021 年 4 月放开
韩国	2021 年 11 月开始和疫情共存，2022 年 4 月正式分阶段放开疫情管控
日本	2022 年 3 月逐步放开，10 月全面放开
中国	2022 年 12 月初开始放开管控

来源：今日头条，中泰证券研究所整理

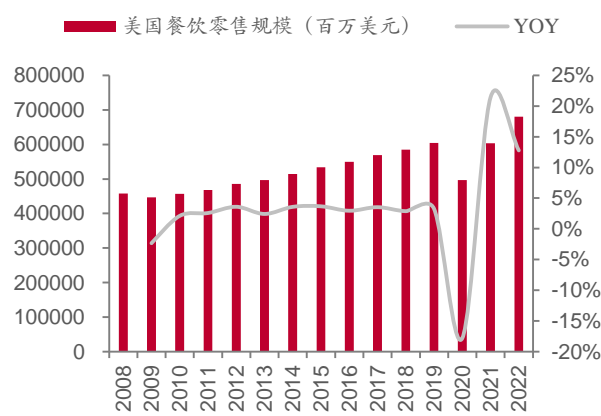
- 美国：2020 年疫情爆发初期餐饮大幅承压，2021-2022 年市场规模快速修复。美国管控放开时间较早，且经济韧性强，疫后餐饮迎来快速修复。2020 年疫情发生，美国餐饮网点数量从 69.7 万个下降至 64.8 万个，同比下降 7.0%；2021-2022 年持续复苏，每年网点数量分别增长 1.9% 和 2.0%，2022 年回升至 67.4 万个。从餐饮零售额看，2020 年从 6044 亿美元下降至 4968 亿美元，同比下降 17.8%；但 2021 年随着管控放开，同比增长 21.4%，强势恢复到接近疫情前水平；2022 年餐饮市场规模继续增长 12.8% 达到 6802 亿美元。

图表 2：美国餐饮网点数量



来源：Datayes!，欧睿，中泰证券研究所

图表 3：美国餐饮零售规模



来源：Datayes!，欧睿，中泰证券研究所

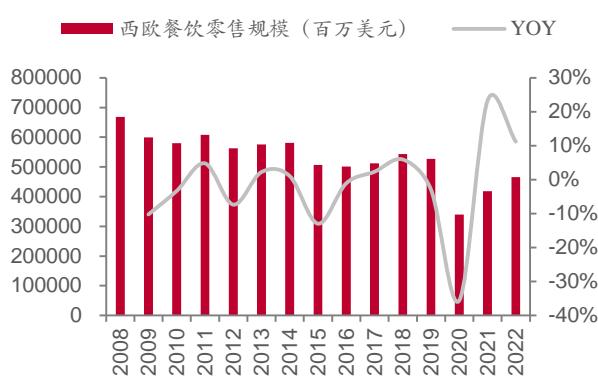
- **西欧：2021 年缓慢复苏，2022 年继续向好。**西欧各个国家放开时间不一，因此复苏节奏慢于美国。从餐饮网点数量看，2020 由于疫情从 163.8 万个下降至 152.5 万个，同比下降 6.9%；此后 2021-2022 年每年仍下降 2.2%和 1.0%。但从餐饮零售规模来看，2020 年从 5269 亿美元下降至 3395 亿美元，同比下降 35.6%；2021 年同比增长 23.2%，达到 4183 亿美元；2022 年继续增长 11.2%，恢复至 4652 亿美元，接近 2019 年 90%的水平。

图表 4：西欧餐饮网点数量



来源：Datayes!，欧睿，中泰证券研究所

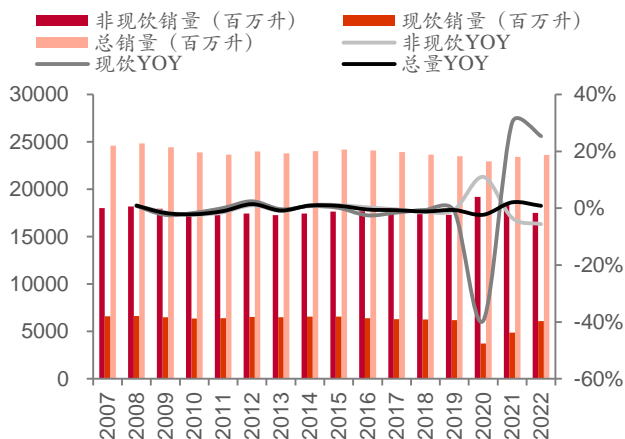
图表 5：西欧餐饮零售规模



来源：Datayes!，欧睿，中泰证券研究所

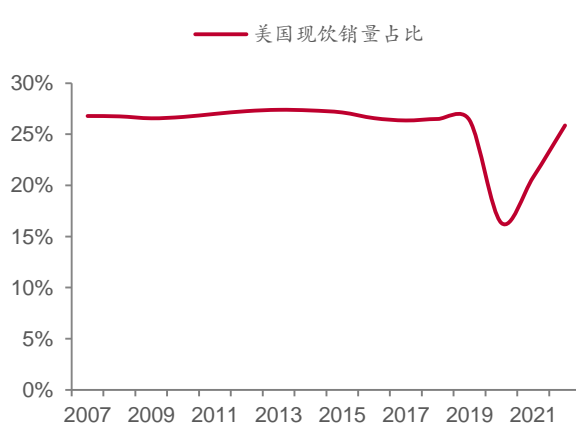
- **疫情下啤酒现饮渠道承压明显，疫情后现饮渠道快速修复。**2020 年美国现饮渠道啤酒销量同比下降 39.5%，而非现饮受益于居家消费同比增长 11.0%，现饮销量占比从 26.4%下降至 16.3%；2021-2022 年美国现饮啤酒销量分别增长 30.1%、25.3%，2022 年销量基本恢复至 2019 年水平，同时现饮销量占比也回升至 25.9%，现饮渠道基本修复到疫情前水平。2020 年西欧现饮渠道啤酒销量下降 39.1%，非现饮销量上升 7.3%，总销量下降 10.8%，现饮占比从 38.9%下降至 26.6%；2021-2022 年西欧现饮销量分别增长 18.8%和 18.2%，恢复到疫情前销量的 86%，现饮占比回升到 33.9%，对比疫情前仍有进一步恢复的空间。

图表 6：美国啤酒现饮 vs 非现饮销量及变化



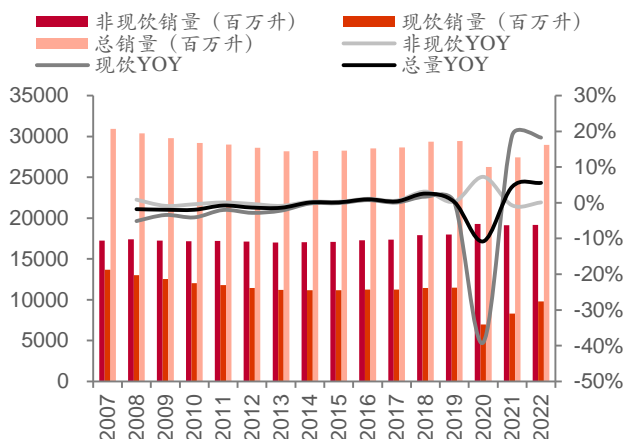
来源：Datayes!，欧睿，中泰证券研究所

图表 7：美国啤酒现饮销量占比



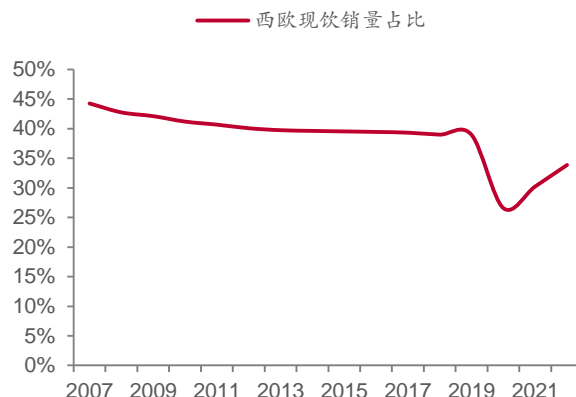
来源：Datayes!，欧睿，中泰证券研究所

图表 8: 西欧啤酒现饮 vs 非现饮销量及变化



来源: Datayes!, 欧睿, 中泰证券研究所

图表 9: 西欧啤酒现饮销量占比



来源: Datayes!, 欧睿, 中泰证券研究所

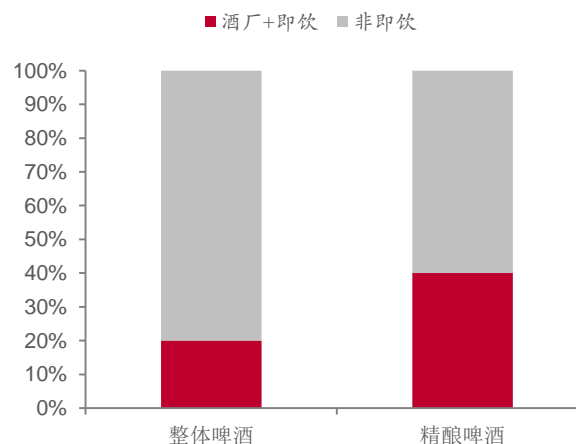
- 中高档啤酒现饮渠道销售占比更重, 疫后现饮修复带来结构和均价强劲修复。以美国为例, 2019 年疫情前美国整体啤酒市场的渠道组合中, 酒厂现场+即饮渠道占比只有 20%左右, 而对于高档的精酿啤酒, 酒厂现场+即饮渠道占比达到 40%。疫情对现饮渠道造成较大的冲击, 非现饮短期受益居家消费, 从而拉低了啤酒整体的结构表现。美国住宿和餐饮服务 2020Q2 触底, 此后进入修复期, 2021Q2 接近疫情前水平, 2021Q3 已超过疫情前水平。由于疫情的冲击, 2020 年美国精酿啤酒占啤酒市场的销量和销售额分别下降 1.4%和 1.6%; 受益于 2021Q2 以来现饮渠道的修复, 2021 年精酿啤酒销量和销售额的占比分别提升 0.9%和 3.2%。从美国啤酒零售均价看, 2020 年同比下降 12.3%, 而 2021 年受益于现饮修复带来的结构优化, 均价同比大幅增长 14.4%。

图表 10: 2021Q2 以来美国餐饮修复强劲



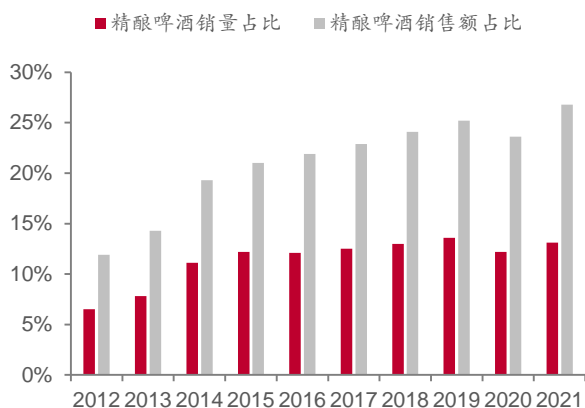
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 2019 年美国精酿啤酒现饮销售占比更高



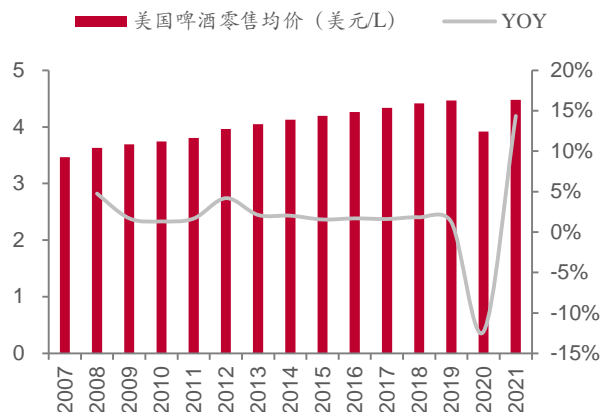
来源: Brewers Association, 中泰证券研究所

图表 12：2021 年美国精酿啤酒占比强劲回升



来源：Brewers Association, 中泰证券研究所

图表 13：2021 年美国啤酒销售均价显著回升

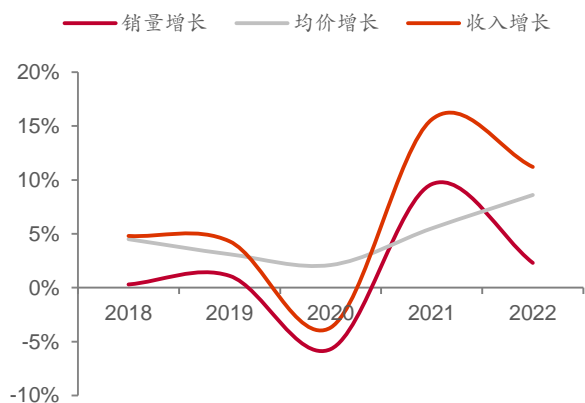


来源：Datayes!, 欧睿, 中泰证券研究所

全球啤酒龙头受益管控放开，疫后均价实现加速增长

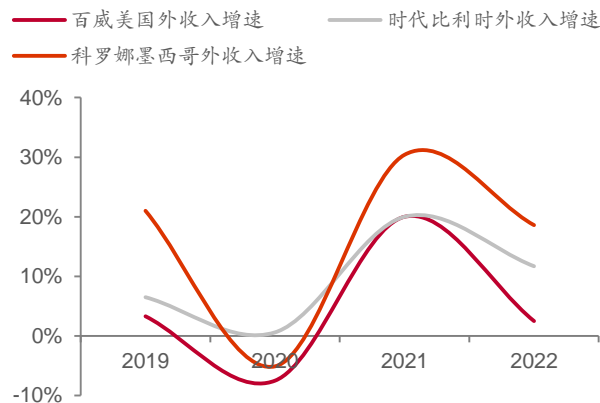
- （1）百威英博：2021 年高端国际品牌强劲复苏，推动均价加速增长。**
 2018-2019 年百威英博收入增长 4%-5%；2020 年由于疫情冲击，收入下降 4%；2021-2022 年公司实现强劲复苏，收入增长 16%和 11%。从销量来看，疫情前的 2018-2019 年公司销量表现平稳；2020 年由于疫情冲击下降 6%；2021 年主要市场疫情放开带来强劲修复，销量增长 10%；2022 年销量回归 2%的稳定增长。从均价来看，2018-2019 年分别增长 5%和 3%；2020 年由于主要售卖中高端产品的现饮渠道受阻，ASP 增速放缓至 2%；2021 年随着现饮渠道修复，结构回暖，ASP 增速反弹至 6%；2022 年高端化叠加成本驱动的提价，ASP 增速高达 9%。产品结构上，我们可以观察到疫后的 2021 年强劲复苏，公司三大高端国际品牌百威、时代、科罗娜在外阜市场的增速在 2020 年显著承压，百威和科罗娜出现下滑，时代几乎没有增长；2021 年，百威、时代、科罗娜在外阜的增速分别为 20%、20%、30%，疫后高端现饮渠道修复，产品结构加速提升；2022 年回归至正常的高端化趋势上。

图表 14：2018-2022 年百威英博收入及量价增速



来源：公司公告, 中泰证券研究所

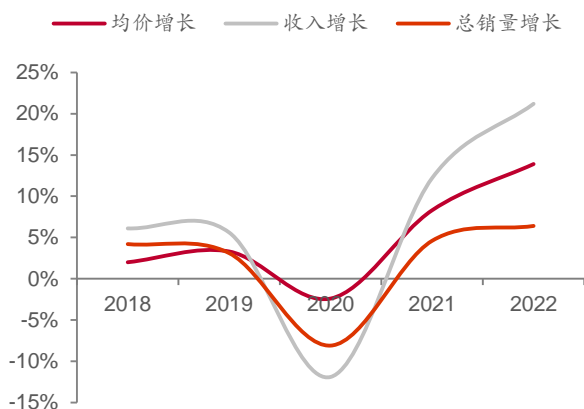
图表 15：2019-2022 年百威英博国际品牌表现



来源：公司公告, 中泰证券研究所

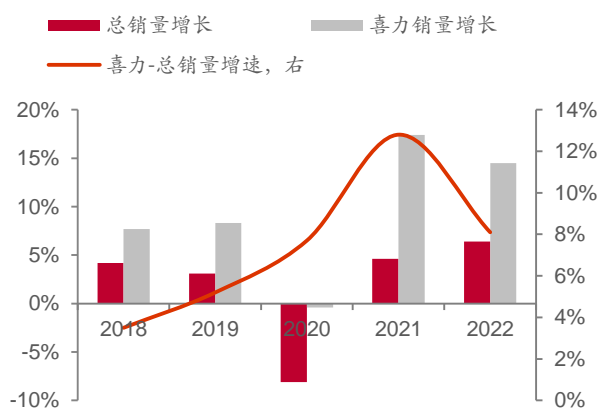
- **(2) 喜力：2021-2022 年持续受益疫后修复，高端回暖推动均价增长大幅提速。**2018-2019 年喜力集团收入增长约 6%；2020 年疫情冲击导致收入下降 12%；2021-2022 年受益疫后持续复苏，收入增长 12%和 21%。从销量来看，2018-2019 年公司销量增长 4%和 3%；2020 年疫情下销量下降 8%；此后 2021-2022 年持续复苏，销量分别增长 5%和 6%。从 ASP 来看，2018-2019 年均价保持 2%-3%的增速；2020 年疫情影响导致 ASP 增速为-2%；2021-2022 年受益于高端回暖及 2022 年提价，ASP 增速为 8%和 14%。从喜力品牌的销量增速来看，2018-2019 年增长 8%左右；2020 年略有下降；2021-2022 年喜力销量强劲反弹，分别增长 17%和 15%，且与总销量增速的剪刀差扩大，结构加速提升。2021 对比 2019 年，公司的高端品牌全线复苏，喜力销量增长 17%，国际品牌中 Desperados、Tiger Crystal、Amstel Ultra、Birra Moretti 分别增长 36%、27%、116%、31%，而本土高端品牌增长 61%。2022 对比 2019 年，公司啤酒销量、高档啤酒销量、喜力销量分别增长 2.7%、15.6%、31.5%，整体结构升级趋势明显，核心品牌喜力表现突出。

图表 16：2018-2022 年喜力集团收入及量价增速



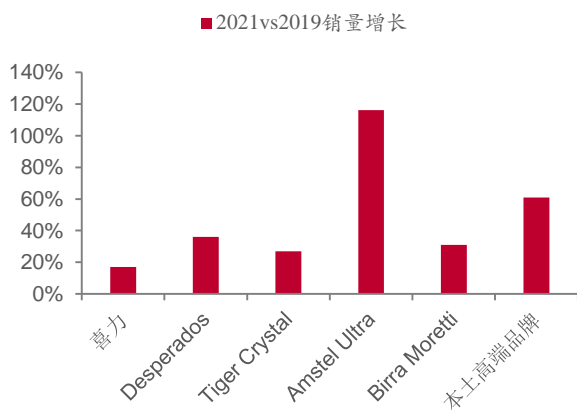
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 17：2018-2022 年喜力销量 vs 总销量增速



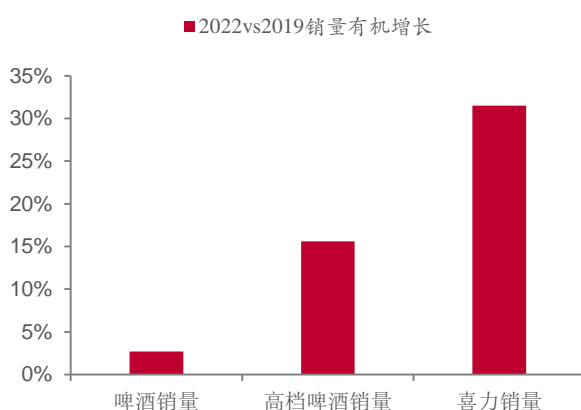
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 18：2021vs2019 喜力高端产品销量增长



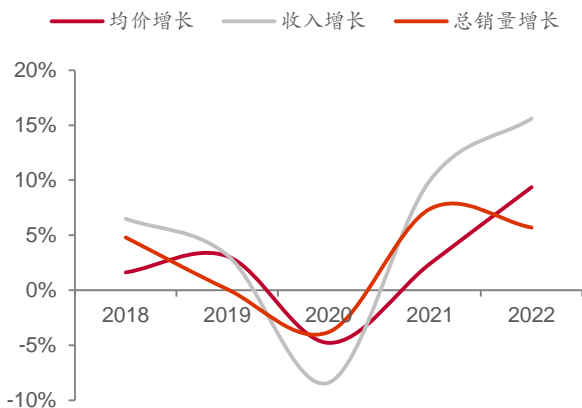
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 19：2022vs2019 分档次销量增速

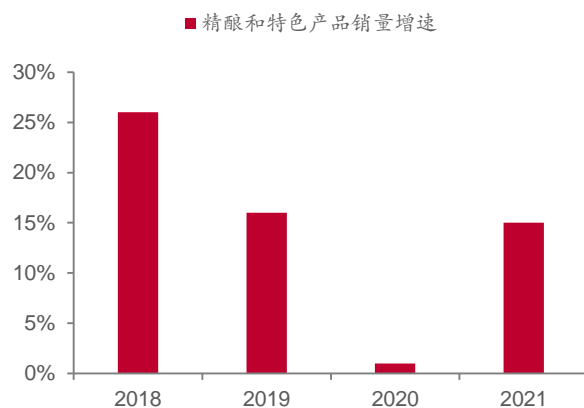


来源：公司公告，中泰证券研究所

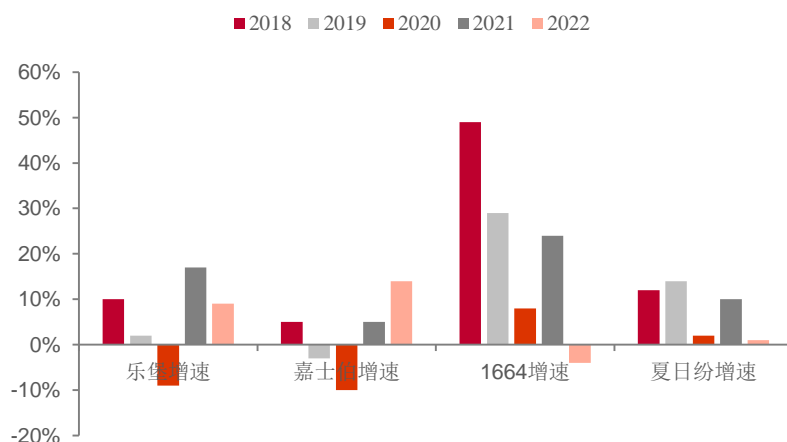
- **（3）嘉士伯：修复相对偏慢，整体趋势向上。**由于嘉士伯有大量市场位于东欧及亚太（尤其是中国），因此疫后整体修复进程慢于以北美和西欧市场为主的百威英博和喜力，但趋势仍然积极向上。2018-2019 年嘉士伯收入增长 6%和 3%；2020 年收入下降 8%；2021-2022 年收入增长 10%和 16%。销量端，2018-2019 年总销量增长 5%和 0；2020 年总销量下降 4%；2021-2022 年销量持续修复，分别增长 7%和 6%。均价方面，2018-2019 年公司 ASP 提升 2%和 3%；2020 年疫情中 ASP 下降 5%，承压明显；2021-2022 年持续修复，ASP 分别增长 2%和 9%，2022 年部分受益于直接提价。公司精酿&特色产品销量增速在 2018-2019 年达到 26%和 16%，2020 年仅微增 1%，2021 年恢复 15%的较快增长。公司核心中高端产品矩阵中，国际品牌乐堡和嘉士伯在 2020 年销量均下降 10%左右，2021-2022 年持续修复；超高端品牌 1664 和夏日纷在 2018-2019 年保持高速增长，2020 年大幅降速，2021 年增速回暖，2022 年增长乏力主要系最大的中国市场仍有压力，期待修复。

图表 20：2018-2022 年嘉士伯收入及量价增速


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 21：2018-2021 年嘉士伯高端销量增速


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 22：2018-2022 年嘉士伯主要高端和超高端产品销量增速


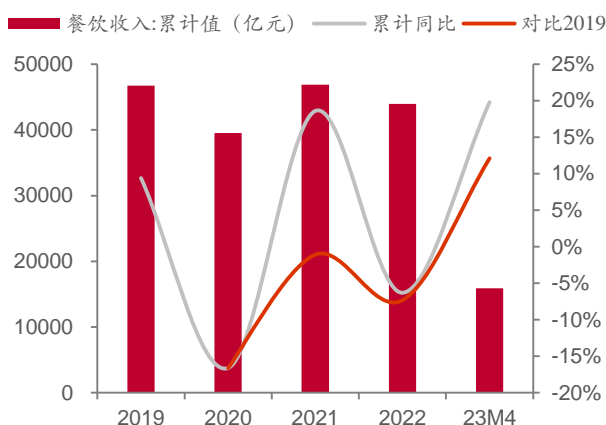
来源：公司公告，中泰证券研究所

2022 年现饮渠道承压明显，高端现饮修复推动均价走强

2022 年餐饮和夜场受损，疫后有望持续修复

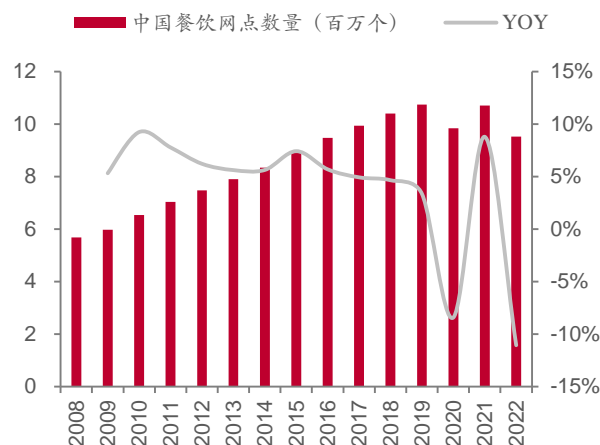
- **2022 年疫情反复下餐饮受损明显，2023 年疫后持续修复中。**2022 年对于餐饮行业来说是极为艰难的一年，根据国家统计局，餐饮行业收入为 4.39 万亿元，同比下降 6.3%，对比 2019 年下降 7.3%。同时根据欧睿的数据，2022 年我国餐饮网点数量同比下降 11.1%，绝对数量甚至低于 2020 年疫情首年的水平。从月度数据来看，2022 年的 3-5 月和 10-12 月，餐饮行业收入不管同比还是对比 2019 年同期均出现了较明显的下降。整个现饮渠道受损对啤酒行业的渠道结构和产品结构带来了较大的冲击。2023 年随着疫情放开，餐饮需求持续向好，1-4 月餐饮行业收入同比增长 19.8%，对比 2019 年同期增长 12.1%，月度来看也呈现了稳步修复的态势，1-2、3、4 月对比 2019 年分别增长 14.3%、7.6%、12.1%。

图表 23：中国餐饮行业年度收入及增速



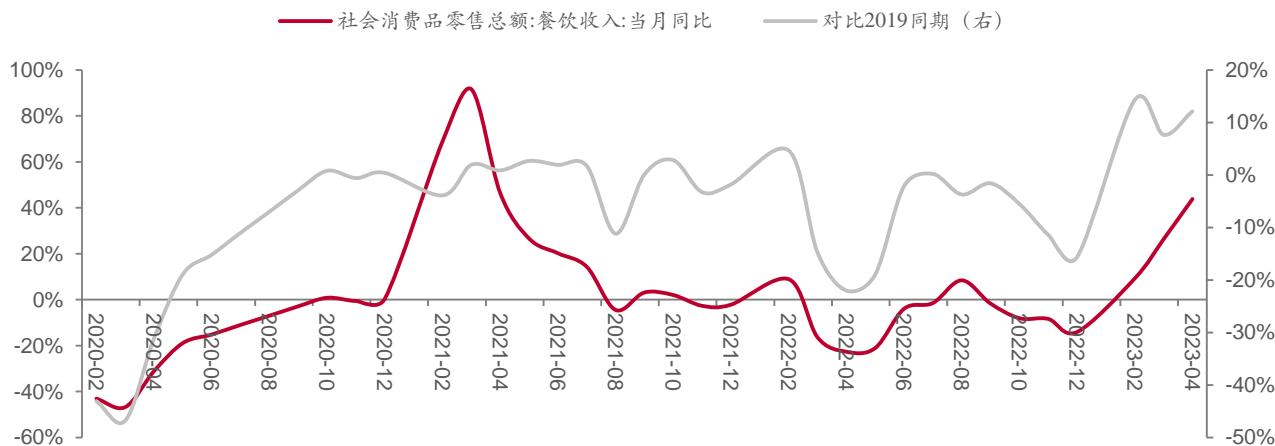
来源：wind，国家统计局，中泰证券研究所

图表 24：中国餐饮网点数量



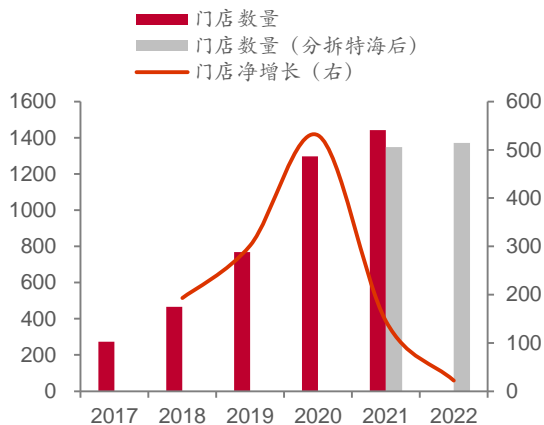
来源：Datayes!，欧睿，中泰证券研究所

图表 25：中国餐饮行业月度收入增速

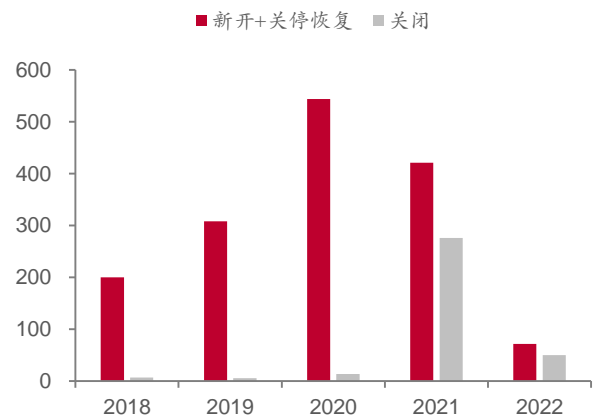


来源：wind，国家统计局，中泰证券研究所（1-2 月合并统计）

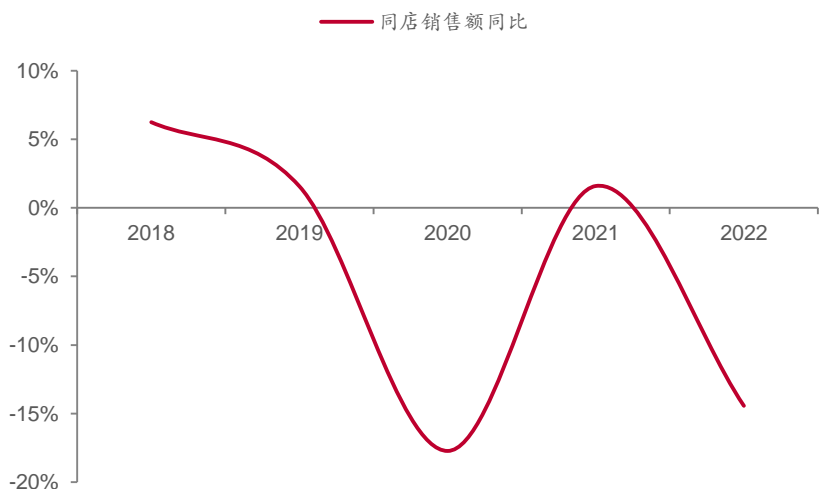
- **海底捞：2022 年受疫情影响明显，净开店放缓，同店承压。**海底捞的客单价在餐饮类上市公司中偏高，我们以此作为中高端餐饮的代表。2022 年由于疫情反复，海底捞经营方面，无论开店、闭店、同店均承受了较大压力。2022 年海底捞（拆分特海后）新开店 24 家，关停恢复的门店 48 家，相比前几年的开店节奏大幅放缓。2022 年关闭门店 50 家，除去 2021 年大幅关店外，对比 2018-2020 年均有明显增加。因此，2022 年公司门店净增加仅 22 家，对比过去几年放缓明显。从同店来看，2018-2019 年海底捞同店销售额均保持了正增长；2020 年由于疫情，同店销售额下滑超过 18%；2021 年同店销售额修复性微增；2022 年同店销售额同比下降 14.4%，受到疫情较大冲击。2023 年疫情放开后，随着中高端餐饮修复，有望带来纯生等中高档啤酒的需求回暖，从而驱动产品结构向好。

图表 26：海底捞门店数量变化（单位：家）


来源：公司公告，中泰证券研究所

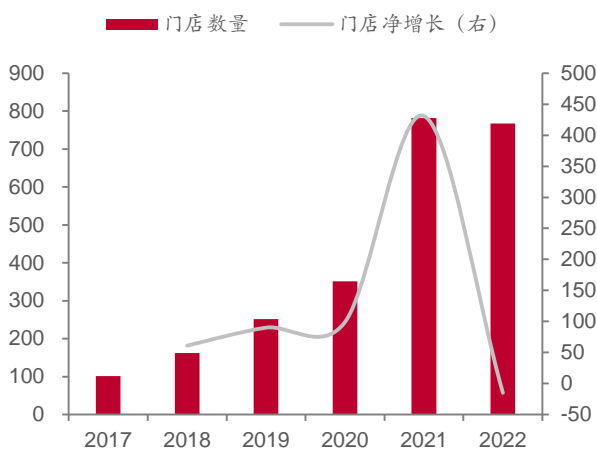
图表 27：海底捞开店和闭店情况（单位：家）


来源：公司公告，中泰证券研究所

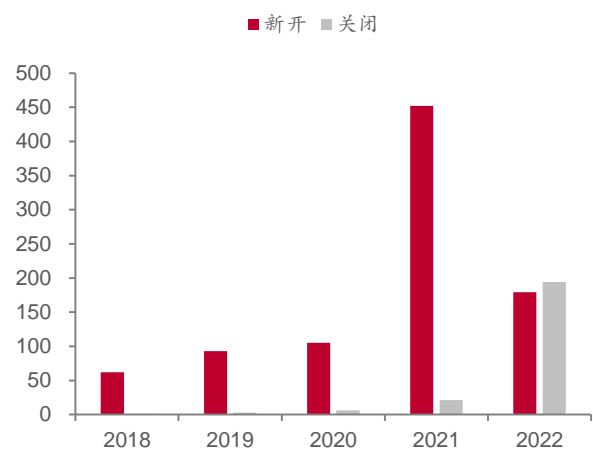
图表 28：海底捞同店销售额同比


来源：公司公告，中泰证券研究所（2020 年公司未披露同店销售额同比，此处采用同店平均日销售额同比数据，但由于疫情 2020 年同店经营天数少于 2019 年，故同店销售额下滑幅度相较同店平均日销售额下滑更大）

- **海伦司：2022 年门店净减少、同店承压，2023 年期待逐步修复。**我们以小酒馆行业龙头海伦司作为啤酒娱乐渠道的代表。2018-2021 年海伦司处于快速扩张阶段，2020 年疫情爆发第一年，门店仍净增加 99 家；2021 年随着疫情影响减小，门店净增长 431 家；但 2022 年尤其是下半年面临严峻的疫情挑战，公司关停或暂停运营部分门店以渡过难关，2022 年公司门店首次净减少，达到 15 家。2018-2021 年公司每年新开门店持续上升，2022 年放缓了开店节奏，新开 179 家对比 2021 年的 452 家大幅减少；关店数量 2022 年大幅提升，达到 194 家的关店，而 2018-2020 年关店均在个位数，2021 年也仅 21 家。从同店销售额增速来看，2020 年疫情第一年，公司同店销售额仅下降 0.6%，而同店日均销售额则有 16.5% 的提升，同店势能积极向上，主要受疫情影响了经营时长拖累；2021 年复苏背景下，同店销售额提升 32.7%，主要受益于经营时间拉长及同店日均提升 8.2%；而 2022 年经营时长和同店日均销售额均承压，导致同店销售额下降 34.2%，其中同店日均销售额下降 24.6%。2022 年底管控放开后，2023Q1 海伦司需求迎来修复，一季度公司单店日均营业额为 9 千元，同比增长 21%；而同店单店营业额为 11.2 千元，同比增长 6%。考虑到 2022 年 3 月疫情爆发，2023 年 3 月经营时长高于去年同期，因此 2023Q1 公司同店销售额同比预计有高于 6% 的增长。随着需求回暖，娱乐渠道人流回升，有望带动高档及超高档啤酒增长。

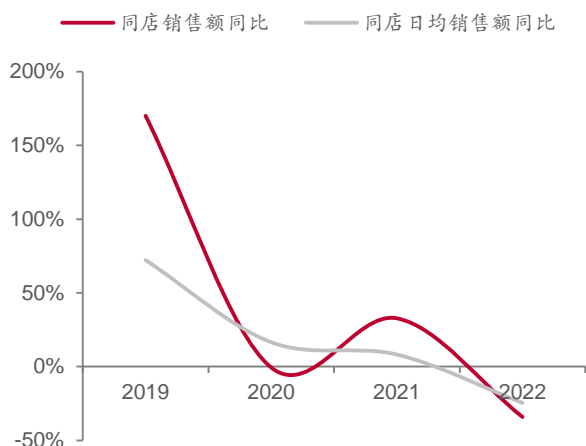
图表 29：海伦司门店数量变化（单位：家）


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 30：海伦司开店和闭店情况（单位：家）


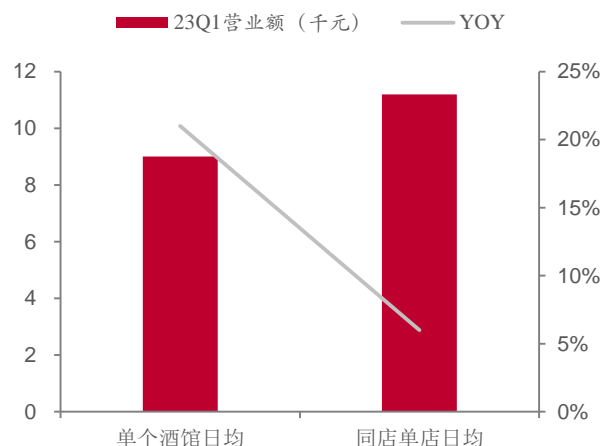
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 31: 海伦司同店销售额同比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 32: 2023Q1 海伦司需求修复

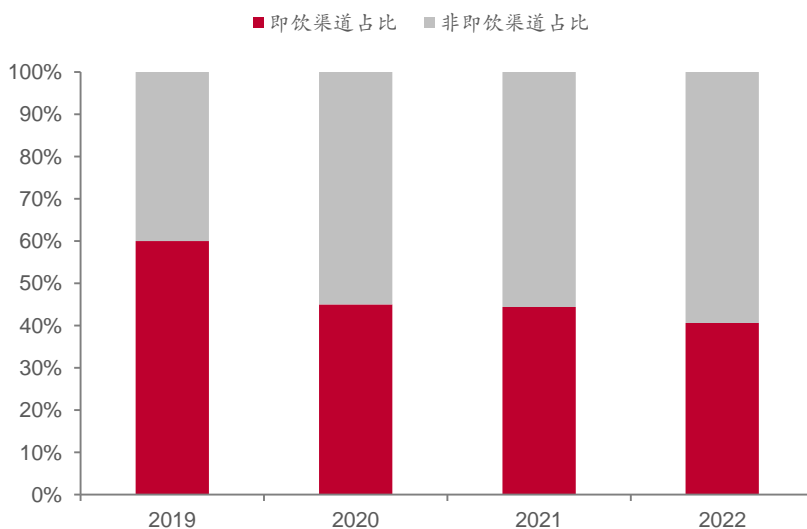


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

2022 年啤酒公司结构承压, 2023 年现饮回暖有望带来结构修复

- (1) 青岛啤酒
- 疫情下非即饮占比超过即饮, 2022 年即饮占比进一步下降至 40% 左右。2019 年疫情之前, 青岛啤酒的渠道结构中, 即饮渠道占比超过 60%, 主要包括餐饮、夜场等渠道; 非即饮占比不到 40%, 主要包括商超、传统流通、电商等。2020 年疫情爆发, 即饮渠道封闭或人流受限, 导致即饮渠道占比下降至 45%, 2021 年基本保持该比例。2022 年由于疫情反复, 导致即饮占比进一步下降至 40.6%, 非即饮占比提升至接近 60%。2022 年即饮渠道面临了较大的冲击, 导致超高端产品及纯生等高端产品的销量受到影响, 拖累整体结构表现。

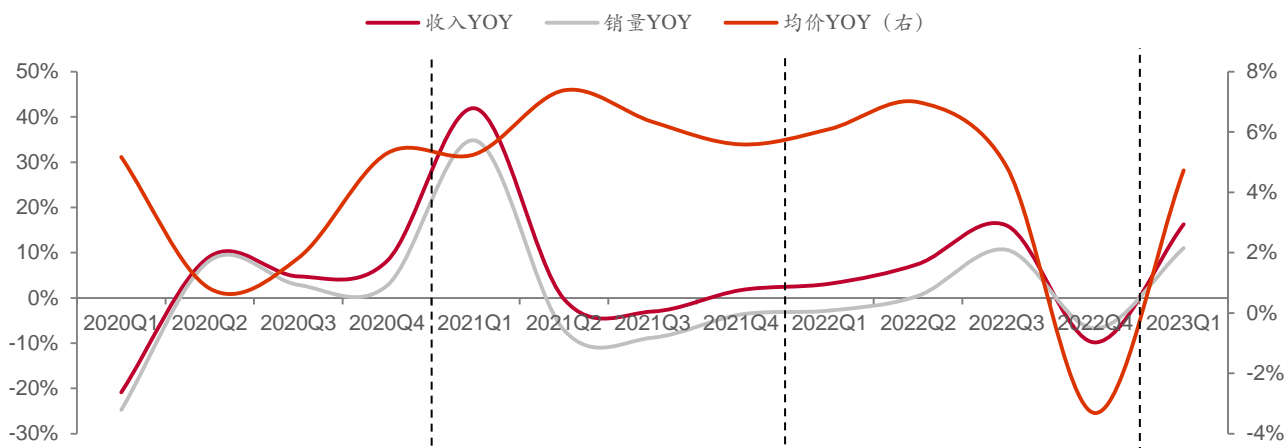
图表 33: 青岛啤酒即饮 vs 非即饮占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

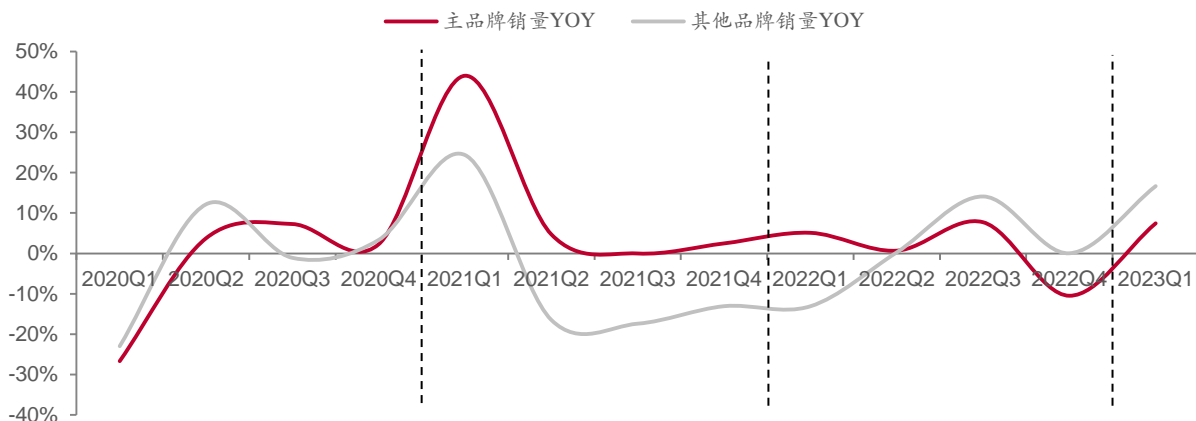
- **高端即饮修复带来结构和均价走强，2022 年即饮承压，2023 年修复可期。**2020 年是疫情元年，Q1 疫情爆发，Q2-Q4 进入恢复期，但大众消费（餐饮）率先复苏，高端餐饮和夜场修复较慢，因此 2020Q2-2020Q4 青啤均价逐季向上，期间结构也呈现波动，主品牌和其他品牌增速交替领先。2021 年疫情环境相对缓和，啤酒消费全面复苏，高端餐饮和夜场修复良好，因此青岛啤酒均价单季度 ASP 增速均保持中高个位数，同时主品牌增速持续领先其他品牌，增速差始终保持 15-20 个 pct。2022 年疫情出现强反复，Q2-Q4 均有较大波动，因此在 2021 年底行业集体提价的大背景下，公司 ASP 增速相较 2021 年并未明显加速，尤其是 Q4 由于全国疫情散发及 12 月感染高峰，ASP 同比出现罕见下滑。同时结构自 Q2 出现反转，22Q2 主品牌与其他品牌增速持平，Q3-Q4 主品牌增速慢于其他品牌，高端即饮受损导致结构走低。2023 年管控放开，大众餐饮率先复苏，因此 23Q1 主品牌增速仍慢于其他品牌，均价恢复了正向增长。参考 2020Q2-2021Q4 的修复路径，随着高端即饮渠道持续修复，结构和均价有望迎来显著改善。

图表 34：2020Q1-2023Q1 青岛啤酒季度收入及量价增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

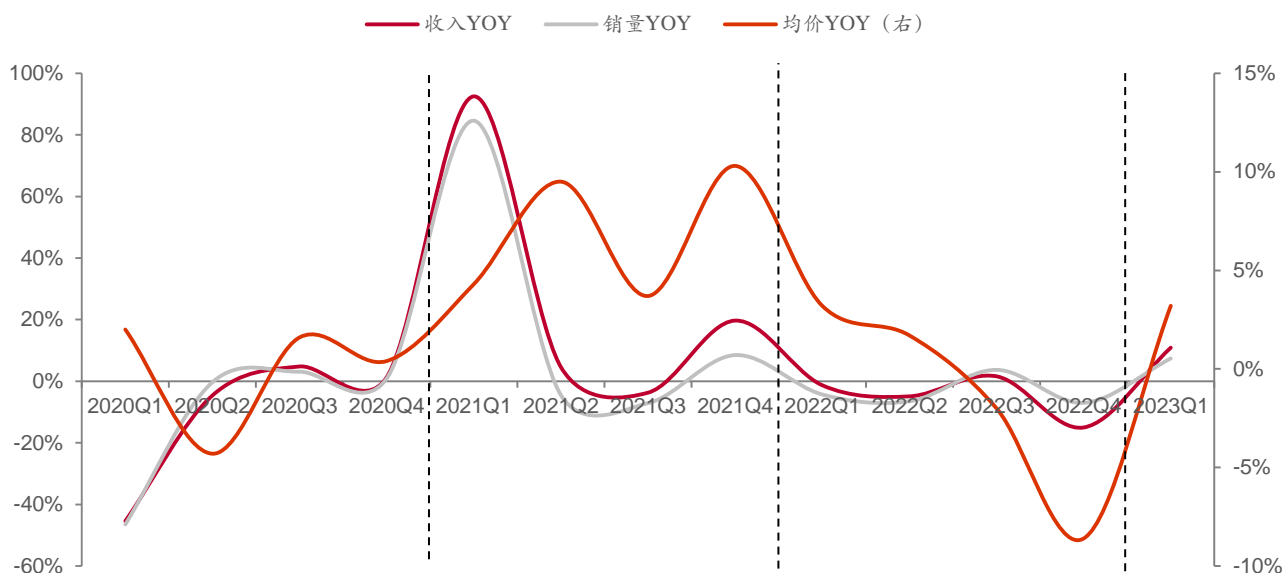
图表 35：2020Q1-2023Q1 青岛啤酒季度结构表现



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **(2) 百威中国**
- **ASP 底部反转，复苏正在路上。**百威中国超高端和高端占比在中国啤酒龙头中最高，夜场渠道占自身比重也最大，因此受疫情对高端现饮渠道影响也更明显。2020 年疫情元年，Q1 百威中国销量大幅下滑超过青啤，高端现饮的损失更惨重，Q2-Q4 处于复苏阶段，但由于大众消费先复苏、高端消费复苏靠后，因此公司 ASP 表现依旧疲软。2021 年全面复苏，百威中国 ASP 迎来较为强劲的修复，提升至中高个位数水平。2022 年由于 Q2-Q4 疫情影响逐季加大，公司 ASP 增速逐季走弱，Q1-Q4 分别为 3.2%、1.7%、-2.0%、-8.6%，三四季度疫情加剧下，ASP 出现负增长，Q4 更是大幅下降。2023Q1 疫情管控放开下，渠道实现复苏，但大众消费先行，公司 ASP 实现了 3.2% 的增长，后续随着夜场及高端餐饮回暖，ASP 有望进一步走强。

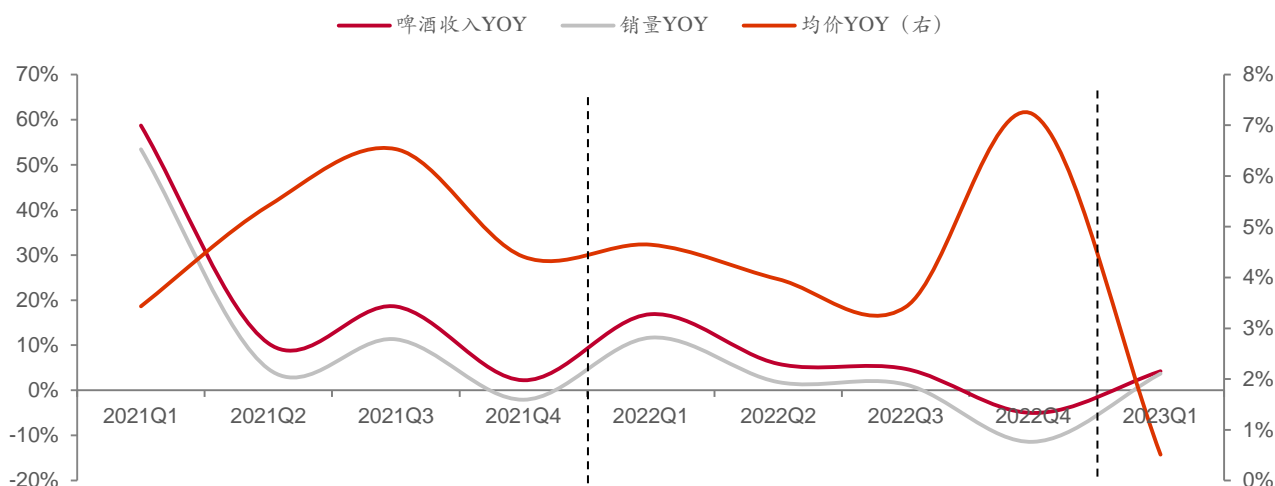
图表 36：2020Q1-2023Q1 百威中国季度收入及量价增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

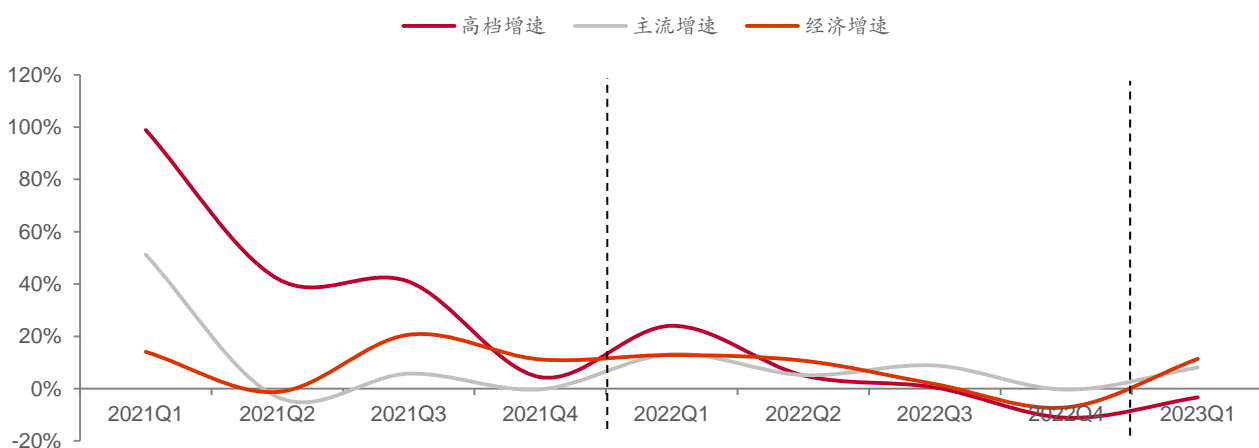
- **(3) 重庆啤酒**
- **高档持续承压，期待现饮修复。**2021 年疫情复苏，重庆啤酒 ASP 保持了稳健的中个位数增长，Q1-Q3 高档酒销售收入保持快速增长，显著快于主流酒和经济酒的增速。2022Q1 外部环境相对较好的情况下，高档酒收入增速快速主流酒略高于经济酒，但 Q2 开始随着疫情形势严峻，高档酒收入增速成为三档中最慢，尤其是 Q4 明显慢于主流和经济档。2023Q1 大众餐饮率先修复，公司夜场主要销售的超高端啤酒 1664 及中高端餐饮主要销售的红乌苏（疆外）仍然承压，导致高档收入增速仍然最慢，ASP 提升仅 0.5%。后续随着夜场和高端餐饮修复，公司结构有望迎来扭转，推动 ASP 加速向上。

图表 37: 2021Q1-2023Q1 重庆啤酒季度收入及量价增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 38: 2021Q1-2023Q1 重庆啤酒季度结构表现 (收入增速)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

高端现饮渠道修复贡献几何?

- **高端现饮渠道主要产品的净收入和毛利润远超主流酒。**根据百威亚太, 以核心&经济啤酒为基准 100%, 该档主要包括了老哈啤及区域性品牌, 终端售价基本在 5 元及以下。核心+主要包含新哈啤的产品, 如冰萃, 零售价和净收入 (报表端的吨酒收入) 为基准的 1.5 倍, 毛利润为基准的 2 倍。高端主要包括百威家族产品, 以夜场、中高端餐饮为主要渠道, 零售价和净收入为基准的 2.5 倍和 3 倍, 毛利润为基准的 6 倍。超高端主要包括蓝妹、科罗娜、福佳等产品, 以夜场渠道为主, 零售价和净收入为基准的 5 倍和 7 倍, 毛利润为基准的 11 倍。精酿&特色产品包括鹅岛等品牌, 主要在酒馆、夜场等渠道销售, 零售价和净收入为基准的 6 倍和 8 倍, 毛利润为基准的 12.5 倍。从百威中国的结构来看, 精酿&特色的销量占比不到 1%, 超高端销量占比在 10% 以内, 高端销量占比 35%,

核心+销量占比 25%，核心&经济销量占比约 30%。中高端餐饮和夜场等渠道的消费档次基本从高端酒起步，场景修复有望带来净收入和盈利能力的显著改善。

图表 39：各档次啤酒的零售价、净收入、毛利润对比

档次	零售价	净收入	毛利润	百威结构
精酿&特色	~6.0x	~8.0x	~12.5x	<1%
超高端	~5.0x	~7.0x	~11.0x	<10%
高端	~2.5x	~3.0x	~6.0x	35%
核心+	~1.5x	~1.5x	~2.0x	25%
核心&经济	100%	100%	100%	~30%

来源：百威亚太公司官网，中泰证券研究所（核心&经济型为指数 100%）

- 我们的测算基于以下几点假设：
- （1）百威中国的产品结构领先于行业平均水平，结合其他龙头的情况及我们的经验，假设行业精酿&特色+超高端的销量占比为 3%，高端销量占比为 15%，核心+销量占比为 32%，核心&经济销量占比为 50%。同时根据龙头公司的分档次数据，我们假设核心&经济档的毛利率为 30%。
- （2）2022 年啤酒行业产量对比 2019 年仅下降 0.7%，我们认为疫情下啤酒消费更多是场景转移而非不消费。因此对疫后复苏的测算中，我们假设部分销量从家庭场景重新回归至高端现饮场景。
- （3）家庭渠道属于非现饮渠道，我们假设以核心&经济档产品为主；复苏受益的高端现饮场景，以高端、超高端、精酿&特色产品为主。因此最终我们测算部分销量从核心&经济档回归至高端、超高端、精酿&特色档能带来的净收入和毛利率的贡献。由于超高端和精酿&特色档的净收入及毛利润接近，我们合并计算，以超高端的数值为准。
- 基于以上假设条件，我们以核心&经济型净售价为单位 1，计算出行业净收入为 1.64，行业毛利率为 43.4%。

图表 40：啤酒行业整体情况测算

档次	净收入	毛利润	行业结构
精酿&特色+超高端	7	3.3	3%
高端	3	1.8	15%
核心+	1.5	0.6	32%
核心&经济	1	0.3	50%

来源：百威亚太公司官网，中泰证券研究所测算（核心&经济型净售价为单位 1）

- 高端现饮渠道全面修复，预计对行业贡献 4%左右均价增长，可提升毛利率 0.7 个 pct。基于前述假设，我们测算出，随着高端现饮渠道修复，如果有 1.0%的行业销量从核心&经济回归至超高端，有 5.0%的行业销量从核心&经济回归至高端，则可以带动行业均价增长 9.8%，毛利率提升 2.0 个 pct。结合 2022 年高端和超高端受损情况，我们预计从核心&经济回归至超高端的量占行业的 0.6%，从核心&经济回归至高端的量占行业的 1.5%，则高端现饮修复将带来均价增长 4%左右，带来毛利率提升 0.7 个 pct。

图表 41：高端现饮渠道修复对行业净收入增速的弹性测算

核心&经济回归至超高端	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%
核心&经济回归至高端	0.0%	0.4%	0.7%	1.1%	1.5%	1.8%	2.2%	2.6%	2.9%	3.3%	3.7%
0.5%	0.6%	1.0%	1.3%	1.7%	2.1%	2.4%	2.8%	3.2%	3.5%	3.9%	4.3%
1.0%	1.2%	1.6%	2.0%	2.3%	2.7%	3.0%	3.4%	3.8%	4.1%	4.5%	4.9%
1.5%	1.8%	2.2%	2.6%	2.9%	3.3%	3.7%	4.0%	4.4%	4.8%	5.1%	5.5%
2.0%	2.4%	2.8%	3.2%	3.5%	3.9%	4.3%	4.6%	5.0%	5.4%	5.7%	6.1%
2.5%	3.0%	3.4%	3.8%	4.1%	4.5%	4.9%	5.2%	5.6%	6.0%	6.3%	6.7%
3.0%	3.7%	4.0%	4.4%	4.8%	5.1%	5.5%	5.9%	6.2%	6.6%	7.0%	7.3%
3.5%	4.3%	4.6%	5.0%	5.4%	5.7%	6.1%	6.5%	6.8%	7.2%	7.6%	7.9%
4.0%	4.9%	5.2%	5.6%	6.0%	6.3%	6.7%	7.1%	7.4%	7.8%	8.2%	8.5%
4.5%	5.5%	5.9%	6.2%	6.6%	7.0%	7.3%	7.7%	8.0%	8.4%	8.8%	9.1%
5.0%	6.1%	6.5%	6.8%	7.2%	7.6%	7.9%	8.3%	8.7%	9.0%	9.4%	9.8%

来源：中泰证券研究所测算

图表 42：高端现饮渠道修复对行业毛利率提升的弹性测算

核心&经济回归至超高端	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%
核心&经济回归至高端	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
1.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
1.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%
2.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%
2.5%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
3.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
3.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%
4.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
4.5%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
5.0%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%

来源：中泰证券研究所测算

- 2022 年由于高端现饮渠道承压，各家啤酒企业结构均受损，受损严重程度排序依次为百威中国、重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒。由于 2021 年底成本驱动行业集体提价，因此 2022 年大部分公司的均价仍保持了良性增长。百威中国虽然也进行了直接提价，但由于公司高端现饮渠道占比重，因此提价也不足以弥补高端现饮受损带来的结构走弱，全年 ASP 下降 1.2%，受影响最为明显。青啤、华润、重啤的均价虽然保持了中个位数增长，但得益于直接提价贡献，我们进一步从结构进行分析。2020-2021 年重啤高档销量增速保持 30%以上，远超主流和经济；2022

年高档销量微增，增速慢于下面两档，结构受损严重。青岛啤酒 2021 年主品牌增速领先其他品牌约 20 个 pct，2022 年仅略微领先，产品结构也受到较大影响。华润啤酒 2022 年次高及以上仍保持了 10%以上的增长，且与下面一档的增速差保持了约 15 个 pct，相对来说受影响较小。考虑到前期受损越大的公司，高端现饮全面复苏后的修复弹性越大，我们认为受益顺序分别为百威中国、重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒。

图表 43：2022 年各啤酒公司结构受损

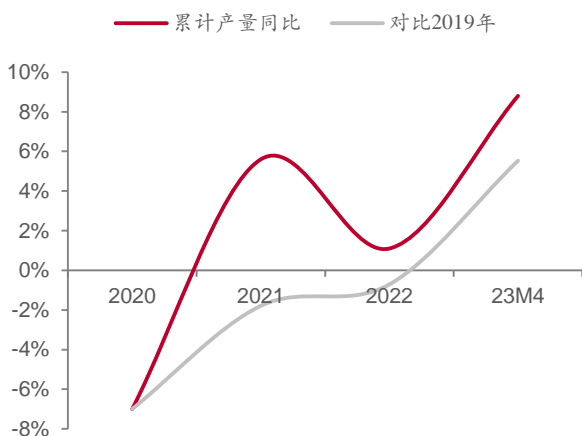
		2019	2020	2021	2022
青岛啤酒	均价增速	5.0%	1.9%	7.1%	5.0%
	销量增速	0.3%	-2.9%	1.4%	1.8%
	主品牌销量增速	3.5%	-4.2%	11.6%	2.6%
	其他品牌销量增速	-2.8%	-1.5%	-8.7%	0.8%
华润啤酒	均价增速	2.8%	-2.4%	6.6%	5.2%
	销量增速	1.3%	-2.9%	-0.4%	0.4%
	次高及以上销量增速		11.1%	27.8%	12.6%
	其他销量增速		-4.7%	-4.7%	-2.1%
百威中国	均价增速	6.4%	-1.1%	7.9%	-1.2%
	销量增速	-3.0%	-10.0%	9.3%	-3.0%
重庆啤酒	均价增速		3.5%	5.0%	4.2%
	销量增速		3.3%	15.1%	2.4%
	高档销量增速		30.4%	40.5%	1.8%
	主流销量增速		-0.7%	10.6%	2.6%
	经济销量增速		-4.3%	4.1%	2.6%

来源：公司公告，中泰证券研究所

理性看待短期销量波动，成本端红利逐步释放

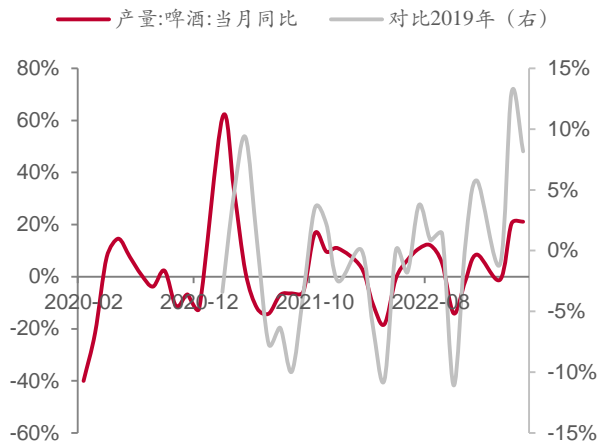
- 我国啤酒行业总量保持平稳，多因素导致月度销量存在波动，建议理性看待。目前我国人均啤酒消费量趋于饱和，疫情前多年啤酒行业总量均保持稳定。2020 年疫情元年行业总量下降 7.0%，但 2021-2022 年基本恢复到接近 2019 年的水平，2023 年 1-4 月虽然累计产量增长较高，但主要系报复性消费+旺季备货，全年预计仍然保持平稳。因此从年度的时间维度看，我国啤酒总量保持稳定，不存在明显的量增逻辑。但由于疫情反复、天气、库存变化等因素，啤酒月度产量存在明显波动。以 2022 年为例，疫情反复的 3-4 月、10 月总量承压明显，而 6-9 月旺季受益于天气炎热及疫后修复量增良好。而 2022 年的月度波动，直接导致 2023 年的单月基数存在较大差异，3-4 月低基数下行业产量均实现高增。我们建议理性看待啤酒短期的总量波动，核心关注价格变化和高端化。

图表 44：啤酒行业年度产量增速



来源：wind，国家统计局，中泰证券研究所

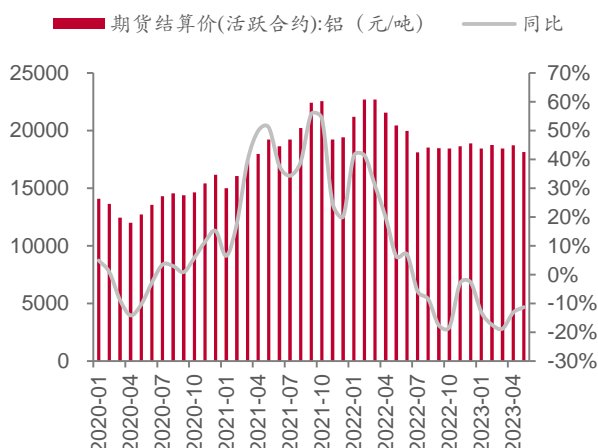
图表 45：啤酒行业月度产量增速



来源：wind，国家统计局，中泰证券研究所

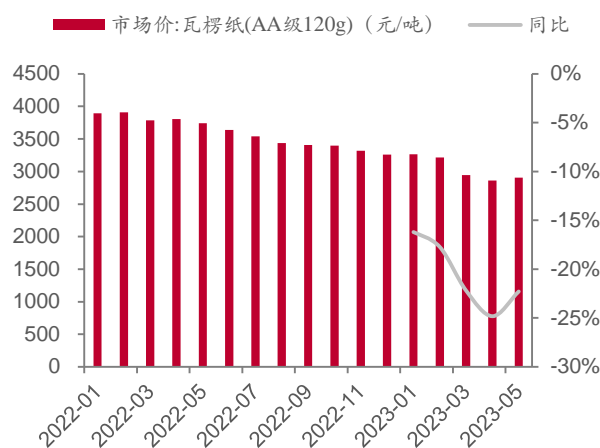
- 2023 年易拉罐和纸箱价格走弱，包材压力趋缓。2022 年啤酒企业经历了成本高涨，2023 年主要包材价格进入下行周期。铝材作为易拉罐的主要原材料，其价格走势对啤酒成本有较大影响。2023 年以来铝价同比回落双位数以上，且环比仍处于下降阶段。瓦楞纸价格自 2022Q2 开始环比持续走弱，2023 年以来同比回落幅度超过 20%。随着包材成本价格回落，考虑到采购周期因素，有望逐季兑现到啤酒公司报表端。

图表 46: 铝材价格走势



来源: wind, 中泰证券研究所

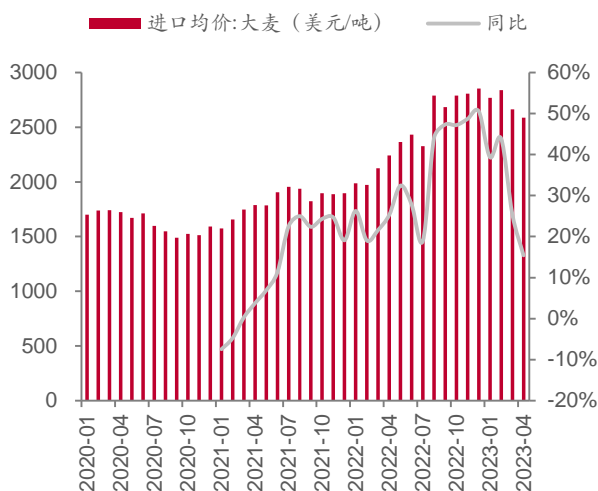
图表 47: 瓦楞纸价格走势



来源: wind, 中泰证券研究所

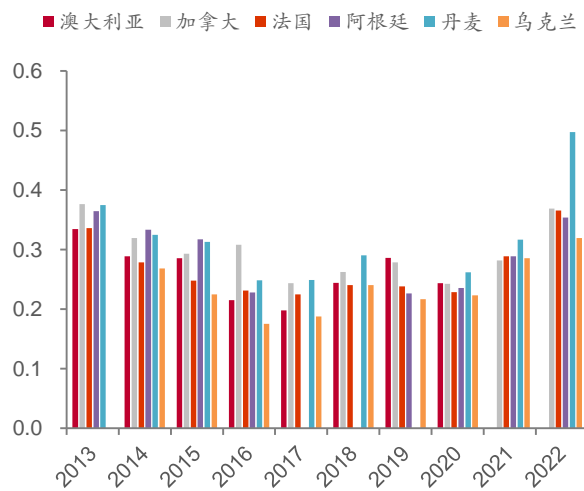
- **2024 年大麦存在下行空间，澳麦有望贡献利润弹性。**2021 年以来，进口大麦价格处于持续上涨通道。2023 年进口大麦价格同比仍有明显上涨。但从进口大麦走势看，目前已出现小幅环比回落的趋势，同比涨幅也明显收窄。经历了多年大麦上涨压力后，2024 年大麦成本有望迎来改善。同时目前澳麦进口有望重启，从历史数据来看，2013-2018 年间，澳麦对比其他国家进口大麦具备一定价格优势。若后续啤酒企业重新使用进口澳麦，原材料成本有望进一步迎来改善。

图表 48: 进口大麦价格走势



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 49: 各国进口大麦价格对比 (美元/千克)



来源: wind, 中泰证券研究所

投资建议

- 疫情对啤酒行业的影响不单单在于销量，通过对渠道结构的影响，尤其是对夜场、高端餐饮等现饮渠道的冲击，导致啤酒短期消费结构走低，拖累均价和盈利能力表现。参考海外市场，随着疫情管控放开，现饮渠道全面复苏，全球啤酒龙头的均价和产品结构均迎来强劲反弹。2022年我国现饮渠道受疫情影响明显，中高端餐饮和娱乐渠道的门店数量和同店均承受较大压力。在疫情强反复期间，我国啤酒龙头的产品结构和均价也受到了较大的负面影响。2023年随着疫情管控放开，大众消费率先复苏，高端消费有望随后回暖。全面复苏背景下，看好现饮渠道修复带来的啤酒结构和均价改善，我们测算高端现饮全面修复预计带来行业均价增长4%，毛利率提升0.7个pct。结合2022年啤酒龙头受损情况，修复弹性从大到小依次为百威中国、重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒。

风险提示

- **高端现饮修复不及预期的风险：**高端现饮场景的修复，受制于经济的恢复和消费力的恢复，同时部分关闭的门店重新开启也需要恢复时间，可能存在修复进度低于预期的风险。
- **主要原材料价格波动的风险：**啤酒的原料主要为农副产品和包材，受到天气、产量、市场状况、国际形势等因素的影响较大，价格波动较为频繁。
- **市场竞争恶化带来超预期促销活动：**目前中小工厂在陆续退出，但是在退出的前夜，不排除部分工厂集中于某个阶段发动价格战。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**本文使用的公开资料均基于历史数据，可能存在一定的滞后或更新不及时。
- **行业数据测算偏差风险：**报告中对行业的测算是基于一定的假设条件，存在不及预期的风险。
- **第三方数据引用风险。**

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。