

青岛啤酒（600600）深度研究报告

国货精品，当仁不让

- ❖ **行业进入高端品牌战时代。**中国啤酒行业发展分为：**1）起步期（1900-1978）**中国第一家啤酒厂于1900年成立，至1979年中国啤酒厂数量达近90家，产量从1949年的近万吨增长至1979年的约37.3万吨；**2）成长期（1979-1990）**改革开放后中国啤酒厂数量及产量分别增长至813家及656.4万吨；**3）并购整合期（1990-2013）**90年代后各大酒企通过新建酒厂或收购外地酒厂方式跑马圈地扩张，全国啤酒产量从1990年的700万吨增长至2013年的5062万吨；**4）调整期（2013-2017年）**2013-2017年行业进入调整期，17年重啤率先调整完毕，带动行业迎来高端品牌时代；**5）高端品牌战时代（2017至今）**目前四大高端品牌百威、青岛、华润雪花、嘉士伯份额分别为46.6%/14.4%/11.0%/4.6%，高端品牌格局已定，产品线准备就绪，提价、提效及结构升级为长期主线逻辑。
- ❖ **一杯沧海，百年荣光。**公司拥有百年历史，产品品质优良，品牌价值亦为中国酒业第三、啤酒业第一。公司自成立后在战火纷飞、命运沉浮中不改精进初心，改革开放后拉开快速发展序幕，产量从1978年的3.7万吨增长至1996年的35万吨；1996年开启彭作义时代，制定“做大做强”等战略，完成收购超四十余笔，产量从1996年的35万吨快速提升至2001年的251万吨；2001年金志国接任后由“做大做强”转变为“做强做大”；2013~2017年啤酒行业及公司进入调整期，2017年后公司明确以利润导向为发展目标，聚焦主品牌+崂山第二品牌，加强产品结构升级及提价常态化，推进关厂减员控费提效，2017年-2019年间公司归母净利润从12.6亿元增长至18.5亿元，CAGR为21.17%。
- ❖ **万事俱备，整装待发。****产品：**公司中高端产品线布局完善，与大众产品销量比例约为1:1，听装化比例不及30%，距离日本朝日50%仍有较大提升空间；**品牌：**公司实施“1+1”的聚焦型品牌策略，进一步强化主品牌及崂山影响力，**市场：**背靠全国产量最大的山东市场，沿黄沿海沿江布局。**管理：**新任董事长上台及股权激励落地后公司内部激励机制改善，经营效率提升；**战略：**1）进攻东北市场，对华润进行战略牵制；2）结构升级+常态化提价巩固沿黄基地市场利润池；3）振兴昔日沿海荣光市场，巩固海南市场利润池。
- ❖ **品牌荣光时代，估值溢价可期：**啤酒行业从渠道战价格战的时代转变为品牌战价值战的时代，过去青岛啤酒被动卷入低价扩份额的渠道竞争，优势不明显；但在新时代，青啤的百年品牌力及产品力优势将得以大幅释放，如能配合经营效率改善，公司未来几年业绩和市值有望大放异彩。同样拥有名酒基因的山西汾酒，也是在品牌时代，配合国企改革及华润入主后，经营活力大幅提升，品牌势能得以释放，市值突破千亿，估值显著溢价，值得借鉴。我们预计2019-2025年业绩CAGR约18%，合理EV/EBITDA区间在20X~25X，我们上调2020-2022年EPS预测至1.49/1.93/2.32元（原预测为1.46/1.76/2.03元），目前股价对应PE为44/34/28X，EV/EBITDA为26/21/18X，上调目标价到73元，对应2021年39倍P/E，接近公司过去3年估值中枢水平，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**中高端市场竞争加剧；促销力度加大；疫情加重。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	27,984	28,049	29,968	31,349
同比增速(%)	5.3%	0.2%	6.8%	4.6%
归母净利润(百万)	1,852	2,012	2,605	3,130
同比增速(%)	30.2%	8.7%	29.4%	20.2%
每股盈利(元)	1.37	1.49	1.93	2.32
市盈率(倍)	48	44	34	28
市净率(倍)	5	4	4	4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2020年06月05日收盘价

强推（维持）

目标价：73元

当前价：65.54元

华创证券研究所

证券分析师：程航

电话：021-20572565
邮箱：chenghang@hcyjs.com
执业编号：S0360519100004

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

公司基本数据

总股本(万股)	135,098
已上市流通股(万股)	135,098
总市值(亿元)	885.43
流通市值(亿元)	456.1
资产负债率(%)	45.2
每股净资产(元)	14.5
12个月内最高/最低价	67.4/36.4

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《青岛啤酒（600600）重大事项点评：股权激励落地，释放积极信号》

2020-03-24

《青岛啤酒（600600）2019年报点评：产品结构持续优化，盈利能力稳步向好》

2020-03-30

《青岛啤酒（600600）2020年一季度点评：业绩符合预期，中长期稳步向好》

2020-04-30

投资主题

报告亮点

- 1、本报告复盘中国啤酒行业发展历程，而非简单罗列行业基本数据，对投资人理解青岛啤酒不同发展阶段及策略有更好理解；
- 2、本报告详尽复盘了青岛啤酒成立以来的发展历程，阐述其历次战略转向的原因，道明了公司竞争优势所在；
- 3、以美国经验为参考，推演了中国啤酒行业整合末期的发展趋势，即产量见顶、格局稳固、头部几大品牌盈利能力稳步提升；
- 4、测算公司未来5年在关厂、提价、结构升级给收入及盈利端带来的贡献，锚定公司合理估值范围。

投资逻辑

啤酒行业从渠道战价格战的时代转变为品牌战价值战的时代，过去青岛啤酒被动卷入低价扩份额的渠道竞争，优势不明显；但在新时代，青啤的百年品牌力及产品力优势将得以大幅释放，如能配合经营效率改善，公司未来几年业绩和市值有望大放异彩。同样拥有名酒基因的山西汾酒，也是在品牌时代，配合国企改革及华润入主后，经营活力大幅提升，品牌势能得以释放，市值持续突破千亿，值得借鉴。在品牌为王的时代，公司未来规划结构升级+常态化提价，更需要激发品牌活力。同时参照美国经验，我们预计公司在行业高端品牌战时代盈利能力稳步提升。

关键假设、估值与盈利预测

我们假设 2019~2025 年公司中高端啤酒销量 CAGR 约为 3%，则销量占比每年提升 1%~2%，若中高端啤酒吨价 CAGR 为 3%，则在量价贡献下中高端啤酒销售收入 CAGR 约为 6%；假设 2019~2025 年公司低端产品销量 CAGR 约为 -2%，则销量占比每年下降 1%~2%，若低端产品吨价每年提升 3%，则在量价贡献下低端啤酒销售收入 CAGR 为 1%。整体来看，2019-2025 年公司整体销量稳步增长，整体吨价 CAGR 为 3.6%，整体收入 CAGR 为 4.3%，若假设整体吨成本 CAGR 为 2%，则 2025 年公司整体毛利率较 2019 年可提升 5.3pcts，叠加此前计算关厂带来的 4.8 亿元固定成本节省（约占 2025 年收入 1.4%），若不考虑其他费用成本影响可提振利润率约 7pcts。以 2019 年销售净利率 6.9% 为基数，则预计到 2025 年净利率可提升至约 14%，对应业绩约 50 亿元，预计 2019-2025 年业绩 CAGR 约 18%。估值方面，从 P/E 角度考虑，以当下市值 800 亿及我们测算的 2025 年 50 亿业绩水平计算，对应 P/E 约 16X；从 EV/EBITDA 角度来看，参照重啤整合完成后的估值变化（EV/EBITDA 从 2016 年的 15X 提升至 2019 年的 28X），华润、重啤、青啤、及珠啤 EV/EBITDA 均值（2019 年为 24X），百威亚太上市以来中枢（约 21X），我们认为公司在盈利释放期间的 EV/EBITDA 合理区间在 20X~25X。我们上调 2020-2022 年 EPS 预测至 1.49/1.93/2.32 元（原预测为 1.46/1.76/2.03 元），目前股价对应 PE 为 44/34/28X，EV/EBITDA 为 26/21/18X，上调第一步目标价到 73 元，对应接近公司过去 3 年估值中枢水平。如能释放制度活力，我们认为公司业绩预测有望上调，出现显著估值溢价，五年内具备翻倍潜力，我们维持“强推”评级。

目 录

一、行业迈入高端品牌战时代.....	7
（一）啤酒竞争模式于 2017 出现十年拐点	7
（二）高端化品牌格局已定，提价升级为主线逻辑	10
二、一杯沧海，百年荣光.....	12
（一）历史悠久，精品基因	12
（二）命运沉浮，初心未泯.....	14
（三）时来运转，人和奋进.....	15
（四）万事俱备，整装待发.....	18
三、投资之问：打破成见，志存高远.....	22
（一）当下盈利与估值的匹配？	22
（二）还在重资产毁灭价值么？	23
（三）整合的故事永远是狼来了？	24
1、观美国经验：整合完毕后龙头盈利稳步向上	24
2、预计中国啤酒行业加速整合，公司盈利能力稳步提升	26
四、盈利预测与估值：增长加速可期，估值溢价可期.....	29
（一）当下深蹲有利于更好起跳.....	29
（二）未来 5 年有望持续高增长高估值	29
（三）盈利预测及投资建议	30
五、风险提示：中高端市场竞争加剧；促销力度加大；疫情加重.....	31
附录：财务预测表.....	32

图表目录

图表 1	中国近代啤酒酒厂数量	7
图表 2	中国近代啤酒产量	7
图表 3	建国以前中国主要啤酒厂设立情况	7
图表 4	1990-2013 年中国啤酒产量	8
图表 5	中国啤酒行业产量 CR5 变化	8
图表 6	2009-2018 年啤酒行业结构（按零售额，%）	8
图表 7	2009-2018 年啤酒行业结构（按零售量，%）	8
图表 8	2013 年后产能见顶下滑	9
图表 9	2013-2017 年公司销量增速	9
图表 10	2013-2017 年公司销售额增速	9
图表 11	2013-2017 年公司净利润增速	9
图表 12	华润啤酒、青岛啤酒及重庆啤酒近年关厂情况	10
图表 13	中国整体啤酒市场格局	10
图表 14	中国高端及超高端啤酒市场格局	10
图表 15	部分啤酒公司产品价格分布	11
图表 16	2019 年全球主要啤酒公司吨酒价格（元/千升）	11
图表 17	中高端拉格啤酒占比稳步提升	12
图表 18	啤酒行业零售价持续提升	12
图表 19	成立之初历史图景	12
图表 20	1909 年青岛手绘地图	12
图表 21	青岛啤酒历史沿革	13
图表 22	青啤部分获奖记录	13
图表 23	2019 年中国 500 最具价值品牌榜	14
图表 24	1950 年青岛酒厂庆祝国庆	14
图表 25	1949-1978 年公司产量	14
图表 26	1986-2000 年青岛啤酒产量	15
图表 27	1993-2000 年青岛啤酒营业收入、净利润增速	15
图表 28	1994-2001 年间部分收购啤酒公司	15
图表 29	2002-2012 年公司收入业绩及增速	16
图表 30	2002-2012 年公司销量及增速	16
图表 31	大客户+微观运营模式	16
图表 32	公司股权结构	17

图表 33	青岛啤酒 2012-2019 年收入及增速	17
图表 34	青岛啤酒 2012-2019 年业绩及增速	17
图表 35	青岛啤酒 2012-2019 年销售费用率	18
图表 36	高端产品销量占比稳步提升	18
图表 37	青岛啤酒产品梯队	18
图表 38	公司啤酒销量结构	18
图表 39	线下渠道结构情况	19
图表 40	部分区域渠道利润结构	19
图表 41	朝日啤酒听装占比超 50%	19
图表 42	朝日啤酒类饮料听装占比近 70%	19
图表 43	青啤品牌策略演变	19
图表 44	股权激励授予情况	20
图表 45	各年度考核目标	20
图表 46	2019 年公司分区域销售额结构	21
图表 47	青啤部分市场格局分布	21
图表 48	分省份产量及占全国产量比例	21
图表 49	2017-2019 年公司主要市场净利率	22
图表 50	2015-2019 年华东、华南、东南市场销售费用率	22
图表 51	2015-2019 年华东、华南、东南市场毛利率	22
图表 52	2015-2019 年华东、华南、东南市场净利率	22
图表 53	行业主要公司近 5 年 EV/EBITDA（调整）对比	23
图表 54	行业主要公司近三年 EBITDA（调整）与归母净利润增速	23
图表 55	每股收益与每股自由现金流背离程度	23
图表 56	2011-2019 年公司资本支出金额	23
图表 57	折旧摊销占收入利润比例	24
图表 58	公司 ROE 及杜邦分析拆解	24
图表 59	美国啤酒行业发展历程	25
图表 60	美国啤酒公司市场份额演变	25
图表 61	美国三大龙头 EBITDA/营业收入变化	26
图表 62	中国规模以上酒企数量	26
图表 63	中国啤酒市场格局	26
图表 64	部分上市酒企毛利率一览	27
图表 65	部分上市公司 EBITDA/营业收入比率	27
图表 66	公司部分原材料成本、吨价变化及部分提价措施	27

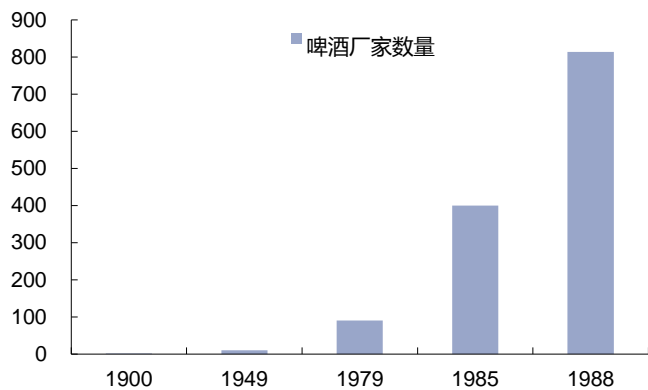
图表 67 青岛啤酒主品牌销量占比.....	28
图表 68 青岛啤酒毛利率变化.....	28
图表 69 部分公司工厂布局情况.....	29
图表 70 不同设计产能工厂固定成本区间.....	29
图表 71 公司提价及产品结构升级对收入端影响测算.....	30

一、行业迈入高端品牌战时代

（一）啤酒竞争模式于 2017 出现十年拐点

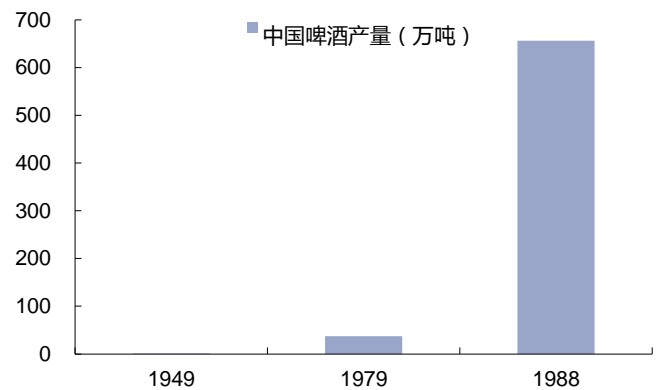
啤酒入华百余年，改革开放后行业进入快速成长期。中国第一家啤酒厂于 1900 年成立，而后受战争等因素影响，1949 年全国酒厂数量仅达近 10 家。1949 年新中国成立后，啤酒进入缓慢发展期，至 1979 年中国啤酒厂数量达近 90 家，产量从 1949 年的近万吨增长至 1979 年的约 37.3 万吨。改革开放后中国经济快速发展，啤酒行业进入快速成长期，1979~1988 年间，中国啤酒厂数量及产量分别从 90 家、37.3 万吨增长至 813 家、656.4 万吨，但此阶段酒厂规模相对较小，酒厂区域性强，分布较为零散，竞争相对缓和。

图表 1 中国近代啤酒酒厂数量



资料来源：闫治民：《现代啤酒营销与管理》，华创证券

图表 2 中国近代啤酒产量



资料来源：闫治民：《现代啤酒营销与管理》，华创证券

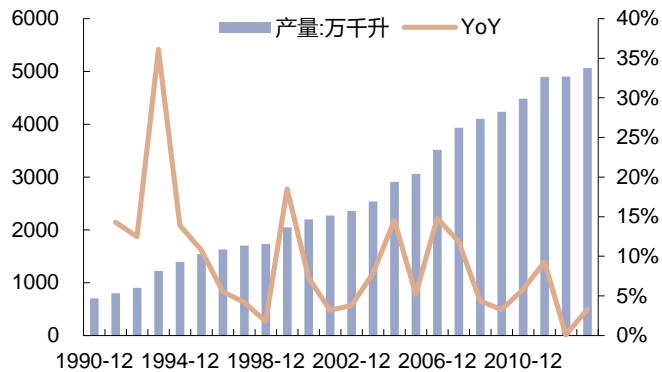
图表 3 建国以前中国主要啤酒厂设立情况

年份	事件
1900 年	俄国人在哈尔滨建立乌卢布列夫斯基啤酒厂
1903 年	英国及德国人在青岛建立英德酿酒公司，为青岛啤酒前身
1904 年	中国人在哈尔滨开设东北三省啤酒厂
1914 年	哈尔滨成立了五洲啤酒汽水厂，北京成立了双合盛啤酒厂
1935 年	广州成立了五羊啤酒厂
1949 年	中国啤酒厂数量不及 10 家

资料来源：卢泰宏：《中国啤酒营销战》，华创证券

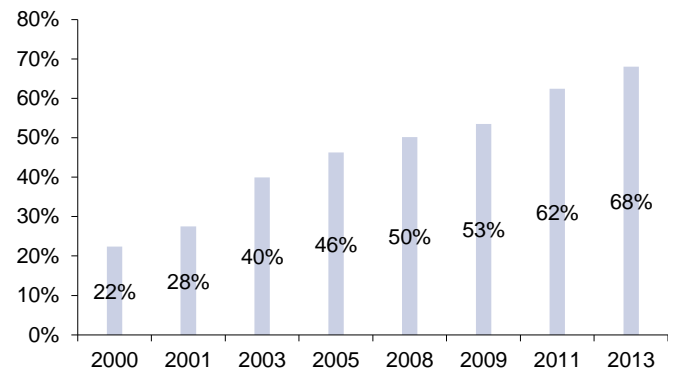
90 年代后跑马圈地加速，行业进入兼并整合期。90 年代后各大酒企通过新建酒厂或收购外地酒厂方式跑马圈地扩张，销售策略以低价走量抢份额为主，行业快速发展的同时进入兼并整合期。全国啤酒产量从 1990 年的 700 万吨增长至 2013 年的 5062 万吨，CAGR 约为 9%，行业产量 CR5 从 2000 年的 22% 提升至 2013 年的 68%，格局亦已基本稳定。

图表 4 1990-2013 年中国啤酒产量



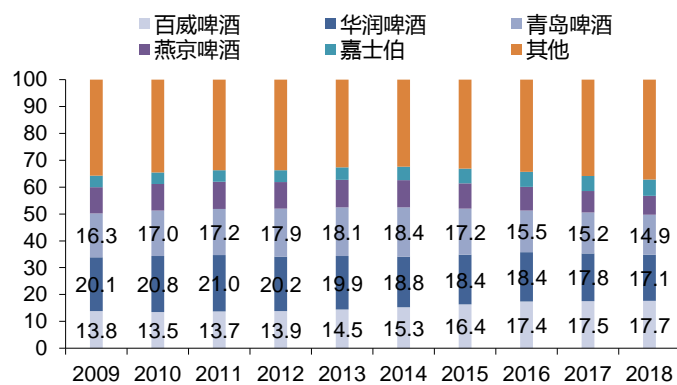
资料来源: wind, 华创证券

图表 5 中国啤酒行业产量 CR5 变化



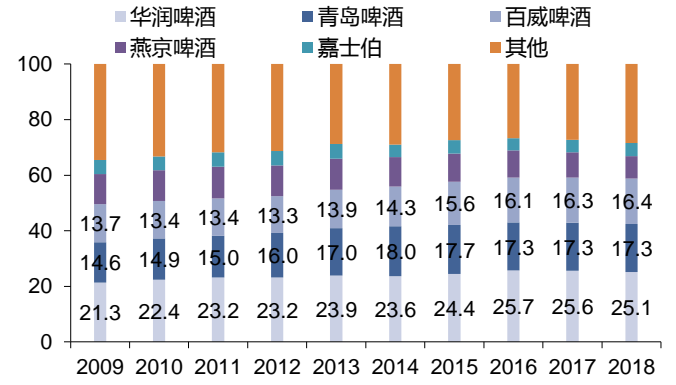
资料来源: 中国酿酒工业协会, 华创证券

图表 6 2009-2018 年啤酒行业结构 (按零售额, %)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

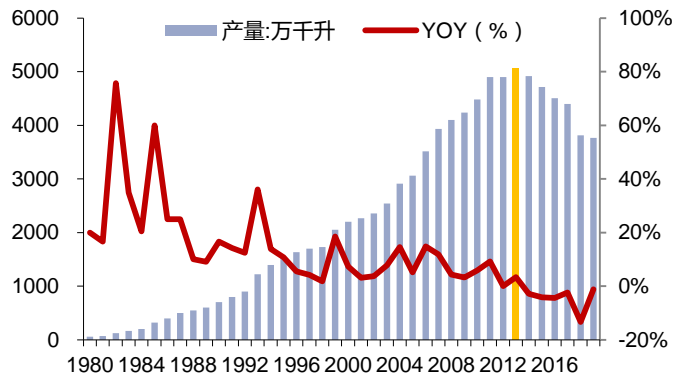
图表 7 2009-2018 年啤酒行业结构 (按零售量, %)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

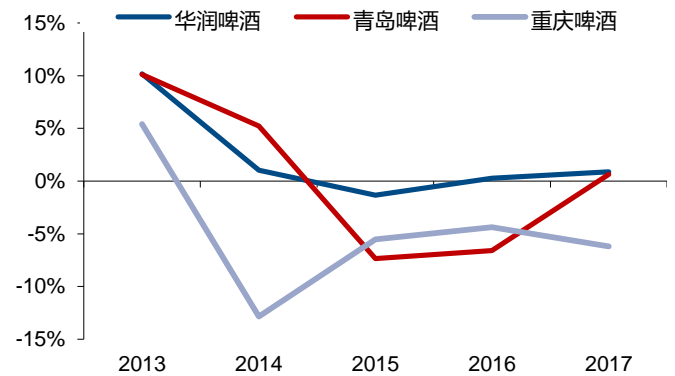
13 年产量拐点到来, 啤酒行业进入调整期。2013 年我国啤酒产量见顶至 5062 万千升, 而后持续下滑, 行业量增逻辑打破, 劳动人口拐点出现带动啤酒消费量的下降, 酒企加剧的低端化价格战并未带来销量的提升, 反而产能利用率下降, 利润下降, 被迫进入关厂减员提效调整阶段。2013-2017 年, 受关厂、行业竞争、国家限制三公消费等因素影响, 各啤酒公司销量及销售收入增速皆有所下滑, 其中重啤和青啤下滑幅度较大, 利润端各家酒企皆有所承压, 2017 年开始有所改善。

图表 8 2013 年后产能见顶下滑



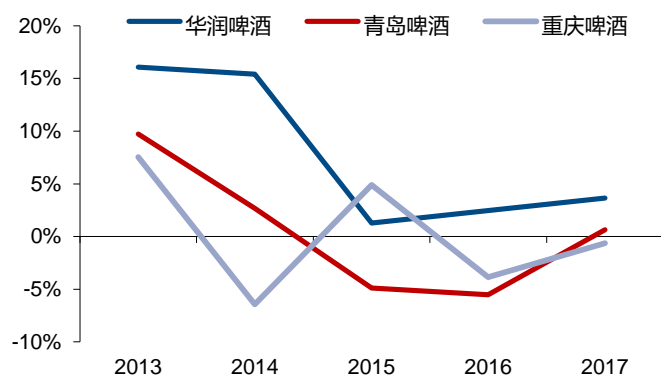
资料来源: wind, 华创证券

图表 9 2013-2017 年公司销量增速



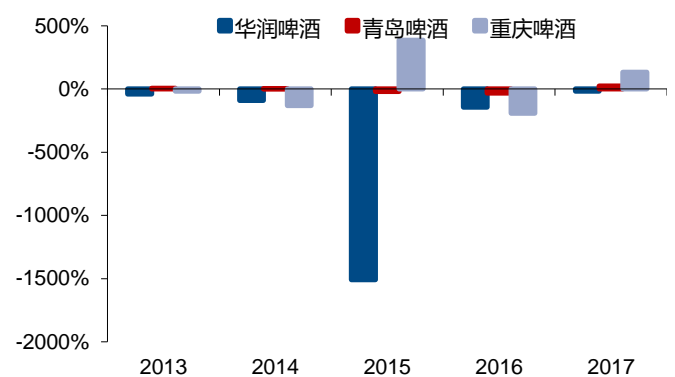
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 10 2013-2017 年公司销售额增速



资料来源: wind, 华创证券

图表 11 2013-2017 年公司净利润增速



资料来源: wind, 华创证券

17 年模式拐点到来，重啤率先调整标志行业迎来高端品牌战时代。2013 年~2017 年间，重庆啤酒累计关停或转让工厂 9 间，至 2017 年底，产能利用率达到 64.43%。固定资产周转率由 2013 年的 1.69 提升至 2017 年的 2.59，折旧摊销占业绩比重从 2013 年的 218.33% 大幅下降到 2017 年的 49.56%，推动公司净利率从 2013 年的 3.00% 提升至 2017 年的 10.27%，随后两年盈利能力稳步提升。重啤的成功调整，为行业指出了过去路径依赖的“渠道为王”+“走量抢份额”模式已经失效，“高端化，打品牌”才是新时代的核心，啤酒行业从华润到青啤等相继开启主动常态化涨价及结构升级的道路。

我们预计行业到 2020 年下半年起迎来收入盈利双拐点，未来数年增速中枢将抬高。尽管行业 2017 年已经进入新模式拐点，但啤酒渠道及终端长期的低价思维模式仍在很多区域有惯性，而啤酒企业自身的低端占比又太高，导致 2017-2020 年，啤酒企业普遍一边强行涨价或者提结构，一边又出现低端销量的损失，两者抵消，拖累了整体收入增速，利润很多来自关厂带来折旧减少及增值税的优惠。但是行至 2020 年，前述终端渠道惯性思维已经基本扭转，行业关厂减员接近尾声，资产减值及员工安置对业绩影响程度降低，疫情更是加速了低端下滑到位，高端销量也基本见底，尽管 2020 年上半年预计行业全年收入业绩难有增长甚至下滑，但在总规模低基数叠加产品结构低基数的背景下，啤酒行业真正的收入和利润率双升将于 2020 年下半年开始，行业真正的整合末期红利即将到来。

图表 12 华润啤酒、青岛啤酒及重庆啤酒近年关厂情况

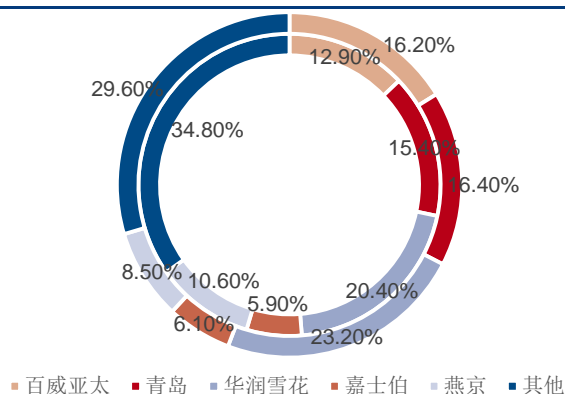
	公司名称	关停/转让数量	产能利用率	折旧摊销/净利润	净利率
2015 年	华润啤酒	0	53.10%	-	-8.93%
	青岛啤酒	0	-	59.88%	5.83%
	重庆啤酒	4	-	-	-4.62%
2016 年	华润啤酒	2	53.18%	121.28%	4.86%
	青岛啤酒	0	65.06%	104.19%	4.24%
	重庆啤酒	4	66.36%	125.87%	4.38%
2017 年	华润啤酒	5	53.64%	143.84%	3.92%
	青岛啤酒	0	71.46%	85.27%	5.26%
	重庆啤酒	1	64.43%	49.56%	10.27%
2018 年	华润啤酒	13	53.81%	167.92%	3.03%
	青岛啤酒	2	77.71%	73.89%	5.87%
	重庆啤酒	1	79.07%	41.22%	12.15%
2019 年	华润啤酒	7	55.78%	131.60%	3.88%
	青岛啤酒	1	81.53%	57.79%	6.89%
	重庆啤酒	0	68.41%	41.22%	20.34%

资料来源：公司公告，华创证券（注：青岛啤酒产能利用率计算方法为当年产量/当年实际产能，华润啤酒产能利用率计算方法为当年销量/当年产能；重庆啤酒 2019 年净利率大幅提高主要系非经常性损益导致）

（二）高端化品牌格局已定，提价升级为主线逻辑

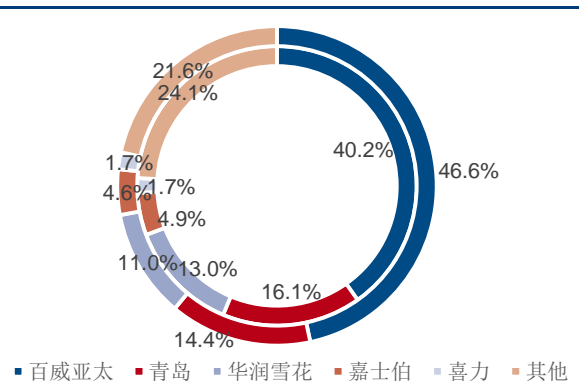
四大高端全国化品牌格局已定。中国啤酒业步入成熟期之后，量增逻辑已变，高端化进程成为主旋律，整体格局亦已基本稳定。根据 Global Data 数据，2018 年高端及超高端细分市场内，百威、青岛、华润雪花、嘉士伯份额分别为 46.6%/14.4%/11.0%/4.6%，较 2013 年同比+6.4pcts/-1.7pcts/-2.0pcts/-0.3pct，CR4 已超 75%，四大高端全国化品牌格局已定。

图表 13 中国整体啤酒市场格局



资料来源：Global Data，华创证券（注：内圈为 2013 数据，外圈为 2018 数据）

图表 14 中国高端及超高端啤酒市场格局



资料来源：Global Data，华创证券（注：内圈为 2013 数据，外圈为 2018 数据）

四大高端品牌线布局准备就绪。百威 2014 年取得科罗娜中国运营权并于年内陆续推出大师臻藏、福佳、乐飞系列高端啤酒，2016 年将鹅岛精酿引入中国市场，2017 年收购拳击猫和开巴精酿啤酒屋后引入国内生产；重庆啤酒 2012/15 年分别获得嘉士伯及乐堡/凯旋 1664 白啤酒及怡乐仙地的商标使用许可，2017 年推出嘉士伯特醇高端啤酒；青岛啤酒 2013 年推出经典 1903 和鸿运当头，2015 年后陆续上市枣味黑啤、皮尔森和 IPA 精酿；华润 2015 年后推出雪花纯生、脸谱系列、概念系列、匠心营造、马尔斯绿、黑狮白啤，并于 2018 年收购喜力中国区业务，获得喜力品牌商标许可。

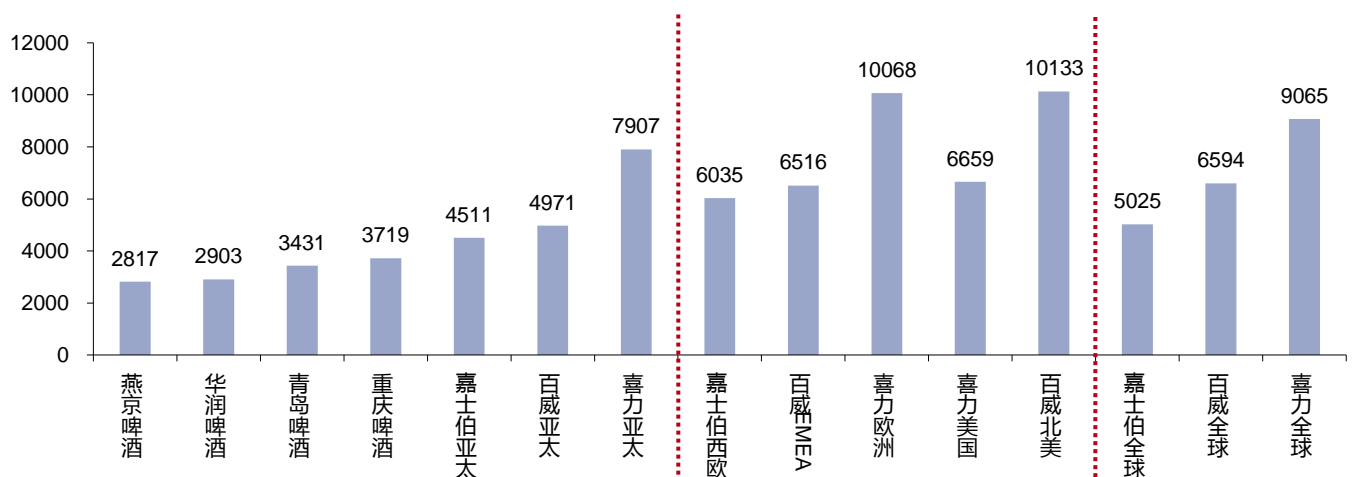
图表 15 部分啤酒公司产品价格分布

公司名称	低档产品	中档/中档高产品	高档/超高档产品
百威啤酒	本地品牌：金陵、金士百等 全国品牌：哈尔滨醇爽、雪津	哈尔滨冰纯、哈尔滨冰萃 哈尔滨冰纯白啤、哈尔滨小麦王	时代系列、科罗娜系列、福佳系列 百威系列、贝克系列、凯狮(cass)系列 乐飞系列、范佳乐系列、拳击猫系列、鹅岛系列
重庆啤酒	重庆 33 系列 老山城、山城清爽	重庆 66 系列、重庆国宾、重庆醇国宾 山城 1958 嘉士伯乐堡系列	重庆纯生 嘉士伯特醇、凯旋 1664
青岛啤酒	崂友记、崂山玩啤、普崂 崂山 8 度、崂山劲爽、崂山清爽 青岛冰纯、青岛山水、青岛纯干	青岛经典、青岛欢动 青岛果啤、汉斯小木屋 青岛经典 1903、青岛全麦白啤	青岛纯生、青岛高端金质、青岛黑啤 青岛枣味黑啤、青岛 IPA、青岛皮尔森 鸿运当头、奥古特、逸品纯生
华润啤酒	雪花清爽、雪花冰酷	雪花勇闯天涯、雪花勇闯天涯 SuperX	喜力、雪花纯生、雪花马尔斯绿 雪花匠心营造、雪花脸谱系列、雪花概念系列 雪花黑狮白啤

资料来源：天猫，百威官网，华创证券（注：百威本地品牌多只在当地出售）

国内主要酒企吨价仍有较大提升空间。从中国市场看，目前我国啤酒企业吨价均处于低位，其中的重庆啤酒吨价最高，约为 3719 元/千升，远低于嘉士伯、百威、喜力等国际啤酒巨头在亚太地区吨价水平。从全球市场来看，嘉士伯、百威和喜力的全球啤酒吨价分别为 5025 元/千升、6594 元/千升和 9065 元/千升，在欧美发达国家市场龙头公司吨价均超过 6000 元/千升。全球比较看，尤其参考收购布局较多的嘉士伯亚太和百威亚太均值，中国啤酒均价还有约 50%提升空间。

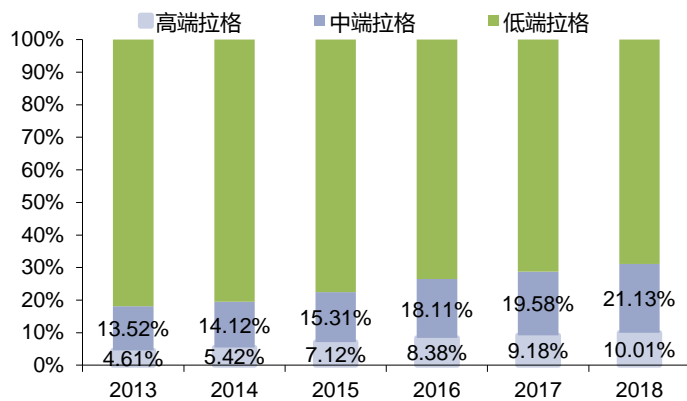
图表 16 2019 年全球主要啤酒公司吨酒价格（元/千升）



资料来源：公司公告，华创证券（注：汇率为 2020 年 5 月 8 日汇率）

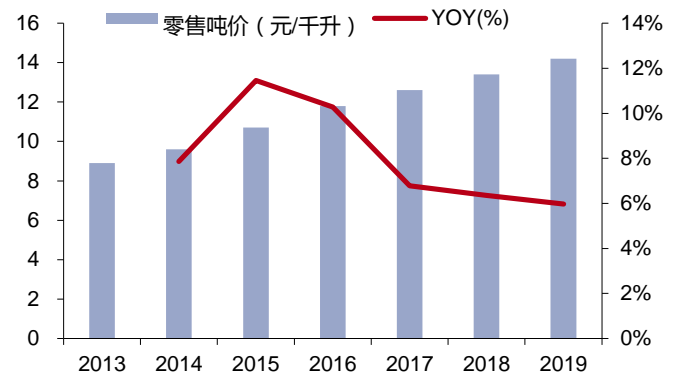
未来结构升级及提价仍为主线逻辑。根据 Euromonitor 数据，拉格啤酒销量约占我国啤酒总销量的 98.59%，近年来我国中高端拉格啤酒销量占比和零售吨价均大幅提升，其中中高端拉格啤酒销量占比由 2013 年的 18.13% 提升至 2018 年的 31.14%，零售吨价由 2013 年的 8.9 元/升提高至 2019 年的 14.2 元/升，CAGR 为 8.10%。我们认为，在存量时代下，预计我国啤酒行业高端品牌化时代延续，结构升级及提价仍为主线逻辑，行业吨价亦会朝成熟市场水平靠拢。

图表 17 中高端拉格啤酒占比稳步提升



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 18 啤酒行业零售价持续提升



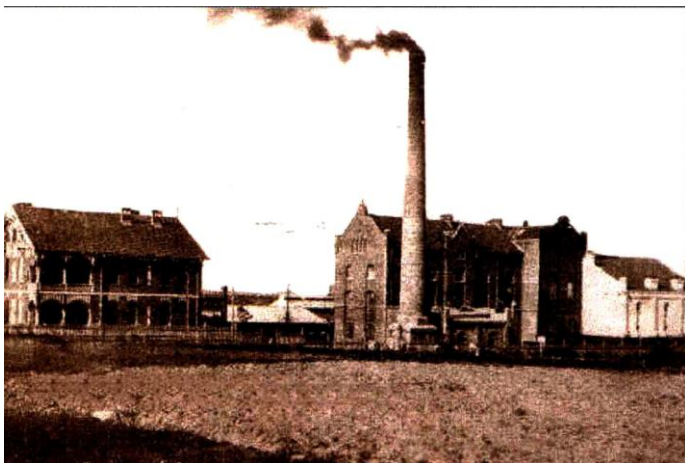
资料来源：Euromonitor，华创证券

二、一杯沧海，百年荣光

（一）历史悠久，精品基因

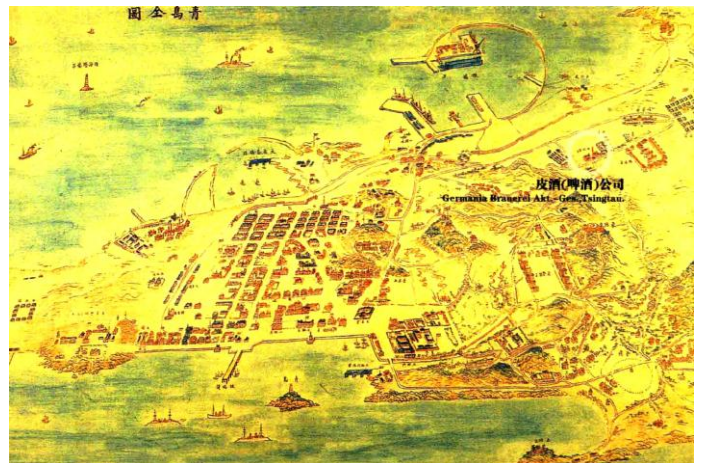
青啤诞生于上世纪交汇之际，拥有逾百年历史。1903 年，即中国第一家啤酒厂成立后的第三年，青岛啤酒的前身日耳曼啤酒公司青岛股份公司由德英商人在青岛建设成立，而后日德战争爆发，德国战败，日本接管了啤酒厂并更名为“大日本麦酒株式会社青岛工厂”。1945 年抗日战争胜利，国民党接手啤酒厂，更名为“青岛啤酒公司”，待 1949 年新中国成立后，青岛啤酒公司归为国有并更名为“国营青岛啤酒厂”，并在 1993 年完成股改后在 A 股及港股市场上市。

图表 19 成立之初历史图景



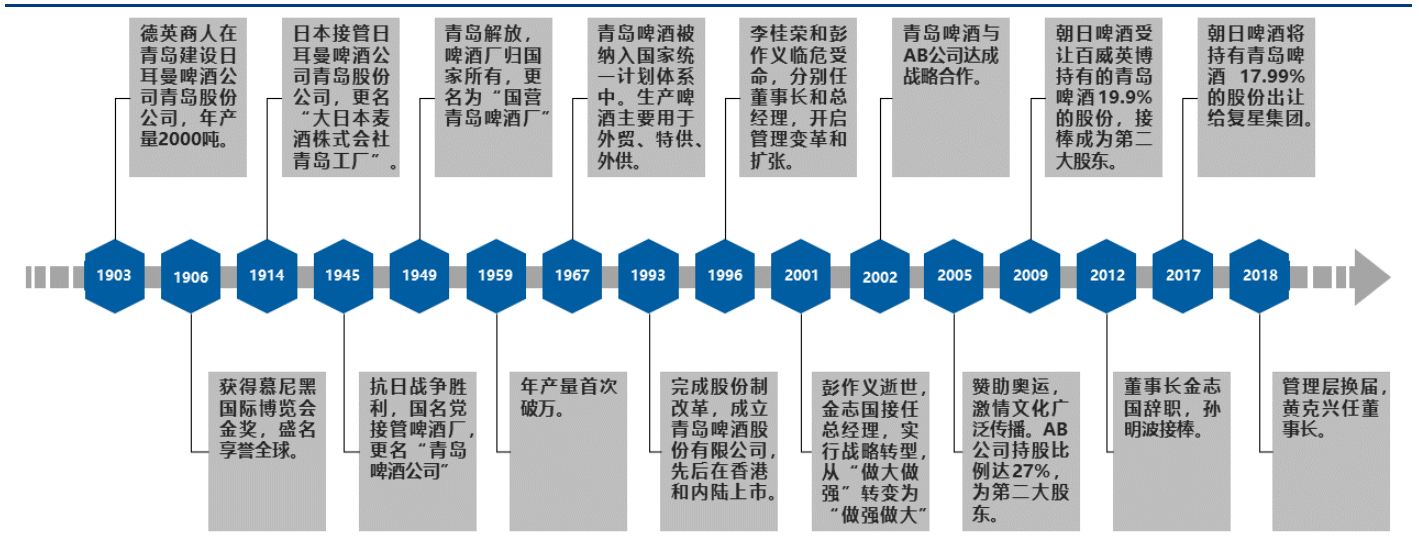
资料来源：金志国：《一杯沧海：品读青岛啤酒博物馆》

图表 20 1909 年青岛手绘地图



资料来源：金志国：《一杯沧海：品读青岛啤酒博物馆》

图表 21 青岛啤酒历史沿革



资料来源：公司公告，华创证券

百年沉淀造就上乘品质，扬名海外堪称国货精品。公司自成立之初，凭借精湛的德式酿造工艺与本地崂山优质泉水，赢得了1906年慕尼黑国际博览会金奖，此后，公司陆续斩获国内外酒评大赛金奖，产品品质获得海内外高度认可，品牌价值亦跃升为中国酒业第三、啤酒业第一。

图表 22 青啤部分获奖记录

时间	奖项
1906 年	荣获德国慕尼黑国际博览会金牌奖
1950 年	产品参加武汉市首届工业展览会优秀奖
1963 年	全国评酒金质奖
1980 年	获国家质量金质奖证书、金牌
1981、1985、1987 年	三次在美国国际评酒会上荣获冠军
1988 年	荣获中国食品博览会金奖
1989 年	全国评酒会金奖
1991 年	荣获比利时布鲁塞尔国际评酒会金奖
1993 年	荣获新加坡国际饮品博览会最高荣誉金奖
1994 年	中德啤酒品评金质奖
1997 年	荣获第 23 届国际金星奖——“杰出公司形象和质量国际金奖”
2002 年	荣获全国质量管理奖
2018 年	荣获“欧洲啤酒之星”大奖、中国酒业协会新品类啤酒“青酌奖”
2018、2019 年	荣获“世界啤酒锦标赛”金奖

资料来源：公司公告，华创证券

图表 23 2019 年中国 500 最具价值品牌榜

2019中国500最具价值品牌【1-50】						
单位：亿元人民币						
排名	品牌名称	品牌拥有机构	品牌价值	主营行业	影响力	发源地
1	国家电网	国家电网有限公司	4575.36	能源	世界	北京
2	工商银行	中国工商银行股份有限公司	4156.79	金融	世界	北京
3	海尔	海尔集团	4075.85	物联网生态	世界	山东
4	腾讯	腾讯控股有限公司	4067.25	信息技术	世界	广东
5	中国人寿	中国人寿保险（集团）公司	3539.87	金融	世界	北京
6	华为	华为技术有限公司	3486.76	通信电子	世界	广东
7	中化	中国中化集团有限公司	3296.18	能源	世界	北京
8	中国石油	中国石油天然气集团有限公司	3106.94	石油化工	世界	北京
9	中国一汽	中国第一汽车集团有限公司	3008.36	汽车	世界	吉林
10	CCTV	中央广播电视总台	2956.23	传媒	世界	北京
11	阿里巴巴	阿里巴巴集团	2865.17	信息技术	世界	浙江
12	华润	华润（集团）有限公司	2758.69	多元化	世界	香港
13	苏宁	苏宁易购集团股份有限公司	2691.98	零售	世界	江苏
14	中国银行	中国银行股份有限公司	2689.37	金融	世界	北京
15	中国建设银行	中国建设银行股份有限公司	2438.71	金融	世界	北京
16	上汽	上海汽车集团股份有限公司	2345.67	汽车	世界	上海
17	茅台	中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司	2185.15	食品饮料	世界	贵州
18	北汽集团	北京汽车集团有限公司	2172.39	汽车	中国	北京
19	五粮液	四川省宜宾五粮液集团有限公司	2165.98	食品饮料	世界	四川
20	中国移动	中国移动通信集团有限公司	2153.45	通信服务	世界	北京
21	国航	中国国际航空股份有限公司	1678.76	航空服务	世界	北京
22	青岛啤酒	青岛啤酒股份有限公司	1637.72	食品饮料	世界	山东
23	中粮	中粮集团有限公司	1637.56	多元化	世界	北京
24	长虹	长虹控股公司	1572.89	家电	世界	四川
25	中国平安	中国平安保险(集团)股份有限公司	1572.08	金融	世界	广东

资料来源：World Brand，华创证券

（二）命运沉浮，初心未泯

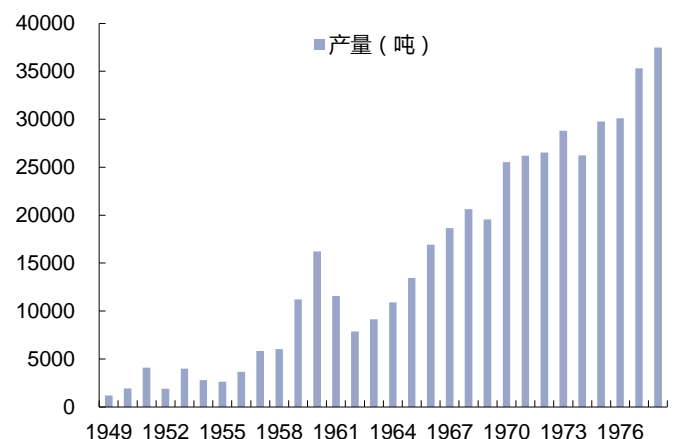
命运沉浮中不改精进初心。日本接管时期，公司经过一系列扩建改造后其产量由 1903 年的约 2000 吨增长至 1942 年的 4663 吨，而后经历了战争洗礼后其年产量下降为 1949 年的 1193 吨。新中国成立后，三年自然灾害及国内动荡期造成部分年份产量上的波动，但公司始终在生产、经营机制上不断改进，长周期看其产量稳步提升至 1978 年的 3.7 万吨。

图表 24 1950 年青岛酒厂庆祝国庆



资料来源：金志国：《一杯沧海：品读青岛啤酒博物馆》

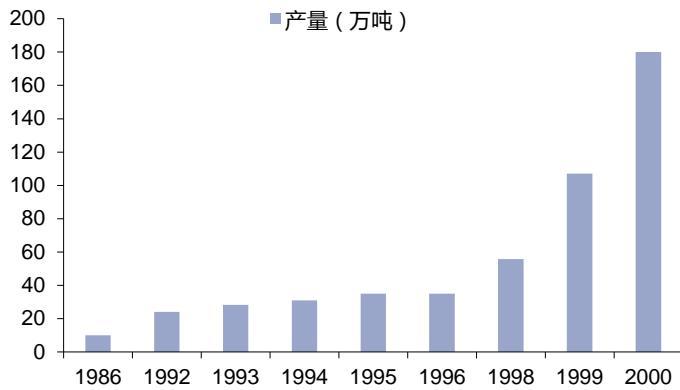
图表 25 1949-1978 公司产量



资料来源：公司宣传资料，华创证券

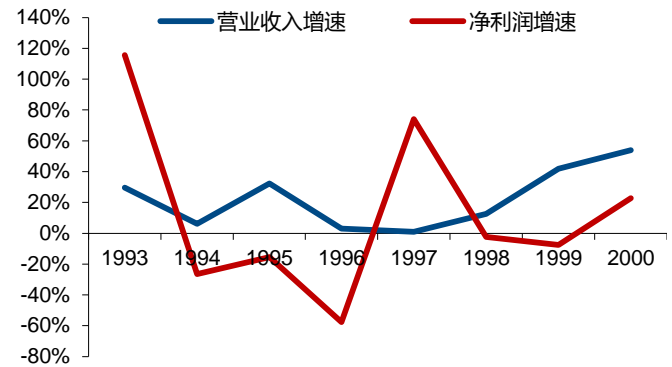
改革开放打开国际化大门，上市后经历三年下滑。改革开放后国家产业政策调整，公司大规模引进日本、德国等国际先进技术进行产线升级，同时在国家支持下不断扩产，公司产量在 1986 年突破 10 万吨，而后增长到 1992 年的 24 万吨及 1996 年的 35 万吨。与此同时，公司大力拓展海外业务，其出口美国啤酒量从 1978 年的 2 万箱增长到 1992 年的 120 万箱。1993 年公司分别在港交所及上交所上市，而后三年公司渠道运营遭遇问题，产品出现滞销，业绩经历三年下滑。

图表 26 1986-2000 年青岛啤酒产量



资料来源：公司公告，华创证券

图表 27 1993-2000 年青岛啤酒营业收入、净利润增速



资料来源：wind，华创证券

（三）时来运转，人和奋进

彭作义时代的开疆拓土。1996 年李桂荣和彭作义出任董事长和总经理后，对公司进行大刀阔斧改革，制定“做大做强”、“大名牌发展战略”等多个战略方针，将高档啤酒市场下沉至中低档啤酒市场，并通过外延式并购快速占领国内市场。在此期间，公司完成收购超四十余笔，产量从 1996 年的 35 万吨快速提升至 2001 年的 251 万吨。

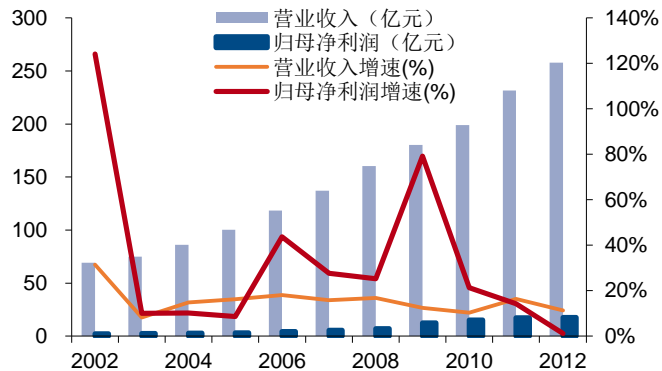
图表 28 1994-2001 年间部分收购啤酒公司

1994-2001 年间部分收购啤酒公司						
扬州啤酒厂	平原县啤酒厂	山东安丘市啤酒厂	山东潍坊啤酒厂	垫江啤酒有限责任公司	廊坊啤酒厂	天门啤酒厂
西安汉斯啤酒厂	鸡西兴凯湖有限责任公司	广东皇妹酿酒有限公司	安徽芜湖大江啤酒厂	山东卢堡啤酒有限公司	黑龙江龙泉啤酒厂	安徽宿迁啤酒厂
日照啤酒厂	荣成东方啤酒厂	湖北应城市啤酒厂	广东强力啤酒厂	海尔波公司啤酒生产业务	斗门南星麦芽有限公司	江苏太仓啤酒厂
平度啤酒厂	薛城南极洲集团啤酒厂	上海啤酒有限公司	嘉酿（上海）啤酒有限公司	原哈尔滨金都啤酒有限公司、黑龙江玉泉啤酒总厂	陕西渭南啤酒厂	广西南宁万泰啤酒厂部分股权
青岛北海啤酒厂	安徽省马鞍山市功勋啤酒厂	滕州市啤酒厂	北京三环亚太啤酒有限公司	泸州啤酒厂二分厂	第一家（福建）啤酒有限公司	漳州五星啤酒厂
山东花王啤酒厂	湖北黄石市啤酒厂	徐州市金波啤酒厂	北京亚洲双合盛五星啤酒有限公司	徐州汇福集团公司啤酒厂	湖北随州公司	郴州东江啤酒厂

资料来源：公司公告，华创证券

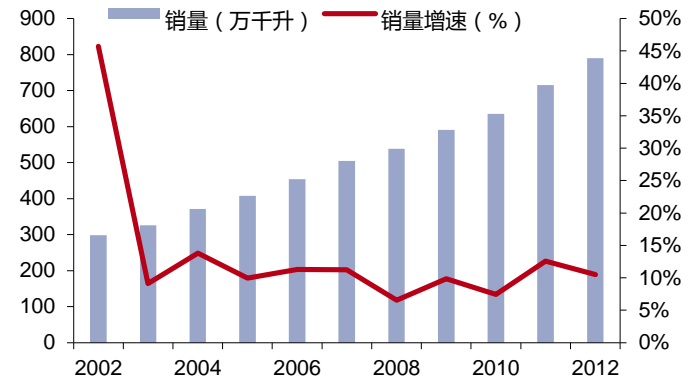
金志国时代的精耕细作。2001 年金志国接任总经理后实施战略转型，由“做大做强”转变为“做强做大”，由“外延式扩大再生产”转变为“内涵式扩大再生产”。此外，公司在将此前收购的品牌进行整合，推出“1+3”品牌战略，即以青岛啤酒为主品牌，以崂山、汉斯、山水为第二品牌。同时公司提出“大客户+微观运营”的渠道模式提升经营效率。在此期间，公司啤酒销量从 299 万吨增长至 790 万吨，CAGR 为 10.2%，收入从 69.4 亿元增长至 257.8 亿元，CAGR 为 14.0%，业绩从 2.3 亿元增长至 17.6 亿元，CAGR 为 22.6%。

图表 29 2002-2012 年公司收入业绩及增速



资料来源: wind, 华创证券

图表 30 2002-2012 年公司销量及增速



资料来源: wind, 华创证券

图表 31 大客户+微观运营模式

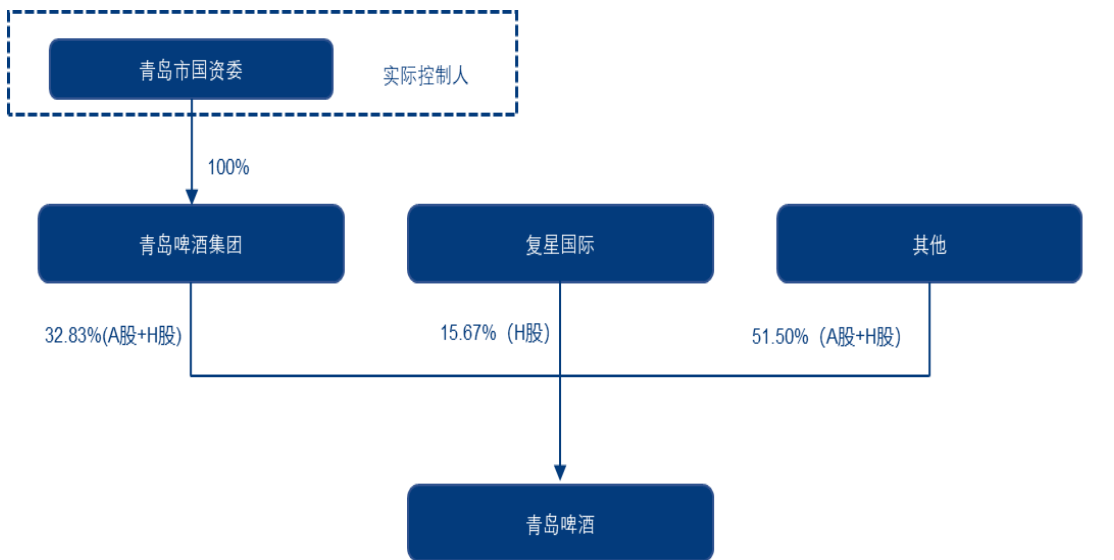


资料来源: 公司公告, 华创证券

2013-2016 年公司随行业进入调整期。2013 年后行业产量见顶下滑, 叠加国内宏观经济等因素, 啤酒行业进入调整期, 随后三年青岛啤酒销量及业绩亦有所下滑。2013 年-2016 年间公司营业收入从 282.9 亿元下降至 261.1 亿元, 归母净利润从 19.7 亿元下降至 10.4 亿元, CAGR 为-19.18%。

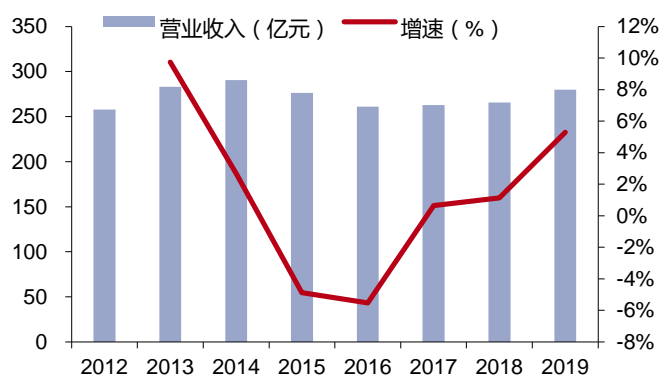
调整期后 2017 年业绩重回正轨。2017 年后公司明确以利润导向为发展目标, 引入复星作为战略投资人, 聚焦主品牌+崂山第二品牌, 加强产品结构升级及提价常态化, 推进关厂减员控费提效 (2018 年关闭 2 个工厂, 规划未来 5 年内关闭 10 个工厂), 公司业绩重回正轨。2017 年-2019 年间公司归母净利润从 12.6 亿元增长至 18.5 亿元, CAGR 为 21.17%。

图表 32 公司股权结构



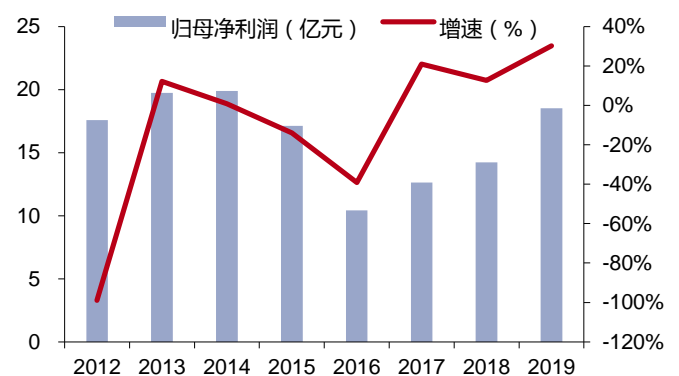
资料来源：公司公告，华创证券

图表 33 青岛啤酒 2012-2019 年收入及增速



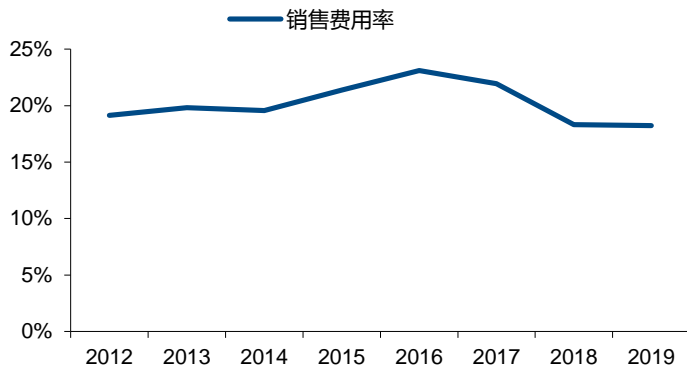
资料来源：wind，华创证券

图表 34 青岛啤酒 2012-2019 年业绩及增速



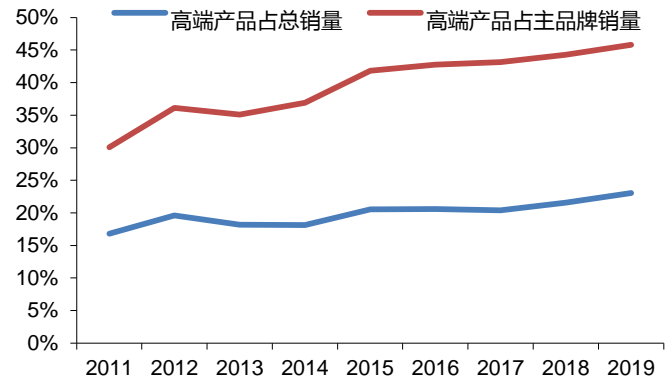
资料来源：wind，华创证券

图表 35 青岛啤酒 2012-2019 年销售费用率



资料来源: wind, 华创证券

图表 36 高端产品销量占比稳步提升



资料来源: 公司公告, 华创证券

(四) 万事俱备，整装待发

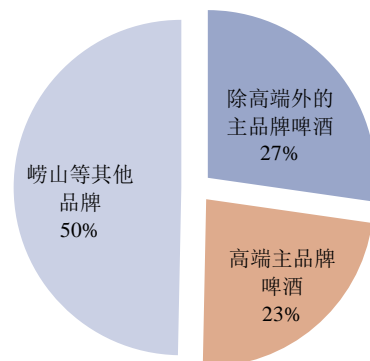
完善的产品线，中高端产品占比近半。目前公司产品线中，高端啤酒以奥古特、鸿运当头、纯生等品牌为主，中端啤酒以主品牌青岛啤酒为主，大众啤酒以第二品牌崂山及其他区域品牌为主。以销量计算，公司中高端啤酒占比约 50%，大众啤酒占比约 50%。

图表 37 青岛啤酒产品梯队



资料来源: 公司公告, 华创证券

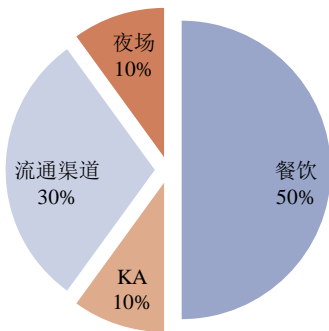
图表 38 公司啤酒销量结构



资料来源: 公司公告, 华创证券

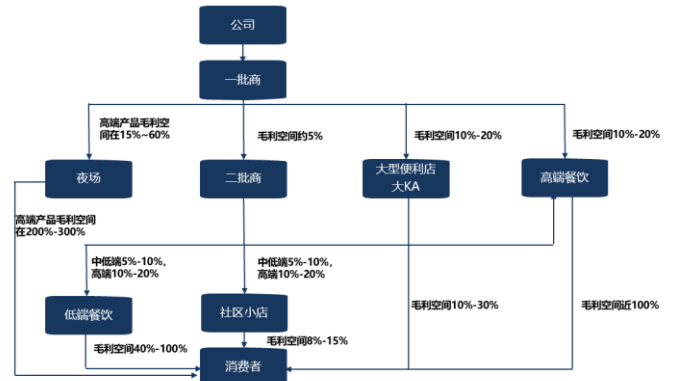
餐饮渠道占比近半，听装化有较大提升空间。渠道调研反馈，公司线下渠道中按收入计餐饮占比近半，社区小店及 KA、便利店占比约 30-40%，夜场占比约 10%。渠道利润方面，餐饮及夜场终端利润空间较大。分瓶型看，渠道调研反馈，公司大瓶装啤酒占比约 2/3，听装啤酒占比约 25%-30%，对比日本朝日啤酒超 50% 的听装化比例，未来公司听装化仍有较大提升空间。

图表 39 线下渠道结构情况



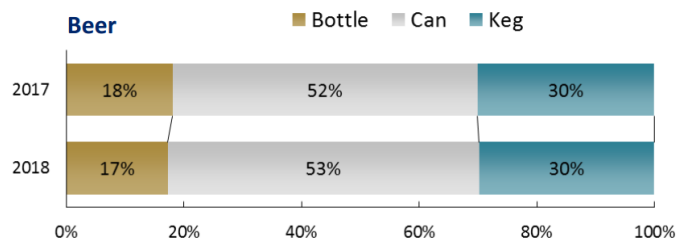
资料来源：渠道调研，华创证券

图表 40 部分区域渠道利润结构



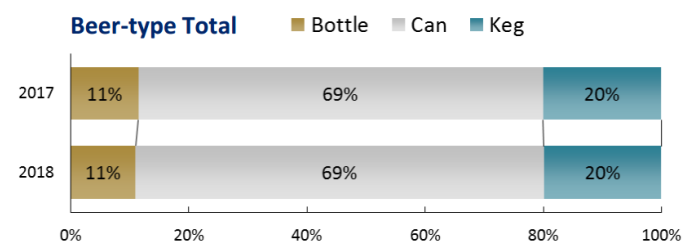
资料来源：渠道调研，华创证券

图表 41 朝日啤酒听装占比超 50%



资料来源：公司公告，华创证券

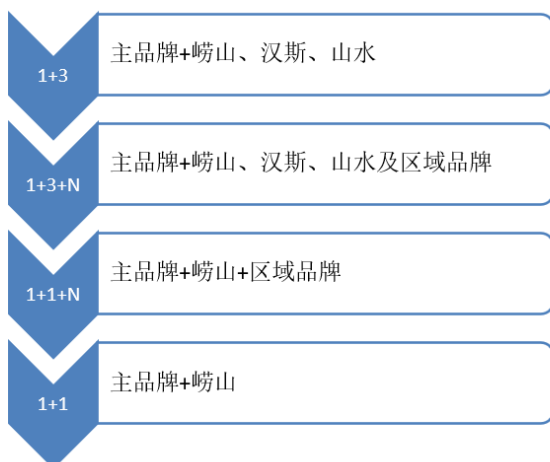
图表 42 朝日啤酒类饮料听装占比近 70%



资料来源：公司公告，华创证券

实施“1+1”的聚焦型品牌策略，进一步强化品牌影响力。公司早期外延式扩张后品牌增多，进行品牌瘦身推出“1+3”的品牌策略及 1+3+N 的品牌策略，2014 年后品牌进一步聚焦并实施 1+1+N 策略，2017 年后公司实施主品牌+崂山品牌的双轮驱动战略，品牌策略逐步聚焦。

图表 43 青啤品牌策略演变



资料来源：公司公告，华创证券

股权激励落地，激励机制改善。公司三月发布股权激励计划草案，拟向激励对象授予 1,350 万股限制性股票，占公司总股本约 1%，授予价格为每股 21.73 元，激励对象包括董高 8 人及其他公司核心管理人员、中层管理人员、核心骨干人员不超过 652 人，激励力度较大，覆盖范围较广，可较好调动员工积极性。此次股权激励主要解锁条件包括：1）以 16-18 年净利润均值 12.4 亿元为基数，2020-2022 年业绩增长不低于 50%、70%、90%。2019 年公司实现净利润 18.5 亿元，则 2020-2022 年业绩同比增长分别为 0.7%、13.3%、11.8%，锁定公司中期增长下限；2）ROE 分别不低于 8.1%、8.3%和 8.5%（2018 年为 7.9%）且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值；3）净利润较 16-18 净利润均值增长量不低于对标企业净利润增长量之和。此次考核目标设定合理，在此前引入复星作为战略投资者之后，此次股权激励落地，再次释放国企改革积极信号。

图表 44 股权激励授予情况

序号	姓名	职务	授予额度 (万股)	获授权益占授予总量比例	标的股票占总股本的比例
1	黄克兴	董事长、党委书记	15	1.11%	0.01%
2	于竹明	执行董事、财务总监	11	0.81%	0.01%
3	王瑞永	执行董事、副总裁	11	0.81%	0.01%
4	蔡志伟	营销总裁	13	0.96%	0.01%
5	姜宗祥	副总裁、供应链总裁	11	0.81%	0.01%
6	徐楠	副总裁、制造总裁、总酿酒师	11	0.81%	0.01%
7	王少波	副总裁	11	0.81%	0.01%
8	张瑞祥	董事会秘书	9	0.67%	0.01%
其他公司核心管理人员、中层管理人员、核心骨干人员（不超过 652 人）			1,228.00	90.96%	0.91%
预留部分			30	2.22%	0.02%
合计			1,350.00	100.00%	1.00%

资料来源：公司公告，华创证券

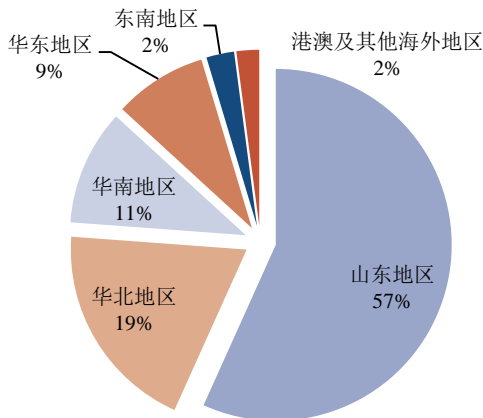
图表 45 各年度考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	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	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	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，华创证券

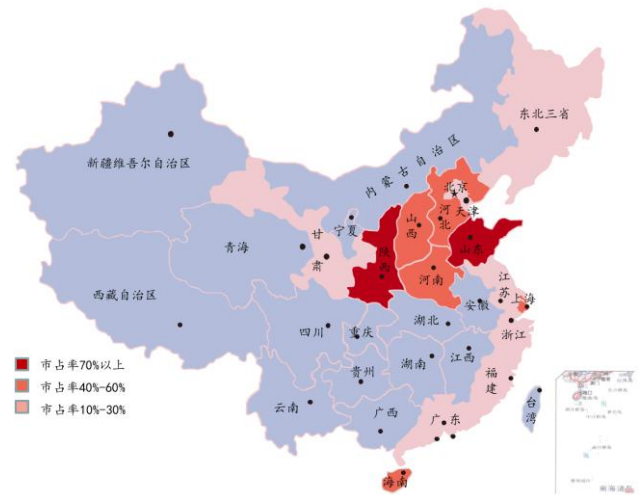
坐拥全国产销量最大的山东市场，沿黄沿海沿江布局。公司沿黄河布局山东、河北、河南、山西、陕西、甘肃等市场，沿海发展从东北到海南等市场，沿江发展上海、江苏、湖南、湖北、安徽、重庆、四川等市场，未来继续进攻东北市场，巩固沿黄基地市场，振兴沿海沿江市场。渠道调研反馈，公司在山东及陕西市场占绝对优势，市占率超 70%，在山西、河南、河北及海南市场亦为强势市场，市占率 40%~60%，在甘肃、江浙、广东为成长市场，市占率多在 10-30% 区间。公司市占率在 40% 以上的优势市场全省产量之和占全国总产量约 28%。

图表 46 2019 年公司分区域销售额结构



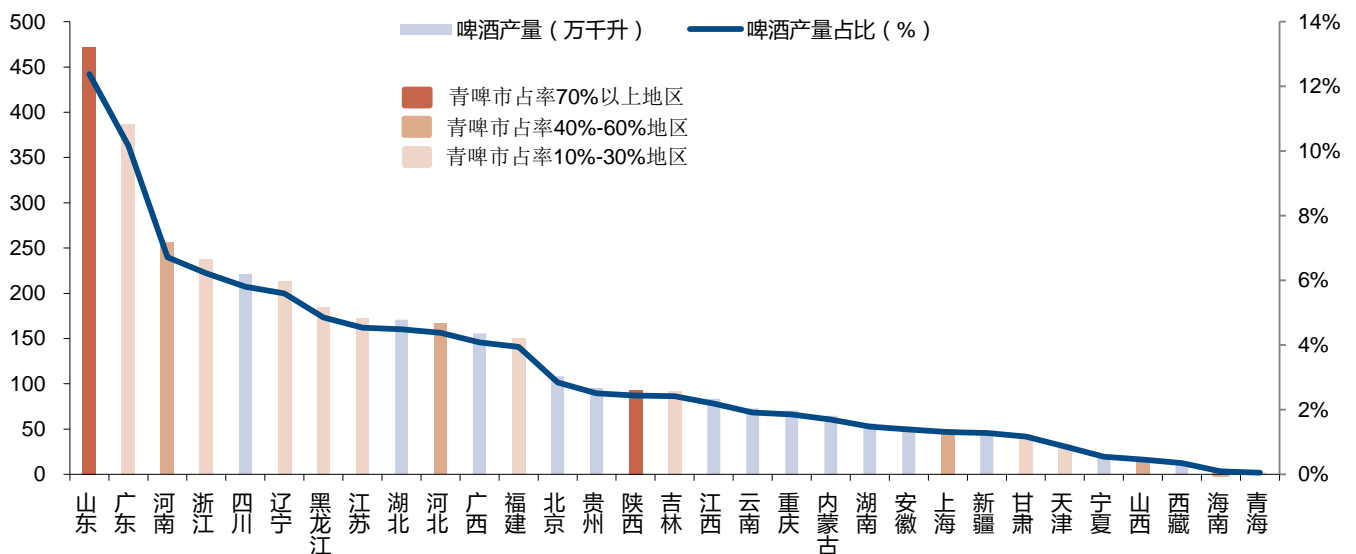
资料来源：公司公告，华创证券（注：不包含分部抵消额）

图表 47 青啤部分市场格局分布



资料来源：公司公告，渠道调研，华创证券

图表 48 分省份产量及占全国产量比例



资料来源：wind，华创证券

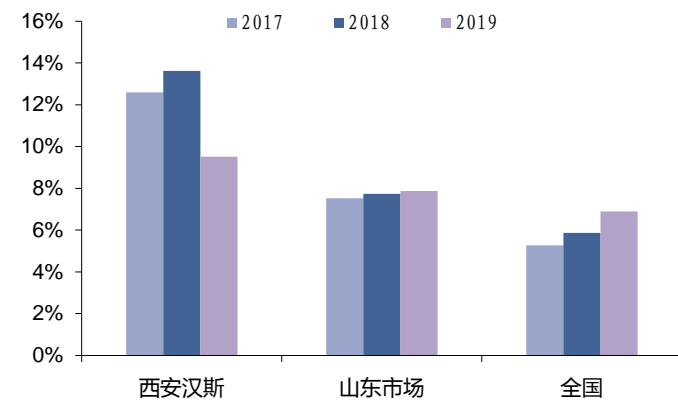
未来持续进攻东北市场，巩固沿黄基地市场，振兴沿海市场。

- 1) **进攻东北市场，对华润进行战略牵制。**啤酒行业中，酒企为防止对手在优势市场恶性竞争，往往在对手优势市场布局。华润啤酒近年来在山东地区抢占部分市场份额，公司亦进攻华润所在的优势东北市场，近年来增长势头良好，我们预计未来公司在东北部分市场市占率有望提升到 20%~30% 水平。
- 2) **结构升级+常态化提价巩固沿黄基地市场利润池。**公司在山东和陕西地区市场份额优势明显，费用投放较少，盈利能力较强。2017-2019 年间，公司整体净利率为 5.26%/5.87%/6.89%，而山东大区分公司净利率为 7.52%/7.73%/7.87%，西安汉斯分公司净利率 12.59%/13.61%/9.51%，盈利能力高于全国平均水平。由于山东和陕西市场腰部以下产品占比仍然较大，公司利用在基地市场的优势，着力于优化产品结构，以 1903 对经典进行结

构升级，以经典替代崂山等低端品牌，同时进行常态化提价。此外，山西、河南、河北等优势市场中崂山占比较多，结构升级仍有较大提升空间。

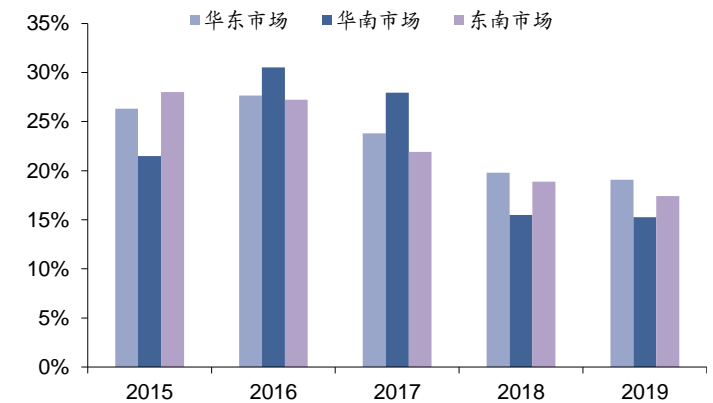
3) 振兴昔日沿海荣光市场，巩固海南市场利润池。沿海市场主要包含江苏、上海、浙江、福建、广东、海南等市场，其中广东及福建市场为昔日的强势市场，曾贡献高达7亿、4亿元利润，而后因竞争及团队变动等因素对公司业绩造成部分拖累，华东市场因竞争等因素影响亦持续亏损。而后公司调整经营团队，优化产品结构，提高罐装化比例，叠加关厂减员提效控费提价等措施，带动华南市场扭亏及华东、东南市场减亏，未来盈利有望持续向好。此外，公司海南市场亦为公司强势市场，预计未来公司采取结构升级+常态化提价巩固基地市场利润池。

图表 49 2017-2019 年公司主要市场净利率



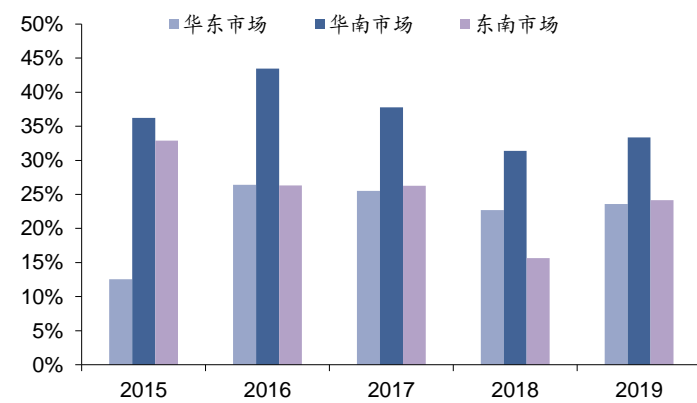
资料来源：公司公告，华创证券

图表 50 2015-2019 年华东、华南、东南市场销售费用率



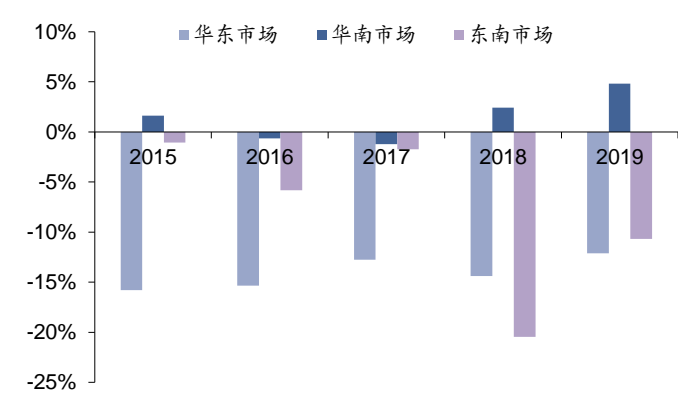
资料来源：公司公告，华创证券

图表 51 2015-2019 年华东、华南、东南市场毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 52 2015-2019 年华东、华南、东南市场净利率



资料来源：公司公告，华创证券

三、投资之问：打破成见，志存高远

（一）当下盈利与估值的匹配？

近年 EV/EBITDA（调整）位于国内主要公司均值之下，与其盈利表现基本匹配。公司所在啤酒行业为重资产行业，酒企需要举债并购及加大资本开支建厂，利息支出及折旧摊销亦会挤压净利润。此外，新建工厂早期及产能过剩地区的子公司常出现亏损状态，亦影响酒企税金支出。在此背景下，EV/EBITDA 估值方法可剔除折旧摊销、利息、税金等因素影响。考虑到近年来关厂带来资产减值损失影响，我们在 EBITDA 中加回资产减值损失构建 EV/EBITDA

（调整）值以还原更客观的估值倍数。行业横向比较，公司近年来 EV/EBITDA（调整）皆处在行业主要公司均值以下，与其盈利表现排位基本匹配；纵向比较，公司 2015-2019 年 EV/EBITDA（调整）亦稳定在 13X-15X 之间。

图表 53 行业主要公司近 5 年 EV/EBITDA（调整）对比

	2015	2016	2017	2018	2019
青岛啤酒	14.98	13.50	13.25	12.76	13.63
华润啤酒	6.20	6.29	14.53	18.33	27.78
重庆啤酒	15.68	15.37	18.79	20.87	28.31
珠江啤酒	38.52	24.74	35.41	29.86	26.01
均值	18.84	14.97	20.50	20.46	23.93

资料来源：wind，华创证券（注：EBITADA（调整）中加回资产减值损失值）

图表 54 行业主要公司近三年 EBITDA（调整）与归母净利润增速

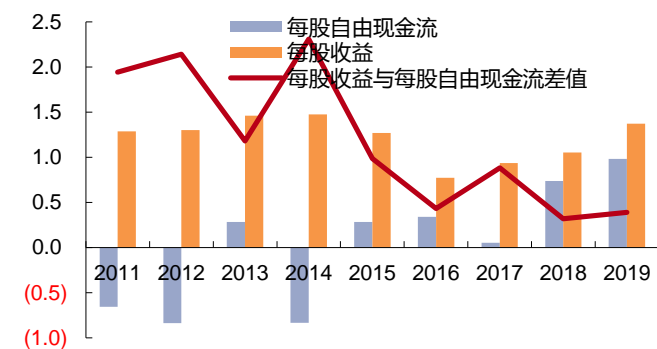
	EBITDA(调整) 增速			归母净利润增速		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
青岛啤酒	17%	15%	6%	21%	13%	30%
华润啤酒	5%	4%	11%	87%	-17%	34%
重庆啤酒	-18%	31%	2%	82%	23%	63%
珠江啤酒	-5%	24%	54%	63%	98%	36%

资料来源：wind，华创证券（注：EBITADA（调整）中加回资产减值损失值）

（二）还在重资产毁灭价值么？

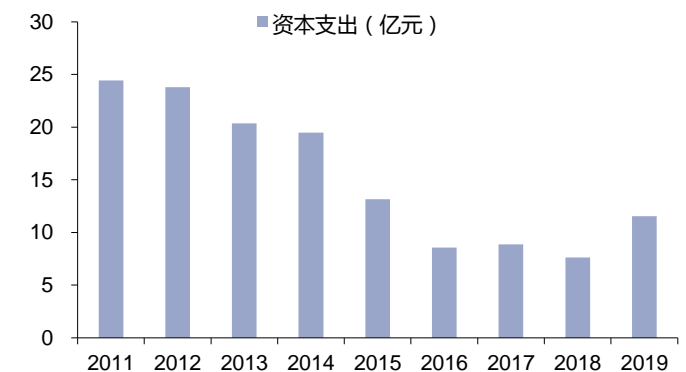
15 年后公司自由现金流逐步改善，重资产对企业价值影响降低。重资产模式下公司早期资本开支较大，每股收益与每股自由现金流背离程度较高。2015 年后公司资本性支出持续减少，每股收益与每股自由现金流背离程度大幅改善，对企业价值的负面影响逐步降低。此外，2016 年后公司关厂等措施影响下，折旧摊销占比亦有所降低，对每股收益表现亦起到改善作用，而公司的资产周转率和投资回报率也持续提升。

图表 55 每股收益与每股自由现金流背离程度



资料来源：wind，华创证券

图表 56 2011-2019 年公司资本支出金额



资料来源：wind，华创证券

图表 57 折旧摊销占收入利润比例

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
折旧与摊销	6.98	8.44	8.85	9.33	9.65	11.52	11.79	11.53	11.15
营业收入	231.58	257.82	282.91	290.49	276.35	261.06	262.77	265.75	279.84
净利润	17.98	18.45	19.75	20.20	16.12	11.06	13.82	15.61	19.29
折旧摊销/营业收入	3.01%	3.27%	3.13%	3.21%	3.49%	4.41%	4.49%	4.34%	3.98%
折旧摊销/净利润	38.82%	45.74%	44.81%	46.21%	59.88%	104.19%	85.27%	73.89%	57.79%

资料来源：wind，华创证券

固定资产使用效率提升，资产负债表结构改善。从杜邦分析拆解来看，公司 2016 年后 ROE 提升主要来自于净利率的提升，虽说总资产周转率有所下降，但主要系货币资金增加带来的流动资产周转率下降导致，其固定资产周转率仍在稳步提升，重资产使用效率不断提高。此外，公司剔除预收账款后的资产负债率逐步下降，其资产负债表结构在逐步优化。

图表 58 公司 ROE 及杜邦分析拆解

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROE	16.78	14.92	14.9	13.53	10.76	6.37	7.55	9.1	9.97
销售净利率	7.50	6.82	6.98	6.85	6.20	4.00	4.81	5.35	6.62
资产周转率	1.18	1.14	1.11	1.07	1.00	0.89	0.86	0.82	0.78
固定资产周转率	3.64	3.32	3.31	3.25	2.91	2.45	2.34	2.5	2.73
流动资产周转率	2.38	2.61	2.52	2.57	2.49	2.13	1.97	1.67	1.44
权益乘数	1.90	1.92	1.93	1.85	1.74	1.79	1.82	1.85	1.92
剔除预收账款后的资产负债率（%）	44.4	43.2	45.72	40.47	39.77	39.49	38.81	29.78	29.81

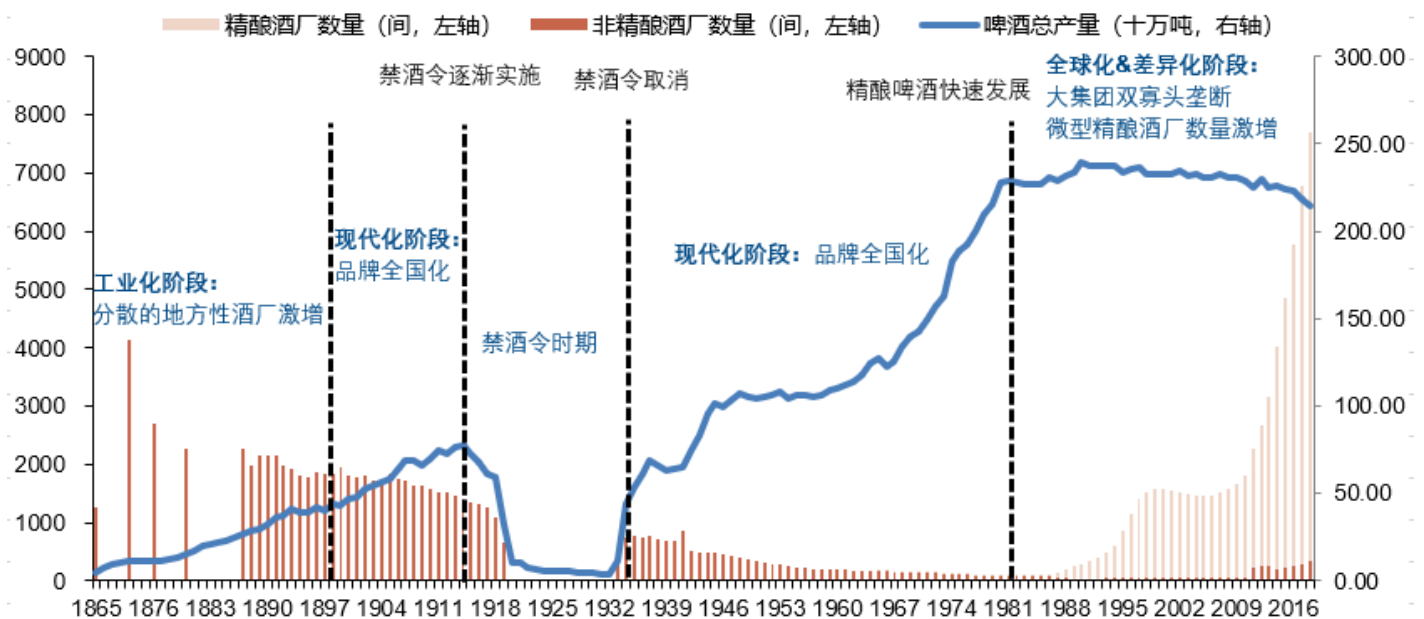
资料来源：wind，华创证券

（三）整合的故事永远是狼来了？

1、观美国经验：整合完毕后龙头盈利稳步向上

美国啤酒产量于 80 年代末见顶，规模化酒厂数量相对稳定。美国啤酒行业于上世纪 80 年代进入成熟期，产量从 1990 年的约 2400 万吨峰值缓慢下滑至近年的 2100 万吨附近，酒厂总数量亦在激烈整合中从 1873 年的 4131 家下滑至 1978 年的 89 家。而后，随着居民生活水平提高及个性化需求增加，美国精酿啤酒兴起，精酿酒厂从 1965 年的 1 家增长至 2018 年的 7346 家，推动美国啤酒厂总数提升至 2018 年的 7585 家。

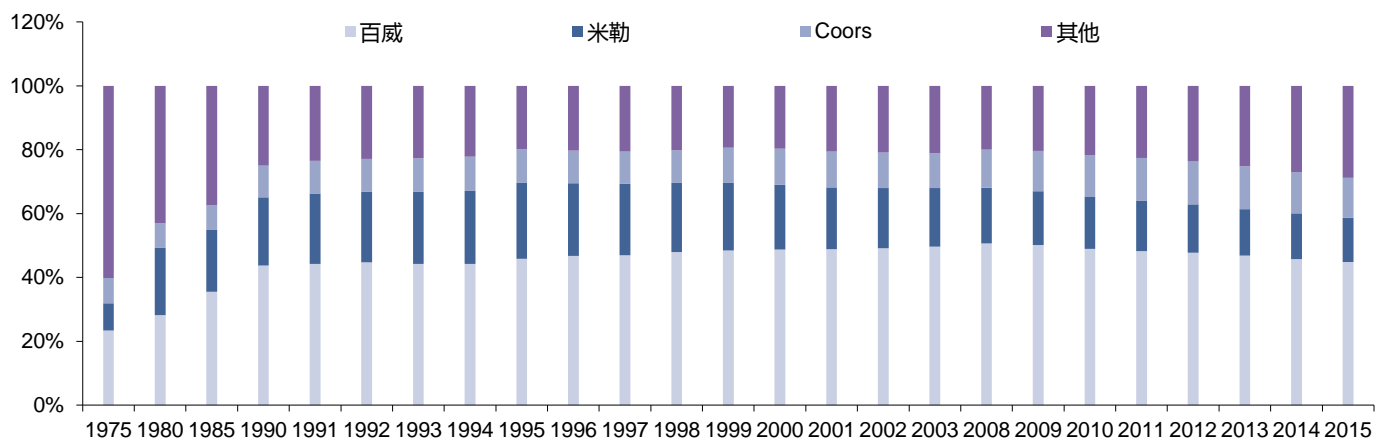
图表 59 美国啤酒行业发展历程



资料来源: Statistical Abstracts of the United States, Brewers Association, wind, 华创证券

成熟期中市场格局长期稳固。1989 年啤酒行业产量见顶后市场格局基本稳定, 1990 年前三大酒厂分别为百威、米勒和 Coors, 份额分别为 43.7%、21.4%、9.9%, CR3 约为 75%, 而后虽因精酿啤酒发展抢占部分头部品牌份额, 但 CR3 集中度依然维持在较高水平。

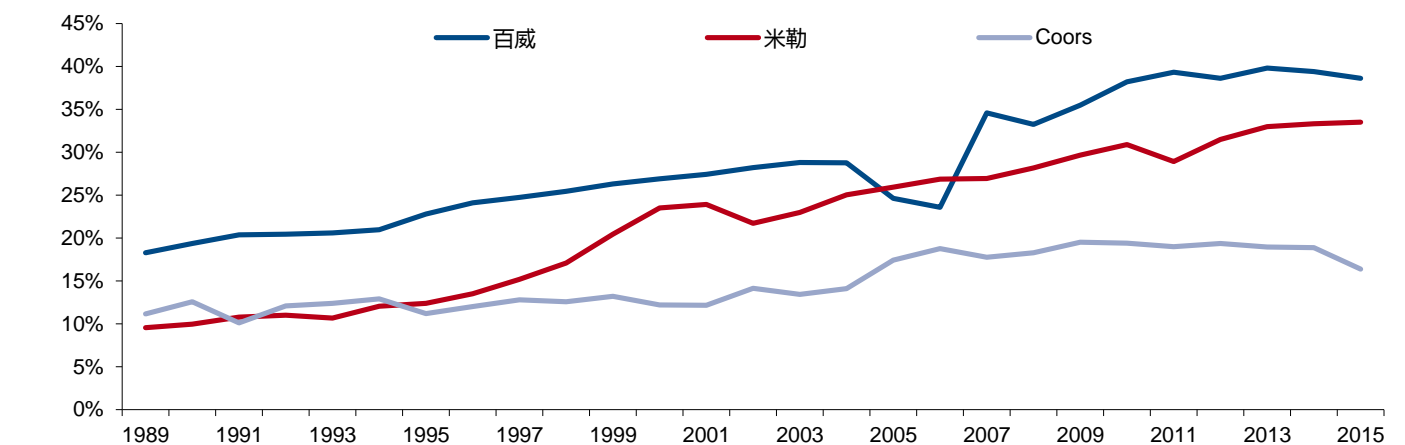
图表 60 美国啤酒公司市场份额演变



资料来源: Nilsen, Euromonitor, 华创证券

稳固格局下, 前三大龙头盈利能力稳步提升。在产量见顶下滑, 市场格局稳定下, 龙头酒企或控制费用投放及资本支出, 或进行产品结构升级及产品提价, 推动公司盈利能力稳步提升。1989-2015 年间, 百威 EBITDA/营业收入从 18% 提升至 40% 附近, 米勒 EBITDA/营业收入从 10% 提升至 34% 附近, Coors EBITDA/营业收入从 11% 提升至 16% 附近。

图表 61 美国三大龙头 EBITDA/营业收入变化

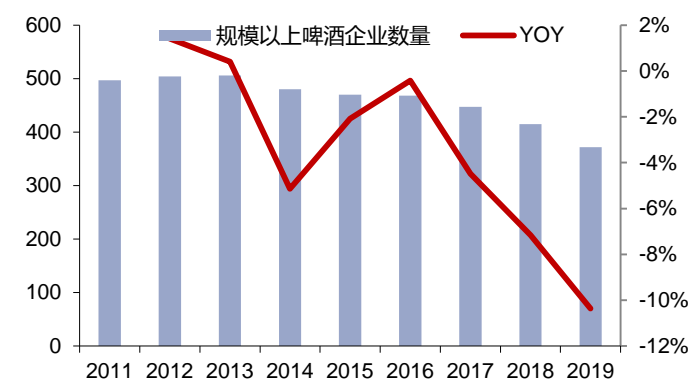


资料来源: Bloomberg, 公司公告, Wind, 华创证券

2、预计中国啤酒行业加速整合，公司盈利能力稳步提升

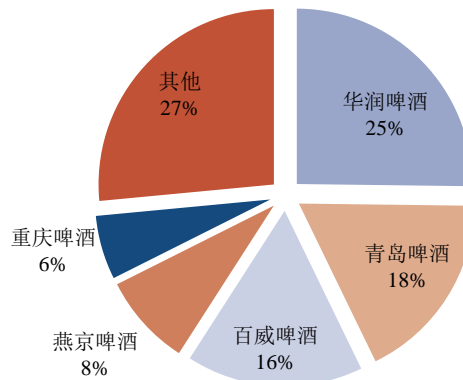
前三大酒企集中仍有提升空间，整合方式已经从过去以价格换份额，走向品牌势能换份额。中国啤酒行业仍在整合中，规模以上酒企数量自 2013 年后持续下滑，预计此次疫情会加速行业整合。市场份额方面，2019 年中国啤酒行业销量排行前五分别为华润啤酒、青岛啤酒、百威啤酒、燕京啤酒及重庆啤酒，市占率分别为 25%、18%、16%、8%、6%，CR3 约为 59%，距离美国整合完成期的 75% 的 CR3 仍有提升空间，但预计主要企业不会再有太大变化。最重要的变化，过去的整合模式一直是跑马圈地扩产能，以价格和渠道扩份额，而未来，总量不变甚至继续下降，年轻一代更看重品质品牌和个性化感受，龙头品牌势能和个性化酒将赢得更多消费者。

图表 62 中国规模以上酒企数量



资料来源: 国家统计局, 华创证券

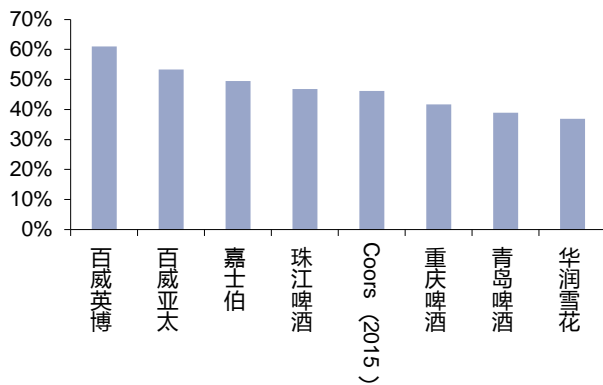
图表 63 中国啤酒市场格局



资料来源: Euromonitor, 华创证券

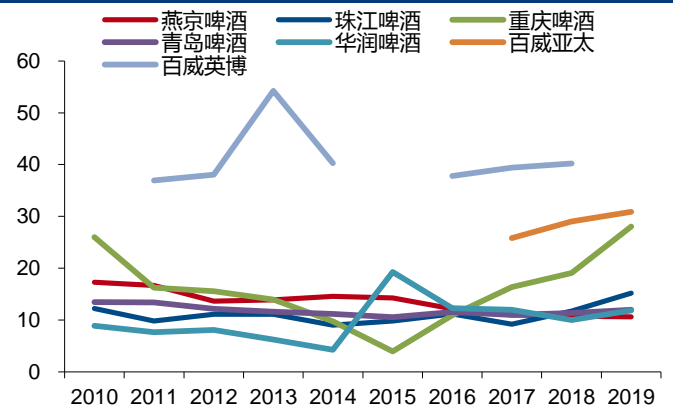
预计中国啤酒企业将进入盈利向上周期，青啤仍有较大提升空间。参照美国经验，产量见顶下滑及龙头格局稳定后，费用投放陆续减少，产品结构及提价持续进行，盈利能力稳步提升。从毛利率角度来看，青岛啤酒 2019 年毛利率约 39%，距离同为对位竞争的百威英博（61%）及百威亚太（53%）仍有较大提升空间；从 EBITDA/营业收入比例来看，青啤 2019 年 EBITDA/营业收入约为 12%，距离百威英博（40%）及百威亚太（31%）亦有较大提升空间。

图表 64 部分上市酒企毛利率一览



资料来源: wind, 华创证券

图表 65 部分上市公司 EBITDA/营业收入比率



资料来源: wind, 华创证券

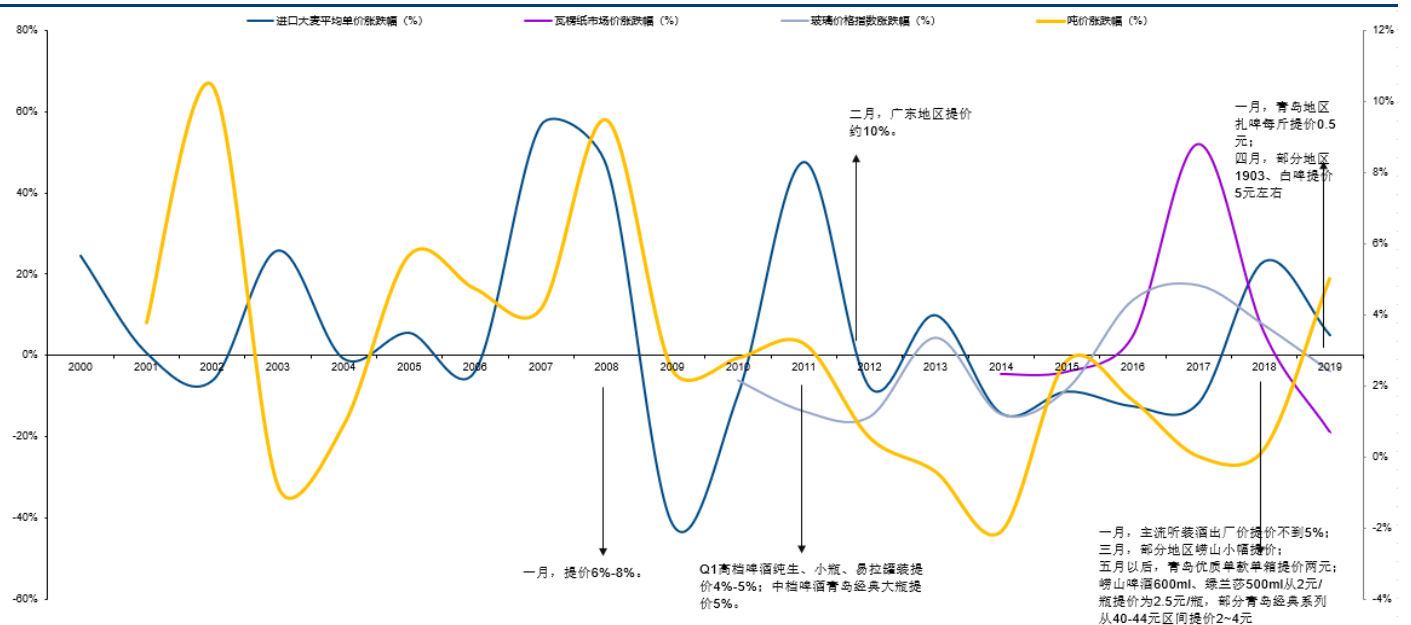
具体实现方式为:

1、优势区域提价常态化

18 年以前公司被动提价, 18 年后转为主动常态化提价。公司成本结构中, 包材成本占约 1/2, 原材料成本占据约 1/4, 包材及大麦价格波动对公司总成本有一定影响。早期啤酒公司奉行低价抢份额策略, 主动提价较为困难, 多为成本上涨推动下的被动提价, 譬如 2008 及 2011 年大麦、包材等原材料价格大幅上涨, 公司对部分产品提价 4~8% 覆盖成本上涨, 带动当年吨价提升。2013 年后啤酒行业逐步从量增逻辑走向增利逻辑, 行业调整期过后酒厂亦从被动提价转向主动提价。公司 2018 年后提价常态化, 18 年对部分地区听装酒、崂山、经典系列进行提价, 2019 年亦对部分地区中高端产品进行提价, 我们预计未来公司仍会在区域优势市场常态化提价。

其他品牌吨价仍有较大提升空间。公司其他品牌销量约 400 万吨, 占比近半, 渠道调研反馈, 崂山品牌在山东、河北、山西、河南有较大优势, 银麦主要在山东地区优势明显, 汉斯主要在陕西市场占优, 未来其他品牌可在以上市场持续提价, 2019 年公司其他品牌吨价约 2560 元, 仍有较大提价空间。

图表 66 公司部分原材料成本、吨价变化及部分提价措施

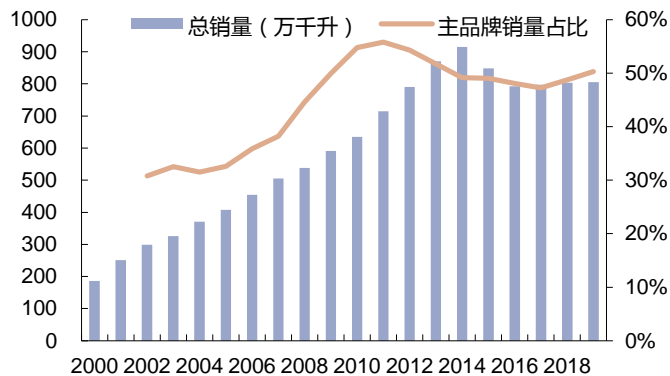


资料来源: 公司公告, wind, 华创证券

2、产品结构持续升级

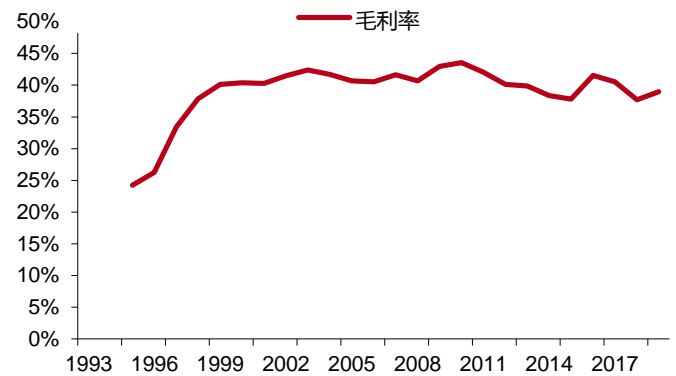
17年后产品主品牌销量占比有所回升。由“做大做强”转为“做强做大”策略后，公司中高端的主品牌销量占比稳步提升，毛利率亦有所提升。2011年后由于“限制三公消费”、“三严三实”，行业见顶调整、经济增速放缓、成本上行、竞争加剧等多方面因素影响，餐饮渠道销售受到波及，整体销量及主品牌销量占比持续下滑，公司毛利率亦有所下降。新任总裁黄克兴上任后，对公司品牌进一步聚焦，行业调整亦进入尾声，公司主品牌销量占比有所回升，毛利率相对平稳，预计未来公司继续用主品牌替代其他品牌，用1903进行产品结构优化。

图表 67 青岛啤酒主品牌销量占比



资料来源：wind，华创证券

图表 68 青岛啤酒毛利率变化



资料来源：wind，华创证券

3、关厂减员提效

我们测算预计，近三年关厂节约固定成本4.8亿元。渠道行业内调研反馈，不同设计产能下啤酒工厂固定成本不一，其中0~30万吨产能工厂固定成本多在4000万~1亿元区间，30~50万吨产能工厂固定成本多在1亿元~1.4亿元区间，50~70万吨产能工厂固定成本多在1.4~1.9亿元区间。一般来说，啤酒公司多选择产量较小、产能利用率较低、区域分布较密集的工厂进行关厂整合。2018年后青岛啤酒规划3~5年内关闭10家工厂，假设2020-2022年每年关闭2家小厂，若每家工厂固定成本8000万元，则共节约固定成本4.8亿元。

图表 69 部分公司工厂布局情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 70 不同设计产能工厂固定成本区间

设计产能（万千升）	0~30	30~50	50~70
单厂固定成本总额（万元）	4000~10000	10000~14000	14000~19000

资料来源：渠道调研反馈，华创证券

四、盈利预测与估值：增长加速可期，估值溢价可期

（一）当下深蹲有利于更好起跳

疫情影响短期业绩，但利好品牌龙头公司中长期发展。2020Q1 行业遭遇新冠疫情，行业产量整体同降 34.5%，公司实现销量 163 万千升，同降 24.75%，表现好于行业，实现收入 62.93 亿元，同降 20.86%，产品结构升级及增值利利好导致收入表现好于销量表现，实现归母净利润 5.37 亿元，同降 33.48%。我们认为，疫情影响主要带来短期波动，长期来看利于公司发展：1）中小酒厂加速出清，行业集中度加快提升，龙头公司份额稳步提升；2）海外疫情加剧，或利好龙头抢占部分海外品牌在国内中高端市场份额；3）公司或在部分市场加快结构提升或加快提价节奏弥补销量下滑对收入端影响，吨价有望保持较快提升节奏。中长期看，我们认为啤酒消费在疫情结束后大概率恢复常态，提价及结构升级逻辑长周期不改，龙头公司受益。

（二）未来 5 年有望持续高增长高估值

我们测算预计 2019-2025 年业绩 CAGR 约 18%。假设 2019~2025 年公司中高端啤酒销量 CAGR 约为 3%，则销量占比每年提升 1%~2%，若中高端啤酒吨价 CAGR 为 3%，则在量价贡献下中高端啤酒销售收入 CAGR 约为 6%；假设

2019~2025 年公司低端产品销量 CAGR 约为-2%，则销量占比每年下降 1%~2%，若低端产品吨价每年提升 3%，则在量价贡献下低端啤酒销售收入 CAGR 为 1%。整体来看，2019-2025 年公司整体销量稳步增长，整体吨价 CAGR 为 3.6%，整体收入 CAGR 为 4.3%，若假设整体吨成本 CAGR 为 2%，则 2025 年公司整体毛利率较 2019 年可提升 5.3pcts，叠加此前计算关厂带来的 4.8 亿元固定成本节省（约占 2025 年收入 1.4%），若不考虑其他费用成本影响可提振利润率约 7pcts。以 2019 年销售净利率 6.9%为基数，则预计到 2025 年净利率可提升至约 14%，对应业绩约 50 亿元，预计 2019-2025 年业绩 CAGR 约 18%。估值方面，从 P/E 角度考虑，以当下市值 800 亿及我们测算的 2025 年 50 亿业绩水平计算，对应 P/E 约 16X；从 EV/EBITDA 角度来看，参照重啤整合完成后的估值变化（EV/EBITDA 从 2016 年的 15X 提升至 2019 年的 28X），华润、重啤、青啤、及珠啤 EV/EBITDA 均值（2019 年为 24X），百威亚太上市以来中枢（约 21X），我们认为公司在盈利释放期间的 EV/EBITDA 合理区间在 20X~25X。

图表 71 公司提价及产品结构升级对收入端影响测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	19-25CAGR
中高端产品销量（万千升）	405.10	394.97	420.65	435.37	450.61	466.38	482.70	2.96%
YoY		-2.50%	6.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	-
中高端产品销量占比	50.32%	50.45%	52.28%	53.64%	54.99%	56.34%	57.68%	-
中高端产品吨价（元/千升）	4290.51	4419.23	4551.80	4688.36	4829.01	4973.88	5123.09	3.00%
YoY		3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	-
中高端产品销售收入（亿元）	173.81	174.55	191.47	204.12	217.60	231.97	247.29	6.05%
YoY		0.42%	9.69%	6.60%	6.60%	6.60%	6.60%	-
低端产品销量（万千升）	399.90	387.90	384.02	376.34	368.82	361.44	354.21	-2.00%
YoY		-3.00%	-1.00%	-2.00%	-2.00%	-2.00%	-2.00%	-
低端产品销量占比	49.68%	49.55%	47.72%	46.36%	45.01%	43.66%	42.32%	-
低端产品吨价（元/千升）	2560.04	2636.85	2715.95	2797.43	2881.35	2967.79	3056.83	3.00%
YoY		3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	-
低端产品销售收入（万元）	102.38	102.28	104.30	105.28	106.27	107.27	108.28	0.94%
YoY		-0.09%	1.97%	0.94%	0.94%	0.94%	0.94%	-
主营业务收入（亿元）	276.18	276.83	295.77	309.40	323.87	339.24	355.57	4.30%
YoY		0.23%	6.84%	4.61%	4.68%	4.75%	4.81%	-
整体产品销量（万千升）	805.00	782.88	804.67	811.71	819.42	827.82	836.91	0.65%
YoY		-2.75%	2.78%	0.88%	0.95%	1.02%	1.10%	-
整体产品吨价（元/千升）	3430.87	3536.08	3675.65	3811.64	3952.38	4097.99	4248.58	3.63%
整体吨价增速（%）		3.07%	3.95%	3.70%	3.69%	3.68%	3.67%	-
整体吨成本（元/千升）	2095.13	2095.13	2147.51	2201.20	2256.23	2312.63	2370.45	2.08%
YoY		0.00%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	-
整体毛利率	38.9%	40.8%	41.6%	42.3%	42.9%	43.6%	44.2%	-

资料来源：wind，公司公告，华创证券预测

（三）盈利预测及投资建议

啤酒行业从“渠道为王，走量为主”的时代转变为“品牌为王，利润优先”的时代，在过往的旧时代中，青岛啤酒精品基因优势并不能释放，反而让位于渠道和价格优势的品牌；但在新时代里，公司的品牌力及产品力优势将得以

大幅释放，如果配合经营管理效率改善，前述假设的中高端啤酒增速预测还有显著上调空间。青岛啤酒作为国货精品，百年品牌，与白酒中茅台、五粮液、老窖、汾酒等业内地位相似，同样拥有名酒基因的国企山西汾酒发展历程，更值得借鉴参考。早期汾酒品牌卓著但经营效率相对较低，国企改革及华润入主后汾酒公司经营活力提升，品牌势能得以释放，市值亦加速突破千亿规模，当下静态估值已达 50 倍，远高于其他白酒品牌，正是基于其品牌地位带来的确定性加强。若青岛啤酒能跟随汾酒变革步伐，则其国货精品基因将最大效率地支撑公司业绩成长。盈利预测方面，考虑到公司稳步推进产品结构优化，优势市场提价常态化，持续关厂提效提升经营效率，积极改善激励机制，我们预计 2019-2025 年业绩 CAGR 约 18%，合理 EV/EBITDA 区间在 20X~25X，考虑到目前啤酒消费恢复较好，提价稳步推进，我们上调 2020-2022 年 EPS 预测至 1.49/1.93/2.32 元（原预测为 1.46/1.76/2.03 元），目前股价对应 PE 为 44/34/28X，EV/EBITDA 为 26/21/18X，目标价第一步上调到 73 元，对应公司过去 3 年估值中枢水平，如能释放改革活力，青啤估值水平很有可能再次升高。我们维持“强推”评级。

五、风险提示：中高端市场竞争加剧；促销力度加大；疫情加重。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	15,302	17,116	20,712	24,089
应收票据	75	75	80	84
应收账款	151	151	134	125
预付账款	117	114	52	54
存货	3,182	2,655	2,620	2,690
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,175	1,605	1,924	1,789
流动资产合计	21,002	21,716	25,522	28,831
其他长期投资	37	31	32	33
长期股权投资	377	376	375	374
固定资产	10,221	9,501	8,783	8,097
在建工程	179	559	829	1,209
无形资产	2,559	2,303	2,072	1,865
其他非流动资产	2,937	2,630	2,675	2,710
非流动资产合计	16,310	15,400	14,766	14,288
资产合计	37,312	37,116	40,288	43,119
短期借款	271	260	253	239
应付票据	221	215	350	359
应付账款	2,167	2,326	2,623	2,586
预收款项	0	0	0	0
合同负债	6,276	5,610	6,593	6,897
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	22	0	0	0
其他流动负债	4,396	4,375	4,085	4,250
流动负债合计	13,353	12,786	13,904	14,331
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	4,045	3,251	3,335	3,482
非流动负债合计	4,045	3,251	3,335	3,482
负债合计	17,398	16,037	17,239	17,813
归属母公司所有者权益	19,172	20,254	22,115	24,242
少数股东权益	742	825	934	1,064
所有者权益合计	19,914	21,079	23,049	25,306
负债和股东权益	37,312	37,116	40,288	43,119

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,017	3,549	3,528	3,938
现金收益	2,560	2,787	3,286	3,759
存货影响	-531	526	35	-70
经营性应收影响	116	16	84	14
经营性应付影响	-184	153	432	-28
其他影响	2,056	67	-310	263
投资活动现金流	-348	114	-631	-449
资本支出	-798	-560	-389	-466
股权投资	-6	1	1	0
其他长期资产变化	456	673	-243	17
融资活动现金流	-769	-1,849	699	-112
借款增加	-4	-33	-7	-14
股利及利息支付	-711	-787	-1,058	-1,243
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-54	-1,029	1,764	1,145

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	27,984	28,049	29,968	31,349
营业成本	17,080	16,615	17,486	17,955
税金及附加	2,313	2,300	2,457	2,571
销售费用	5,104	5,105	5,364	5,423
管理费用	1,881	1,879	1,498	1,505
研发费用	21	21	23	24
财务费用	-484	-465	-493	-481
信用减值损失	-7	0	0	0
资产减值损失	-121	13	11	10
公允价值变动收益	57	55	56	56
投资收益	25	40	28	50
其他收益	603	470	410	500
营业利润	2,698	3,177	4,136	4,978
营业外收入	35	65	49	50
营业外支出	6	17	12	12
利润总额	2,727	3,225	4,173	5,016
所得税	798	1,129	1,460	1,756
净利润	1,929	2,096	2,713	3,260
少数股东损益	77	84	108	130
归属母公司净利润	1,852	2,012	2,605	3,130
NOPLAT	1,587	1,794	2,392	2,948
EPS(摊薄) (元)	1.37	1.49	1.93	2.32

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	5.3%	0.2%	6.8%	4.6%
EBIT 增长率	19.1%	23.0%	33.4%	23.2%
归母净利润增长率	30.2%	8.7%	29.4%	20.2%
获利能力				
毛利率	39.0%	40.8%	41.7%	42.7%
净利率	6.9%	7.5%	9.1%	10.4%
ROE	9.3%	9.5%	11.3%	12.4%
ROIC	8.1%	9.7%	12.0%	13.7%
偿债能力				
资产负债率	46.6%	43.2%	42.8%	41.3%
债务权益比	21.8%	16.7%	15.6%	14.7%
流动比率	157.3%	169.8%	183.6%	201.2%
速动比率	133.5%	149.1%	164.7%	182.4%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.7
应收账款周转天数	2	2	2	1
应付账款周转天数	47	49	51	52
存货周转天数	61	63	54	53
每股指标(元)				
每股收益	1.37	1.49	1.93	2.32
每股经营现金流	2.97	2.63	2.61	2.91
每股净资产	14.19	14.99	16.37	17.94
估值比率				
P/E	48	44	34	28
P/B	5	4	4	4
EV/EBITDA	30	26	21	18

食品饮料组团队介绍

研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，2019 年获新财富、金麒麟、上证报等最佳分析师第一，金牛奖最具价值分析师等奖项。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨传忻

英国帝国理工学院硕士，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500