



食品饮料/必需消费

青岛啤酒(600600)

## 百年青啤，焕发活力

### ——青岛啤酒深度报告研究

曹猛(分析师)  
021-38676442  
zimeng@gjjas.com

证书编号 S0880513120002

#### 本报告导读:

公司围绕强大的品牌实力构筑竞争优势，通过体制机制变革激发活力，有望持续提升效率，带动盈利能力提升，释放百年民族品牌价值。

#### 投资要点:

- **维持增持评级。**公司品牌优势明显，股权激励落地，有望加快推进产品结构升级，持续提升经营效率，释放发展动力。上调 2020-2022 年 EPS 预测至 1.47/1.82/2.15 元（前次 1.45/1.75/2.04 元），参考可比公司给予 2020 年 EV/EBITDA 35 倍，上调目标价至 81 元（前值 60 元）。
- **深厚底蕴造就公司强大品牌实力，引领国产啤酒高端化发展。**国内啤酒行业进入高端化竞争时代，品牌日益成为企业提升产品结构、打造竞争力的关键。公司是中国历史最悠久的啤酒企业之一，品牌拥有历史长度、覆盖广度、品质厚度。近年，公司精简品牌架构，创新品牌传播，不断突出主品牌高端定位。依托品牌这一核心资源，公司持续聚焦中高端产品，推动产品结构升级。公司在国内高端啤酒市场的市占率排名第二，相比于高端龙头百威尚有较大提升空间。
- **公司体制机制革新，有望释放内生发展动力。**复星入股后积极开展战略合作，持续激发公司经营活力。2020 年 3 月公司首次股权激励落地，激励范围基本覆盖中高层以上骨干员工，激励目标积极，有望提升渠道运营和管理效率，持续释放发展动力。
- **控费提效积极推进，高质量发展可期。**公司产能整合优化将持续推进，控费提效仍有空间。因疫情影响，公司关厂进度预计有所放缓，而长期看以管理优化、经营效率提升带动盈利提升的良性发展趋势不变。公司有望抓住旺季市场复苏机会，开启高质量发展新征程。
- **风险提示:**行业竞争加剧，原材料成本上涨过快，全年高温天气较少。

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	26,575	27,984	28,169	30,333	31,707
(+/-)%	1%	5%	1%	8%	5%
经营利润(EBIT)	1,418	1,584	1,632	2,186	2,662
(+/-)%	8%	12%	3%	34%	22%
净利润(归母)	1,422	1,852	1,982	2,462	2,903
(+/-)%	13%	30%	7%	24%	18%
每股净收益(元)	1.05	1.37	1.47	1.82	2.15
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	5.3%	5.7%	5.8%	7.2%	8.4%
净资产收益率(%)	7.9%	9.7%	9.3%	10.3%	10.8%
投入资本回报率(%)	4.9%	5.5%	5.3%	6.3%	6.8%
EV/EBITDA	15.11	22.76	35.14	28.68	24.28
市盈率	66.78	51.28	47.92	38.58	32.72
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **81.00**

上次预测: 60.00

当前价格: 70.30

2020.06.21

#### 交易数据

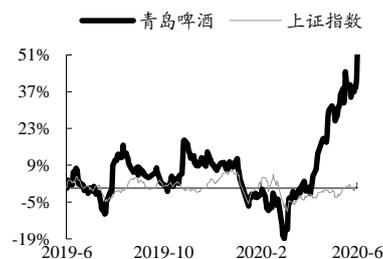
52 周内股价区间(元)	37.68-70.30
总市值(百万元)	94,974
总股本/流通 A 股(百万股)	1,351/1,351
流通 B 股/H 股(百万)	0/655
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	7.94
日均成交值(百万元)	427.62

#### 资产负债表摘要

股东权益(百万元)	19,532
每股净资产	14.46
市净率	4.9
净负债率	-86.10%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.60	0.40
Q2	0.61	0.70
Q3	0.71	0.85
Q4	-0.54	-0.48
全年	1.37	1.47

#### 52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	16%	87%	51%
相对指数	13%	77%	49%

#### 相关报告

疫情影响偏短期，提价有望追回利润 2020.04.30

结构明显改善，区域调整效果显现 2020.03.31

股权激励如约而至，业绩目标积极 2020.03.24

业绩符合预期，盈利仍在改善 2019.10.29

结构改善，降税降费的弹性显现 2019.08.16

模型更新时间: 2020.06.21

股票研究

必需消费  
食品饮料

青岛啤酒(600600)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **81.00**

上次预测: 60.00

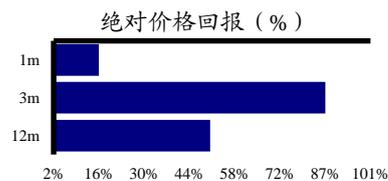
当前价格: 70.30

公司网址

www.tsingtao.com.cn

公司简介

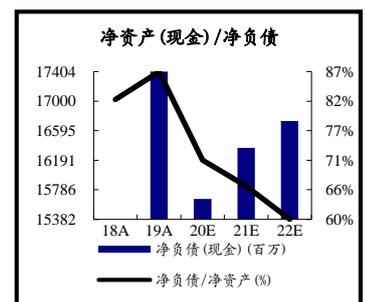
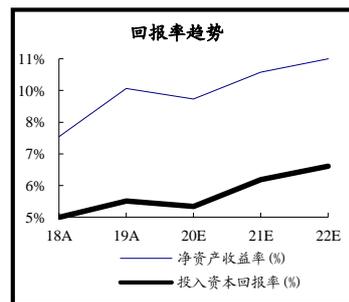
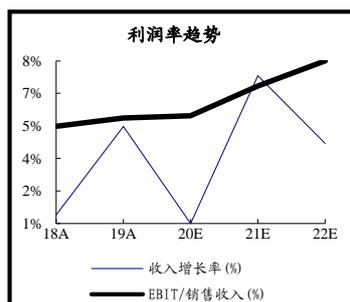
公司经营范围是啤酒制造、销售以及与之相关的业务。目前公司在国内拥有 62 家全资和控股的啤酒生产企业, 及 2 家联营及合营啤酒生产企业, 分布于全国 20 个省、直辖市、自治区, 规模和市场份额居国内啤酒行业领先地位。



52 周内价格范围 37.68-70.30  
市值 (百万) 94,974

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
营业总收入	26,575	27,984	28,169	30,333	31,707
营业成本	16,556	17,080	17,154	18,167	18,711
税金及附加	2,327	2,313	2,316	2,493	2,606
销售费用	4,869	5,104	5,156	5,428	5,579
管理费用	1,386	1,881	1,890	2,035	2,124
EBIT	1,418	1,584	1,632	2,186	2,662
公允价值变动收益	54	57	0	0	0
投资收益	21	25	25	27	28
财务费用	-497	-484	-468	-537	-648
营业利润	2,378	2,698	2,792	3,467	4,088
所得税	819	798	810	1,005	1,186
少数股东损益	139	77	0	0	0
净利润	1,422	1,852	1,982	2,462	2,903
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	13,738	16,826	17,728	21,631	25,696
其他流动资产	735	565	565	565	565
长期投资	370	377	377	377	377
固定资产合计	10,327	10,222	9,299	8,512	7,850
无形及其他资产	2,662	2,631	2,631	2,631	2,631
资产合计	34,075	37,312	37,650	40,949	44,417
流动负债	12,087	13,354	11,611	12,304	12,681
非流动负债	3,298	4,045	4,045	4,045	4,045
股东权益	18,690	19,913	21,994	24,600	27,691
投入资本(IC)	18,987	20,244	22,054	24,659	27,751
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	930	1,121	1,159	1,552	1,890
折旧与摊销	889	785	1,022	930	851
流动资金增量	-1,375	-946	1,681	-661	-461
资本支出	-703	-907	-90	-86	-83
自由现金流	-260	53	3,772	1,735	2,198
经营现金流	3,992	4,017	1,239	3,962	4,120
投资现金流	-817	-348	-66	-59	-55
融资现金流	-641	-769	-271	0	0
现金流净增加额	2,535	2,900	902	3,903	4,065
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	1.1%	5.3%	0.7%	7.7%	4.5%
EBIT 增长率	7.7%	11.7%	3.0%	33.9%	21.8%
净利润增长率	12.6%	30.2%	7.0%	24.2%	17.9%
利润率					
毛利率	37.7%	39.0%	39.1%	40.1%	41.0%
EBIT 率	5.3%	5.7%	5.8%	7.2%	8.4%
净利润率	5.4%	6.6%	7.0%	8.1%	9.2%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	7.9%	9.7%	9.3%	10.3%	10.8%
总资产收益率(ROA)	4.6%	5.2%	5.3%	6.0%	6.5%
投入资本回报率(ROIC)	4.9%	5.5%	5.3%	6.3%	6.8%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	58.5	68.0	72.0	68.0	64.0
应收账款周转天数	1.5	2.0	2.0	2.0	2.0
总资产周转天数	468.0	486.7	487.8	492.8	511.3
净利润现金含量	2.8	2.2	0.6	1.6	1.4
资本支出/收入	2.6%	3.2%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.2%	46.6%	41.6%	39.9%	37.7%
净负债率	82.3%	87.4%	71.2%	66.5%	60.4%
<b>估值比率</b>					
PE	66.78	51.28	47.92	38.58	32.72
PB	2.62	3.59	5.15	4.59	4.06
EV/EBITDA	15.11	22.76	35.14	28.68	24.28
P/S	3.57	3.39	3.37	3.13	3.00
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



## 目 录

1. 盈利预测与投资建议.....	4
1.1. 投资要点.....	4
1.2. 盈利预测.....	4
2. 百年积淀，经典传承.....	5
2.1. 深厚底蕴造就百年民族品牌实力.....	5
2.2. 复星入股激发活力，股权激励释放动力.....	8
3. 以品牌为核心资源，引领产品结构升级.....	10
3.1. 精简品牌架构，推动品牌国际化.....	10
3.2. 创新品牌传播，注重事件营销.....	12
3.3. 产品线齐全，持续布局中高端.....	14
4. 产销协同开拓市场，渠道体系不断完善.....	16
4.1. 优势市场稳固，重点市场待突破.....	16
4.2. 渠道模式灵活运作，新兴渠道不断开拓.....	18
5. 产能优化持续推进，控费提效初见成效.....	20
5.1. 关厂计划仍在推进，智慧工厂启动建设.....	20
5.2. 降费尚有空间，期待盈利能力提升.....	21
6. 投资建议.....	23
7. 风险提示.....	23

## 1. 盈利预测与投资建议

### 1.1. 投资要点

**维持增持评级。**公司品牌优势明显，股权激励落地，有望加快推进产品结构升级，持续提升经营效率，释放发展动力。上调 2020-2022 年 EPS 预测至 1.47/1.82/2.15 元(前次 1.45/1.75/2.04 元)，参考可比公司给予 2020 年 EV/EBITDA 35 倍，上调目标价至 81 元(前值 60 元)。

**深厚底蕴造就公司强大品牌实力，引领国产啤酒高端化发展。**国内啤酒行业进入高端化竞争时代，品牌日益成为企业提升产品结构、打造竞争力的关键。公司是中国历史最悠久的啤酒企业之一，品牌拥有历史长度、覆盖广度、品质厚度。近年，公司精简品牌架构，创新品牌传播，不断突出主品牌高端定位。依托品牌这一核心资源，公司持续聚焦中高端产品，推动产品结构升级。公司在国内高端啤酒市场的市占率排名第二，相比于高端龙头百威尚有较大提升空间。

**公司体制机制革新，有望释放内生发展动力。**复星入股后积极与公司开展战略合作，持续激发公司经营活力。2020 年 3 月公司首次股权激励落地，激励范围基本覆盖中高层以上骨干员工，激励目标积极，有望提升渠道运营和管理效率，持续释放发展动力。

**控费提效积极推进，高质量发展可期。**公司产能整合优化将持续推进，控费提效仍有空间。因疫情影响，公司关厂进度预计有所放缓，而长期看以管理优化、经营效率提升带动盈利提升的良性发展趋势不变。公司有望抓住旺季市场复苏机会，开启高质量发展新征程。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本上涨过快，全年高温天气较少。

### 1.2. 盈利预测

#### 核心假设：

- 1、国内啤酒行业处于存量竞争期，行业整体收入增速缓慢，行业格局趋于稳定。预计公司 2020-2022 年收入增速为 0.7%/7.7%/4.5%。
- 2、公司有望依托强大的品牌力，推动产品结构升级，叠加长期产能提效、成本优化，毛利率有望稳步提升。预计公司 2020-2022 年毛利率分别为 39.1%/40.1%/41.0%。
- 3、公司体制机制改革顺利推进，股权激励计划落地，经营效率有望提升。产能整合优化持续推进，短期产生相关人员费用，中长期有利于效率提升。预计公司 2020-2022 年销售费用率分别为 18.30%/17.89%/17.59%；预计 2020-2022 年管理费用率分别为 6.71%/6.71%/6.70%。

综上，我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 281.7、303.3、317.1 亿元，归母净利润分别为 19.8、24.6、29.0 亿元，EPS 分别为 1.47、1.82、

2.15 元。

### EV/EBITDA 估值

我们选取 3 家国内啤酒公司作为可比公司，2020 年平均 EV/EBITDA 为 26X。考虑青岛啤酒品牌力突出，主业竞争优势领先，激励落地有望迎来基本面改善，参考行业平均估值并给予一定估值溢价，给予青岛啤酒 2020 年 EV/EBITDA 35X，对应每股合理估值 81 元。

### PE 估值

我们选取 3 家国内啤酒公司作为可比公司，2020 年平均 PE 为 61X。参考行业平均估值，给予青岛啤酒 2020 年 PE 61X，对应每股合理估值 89 元。

考虑到啤酒行业经营特点，采用 EV/EBITDA 估值，给予目标价 81 元。

表 1: 可比公司估值表

2020/6/19	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EV/EBITDA			PE			EPS		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
燕京啤酒	6.53	184.05	38.11	14.91	13.36	79.63	86.38	59.04	0.08	0.08	0.11
珠江啤酒	9.25	204.73	25.13	23.11	20.53	42.05	38.62	34.39	0.22	0.24	0.27
重庆啤酒	61.40	297.16	38.67	40.71	34.46	45.15	56.74	46.45	1.36	1.08	1.32
行业均值				26.24			60.58				
青岛啤酒	70.3	819.78	19.98	29.92	24.05	51.28	48.73	39.85	1.37	1.47	1.82

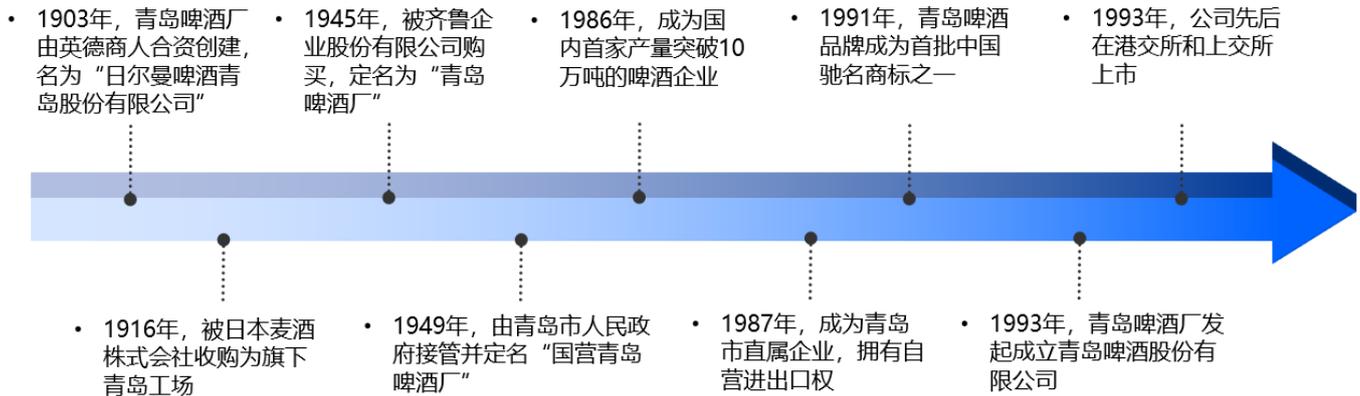
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 注: 青岛啤酒预测来自国泰君安证券研究, 其他公司采用 wind 一致预测。

## 2. 百年积淀, 经典传承

### 2.1. 深厚底蕴造就百年民族品牌实力

青岛啤酒是中国历史最悠久的啤酒制造企业之一。青岛啤酒厂始建于 1903 年, 由英德两国商人合资创建, 初创时名为“日尔曼啤酒青岛股份有限公司”。1916 年, 日本酒企“大日本麦酒株式会社”买下青岛啤酒厂, 更名为“大日本麦酒株式会社青岛工场”。1945 年随抗战胜利, 当时的青岛市政府接管工厂并改名为“青岛啤酒公司”, 后被齐鲁企业股份有限公司购买, 定名“青岛啤酒厂”。1949 年 6 月, 青岛解放, 工厂由青岛市人民政府接管并定名“国营青岛啤酒厂”。1986 年, 青岛啤酒成为国内首家产量突破 10 万吨的啤酒企业。1987 年 4 月, 青岛啤酒厂成为青岛市直属企业, 拥有自营进出口权。1991 年, 青岛啤酒品牌成为首批中国驰名商标之一。1993 年, 由青岛啤酒厂发起, 在吸收合并中外合资青岛啤酒第二有限公司、中外合作青岛啤酒第三有限公司、国营青岛啤酒四厂的基础上成立青岛啤酒股份有限公司。同年, 青岛啤酒先后在港交所和上交所上市, 是中国内地第一家在境外上市的公司, 也是中国首家在两地同时上市的公司。

图 1: 青岛啤酒是中国历史最悠久的啤酒制造企业之一, 建厂已有 117 年

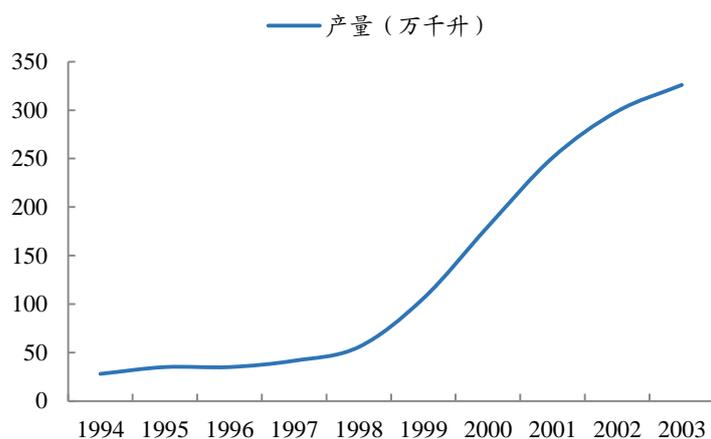


数据来源: 公司官网、公司上市公告书、国泰君安证券研究

上市以来, 公司的发展大致可分为四个阶段:

**1993-2001 年: 大举并购, 规模为先。**1993 年上市后, 公司的经营出现了一个低谷期, 机构臃肿、市场意识薄弱、迟迟不建设销售队伍, 以致于在 1995 年被燕京啤酒超越, 失去了国内啤酒行业产销量第一的位置, 市占率一度跌至 2.2%。1996 年, 李桂荣和彭作义临危受命分别出任公司董事长和总经理之后, 对内精简机构, 对外提出“大名牌发展战略”, 通过并购扩张解决“品牌大但规模小”的问题。1996-2001 年公司共收购了 47 家啤酒企业, 厂房遍布 17 省, 初步完成了全国性战略布局, 产量从 35 万吨提升至 251 万吨, 市占率从不及 3%提升至 11%。但由于并购扩张使得费用开支庞大, 公司的利润在这一阶段并未增长。

图 2: 1996-2001 年, 公司产量规模快速提升

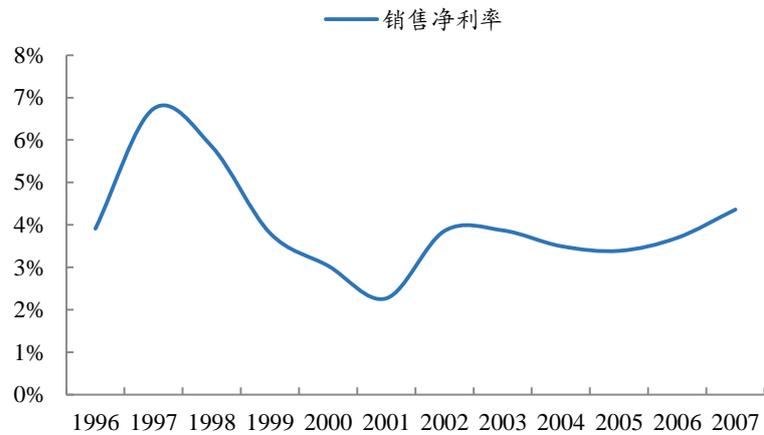


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

**2002-2006 年: 调整整合, 做强做大。**经过数年快速的外延扩张, 公司规模不断扩大, 但改造成本和管理费用也在飙涨, 净利率下滑。同时由于“低成本扩张”战略下收购的企业中有 2/3 处于盈亏持平 and 亏损状态, 公司的负债率不断上升。2001 年, 在金志国出任总经理后, 公司的战略

重点由“做大做强”转向“做强做大”，放慢外延扩张步伐，专注于内部整合。子公司管理方面，公司减持乃至注销了表现较差的资产、增持绩优资产，并将全国子公司按区域收归事业部管理，统一管理模式、整合渠道网络。品牌方面，公司梳理了原本庞杂的品牌线，重点突出“青岛啤酒”主品牌和“崂山、汉斯、山水”3个副品牌，逐步形成“1+3”品牌战略。2002年，公司与当时全球最大的啤酒企业安海斯布希(百威)签署战略投资协议，向百威发行14.16亿港元的强制性可转换债券。至2005年，百威所持公司的可转债全部转换为股权，持股比例达27%，成为公司的第二大股东。除了资本，百威还向公司提供了管理、技术、渠道网络等资源的支持，帮助公司进一步提升了内部运营能力。

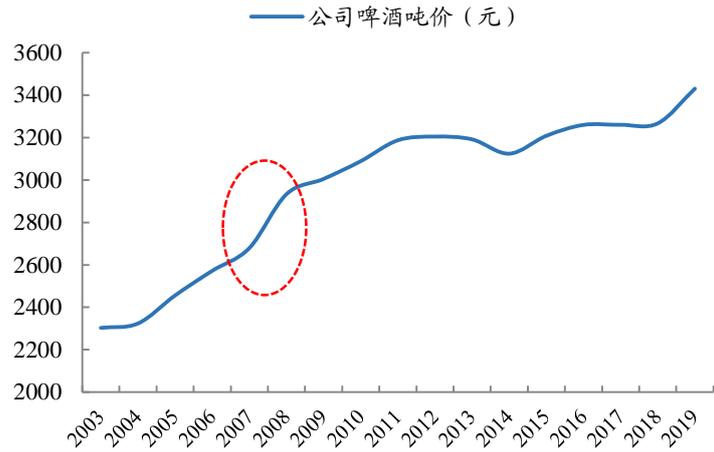
图 3: 2002 年起，公司净利率有所回升



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

**2007-2013 年：整合与扩张并举，开始布局中高端产品。**在公司内部调整期间，华润雪花大举收购各地啤酒企业，完成全国基地市场布局，并于 2006 年超越公司成为国内销量第一。面对国内啤酒市场的持续快速增长趋势和竞争形势变化，公司从 2007 年开始实施“整合与扩张并举”的新发展战略，重启收并购、加快新建产能，以此为基础加大市场开拓力度。同时，公司借奥运营销之势提升品牌影响力，并顺应行业吨价上行及中高档啤酒价差拉大的趋势，推广纯生、奥古特、铝瓶装鸿运当头等中高端产品。

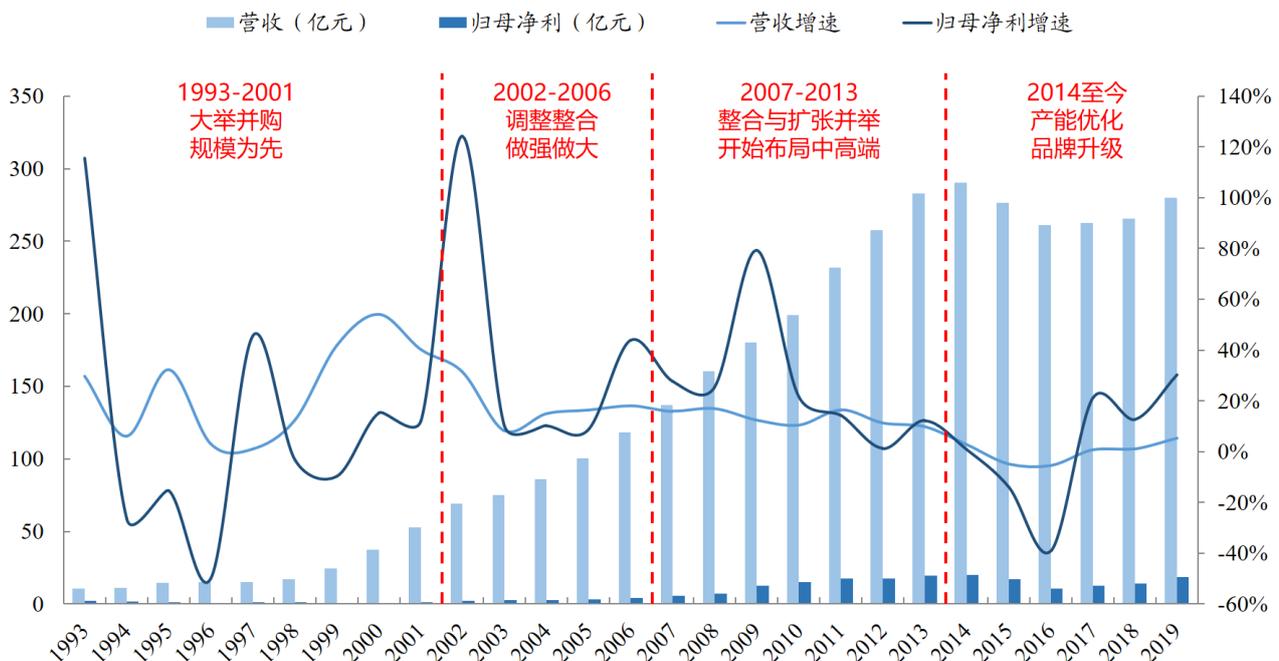
图 4: 2007-2008 年，由于通胀等因素啤酒吨价快速上行



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

**2014 至今: 产能优化, 品牌升级。**2014 年下半年起, 国内啤酒行业产销量开始持续下滑, 国内啤酒产能过剩, 一直到 2017-2018 年才逐渐企稳。由于啤酒人均消费量趋于饱和, 消费量的大幅增长很难再出现, 行业进入存量竞争时代, 主要由产品结构升级驱动。公司在这一时期开始减少资本性开支, 通过关厂和改建缩减优化产能、提升产能利用率, 同时推出经典 1903、全麦白啤、原浆、皮尔森、青岛啤酒 IPA 等中高端新产品, 加快向听装和精酿啤酒为代表的高附加值产品的转型升级。2018 年, 黄克兴接任公司董事长, 强化“1+1”品牌战略, 推动“青岛啤酒”主品牌高端化发展。

图 5: 公司上市以来大致经历了四个发展阶段

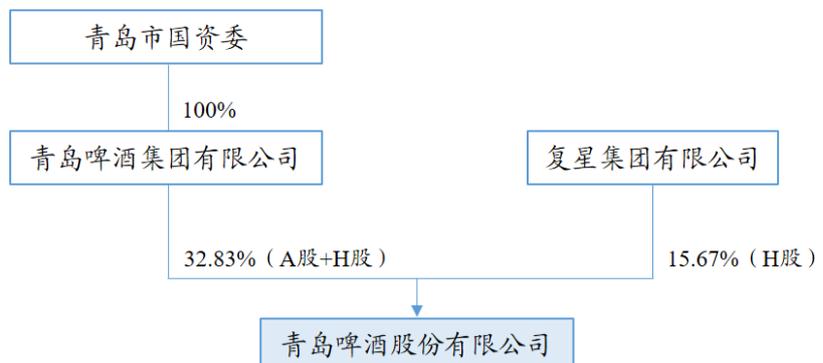


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

## 2.2. 复星入股激发活力, 股权激励释放动力

复星国际是公司第二大股东，双方战略合作将持续。公司的第一大股东和实控人为青岛市国资委。公司 2019 年年报显示，青岛市国资委通过青岛啤酒集团及其子公司香港鑫海盛持有公司 32.83% 的股权。复星国际在 2017 年末从朝日啤酒手中收购了公司 17.99% 的股权，成为公司的第二大股东。公司 2019 年年报显示，复星仍持有公司 15.67% 的股权。2018 年 6 月，公司与复星国际签订战略合作框架协议，并明确提出将利用复星国际在混改、国际化、战略投资、产业运营等各方面的资源推动公司的市场拓展、激励机制创新、全球产业投资和资源整合等。2020 年 2 月 27 日，距复星派驻青啤的上一任董事辞职已 7 个月，复星全球合伙人石琨当选公司非执行董事，表明复星将继续积极参与公司的发展进程，双方的资源对接和战略合作将持续。

图 6: 截至 2019 年，第二大股东复星国际持有公司 15.67% 的股权



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

股权激励如约而至，迈出激励改革的重要一步。早在 2014 年公司控股股东曾表态将于 2020 年 6 月底前推进上市公司管理层的长期股权激励计划。2020 年 3 月首次股权激励落地，采用限制性股权激励，一共授予 1350 万股（占总股本不到 1%），授予价格为 21.73 元（前 30 个交易日内的收盘价的 50%），激励范围相对较广，基本覆盖中高层以上骨干员工。

表 2: 激励范围相对较广，基本覆盖中高层以上骨干员工

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%	0.0111%
2	于竹明	执行董事、财务总监	11	0.81%	0.0081%
3	王瑞永	执行董事、副总裁	11	0.81%	0.0081%
4	蔡志伟	营销总裁	13	0.96%	0.0096%
5	姜宗祥	副总裁、供应链总裁	11	0.81%	0.0081%
6	徐楠	副总裁、制造总裁、总酿酒师	11	0.81%	0.0081%
7	王少波	副总裁	11	0.81%	0.0081%
8	张瑞祥	董事会秘书	9	0.67%	0.0067%
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)			1228	90.96%	0.9090%

预留部分	30	2.22%	0.0222%
合计	1350	100.00%	0.9993%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

**激励目标约束积极，有望释放内生动力。**一共分三期解除限售，每次解锁 1/3 股份，强化公司中长期激励。考核条件分业绩考核和个人考核，业绩考核以净利润增速与 ROE 考核为主要绝对指标，同时对标同行兼顾相对考核。净利润上要求，2020-2022 年要求 ROE 不低于 8.1%、8.3%、8.5%，保持持续改善趋势（2018 年加权 ROE 8.1%），2020-2022 年净利润目标（不含激励摊销费用）不低于 18.64 亿、21.13 亿、23.61 亿，按最低要求来测算净利润复合增长 12.5%。个人绩效考核按年度进行考评，结果分为优秀、良好、基本胜任以及不合格四个档次，个人须考核结果在“基本胜任”以上。激励取得实质性进展，且激励目标约束积极，董事及核心骨干积极性有望充分释放。

**表 3: 业绩考核以净利润增速与 ROE 考核为主要绝对指标**

	ROE	考核条件	最低要求下净利润 (亿元)
2020	8.10%	以 2016-2018 年净利润均值为基数， 净利润增长率不低于 50%	18.64
2021	8.30%	以 2016-2018 年净利润均值为基数， 净利润增长率不低于 70%	21.13
2022	8.50%	以 2016-2018 年净利润均值为基数， 净利润增长率不低于 90%	23.61

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

### 3. 以品牌为核心资源，引领产品结构升级

#### 3.1. 精简品牌架构，推动品牌国际化

**公司聚焦“1+1”品牌组合，突出主品牌高端定位。**公司发展历程中收购了大量区域性啤酒品牌，并对品牌架构进行了数次精简。2003 年，公司梳理品牌线，砍去大量弱势品牌，提出“1+3”品牌战略；2014 年公司将品牌战略调整为“1+1+N”，即“青岛啤酒主品牌+崂山啤酒全国性第二品牌+汉斯、山水、银麦等区域品牌”，将原本分散于多个副品牌间的资源集中，重点打造“崂山啤酒”第二品牌；2018 年以来，公司逐渐淡化了“N”，不断突出“1+1”品牌组合的核心地位，“青岛啤酒”主品牌面向中高端消费市场，“崂山啤酒”则主要面向大众市场。不断清晰的架构使得“青岛啤酒”主品牌的高端定位越来越凸显，为持续推进品牌高端化进程奠定基础。

**图 7: 公司品牌战略不断聚焦，突出主品牌**



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

**品牌是公司的核心资源，从长度、深度、厚度看青岛啤酒品牌力。**

- 1) 品牌拥有历史长度。** 品牌塑造需要时间的点滴积累，要经得起历史的考验，青岛啤酒拥有百年历史，品牌积淀深厚。2018-2019年，青岛啤酒连续两年登顶由中国品牌建设促进会等单位颁发的《中华老字号品牌价值排行榜》。
- 2) 品牌拥有覆盖广度。** 青岛啤酒是最早进入国际市场的中国品牌之一，已销往世界100多个国家和地区。中国外文局当代中国与世界研究院发布的《中国国家形象全球调查报告2016—2017》显示，在海外受访者投票产生的中国品牌熟悉度排名中，青岛啤酒成为唯一进入前15名的食品饮料品牌，而且是唯一一个在发达国家的知名度高于发展中国家的品牌。公司的国际化战略以“高品质、高价格、高可见度”的三高战略为基准，在国外市场上不打价格战、不求量求快，而是以打造高端知名品牌为追求。
- 3) 品牌拥有品质厚度。** 品质是品牌的根基，消费者对品质的认可奠定了品牌发展的基础。2019年，世界品牌实验室（World Brand Lab）发布第16届《中国500最具价值品牌》排行榜，青岛啤酒以1637.72亿元的品牌价值连续16年蝉联中国啤酒行业第一品牌。青岛啤酒深受消费者喜爱与信任，曾连续四年当选由全球独立品牌研究与评判机构Superbrands评选的“中国人最喜爱的品牌”。2020年1月，在“天猫2020美食盛典”上，青岛啤酒也荣膺天猫大食品行业最高级别奖项——“年度最受欢迎品牌”。

**表4：青岛啤酒国际化起步早，品牌美誉度覆盖全球**

时间	事件
1906年	在慕尼黑国际啤酒博览会荣获金奖；
1948年	开始大批量出口至新加坡；
1954年	开始大批量发往香港；
1950s	开始出口欧洲；
1963年	在全国啤酒质量评比会上被评为国家名酒并获唯一金奖；
1972年	进入美国市场，后来成为美国市场上销量最大的亚洲啤酒品牌；
1991年	入选首批中国驰名商标；在比利时布鲁塞尔获蒙顿国际啤酒评比

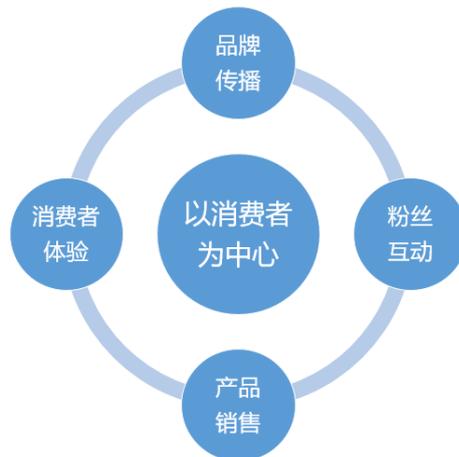
	大赛金质奖;
1992 年	在意大利成立欧洲办事处;
1994 年	在法国巴黎成立青岛啤酒 (欧洲) 贸易有限公司;
2005 年	在台湾高雄建立 10 万吨啤酒生产工厂, 首次在中国大陆以外实现生产;
2018 年	夺得世界啤酒锦标赛金奖和“欧洲啤酒之星”大奖;
2019 年	再获世界啤酒锦标赛金奖。

数据来源: 公司官网、中国糖酒网、国泰君安证券研究

### 3.2. 创新品牌传播, 注重事件营销

公司围绕“四位一体”品牌传播模式加强与消费者互动。公司近年的品牌传播模式强调“品牌传播、消费者体验、产品销售、粉丝互动”四位一体, 相比过去的“三位一体”增加了“粉丝互动”。“粉丝互动”强调的是以消费者为中心的品牌营销理念, 在互动中获取消费者的喜好需求。公司构建了与粉丝多层次、多类型的互动方式。在线上, 公司借助各大互联网平台聚集了数千万粉丝, 以 AR 游戏、话题讨论等互动形式增加粘性; 在线下, 公司除赞助演唱会、音乐节、体育比赛之外, 还围绕商圈、广场、社区等场景, 通过“欢聚地带、社区酒吧、啤酒花园”等现场活动, 每年路演超过一万场。这不但成为公司打造品牌、推销产品的平台, 也为公司更迅速地获知消费者的个性化需求、推出定制化新品提供了条件。

图 8: 公司“四位一体”品牌传播模式强调以消费者为中心的营销理念

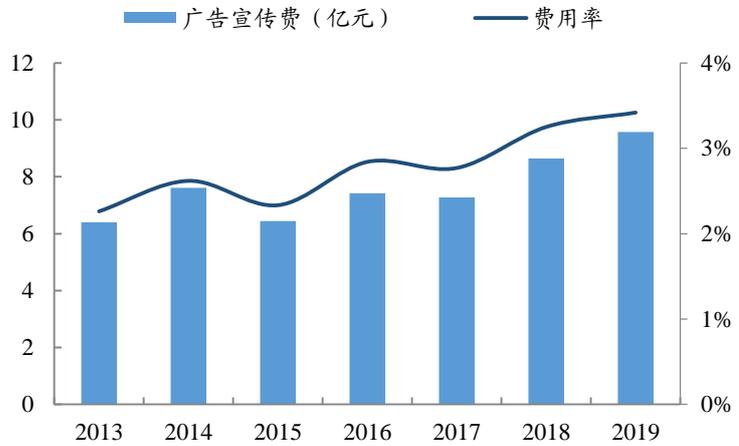


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

公司加大广告宣传力度, 开展事件营销和 IP 营销提升品牌形象。公司近年加大了广告宣传费用投放, 保证公司能持续进行事件营销、与大 IP 开展以增强品牌影响力。合作公司的事件营销主要围绕体育、音乐、国际会议等主题展开, 如成为 2008 年北京奥运会官方赞助商、入选 2016 年 G20 杭州峰会国宴用酒、2017 年签约成为上合组织官方指定用酒等, 2018 年底公司被确定为 2022 年北京冬奥会官方赞助商。公司的跨界 IP 营销则聚焦影视传媒、艺术等领域, 曾与《魔兽世界》、《战狼 2》、《深夜食堂》等火爆的影视作品合作, 并推出“魔兽罐”、“战狼罐”、“深夜罐”等定制包装产品。近期, 公司的全麦白啤产品还联合梵高超级 IP

打造了“梵高艺术大师珍藏纪念罐”。通过持续的事件营销和 IP 营销，公司推动青岛啤酒品牌形象进一步向高端化、年轻化迈进，对年轻消费群体的吸引力持续提升。

图 9: 公司加大广告宣传费用投放



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 5: 近年公司持续开展事件营销和 IP 营销

类型	时间	事件
体育营销	2008 年	以北京奥运会官方赞助商身份开展奥运营销
	2012 年	签约成为 CBA 联赛官方合作伙伴
	2013 年	签约成为亚冠联赛的首家中国赞助商
	2017 年	签约成为青岛国际马拉松顶级合作伙伴、签约成为中超联赛官方合作伙伴
	2018 年	成为北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方赞助商
音乐营销	2013 年	与大歌星 KTV 达成战略合作, 开启“因乐而生”品牌传播主题活动
	2015 年	成为浙江卫视“奔跑吧 2016”跨年演唱会官方合作伙伴
	2017 年	青岛纯生携手“大学生音乐节”开办“青春音乐学院”、冠名“尖叫之夜”巡回演唱会
	2019 年	在 ISY 三亚国际音乐节首发潮流单品逸品纯生“潮音酒”
国际会议	2014 年	成为 APEC 会议迎宾使者
	2016 年	入选 G20 杭州峰会国宴用酒
	2017 年	签约成为上合组织官方指定用酒、亮相金砖国家峰会
IP 营销	2016 年	签约《魔兽》电影 IP, 推出经典 1903 魔兽电影纪念罐
	2017 年	签约《战狼 2》、《深夜食堂》两大超级 IP
	2019 年	沿用“夜猫子” IP, 邀请歌手华晨宇出任“首席夜猫子”
	2020 年	联合梵高超级 IP, 推出梵高世界艺术大师珍藏纪念罐

数据来源: 公司公告、新经销、国泰君安证券研究

公司专设创新营销事业部, 推出个性化定制包装。2015 年公司设立创新营销事业部, 负责电商业务, 开展互联网营销, 还能针对小众市场需求快速统筹供应链定制个性化包装的产品。经过 5 年探索, 公司已形成三种定制模式: 一是团购定制, 主要面向企业内部招待、客户赠礼、年会等, 客户包括复星、万科、融创、保利等企业; 二是渠道定制, 针对新

兴渠道和特殊渠道进行跨界合作，如肯德基、必胜客、周黑鸭等，定制啤酒能更好地与其产品产生协同效应；三是私人定制，主要应用场景包括婚庆、聚会等，可在罐体包装上打印纪念照片、定制文字等。2019年，公司上线了青岛啤酒私人定制平台，客户可通过微信小程序快捷编辑定制需求，定制业务的起订规模从3000箱降至15箱，生产周期4-6周。目前线上定制产品的规格为每箱24瓶330ml青岛啤酒经典，售价根据是否印制个性照片分为每箱189元、239元两档，远高于同规格普通装99元的售价。

图 10: 公司在微信上线私人定制平台，快速收集定制需求



数据来源：青岛啤酒微信小程序

### 3.3. 产品线齐全，持续布局中高端

公司产品矩阵由品牌战略引领，产品线覆盖广。公司青岛啤酒主品牌主要面向中高端市场，全国性第二品牌崂山啤酒和其他区域品牌主要面向大众市场，公司的产品矩阵主要围绕这一品牌战略构建，完成了对高中低价格带的全覆盖。

表 6: 公司产品线齐全

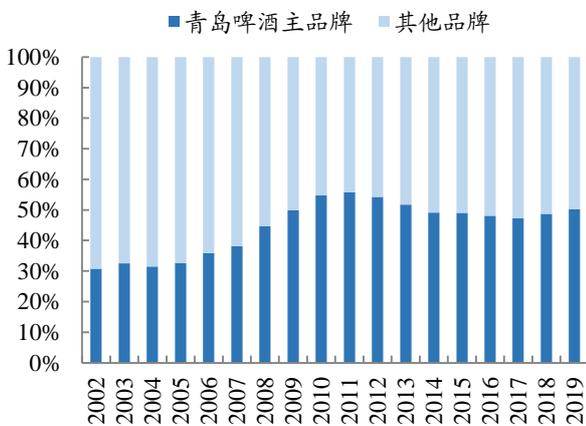
品牌	产品	单价 (元/瓶)	每升价格	图片
青岛啤酒	逸品纯生	12.4/218ml	57	
	IPA	16.5/330ml	50	
	原浆生啤	48/L	48	
	鸿运当头	12.4/355ml	35	
	皮尔森	11.5/450ml	25.6	
	奥古特	7.8/330ml	23.6	
	全麦白啤	7.3/330ml	22	
	黑啤	9.1/500ml	18.2	

	经典 1903	6.6/500ml	13.2	
	纯生	6.1/500ml	12.2	
	经典	4.7/500ml	9.4	
	欢动	4.1/500ml	8.2	
崂山啤酒	崂友记	4.1/500ml	8.2	
	普崂	4.0/500ml	8	
	8度	1.5/330ml	4.4	

数据来源：天猫、国泰君安证券研究 注：价格为线上实际零售价

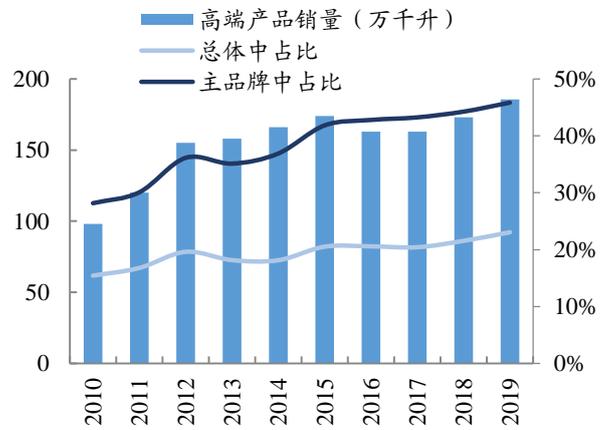
公司近年重点布局中高端，不断推出高端新特产品。早年公司主要依靠收购中低端区域性品牌扩大规模，因此主品牌青岛啤酒销量占比仅30%左右，其中中高端产品也只有纯生系列具备一定销售规模。2008年之后公司开始卡位中高端，陆续推出了奥古特、逸品纯生、黑啤、鸿运当头等新品。顺应精酿啤酒快速发展的行业热潮，公司又推出了经典 1903、全麦白啤、皮尔森、IPA 等产品。2010-2019 年，公司主品牌高端产品销量的年复合增速达 7.4%，显著高于主品牌 1.7% 的增速和总体 2.7% 的增速。同期，公司高端产品销量在总销量中的占比由 15% 提升至 23%，在主品牌中的占比也由 28% 提升至 46%，主品牌高端化进程不断推进。

图 11: 青岛啤酒主品牌销量占比接近 50%



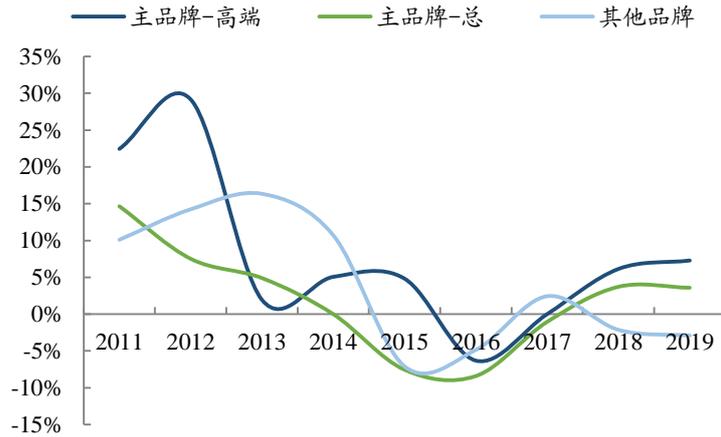
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 12: 公司高端产品销量占比提升



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 13: 近年公司高端产品销量增速高于主品牌总体销量增速



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

公司高端及超高端类别市占率仍有提升空间。根据 Global Data，以消费量计算，青岛啤酒在中国市场市占率排名第二，由 2013 年的 15.4% 提升至 2018 年 16.4%。在高端及超高端类别中，青岛啤酒 2018 年以 14.4% 的市占率位列第二，随着产品高端化升级，未来高端及超高端品类市占率提升仍有较大空间。

图 14: 公司在国内啤酒市场的市占率排名第二

图 15: 高端及超高端类别市占率有较大提升空间

消费量口径下，中国啤酒市场份额



数据来源：Global Data、国泰君安证券研究

消费量口径下，中国高端及超高端啤酒市场份额



数据来源：Global Data、国泰君安证券研究

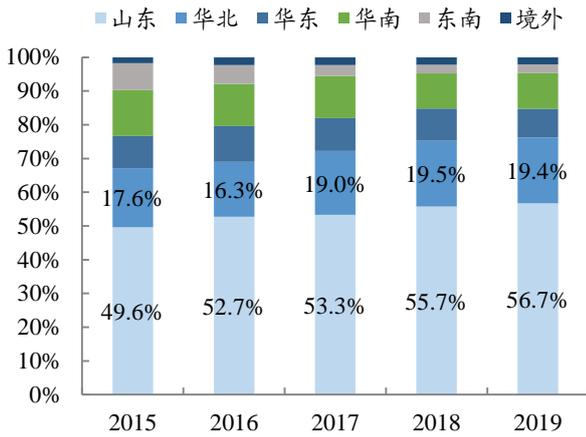
## 4. 产销协同开拓市场，渠道体系不断完善

### 4.1. 优势市场稳固，重点市场待突破

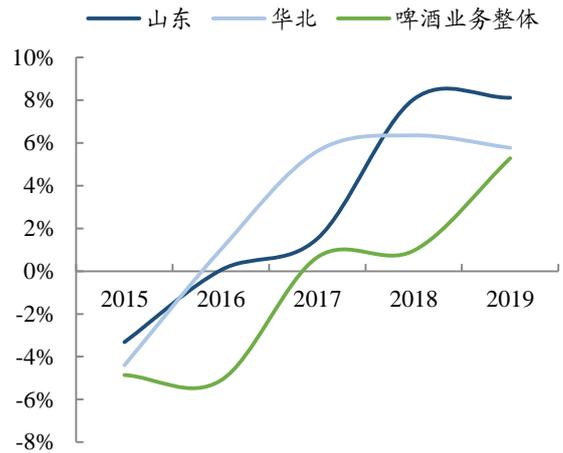
山东和华北是公司优势市场，份额稳固且毛利率高。公司来自山东大本营市场的收入占比过半，近几年公司在山东市场的收入增速明显高于啤酒业务整体增速，推动山东市场收入占比进一步提升，2019 年达到 56.7%。公司在山东啤酒市场的市占率也不断提升，已接近 80%，省内地位难以撼动。华北市场也是公司优势区域，公司在陕西、山西、河北的市场份额位居第一。受益于采购的规模效应、更高的中高端产品占比等因素，公司在山东、华北等优势市场的毛利率也明显更高。

图 16: 公司省内市场收入占比持续提升

图 17: 公司山东和华北市场收入同比增速高于整体

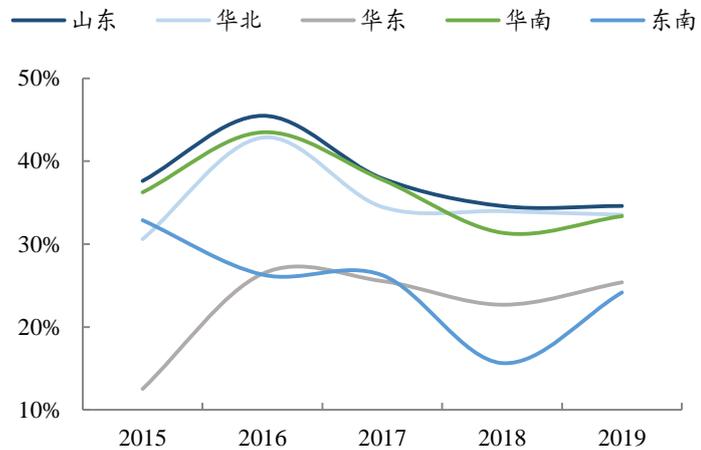


数据来源: Wind、国泰君安证券研究



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

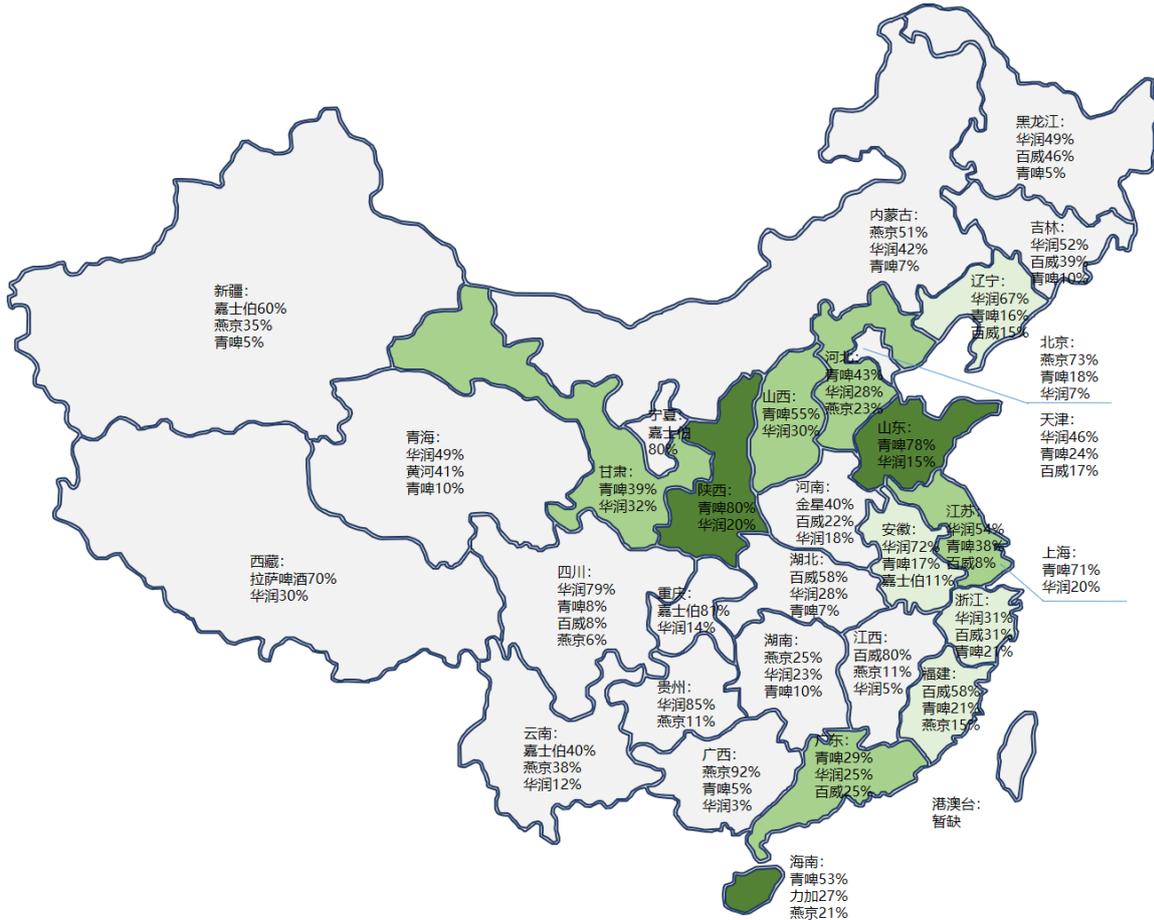
图 18: 公司在优势市场的毛利率较高



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

**公司依托优势市场和生产基地，以点带面开拓市场。**受制于破损率和较高的运输费用，啤酒产品的销售半径通常较小。啤酒厂家要开拓区域市场，通常会选择在当地收购或新建厂房。当前行业产能过剩，各啤酒厂家纷纷关厂优化产能，再通过的方式进行区域扩张并不现实。因此公司目前的区域扩张战略是依托现有生产基地，以点带面进一步打造“沿黄”、“沿海”战略带市场和城市基地市场圈。这就意味着公司会聚焦资源把优势市场做深做大，尽可能辐射带动周边市场，同时在产销相对平衡的基础上继续开拓重点城市市场。从国内啤酒区域竞争格局看，公司在京津、长三角、珠三角的区域市场份额虽然没有达到领先地位，但都有一定市场基础和产能布局。考虑到这几个区域中心城市的消费水平较高、品牌意识较强，未来公司有望凭借较高的品牌价值和产品品质形成一定竞争优势。近年，公司在北京上海等一线城市加速布局“TSINGTAO1903”社区客厅等新业态，借此积极推广 IPA、原浆生啤等高端产品，逐渐将一线城市市场开拓和高端市场布局相结合。

图 19: 公司打造“沿黄”、“沿海”战略带市场和城市基地市场圈



数据来源：澄泓研究、酒业家、国泰君安证券研究 注：各省市占率为 2017 年数据

#### 4.2. 渠道模式灵活运作，新兴渠道不断开拓

公司不断推进完善“大客户+微观运营”的渠道运作模式。公司这一渠道模式的基础是大客户制，借助大经销商的资本、本地资源、区域市场操作经验等实现区域市场的开拓。同时，公司又为这种大客户制嫁接了部分深度分销模式的内涵，对一线销售业务员进行定点定格管理，要求业务员在负责区域内定期拜访和服务客户并按时反馈，从而使公司对终端有所掌控，即所谓的“微观运营”。将两种看似对立的渠道模式实现结合是公司战略推动和归纳总结的结果。2005年，在国内啤酒企业普遍采取深度分销模式的情况下，公司开始着重在市场基础相对薄弱的南方市场推行大客户制。此举与当时公司“做强做大”的战略一致，为公司节约了部分渠道费用和销售人员开支，同时帮助公司顺利开拓了华南市场。随着公司与客户合作深化，加上当时华润啤酒依靠大力并购和深度分销攻城掠地，公司开始在“整合与扩张并举”战略指引下对部分大客户实施微观运营的嫁接。多年来，公司坚持并不断完善这一渠道模式，针对不同区域市场情况灵活适用，具体可分为“密集型”、“混合型”、“独家型”三类，份额较高的成熟市场会更注重直控终端、微观运营，对应的是“密集型”模式，而市场基础较薄弱的区域更多采用“独家型”，并随市场被开发会逐渐向“混合型”乃至“密集型”过渡。

图 20: 公司在不同成熟度的市场灵活采用渠道模式



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

**公司渠道结构均衡, 积极开拓新兴渠道。**从消费量口径看, 2018 年国内啤酒消费在餐饮端和零售端分布较为均衡, 各占 50% 左右。公司渠道结构中, 餐饮等即饮渠道销量占比超 50%, 但与行业的情况差距不大。公司近年重视听装和小瓶酒的开发, 对夜场等高端即饮渠道的布局有望加速。同时, 公司还积极开拓电商渠道, 在 2014 年就已组建独立运营的电商部门, 2015 年开始便逐步接入京东和菜鸟物流的全国仓储体系, 解决运输成本过高的问题。搭建起“官方旗舰店+官方商城+网上零售商+分销专营店”的立体电商渠道体系之后, 公司又开拓社区 O2O 渠道, 在移动端推出青啤快购 APP, 消费者能通过该 APP 实现手机下单, 由附近社区商户将新鲜啤酒高效配送到家。2018 年, 公司携经销商整体接入阿里零售通, 拥抱新零售。公司线上运营的思路逐渐从低价促销转向品牌传播。2019 年, 青岛啤酒天猫旗舰店升级, 利用 VR 技术打造了青岛啤酒博物馆全景体验店。公司还积极尝试网红带货, 2019 年双 11 预售, 通过头部主播薇娅的直播, 青岛啤酒经典系列 5 分钟销量突破两万箱, 天猫旗舰店双 11 当日销售额同比高增 212%。拆分品牌来看, 2019 年截至 11 月 15 日, 青岛啤酒销量居天猫啤酒商家第一, 市场份额达 15.2%。

图 21: 2018 年国内啤酒消费餐饮和零售端各占 50%

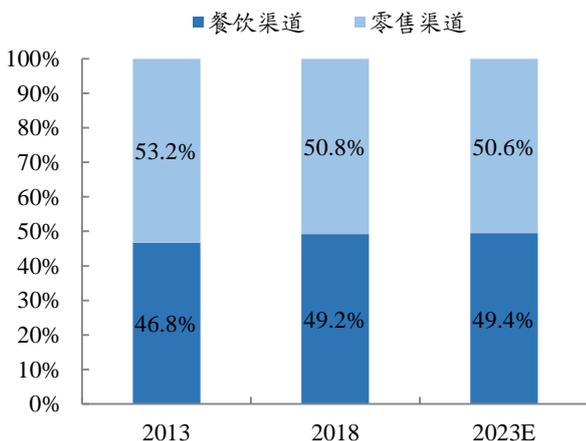
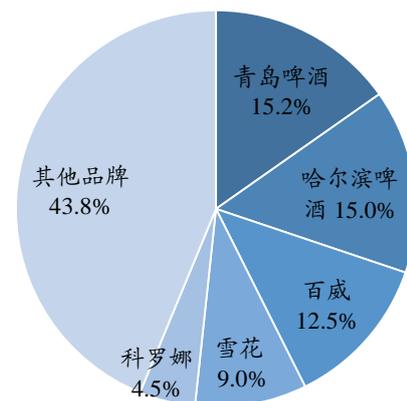


图 22: 青岛啤酒天猫平台销量份额位居啤酒类第一



数据来源: GlobalData、国泰君安证券研究

数据来源: 情报通、国泰君安证券研究

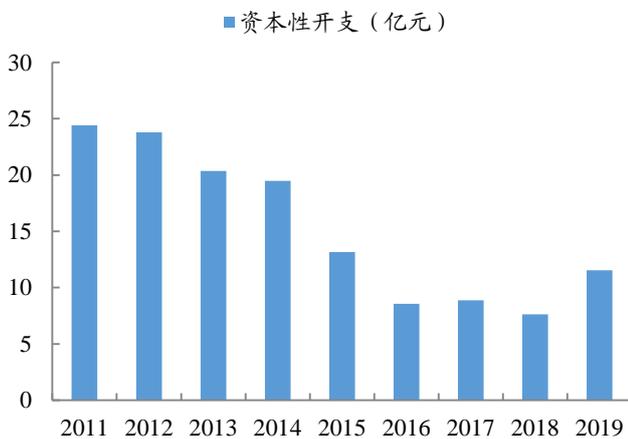
注: 2019年1月1日-11月15日天猫啤酒类目数据

## 5. 产能优化持续推进, 控费提效初见成效

### 5.1. 关厂计划仍在推进, 智慧工厂启动建设

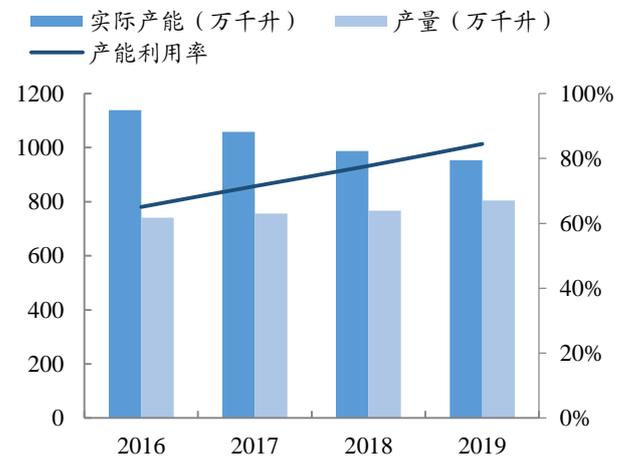
公司关厂缩减产能, 产能利用率不断提升。公司从 2015 年开始调整控制投资规模, 主动压缩对新建产能的资本性开支, 逐步改建、整合、关闭部分工厂。2018 年公司关闭了芜湖、杨浦两家工厂。2016-2019 年公司披露的产能数据出现下降, 产能利用率则从 65.1% 提升至 84.5%。公司的折旧摊销费用及费用率已于 2018 年起出现下降。公司目前剩余工厂数量 60 家, 计划未来 3-5 年内继续关闭整合 10 家工厂, 盈利能力有望受益持续提升。

图 23: 近年公司资本性开支较低



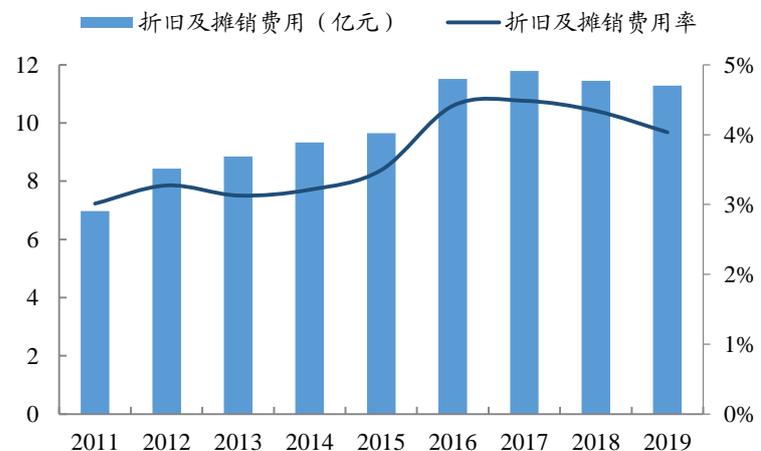
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 24: 公司产能利用率明显提升



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 25: 公司折旧摊销费用及费用率 2018 年起出现下降



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

公司启动智慧工厂建设, 推动产业转型升级。2020 年 3 月 10 日, 公司启动青岛啤酒平度智慧产业示范园 100 万千升啤酒扩建项目、青岛啤酒

厂智能制造示范工厂扩建升级项目、青岛啤酒西海岸精酿啤酒厂暨时尚花园新建项目。这三大重点项目总投资共 10 亿元，是公司推动传统产能向智能制造升级的重要一步。平度智慧产业示范园是对青岛啤酒三厂的改扩建项目，主要包括建设物流园、私人定制化生产平台、健康饮品中心等子项目，将于 2020 年 6 月竣工投产，届时公司小批量、柔性生产的能力将进一步提升，更好地满足个性化定制需求。智能制造示范工厂项目则是对青啤百年老厂的升级，通过大规模建设利用自动化生产线、机器人等打造智能制造和智能物流系统，新增工业旅游互动区。新建西海岸精酿啤酒厂暨时尚花园则体现了公司对高端精酿啤酒的战略布局，在带动文旅产业的同时推进品牌传播。公司的这些项目既围绕着智慧制造、科技赋能等主题对产能进行了优化升级，又适应了公司产品结构升级、品牌高端化战略的现实需要，为未来进一步发展奠定基础。

**表 7: 青岛啤酒三厂升级工程不断推进**

时间	工程内容
2007 年	工厂实施整体搬迁扩建项目启动，2008 年 3 月竣工投产，啤酒产能达 20 万千升。
2010 年	二期新增 30 万千升啤酒产能项目启动，新增 65 立方糖化和 37 个发酵罐，新增一条 3.6 万瓶/小时瓶装线和一条 6 万罐/小时易拉罐线及动力设施，2011 年 10 月竣工投产，啤酒产能达 50 万千升。
2013 年	三期新增 22 万千升易拉罐产能扩建项目启动，2014 年 7 月投产，整体产能达 72 万千升。
2018 年	四期扩能项目启动，新增一条采用世界上最先进灌装技术、每小时 5 万瓶的瓶装酒生产线，以及 6 只发酵罐、2 只清酒罐、1 台酵母离心机，2019 年 4 月底竣工投产，总产能达 90 万千升。
2020 年	青啤平度智慧产业示范园 100 万千升啤酒扩建项目启动，包括青啤物流园建设、私人定制化生产平台建设、健康饮品中心建设、麦芽厂扩建等项目，2020 年 6 月份竣工投产，届时青啤三厂将成为亚洲最大的啤酒产业基地。

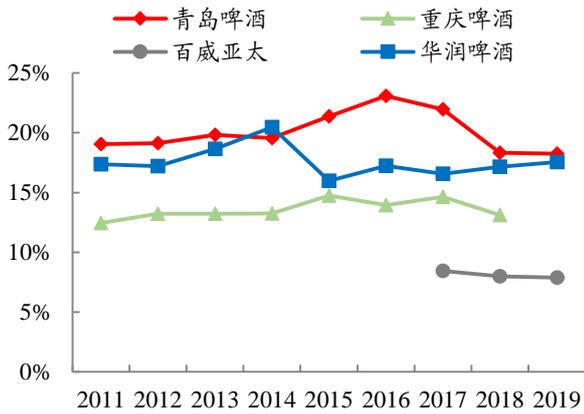
数据来源：《青岛日报》、国泰君安证券研究

## 5.2. 降费尚有空间，期待盈利能力提升

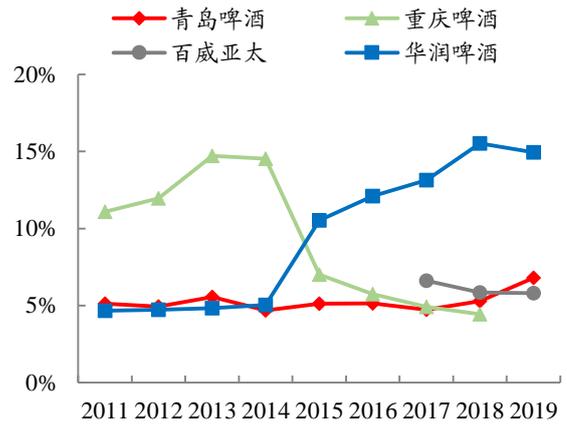
**公司费用控制尚有改善空间。**2019 年公司销售费用率为 18.2%，近年虽有所下降但仍居高位，明显高于同业其他公司，尚有进一步改善空间。随着行业格局趋稳，未来公司主要依靠品牌拉力带动中高端产品销售，有望提升费用投放精准度。管理费用方面，近年公司管理费用率在行业中处于较低水平，2019 年同比增长 1.51pct 至 6.8%，主要是由于产能优化等相关员工费用增长。随着激励机制落地，未来公司有望保持较高的管理效率。

图 26: 公司销售费用率尚有改善空间

图 27: 公司管理费用率处于较低水平



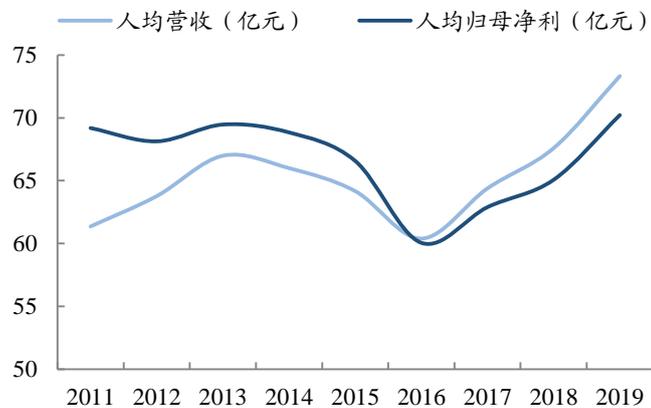
数据来源: Wind、国泰君安证券研究



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

**公司盈利能力提升空间较大。**关厂提效使公司人均营收和人均净利自2016年以来出现明显回升。公司毛利率在国内同业中居于前列,但相比于百威仍有提升空间。2019年受益于产品吨价提升和成本压力缓和,公司毛利率同比提升1.26pct至38.96%。随着产品结构不断升级,未来公司毛利率有望进一步提升。公司净利率、EBIT/营收实现回升,尤其是2019年上半年以来受益于增值税税率降低而明显上扬。2019年公司净利率同比提升1.02pct至6.89%。百威与重啤控费能力与盈利能力表现较好,相比之下公司尚有较大改善空间。降费提效叠加产品结构升级,未来公司盈利能力有望进一步提升。

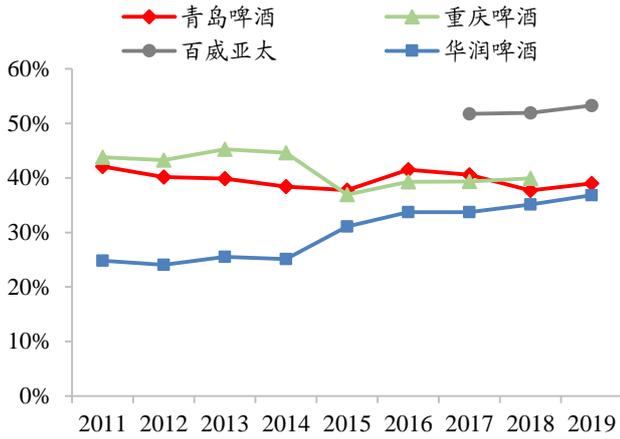
图 28: 2016 年以来, 公司人均营收及人均净利明显回升



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 29: 公司毛利率居行业前列, 相比百威仍有空间

图 30: 公司净利率较百威、重啤尚有提升空间



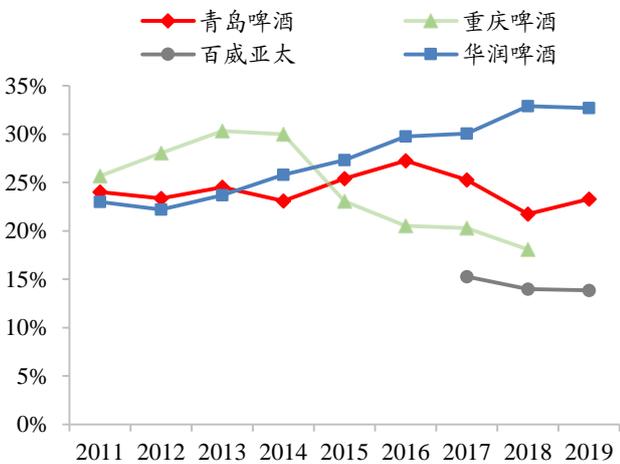
数据来源: Wind、国泰君安证券研究



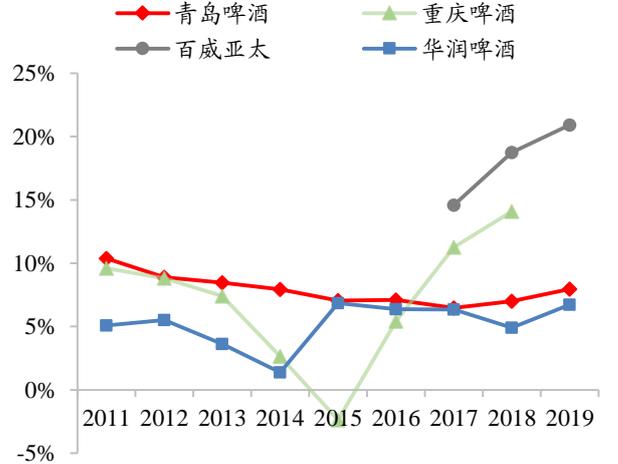
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 31: 公司期间费用率逐步下行, 相比百威有改善空间

图 32: 公司 EBIT/营收指标有提升空间



数据来源: Wind、国泰君安证券研究



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

## 6. 投资建议

**投资建议:** 公司品牌优势明显, 股权激励落地, 有望加快推进产品结构升级, 持续提升经营效率, 释放发展动力。上调公司 2020-2022 年 EPS 预测至 1.47/1.82/2.15 元(前次 1.45/1.75/2.04 元), 参考可比公司给予 2020 年 EV/EBITDA 35 倍, 上调目标价至 81 元, 增持评级。

## 7. 风险提示

- 1、行业竞争进一步加剧;  
行业销量增长停滞, 处于存量竞争状态, 存在行业竞争加剧导致费用投放增加的可能。
- 2、原材料成本上涨过快;  
啤酒产品的原材料成本占比较高, 由于全球疫情和国际贸易摩擦影响, 大麦等原材料的成本可能出现上涨。

- 3、全年高温天气较少；  
啤酒消费受到天气因素影响，若高温天气较少，啤酒销量可能下滑。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gtjas.com		