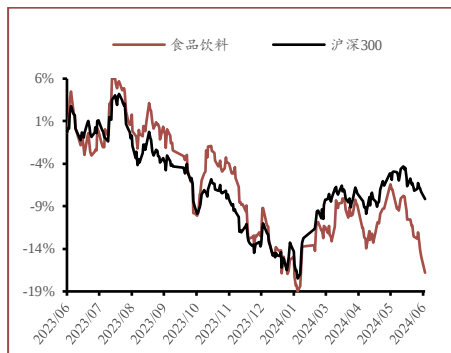


投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现



分析师 吴文德

SAC 证书编号: S0160523090004
wuw01@ctsec.com

分析师 赵婕

SAC 证书编号: S0160523100002
zhaojie@ctsec.com

相关报告

- 《食品饮料 2023&24Q1 财报总结》
2024-05-11
- 《24Q1 食品饮料基金持仓分析》
2024-04-25
- 《食品饮料 2024 年一季报前瞻》
2024-03-26

结构升级前景广阔，价值回归正当其时

核心观点

- ❖ **啤酒行业结构升级近年来持续推进，啤酒结构升级究竟看什么？**我们认为，1) 啤酒行业结构升级的动力：一看供给端，二看需求端。近年来由于竞争格局趋于稳定、成本逐年上涨，啤酒企业主导下的创新升级的趋势愈发明显，供给端成为结构升级的主要动力。2) 啤酒行业结构升级的观察核心，一看即饮场景，二看品牌内部升级。一方面，即饮场景提供了更高平均售价及由此带来的盈利能力；另一方面，品牌内部产品向上升级，通过同一品牌之下主推产品的档次提升，实现价格带升级，进而提升品牌高端化形象。
- ❖ **结构升级天花板在哪里？——啤酒行业结构升级尚未到达瓶颈。**消费升级阶段性放缓下，我们认为啤酒高端化升级可以关注：1) 次高端 6-8 元价格带向 8-10 元的升级进度；2) 6 元以下低端产品的整合优化；3) 企业对高端品牌投入的定力。一则，次高端升级，中档消费强韧性，价格带容量大+品牌力加持升级阻力小、确定性强。二则，当前啤酒龙头低端产品的销量占比仍较高，在垄断市场内将低端产品整合至中高端产品，迎合消费趋势、市场阻力小，贡献利润来源。三则，各公司仍在高端矩阵中持续发力培育，无论是产品研发推出，还是消费者培育及品牌营销，都体现了着眼长远的布局及定力。
- ❖ **是产品矩阵还是大单品？——未来更多的是价格带和场景的占位。**啤酒消费价格区间分布零散，消费场景日益丰富，高端酒增长显著。啤酒行业的产品策略应该是产品矩阵的全覆盖还是大单品的核心打造？我们认为，未来啤酒行业升级转型应该以产品组合为方向，在不同的价格带培育不同的大单品、在不同的场景打造不同的大单品，覆盖不同消费者群体。
- ❖ **投资建议：旺季催化，啤酒销量表现有望提振，结构升级持续推进，利润弹性有望持续释放。**目前天气逐步升温，销量压制因素缓解，板块淡季估值消化至相对底部，旺季弹性有望显现。此外，成本下行带来的利润改善有望在收入提升带来的规模效应下更为显现，盈利能力改善有望加速，当前板块相对配置价值凸显，重点推荐青岛啤酒，关注燕京啤酒、重庆啤酒。
- ❖ **风险提示：**食品安全、原材料成本波动、高端市场竞争加剧等。

表 1: 重点公司投资评级:

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (06.11)	EPS (元)			PE			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600600	青岛啤酒	1,072.12	78.59	3.13	3.75	4.36	25.12	20.98	18.03	增持
000729	燕京啤酒	279.32	9.91	0.23	0.32	0.40	43.32	31.35	24.74	增持
600132	重庆啤酒	331.86	68.57	2.76	3.02	3.36	24.83	22.71	20.38	增持

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

内容目录

1	行业结构升级看什么？	5
1.1	结构升级一看供给端、二看需求端	5
1.2	结构升级观察的核心之一：即饮消费场景	9
1.3	结构升级观察的核心之二：品牌内部升级	11
2	结构升级天花板在哪里？——啤酒行业结构升级尚未到达瓶颈	13
2.1	金字塔尖高端啤酒占比仍低，对标海外空间广阔	13
2.2	吨价增速趋缓下，关注次高升级、低端优化、高端定力	14
3	是产品矩阵还是大单品？——未来更多是价格带和场景占位	17
3.1	大单品策略是行业发展初期跑马圈地最有效的方法	17
3.2	存量竞争下，矩阵型大单品或许是最优解	19
3.3	各品牌打造产品矩阵，深耕场景营销、细分市场定位	23
4	投资建议：升级趋势不改，中长期配置价值凸显	25
5	风险提示	27

图表目录

图 1. 啤酒行业痛点解决方案	5
图 2. 啤酒企业吨价（元/吨）	6
图 3. 啤酒企业毛利率（%）	6
图 4. 2023 年啤酒企业成本构成	6
图 5. 2023 年啤酒行业平均成本构成	6
图 6. 玻璃价格变化（元/吨）	7
图 7. 瓦楞纸价格变化（元/吨）	7
图 8. 进口大麦价格变化（美元/吨）	7
图 9. 2017-2022 年低端销量及增速	8
图 10. 2017-2022 年低端销售额及增速	8
图 11. 2017 年中国啤酒销量结构	8
图 12. 2022 年中国啤酒销量结构	8
图 13. 啤酒市场集中度提升	9
图 14. 啤酒应用场景分类	9

图 15. 社交需求高弹性，低价格敏感性.....	10
图 16. 高端及超高端啤酒餐饮渠道消费量（亿升）	10
图 17. 高端及超高端啤酒零售渠道消费量（亿升）	10
图 18. 青岛啤酒即饮啤酒销量占比.....	11
图 19. 中国啤酒即饮与非即饮均价走势.....	11
图 20. 啤酒渠道销量占比.....	11
图 21. 2023 年中国啤酒渠道分布.....	11
图 22. 青岛啤酒品牌内部升级.....	12
图 23. 重庆啤酒 2023 年营业收入构成.....	12
图 24. 重庆啤酒高档及主流产品敏感性分析.....	13
图 25. 中国各档次啤酒销售额占比.....	14
图 26. 居民人均消费支出（元）及同比（%）	15
图 27. 住宿和餐饮业季度 GDP 增加值及同比增速	15
图 28. 近半年各档餐饮门店占比变化.....	15
图 29. K 型分化.....	15
图 30. 次高端升级确定性较强.....	15
图 31. 低端产品占比仍较高（2023 年）	16
图 32. 乌苏新品持续推出.....	17
图 33. 啤酒行业主要大单品体量.....	18
图 34. 雪花勇闯天涯赞助一系列户外探索活动.....	19
图 35. 青岛主品牌产品持续培育.....	19
图 36. 啤酒消费者流转路径分布.....	20
图 37. 各价格带啤酒市场份额与增长速度.....	20
图 38. 啤酒主要饮用场景占比.....	21
图 39. 啤酒应用场景分类.....	21
图 40. 中国精酿啤酒行业发展历程.....	21
图 41. 2021 年中国精酿啤酒行业 CR5 占比	22
图 42. 重庆啤酒品牌产品布局.....	23
图 43. 重庆啤酒“6+6”产品矩阵	24
图 44. 重庆啤酒品牌调性、营销策略情况.....	25
图 45. 乌苏啤酒“两高一大”.....	25
图 46. 乌苏啤酒“硬核”代言人吴京、张伟丽	25

图 47. 啤酒行业指数与市盈率.....	26
图 48. 啤酒行业单季营收变动情况.....	27
图 49. 啤酒行业单季归母净利润变动情况.....	27
表 1. 主要啤酒公司的精酿啤酒产品.....	22
表 2. “3+3+3”战略规划	24
表 3. 重点公司投资评级.....	27

1 行业结构升级看什么？

1.1 结构升级一看供给端、二看需求端

中国啤酒行业目前发展面临三岔路口：提价、关厂和结构升级。其中，提价短期有效，关厂对盈利改善的空间有限，都不可持续，结构升级为最核心主线。当前中国啤酒行业结构升级未达到瓶颈，主因：1) 高端产品占比仍低，对标海外空间广阔；2) 次高端升级确定性强；3) 低端产品内部整合优化空间大。同时，中国精酿啤酒正处发展早期，空间大、增速快，各公司初试入局，或将加速啤酒行业高端化趋势。

图1.啤酒行业痛点解决方案



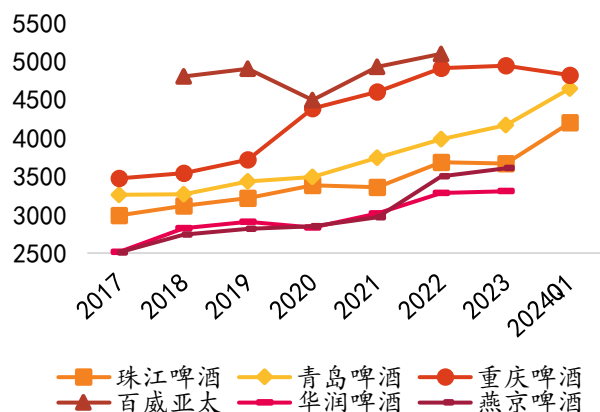
数据来源：搜狐，财通证券研究所

啤酒行业结构升级的升级动力来自哪里？一看供给端，二看需求端。供给端产品结构升级成为企业发挥主观能动性推动盈利改善的核心途径；收入增长与消费习惯改变进一步推动了结构升级。近年来由于竞争格局趋于稳定、成本逐年上涨，啤酒企业主导下的创新升级的趋势愈发明显，**供给端成为结构升级的主要动力。**

1) 供给端：中国啤酒行业市场集中率较高，低价策略难以继续为企业扩大市场份额。加之近年来原料与包装物成本居高不下，企业急需通过结构升级提高产品利润。中国啤酒企业正积极推出高端系列产品，提升产品品质，成为啤酒行业高端化、品牌化的主要动力。

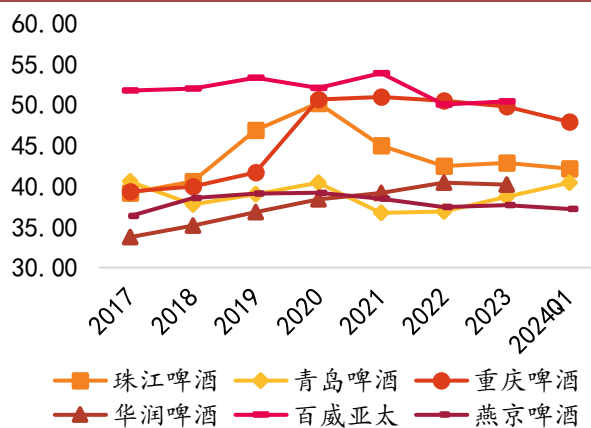
◇ **盈利水平有待提高，低价策略难以为继，结构升级才是关键出路。**2013 年以前，各厂商“跑马圈地”和低价竞争策略在快速整合行业的同时也导致整体盈利能力偏低，2023 年百威英博的毛利率达 54%，而我国毛利率最高的重庆啤酒为 49%，仍有差距。随着行业龙头格局逐渐趋稳，龙头企业诉求从销售扩张转变至利润提升，高质量发展成为行业共识。结构升级与产品创新有助我国企业消化成本上涨压力，提升长期盈利能力。

图2.啤酒企业吨价（元/吨）



数据来源：、财通证券研究所

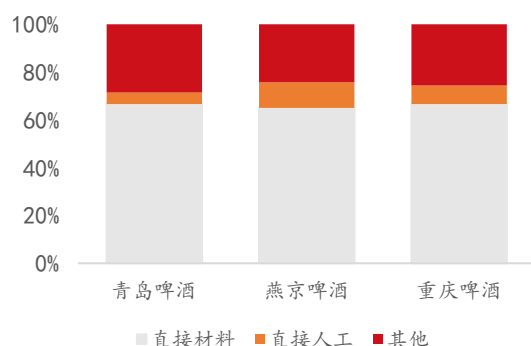
图3.啤酒企业毛利率（%）



数据来源：、财通证券研究所

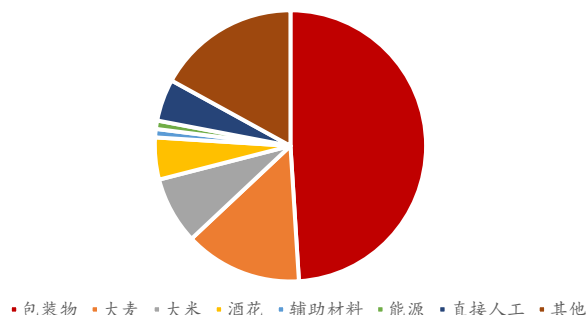
◇ 原材料成本占比高，直接提价难以为继，结构升级才是最有效途径。啤酒原材料占比较高，在中国啤酒企业的出厂成本中，食物原料如大麦、大米的成本占比各约 14%、8%，包装物如玻璃瓶、易拉罐、纸箱等成本占比达 50%。由此可见，原料占啤酒生产成本的比重较高，而铝材、玻璃、大麦价格在 2016 年开始逐年上涨，目前虽有回落，但仍较数年前处在较高水平，而产品端直接提价不可持续，因此供给端产品结构升级成为企业发挥主观能动性的唯一途径。

图4.2023 年啤酒企业成本构成



数据来源：各公司年报、财通证券研究所

图5.2023 年啤酒行业平均成本构成



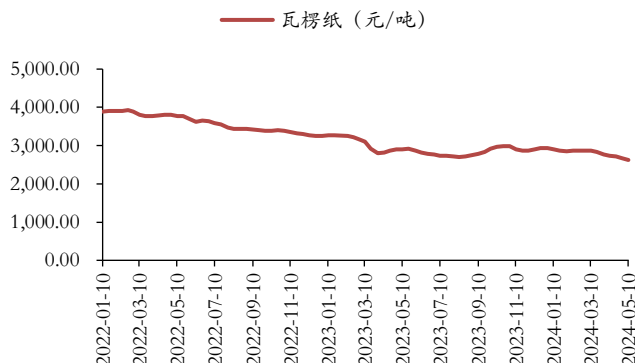
数据来源：智研咨询、财通证券研究所

图6.玻璃价格变化（元/吨）



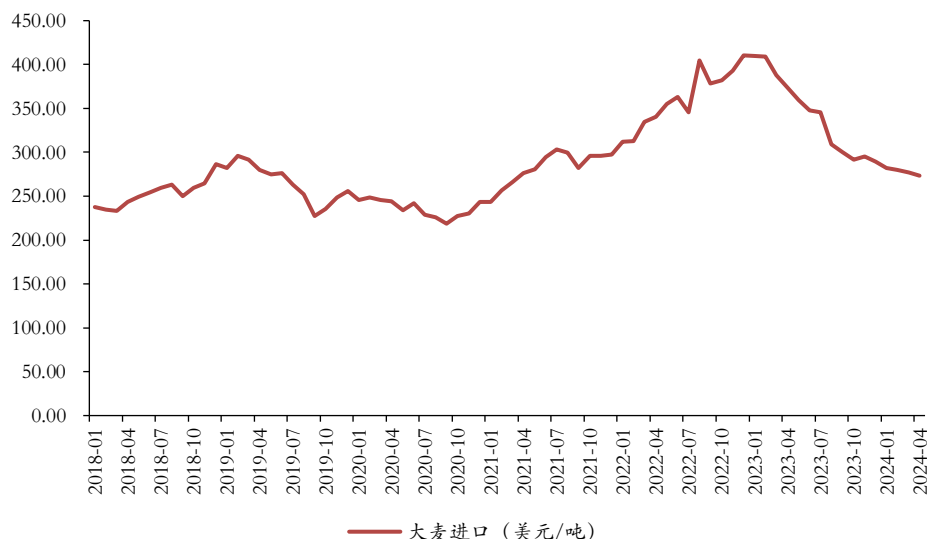
数据来源： 、财通证券研究所

图7.瓦楞纸价格变化（元/吨）



数据来源： 、财通证券研究所

图8.进口大麦价格变化（美元/吨）



数据来源： 、财通证券研究所

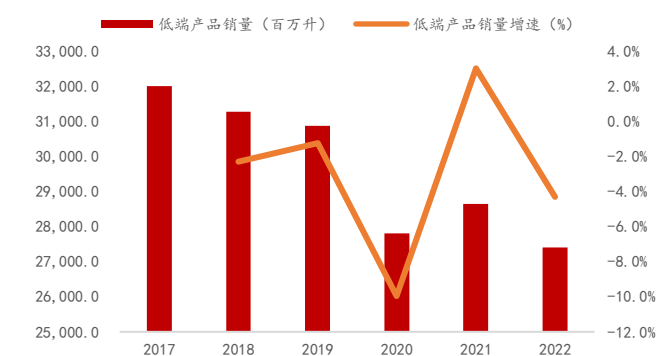
2) 需求端：个性化需求涌现，加快产品结构调整步伐，高端市场大有可为。随着啤酒消费向年轻化、时尚化、个性化转变，市场主流消费观念随之出现了较大的变化，由模仿、跟随到超越，啤酒消费观念经历了喝饱、喝好、好喝到好玩的历程，年轻、时尚、激情、健康、安全，已然成为中国啤酒新文化。

◇ **居民收入提高为消费升级注入源动力。**2013-2023 年，中国城镇居民人均可支配收入稳步增加，从 2013 年的 26467 元增加到 2023 年的 51821 元，复合增长率 6.95%，居民购买力不断提升。同时，我国居民人均食品烟酒消费支出由 2013 年的 4127 元增加至 2023 年的 7983 元，复合增长率 6.82%。随着可支配收入的增加，我国居民消费升级趋势明显。随着城镇化水平及居民人均可支配收入逐渐提升，消费升级趋势越演越烈，消费者对于啤酒的口感及包装等因素愈加重视，原先口感寡淡、包装粗糙的低端啤酒已经难以满足消费者的需求，因此在消费升级大背景下，啤酒产品结构升级是大势所趋。

正逢其时，结构升级进入势能加速释放阶段。2013 年前后，主流品牌替代地方品牌逐渐完成，同时随着消费者收入水平提高和消费偏好的变化，行业逐步进入“高端替代低端”阶段，并一直延续至今。结构升级概念对于啤酒行业“老生常谈”，但我们认为，伴随近年来低端销量压缩企稳、龙头竞争格局优化达成共识，结构升级对于行业及各企业的利润贡献，有望加速释放。

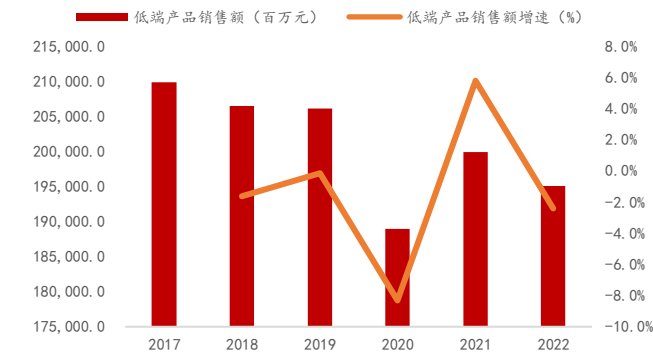
◇ **低端产品销量企稳，结构升级有望释放强大势能。**高端化及结构升级概念自 2013 年起逐步成为行业主流趋势，但由于 2014-2017 年低端产品销量和销售额不断下降，结构升级并未表现出较为强大的势能，升级效果未有突出体现。随着 2018、2019 年，低端产品的产量和销售额不断企稳，中高端产品占比不断提升，结构升级将在竞争格局不断改善的当下，破局啤酒行业产销量见顶的瓶颈。

图9.2017-2022 年低端销量及增速



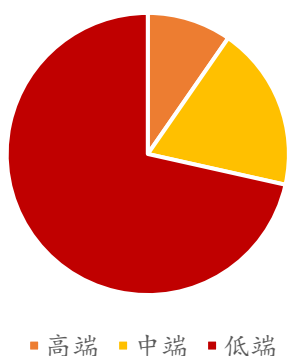
数据来源：欧睿、财通证券研究所

图10.2017-2022 年低端销售额及增速



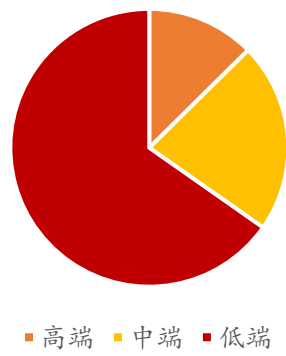
数据来源：欧睿、财通证券研究所

图11.2017 年中国啤酒销量结构



数据来源：欧睿、财通证券研究所

图12.2022 年中国啤酒销量结构

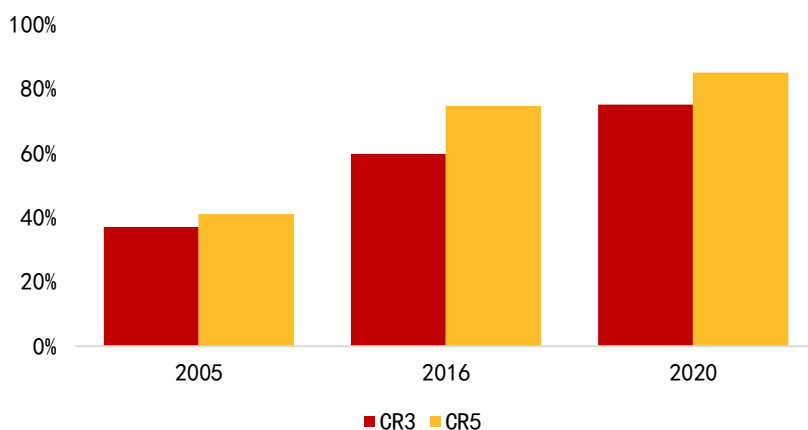


数据来源：欧睿、财通证券研究所

◇ **市场竞争格局改善，结构升级正当其时。**目前中国啤酒行业产销量见顶，高速发展期已过，企业发展目标不得不由产销量主导转变为利润主导。中国啤酒行业逐渐进入成熟期，CR5 不断提升至近 2020 年的 85%，行业结构转变导致市场竞争由产能、规模扩张转向以质量型、差异化为主的竞争。啤酒

企业顺应行业趋势，目标将从规模主导型转向利润主导型。2018 年和 2021 年行业均出现了大规模的涨价潮，说明高端化及利润诉求逐渐成为行业共识，结构升级大有可为。

图13.啤酒市场集中度提升



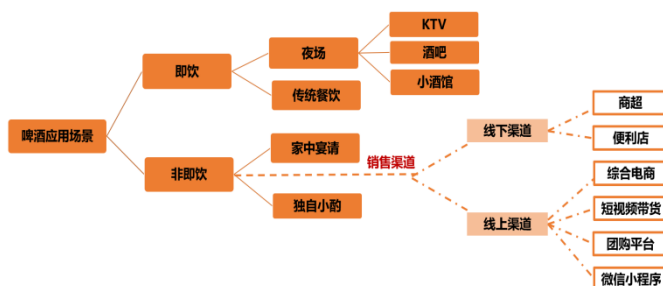
数据来源：欧睿、财通证券研究所

1.2 结构升级观察的核心之一：即饮消费场景

一方面，即饮场景提供了更高的平均售价及由此带来的盈利能力；另一方面，品牌内部的产品向上升级，通过同一品牌之下主推产品的档次提升，实现价格带的升级，进而提升品牌高端化形象。

◇ 啤酒行业结构升级关键在于即饮消费场景。啤酒应用场景分为即饮和非即饮，其中即饮主要发生在餐饮场景和夜场（如 KTV、酒吧、小酒馆），非即饮啤酒则主要由消费者通过线上渠道（淘宝等综合电商、短视频带货、团购平台、微信小程序、外卖平台）或线下渠道（商超、便利店）购买后留存家中。

图14.啤酒应用场景分类

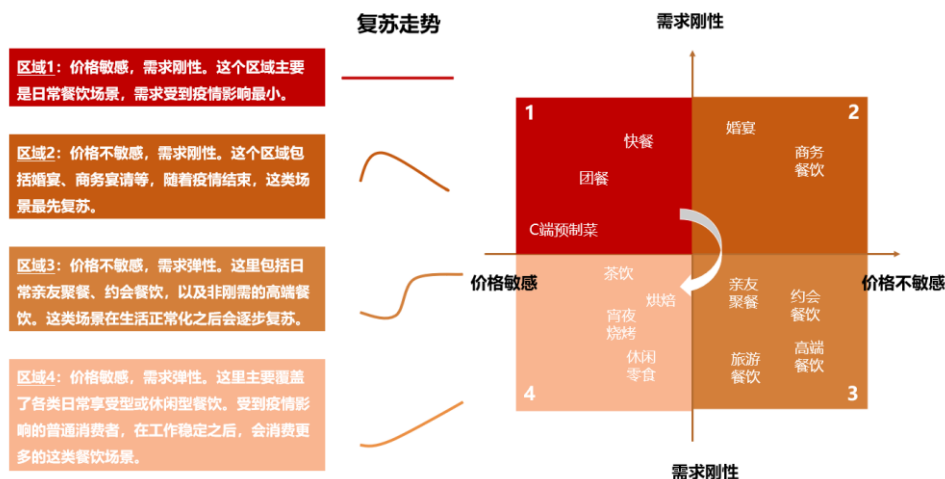


数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

◇ 即饮场景是高端啤酒销售的主战场。从消费量看，据 GlobalData 统计，大部分高端及超高端啤酒均于餐饮渠道销售，2013 年餐饮渠道销售高端及超

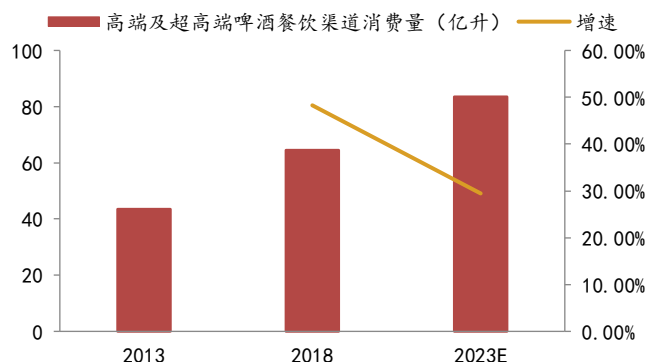
高端啤酒 43.5 亿升，2018 年增长至 64.5 亿升，年复合增长率 8.2%；2013 年零售渠道销售高端及超高端啤酒 15.5 亿升，2018 年增长至 15.8 亿升，年复合增长率仅 0.4%。餐饮渠道的高端啤酒销量在近 10 年保持高增长态势，是高端化升级的主战场。

图15.社交需求高弹性，低价格敏感性



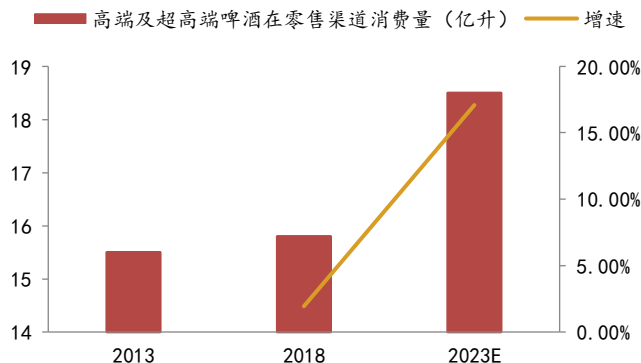
数据来源：红餐网，财通证券研究所

图16.高端及超高端啤酒餐饮渠道消费量（亿升）



数据来源：观研天下，财通证券研究所

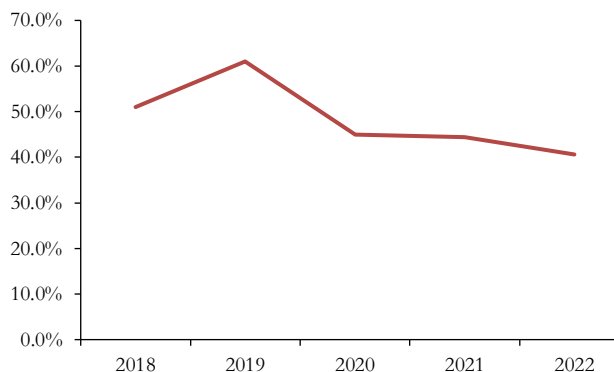
图17.高端及超高端啤酒零售渠道消费量（亿升）



数据来源：观研天下，财通证券研究所

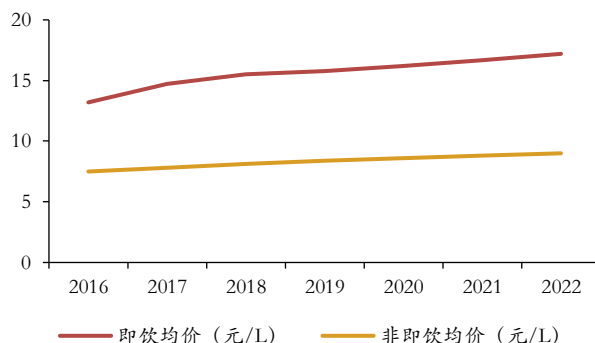
✧ 即饮渠道啤酒销售额和平均零售单价均高于非即饮渠道。即饮渠道的吨价利好源自于高端产品占比高，增速快。2017-2022 年即饮渠道销售额平均占比达到 66%，约为非即饮渠道销售额的两倍。从均价看，近年中国啤酒即饮均价持续提升，且与非即饮均价的差距不断扩大，2022 年即饮/非即饮均价分别为 22.2/11.0 元。

图18.青岛啤酒即饮啤酒销量占比



数据来源：观研天下，财通证券研究所

图19.中国啤酒即饮与非即饮均价走势

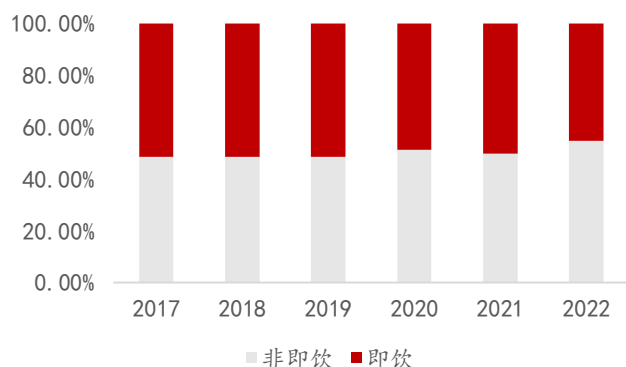


数据来源：观研天下，财通证券研究所

✧ 以休闲享受为目标的即饮场景消费者具有低价格敏感性。餐饮、夜场等休闲享受的消费场景中，酒水消费具有较低的价格敏感性、消费者更倾向于消费高品质的啤酒。除了产品品质之外，现饮场景特有的消费环境、销售服务带来的附加价值为餐饮、夜场渠道消费提供了更高的平均销售价格及由此带来的盈利能力，这将提高行业整体的盈利能力及溢价趋势，因此即饮消费更适合结构升级。

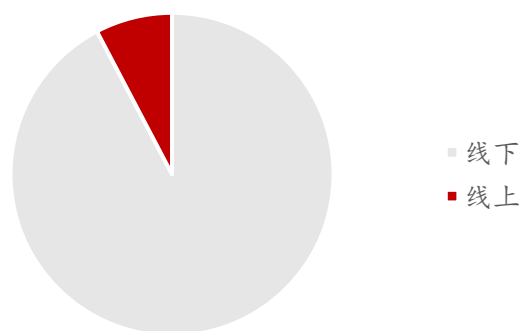
✧ 2020 年即饮渠道受损严重，目前处于逐步恢复状态。我国餐饮收入同比增速之前稳定在 9-10%，2020 年以来餐饮及娱乐业遭遇冲击。根据 Euromonitor 数据，2019 年即饮渠道销量占比 51.5%，2020 年即饮渠道销量占比 48.5%，同比下滑 3%。自 2023 年以来，即饮消费场景处于恢复阶段，即饮渠道的啤酒销量下滑和反弹较非即饮渠道更为明显。

图20.啤酒渠道销量占比



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

图21.2023 年中国啤酒渠道分布



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

1.3 结构升级观察的核心之二：品牌内部升级

现阶段啤酒行业结构升级更多来自于品牌内部的升级，内部升级阻力小成效大。以青啤为例，目前青啤的产品战略包括两方面，一是品牌内部的产品向上升级，从最初的清爽陆续升级为经典-白啤-纯生，推动价格带由 3 元提升至 8 元以上；

二是将部分小品牌、小品类整合至主流品牌，用青岛清爽及崂山品牌进行替换，从而提升公司的中高端品牌产品矩阵形象。此外，其他啤酒龙头也纷纷进行品牌内部升级，如重啤在乌苏品牌内部，从绿乌苏升级为红乌苏；华润在雪花品牌内部，进行勇闯天涯-超级勇闯-纯生的升级；燕京啤酒亦推出中高端产品 U8 和 V10。

相比于产品和品牌，我们认为品牌内部的结构升级更应关注渠道推力的作用，主因：1) 基地市场实施品牌内部升级的阻力小，对经销商的控制更强，只需利用高端产品带动中端产品同步替换升级；2) 基地市场品牌认知度高，品牌力基础上结构升级消费者教育成本低；3) 基地市场竞争相对缓和，不同品牌间价格博弈风险小，渠道接受度高。所以在价增的时代，市占率尤为重要，基地市场的范围和数量决定了啤酒企业结构升级的进程与成效。为什么基地市场越多、在基地市场的话语权越强，结构升级越顺畅？因为高市场占有率代表着更强的渠道能力，对应更好的提价权和费用投放权。

图22.青岛啤酒品牌内部升级



数据来源：青岛啤酒京东旗舰店，财通证券研究所

中高档产品成为销售与利润增长的动力。随着啤酒行业结构升级，消费者购买力保持强劲，未来中高档产品有望销量与销售占比提升，将为啤酒企业提高吨价、实现销售增长、提高毛利率提供动力。基于重庆啤酒 2023 年营业收入构成，我们对高档及主流产品进行了敏感性测试。高端产品凭借其高吨价、高毛利的特点，有利于企业提高整体吨价，提高利润率。主流产品依托广阔的消费群体，成为企业主要销售收入来源，贡献更高收入增长。

图23.重庆啤酒 2023 年营业收入构成

	销量（千升）	销售收入（万元）	主要代表品牌	吨价（元）
高档	1437495.07	885469.01	嘉士伯/乐堡/1664/红乌苏	6159.81
主流	1461627.53	529720.01	重庆/乌苏/大理/西夏	3624.18
经济	98426.51	28960.79	山城/其他	2942.38

数据来源：公司年报，财通证券研究所

图24.重庆啤酒高档及主流产品敏感性分析

高档销量增长	3%	5%	8%	10%	13%	15%	18%	20%
高档销量占比	48.69%	49.17%	49.88%	50.34%	51.01%	51.45%	52.09%	52.51%
平均吨价	4837	4849	4867	4879	4897	4908	4924	4935
吨价增幅	0.40%	0.65%	1.03%	1.27%	1.63%	1.87%	2.21%	2.44%
毛利率	49.84%	49.90%	49.99%	50.05%	50.13%	50.19%	50.27%	50.32%
毛利率增长	0.10%	0.16%	0.25%	0.30%	0.39%	0.44%	0.52%	0.57%
主流销量增长	3%	5%	8%	10%	13%	15%	18%	20%
主流销量占比	49.50%	49.98%	50.68%	51.14%	51.82%	52.25%	52.90%	53.31%
平均吨价	4801	4789	4773	4762	4747	4736	4721	4712
吨价增幅	-0.36%	-0.59%	-0.93%	-1.15%	-1.48%	-1.69%	-2.00%	-2.20%
毛利率	49.67%	49.62%	49.55%	49.51%	49.44%	49.39%	49.33%	49.28%
毛利率增长	-0.07%	-0.12%	-0.19%	-0.24%	-0.31%	-0.35%	-0.42%	-0.46%

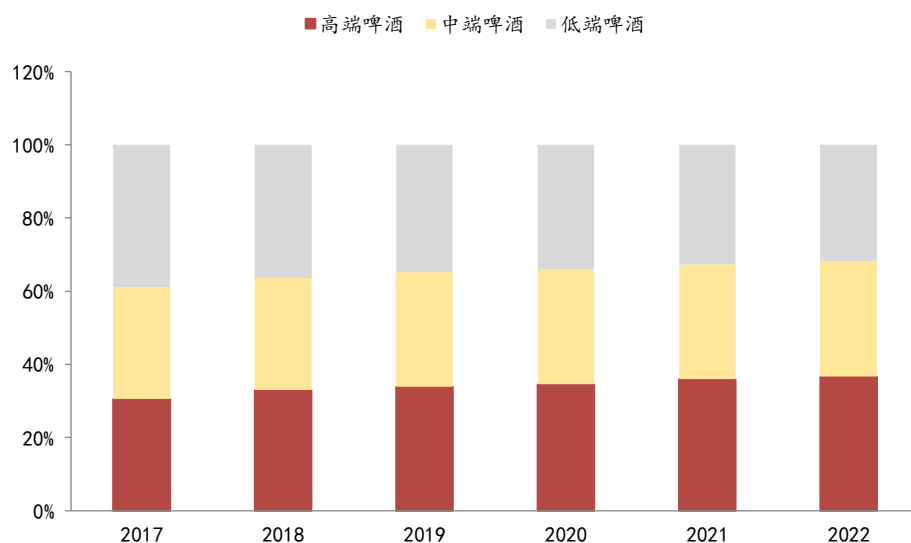
数据来源：公司年报，财通证券研究所

2 结构升级天花板在哪里？——啤酒行业结构升级尚未到达瓶颈

2.1 金字塔尖高端啤酒占比仍低，对标海外空间广阔

高端占比对标海外仍有较大空间。从结构看，2020 年中国高端啤酒市场份额仅占 35%，低端啤酒仍然占据较大份额，而同期美国高端啤酒市场份额高达 46%，中国中高端啤酒市场仍有较大增长空间。随着中国产品结构有望持续优化，未来预计中高端产品占比提升、产品结构将呈纺锤形，即中端啤酒是主要构成、两头小中间大。我们认为，未来高端产品占比持续提升的逻辑在于：1）消费升级浪潮下，高端啤酒因其在原料、制作工艺、口味丰富度等方面相较于经济型啤酒具有一定的提升，逐渐受到大众的青睐，市场份额持续提升；2）啤酒主力消费人群正发生变化，Z 世代逐渐成为高端啤酒行业未来的主流消费者。据酒花儿统计，精酿啤酒消费者中年龄在 35 以下的占比约 78%，呈现明显的年轻化特征；3）伴随外部扰动因素减弱，娱乐场所中的酒吧、KTV 以及高端餐饮等中高端啤酒消费场所恢复营业，即饮场景修复推动啤酒中高端产品的需求增加。

图25.中国各档次啤酒销售额占比



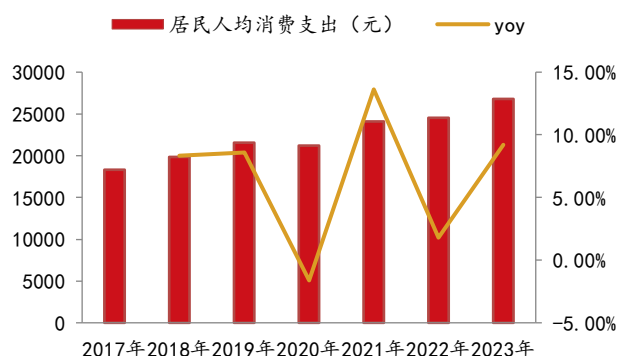
数据来源：欧睿，财通证券研究所

2.2 吨价增速趋缓下，关注次高升级、低端优化、高端定力

消费升级阶段性放缓下，我们认为啤酒高端化升级可以关注：1) 次高端 6-8 元价格带向 8-10 元的升级进度；2) 6 元以下低端产品的整合优化；3) 企业对高端品牌投入的定力。根据 2018-2023 年中国居民人均消费支出统计，我国居民消费能力在近几年有所回落。2020 年居民人均年消费水平较上年下滑，2022 年同比增速为 1.82%，明显低于 2020 年前的同比增速，消费升级步伐趋缓。但对于啤酒行业而言，容量广阔，价格带层次多元，高端消费阶段性放缓下，仍可关注次高端及低端的升级空间。

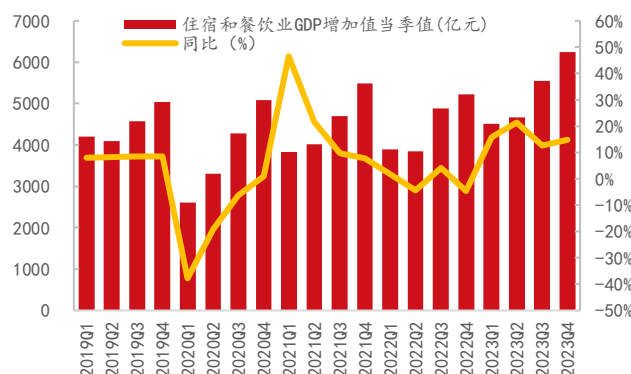
◇ **次高端升级，价格带容量大+品牌力加持确定性强。中档餐饮和娱乐在消费修复中贡献核心拉动力，验证中档消费强韧性逻辑，由此预测其对应的次高端消费带升级阻力小、确定性强。**2022 年下半年后外部扰动因素改善，餐饮业成为拉动经济消费增长的稳妥手段。2023 年住宿与餐饮业 GDP 增加值达 21024 亿元，同比+14.5%。其中，在高档餐饮门店承压之下，中档餐饮占餐饮渠道比例明显上升。该趋势反映了消费者关注性价比和需求刚性的消费趋势，未来市场有可能呈 K 性分化，验证中档消费的强韧性。中档餐饮场景的修复使得 6-8 元向 8-10 元价格带啤酒升级阻力较小。各啤酒龙头瞄准这一价格带升级趋势发力，如华润 super x、燕京 U8、重啤乐堡、重啤重庆国宾、青啤经典等。次高端产品销量占比不低，价格带容量较大，叠加该价格带多为同品牌内部升级，品牌力加持下升级较为顺畅，因此升级对各公司的增量贡献较大、确定性较强。

图26.居民人均消费支出（元）及同比（%）



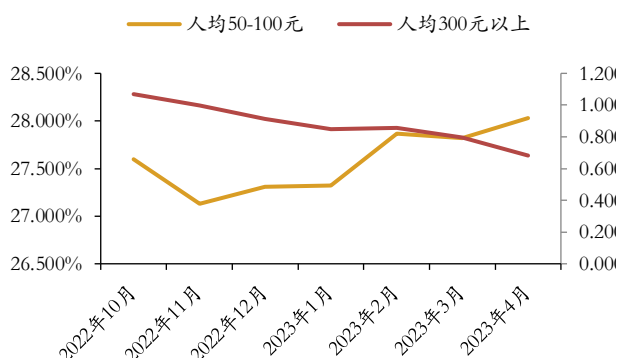
数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图27.住宿和餐饮业季度 GDP 增加值及同比增速



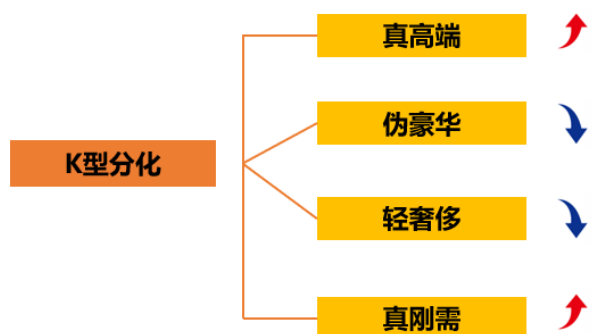
数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图28.近半年各档餐饮门店占比变化



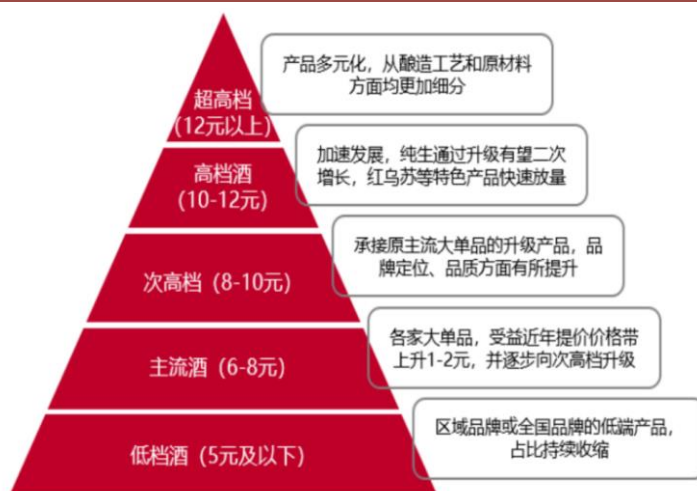
数据来源：红餐产业研究院，财通证券研究所

图29.K 型分化



数据来源：红餐产业研究院，财通证券研究所

图30.次高端升级确定性较强

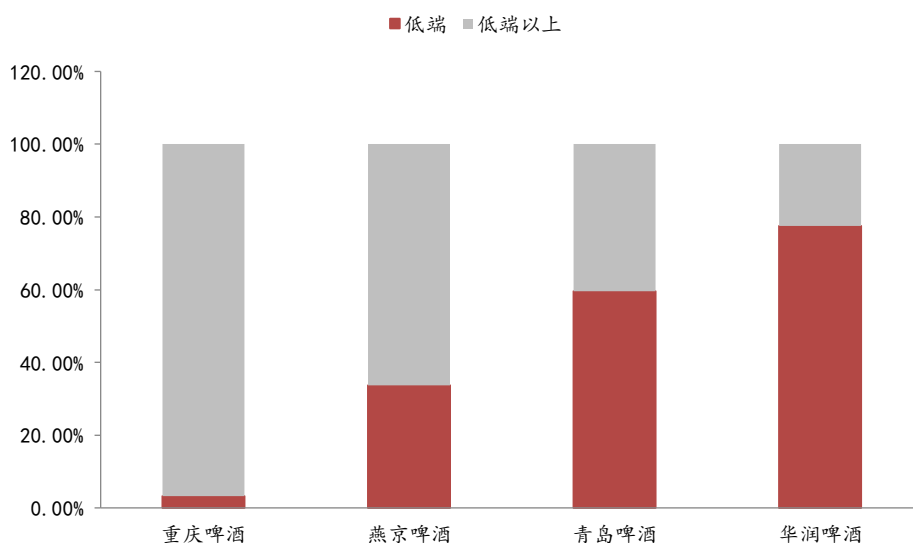


数据来源：久阳润泉，财通证券研究所

◇ 低端产品占比仍高，内部整合优化空间广阔。当前啤酒龙头低端产品的销

量占比仍较高（2023 年华润啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒低端产品占比分别为 78%/60%/34%/3%），经多年培育已形成稳固的市场地位。在垄断市场内进行内部结构优化，将低端产品整合至中高端产品，迎合消费趋势、市场阻力小，且在优势市场升级所需费用投放力度小，1 元的升级对公司而言几乎是纯利润增量。以青啤为例，青啤 6 元以下的低端产品，销量占比较高，培育多年已具有稳固的市场，在垄断市场内将低端产品整合至主品牌，从而有望形成层次明晰的主品牌产品矩阵、贡献利润来源。

图31.低端产品占比仍较高（2023 年）

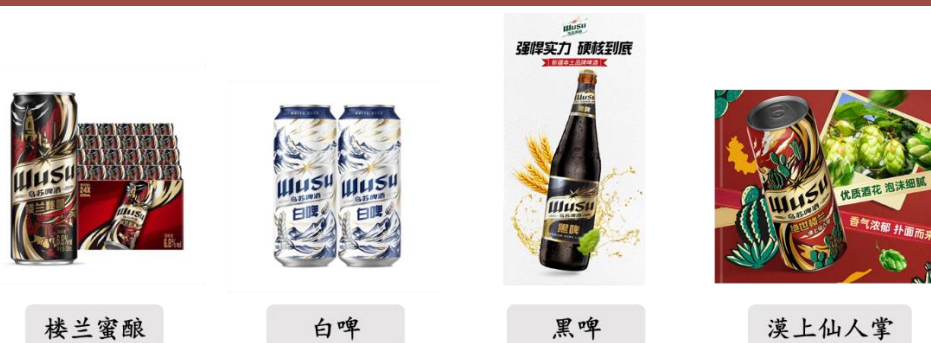


注：燕京啤酒低端产品占比以销售收入计，青岛啤酒、重庆啤酒、华润啤酒以销量计。

资料来源：各公司公告，财通证券研究所

- 企业对高端品牌投入定力强，着眼长远持续培育。在当下整体高端及超高端表现略显乏力的消费环境下，各公司仍在高端矩阵中持续发力培育，无论是产品研发推出，还是消费者培育及品牌营销，都体现了着眼长远的布局及定力。如重庆啤酒乌苏产品近两年疆外发展承压，但公司持续投入打磨基本功，一则调整渠道组织架构及费用投放重心，理顺渠道利润体系，二则持续推出白啤、黑啤等新品丰富产品矩阵，三则通过代言人、场景营销等深化打造产品调研。此外，青岛啤酒也在超高端领域推出水晶纯生、精品原浆新品，明确 1+1+1+2+N（经典+纯生+白啤+精品原浆、水晶纯生+超高端）的产品战略，强调了纯生、白啤、超高端产品等对于结构提升的重要地位。

图32.乌苏新品持续推出



资料来源：淘宝，财通证券研究所

3 是产品矩阵还是大单品？——未来更多是价格带和场景占位

啤酒消费价格区间分布零散，消费场景日益丰富，高端酒增长显著。啤酒行业的产品策略应该是产品矩阵的全覆盖还是大单品的核心打造？我们认为，未来啤酒行业升级转型应该以产品组合为方向，在不同的价格带培育不同的大单品、在不同的场景打造不同的大单品，覆盖不同消费者群体。

3.1 大单品策略是行业发展初期跑马圈地最有效的方法

90年代啤酒行业并购整合，区域协同品牌统一打造大单品。啤酒行业在90年代末出现大范围的产能闲置，行业利润水平持续下滑，啤酒行业进入同业并购整合时期。1996年市场份额仅为2%的青岛啤酒通过承债、破产或控股等多种形式，收购了47家啤酒生产企业，燕京、华润等进行大并购，引发了啤酒业的大整合。各公司在进行地方啤酒企业整合的同时，将地方产品进行品牌统一，在迅速抢占市场份额的同时，也加速了品牌认知的建立，品牌声量迅速打开。大单品的打造对于啤酒公司的重要意义在于，一则是消费者认知的品牌效应，二则是生产规模经济的成本效应，三则也有助于形成消费偏好的集中爆发。

目前各公司已打造数款百万吨级大单品，份额稳健，大单品效应明显。如华润啤酒雪花勇闯天涯，青岛啤酒经典、清爽，百威经典等，重庆啤酒乌苏、燕京啤酒U8，华润啤酒纯生、喜力，重庆啤酒乐堡、重庆，青岛啤酒纯生等，也在朝着百万吨目标前进。

图33.啤酒行业主要大单品体量

	产品	销量体量（万吨）
T1：百万吨以上	华润雪花勇闯	300-400
	百威经典	200+
	青岛经典	200+
	青岛清爽	100+
T2：百万吨以下 积极培育中	重啤乌苏	80+
	华润雪花纯生	80
	华润喜力	60
	重啤重庆	60+
	重啤乐堡	60+
	燕京U8	50+
	华润雪花超勇	40-60
	青岛纯生	40+

资料来源：酒业家，酒业内参，财通证券研究所

- ✧ **华润啤酒：勇闯天涯塑造品牌情感价值，打造全国化大单品。**1999 年，公司在行业大收购年代，公司推行“蘑菇战略”，即在某个省选择一个啤酒厂买下来，就像种下一个蘑菇一样，把这个蘑菇养大、养肥，然后在它相邻的 200—250 公里之外再并购另外一家啤酒厂，通过这种方式逐步建立全国化工厂布局。2005 年后，公司观察到消费偏好趋势的改变，为了迎合年轻人群体，公司设计了勇闯天涯品牌。当时，啤酒行业产品以特醇、醇、爽、清爽、淡爽以及纯生、原生、生一代等等。生、爽、纯/醇、麦，强调的更多为啤酒的物理属性。雪花作为追赶者，希望开辟一条情感属性之路，传递情感价值及个性。公司在瓶身上创新使用蓝色，并在营销上更多通过户外运动、极限探索等宣传，呈现其“勇闯天涯”品牌概念。勇闯天涯推出后大获成功。2005 年，雪花啤酒销量达到全国第一，2008 年达到全球第一，2013 年创下双千万千升（公司销量和雪花品牌销量）的销量纪录。此外，公司对其他大单品也有百万吨培育预期，公司预计雪花纯生会首先达到 100 万吨；希望喜力通过 2-3 年，成为第二个进入 100 万吨的高端品牌；勇闯天涯 superX 通过产品升级之后，成为第三个 100 万吨单品。

图34.雪花勇闯天涯赞助一系列户外探索活动



资料来源：网易，搜狐，赛数，财通证券研究所

- ✧ **青岛啤酒：收并购实现全国布局，1+N 战略品牌统一提高品牌认知力。**
1994 年，青岛啤酒收购扬州啤酒厂，次年收购汉斯啤酒，90 年代以来公司通过低成本扩张战略先后并购 46 家啤酒企业，公司也一举发展成为产业遍布全国的大型企业集团。在此基础上，2002 年公司提出“1+3”品牌战略规划，明确青啤主品牌和包括崂山、汉斯、山水第二品牌。由此，公司将类似价格带的产品进行品牌整合，青岛主品牌的突出地位确立，品牌声量快速进行全国铺开。同时伴随着消费力的向上迁移，公司的主流价格带产品也在由低端向清爽整合，清爽向经典升级，目前清爽和经典已成为百万吨级大单品，也将进一步向上发展，1903、白啤、纯生等单品持续培育中。

图35.青岛主品牌产品持续培育

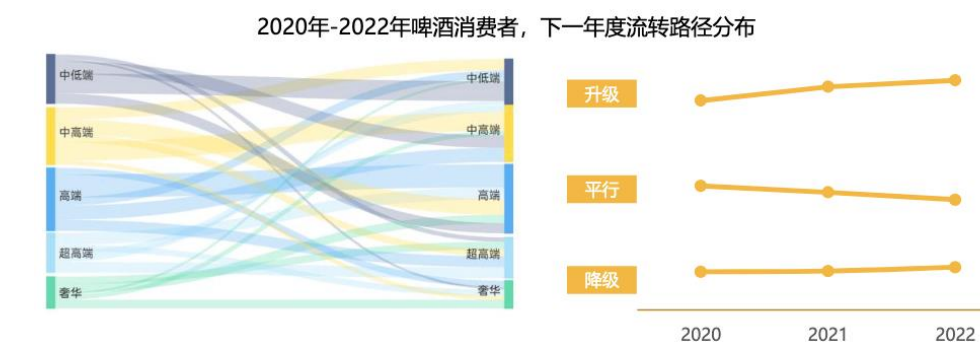


资料来源：公司官网，财通证券研究所

3.2 存量竞争下，矩阵型大单品或许是最优解

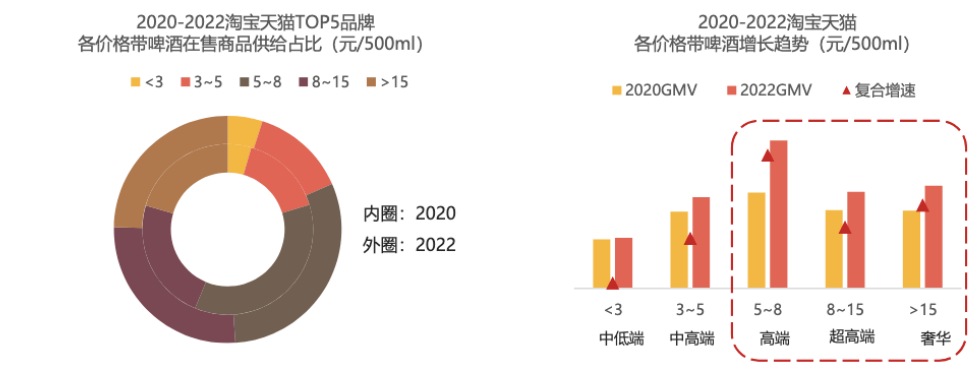
啤酒消费结构复杂，每个价格带都有受众。中国消费结构复杂，消费升级和消费降级同时存在。目前啤酒市场主要的消费体量仍集中于每 500ml 价格在 8 元以下的啤酒，满足消费者的日常饮酒需求。2023 年初，消费出现回暖势头，但反弹不及预期强劲，随后又出现了消费疲软、消费欲望低迷、消费降级等现象。低端啤酒凭借经济实惠的特点，仍将成为部分消费者的选择。同时，从近三年消费流转去向来看，存在消费升级的啤酒消费者人数比例显著提升，主要为中低端啤酒消费者升级为中高端和高端酒。从市场规模来看，各价格带啤酒市场均有所增长，但高端酒在售供给增长更为显著，其中每 500ml 价格在 5-8 元之间的高端产品线是目前市场规模最大、增速最为显著的产品线。因此未来啤酒行业结构升级，应针对不同消费能力的人群打造不同价位的产品，以占位价格带。

图36.啤酒消费者流转路径分布



数据来源：阿里消费洞察、财通证券研究所

图37.各价格带啤酒市场份额与增长速度

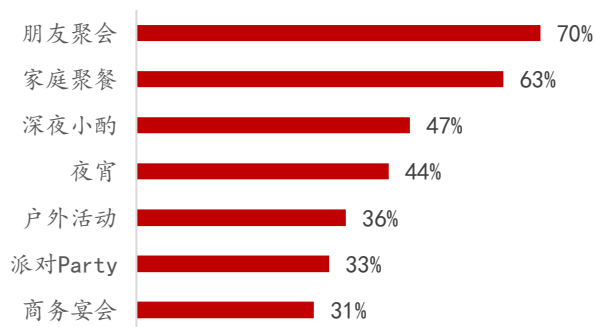


数据来源：阿里消费洞察、财通证券研究所

啤酒消费场景多元，“品酒”中的价值概念丰富了啤酒消费诉求。中国啤酒行业同质化程度高，且 2020 年前主要集中于以餐饮行业为主的即饮场景。随着疫情对餐饮、娱乐行业的冲击，即饮渠道受损严重。与此同时消费观念的升级，使得更多的消费场景纷纷涌现。近年来，随着社会经济快速发展和人们生活方式的日新月异，啤酒饮酒观念由过去“拼酒”向如今“品酒”消费转变，“微醺自由”、“深夜酒馆”日渐流行，越来越多的年轻人不再把买醉作为喝酒目的，抛开啤酒最

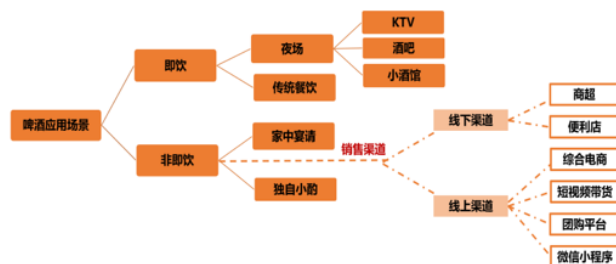
主要的佐餐属性，悦己、解压和社交也成为了人们喝酒的目的和初衷。场景的精准定位可以使得产品有更清晰的定位和受众，为企业提供了更高的平均售价及由此带来的盈利能力，为培育大单品创造了可能。

图38.啤酒主要饮用场景占比



数据来源：前瞻产业研究院、财通证券研究所

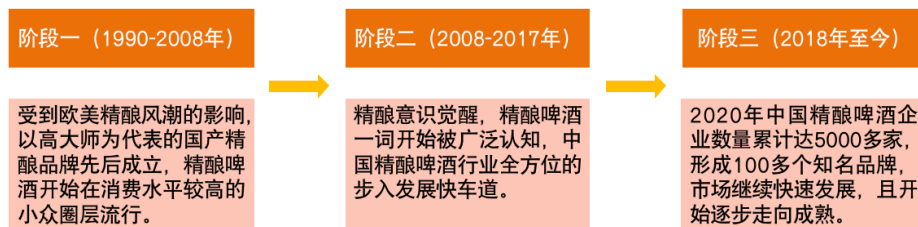
图39.啤酒应用场景分类



数据来源：艾瑞咨询、财通证券研究所

◇ **消费升级趋势下，精酿啤酒崛起，中国精酿啤酒目前处于发展早期，空间广、增速高。**随着 90 后、95 后逐步成为消费主力军，他们的饮酒消费观念更加理性、追求和多元新潮，产品丰富多元的精酿啤酒完美契合他们个性化的消费理念和消费升级需求。2022 年全球精酿啤酒市场规模约为 7280 亿元，未来 8 年将以 11.2% 的 CAGR 增长，预计在 2030 年全球精酿啤酒市场收入规模将超过 17000 亿元。中国精酿啤酒在啤酒高端化趋势下也呈现出迅速发展的态势。从市场规模看，《中国精酿啤酒行业现状深度调研与发展前景研究报告》显示 2011-2021 年中国精酿啤酒市场规模从约 33 亿元增长至约 428 亿元，实现了从几十亿元向几百亿元的跨越；2022 年数据显示新注册精酿啤酒相关企业超 1500 家，同比增长 22.0%；预计到 2025 年国内精酿啤酒市场销售规模将达到 875 亿元，精酿啤酒渗透率达到 11%。我们认为，中国精酿啤酒市场从横纵向对比看存在广阔的空间。

图40.中国精酿啤酒行业发展历程

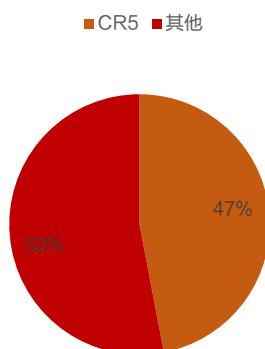


数据来源：观研天下、财通证券研究所

◇ **精酿啤酒尚处于洗牌阶段，各公司初试入局。**由于精酿啤酒属于中高端啤酒，其高价格、高毛利的特征推动传统啤酒龙头纷纷入场，并凭借传统渠

道占据优势，如青啤推出原浆啤酒、水晶纯生等精酿新品。但老牌企业的精酿产品偏向“工业化”，难以灵活满足消费者需求，且由于精酿品类在啤酒中的占比很小，无法滋养巨头，同时，由于精酿啤酒行业门槛低，众多中小型企业凭借创新优势入局精酿赛道，如啤酒装备一线厂商乐惠国际在全国范围打造自有独立啤酒品牌“鲜啤 30 公里”，目前发展势头强劲。目前精酿行业尚未形成领军品牌，还处于快速洗牌阶段，2021 年精酿啤酒行业 CR5 为 47%。

图41.2021 年中国精酿啤酒行业 CR5 占比



数据来源：新生代市场监测机构、财通证券研究所

表1.主要啤酒公司的精酿啤酒产品

公司	布局精酿啤酒举措
百威英博	主打鹅岛 IPA、312 小麦艾尔和 Honker 艾尔三款精酿啤酒
华润啤酒	借助于喜力联手拿下多个精酿品牌
青岛啤酒	推出 IPA 精酿啤酒、原浆啤酒等
燕京啤酒	推出燕京八景精酿啤酒
嘉士伯、重庆啤酒	2019 年嘉士伯宣布入股精酿啤酒企业京 A

数据来源：新眸公众号，财通证券研究所

矩阵型大单品或是啤酒企业寻找增量、抢占份额的最优解法。我们认为，在当下价格需求层次多元，饮酒人群、场景及价值诉求不一的消费趋势下，啤酒公司寻找新增量的最优解或是打造矩阵型大单品，即在不同的价格带培育不同的大单品、在不同的场景打造不同的大单品。以重庆啤酒为例，公司的核心能力之一即为结合产品特性、品牌调性与消费场景，进行精准定位和差异化营销。场景上，公司覆盖餐饮、夜场、居家等多元化消费场景；价格带上，公司覆盖低端、主流、高端、超高端等；群体上，针对男性客群和女性客群的消费偏好塑造不同产品调性和概念。

图42.重庆啤酒品牌产品布局



数据来源：重庆啤酒各品牌淘宝旗舰店，公司年报，财通证券研究所

3.3 各品牌打造产品矩阵，深耕场景营销、细分市场定位

啤酒市场呈现出消费结构复杂、消费场景多样的特点。年轻一代成为消费主体，对啤酒消费有更高的品质化、个性化需求。国内各大啤酒企业针对不同群体，特定消费场景，打造大单品；并通过逐渐丰富的产品系列形成产品矩阵，占位不同价格带和场景。如华润啤酒“喜力+SuperX+纯生”三大单品面向高端、主流、经济三个市场；重庆啤酒的“6+6”品牌矩阵构筑餐饮、旅游、音乐、休闲不同消费场景。

占位价格带：华润啤酒——瞄准三大价格带，聚焦“喜力+SuperX+纯生”建立高端品牌群，打造百万吨级三大单品。华润啤酒自2017年开启了“3+3+3”决战高端的全新战略，希望用9年时间在中国啤酒高端市场取得决定性胜利，聚焦喜力品牌、雪花纯生、超级勇闯三大单品，分别定位12-15、10-12、8-10元价格带。构建覆盖不同价格带的产品矩阵。

◇ **喜力，12-15元：百年啤酒品牌沉淀高端基因，增势强劲冲击百万吨。**2018年华润啤酒以约243.5亿港元的总现金对价向喜力集团配售相当于华润啤酒已发行股本40%的新华润啤酒股份，完成喜力集团中国区业务收购。喜力旗下拥有苏尔、喜力、红爵、虎牌等多个品牌，在高端啤酒生产及销售管理领域颇具经验。2023年，喜力实现近60%销量增长，增势强劲，将成为公司高端决战的重要支点，未来五年冲击120万吨目标。

◇ **雪花纯生，10-12元：雪花品牌基础扎实，品牌高端化的核心推力之一。**雪花品牌作为全国市占率份额最高的啤酒品牌，在中低端领域拥有扎实的用户

基础、品牌效应及渠道优势，雪花纯生承接雪花品牌价值进行高端升级，目前基础良好，也是公司冲击百万吨的重要单品。

- ✧ **勇闯天涯 SuperX, 8-10 元：定位“中部创新”矩阵，直击年轻消费市场。**勇闯天涯 SuperX 是华润雪花啤酒品牌重塑以来的首支核心产品，于 2018 年 3 月 18 日上市。SuperX 定义为“专为年轻人量身定制的啤酒”，在勇闯天涯的基础上进行产品、包装、品牌概念升级，是公司勇闯天涯价格升级的良好承接，也是次高端价格带的重要抓手。

表2. “3+3+3”战略规划

2017-2019	质量增长、转型升级、创新发展
2020-2022	决战高端、质量发展
2023-2025	高端制胜、卓越发展

数据来源：华润集团官网，财通证券研究所

占位场景：重庆啤酒——“6+6”品牌战略精准场景营销，打造多场景产品组合。重庆啤酒拥有“国际高端品牌+本地强势品牌”的强大品牌组合，结合产品特性、品牌调性与消费场景，进行精准定位和差异化营销。国际品牌有嘉士伯、乐堡、1664、格林堡、布鲁克林、夏日纷等，本地品牌有乌苏、重庆、山城、西夏、大理、风花雪月、天目湖、京A等。

精准定位，差异营销，彰显单品打造能力。重啤结合产品特性、品牌调性与消费场景，进行精准定位和差异化营销。目前，重啤品牌矩阵覆盖餐饮、夜场、居家等多元化消费场景，针对不同品牌进行不同调性及价值诉求打造，采用不同营销方式主推不同产品。突出的产品差异化打造能力，已成为重啤的核心竞争力。乌苏的硬核+新疆异域特色；1664 面向女性群体主打法式浪漫，瞄准娱乐渠道；夏日纷、风花雪月主打休闲、清新；大理和重庆发挥区域特色，突破区域餐饮品牌等；乐堡则是走说唱营销风格，赞助音乐节深入年轻群体。

图43.重庆啤酒“6+6”产品矩阵



资料来源：公司官网、财通证券研究所

图44.重庆啤酒品牌调性、营销策略情况

分类	品牌	品牌调性	消费场景	Slogan
国内品牌	重庆	川渝特色、重庆风格	聚会、火锅、重庆外事接待	够朋友，够懂你
	乌苏	硬核、异域风情	年轻人聚会、烧烤、娱乐	乌苏啤酒，碰出好兄弟
	风花雪月	诗意韵味、中国风	休闲场景、浪漫恋情	中式自在社交时刻
	西夏	豪爽醇厚、西北汉子	宁夏餐饮场所、男性消费群体	西北豪汉喝西夏
	大理	惬意、逍遥、慢生活	旅游、休闲、云南餐饮场所	开启惬意时刻
	京A	创意、精酿、中国风格	中式餐饮	好好酿酒，天天向上
国际品牌	凯旋1664	优雅、法式风情	酒吧、都市白领	尽享法式风情
	嘉士伯	现代、欧洲风格	酒吧、西餐、足球	可能是世界上最好的啤酒
	布鲁克林	美国精酿、维也纳风格	酒吧、餐饮、派对	捍卫精酿
	夏日纷	花香清新、夏日活力	居家、休闲	纯正果味，清爽自然
	乐堡	创新、时尚、丹麦风格	派对、聚会、音乐潮玩	放开玩，就现在
	格林堡	传承、比利时风格	酒吧、餐饮、商务	探享传奇之酿

数据来源：淘宝，京东，财通证券研究所

乌苏放量验证场景营销有效性，走出新疆走向全国。乌苏啤酒起源于 1986 年的新疆，蕴含着新疆文化独特的异域风情，在疆外市场，乌苏啤酒以餐饮渠道为切入点，借助新疆烧烤的全国知名度，紧跟新疆成为热门旅游目的地的趋势，实现场景绑定。同时，乌苏利用其“两高一大大”特性（酒精度高、麦芽度高、容量大）及“硬核”品牌调性，差异化竞争，品牌形象迅速切入人心。数据表现来看，乌苏的快速放量验证了其在产品个性打造和精准营销上的成功。2019 年，借助网络社交平台追捧、新疆烧烤餐饮发展等元素，乌苏迎来了全国走红的开始。在疆内，2020 年乌苏啤酒在新疆的市占率达 80%以上，成为新疆啤酒的代名词。在疆外，乌苏拓展势头强劲，2021 年疆外销量同比增速达 60%，已经快速成为近百万吨的大单品。

图45.乌苏啤酒“两高一大大”



数据来源：乌苏官方旗舰店，财通证券研究所

图46.乌苏啤酒“硬核”代言人吴京、张伟丽



数据来源：搜狐，糖酒快讯，财通证券研究所

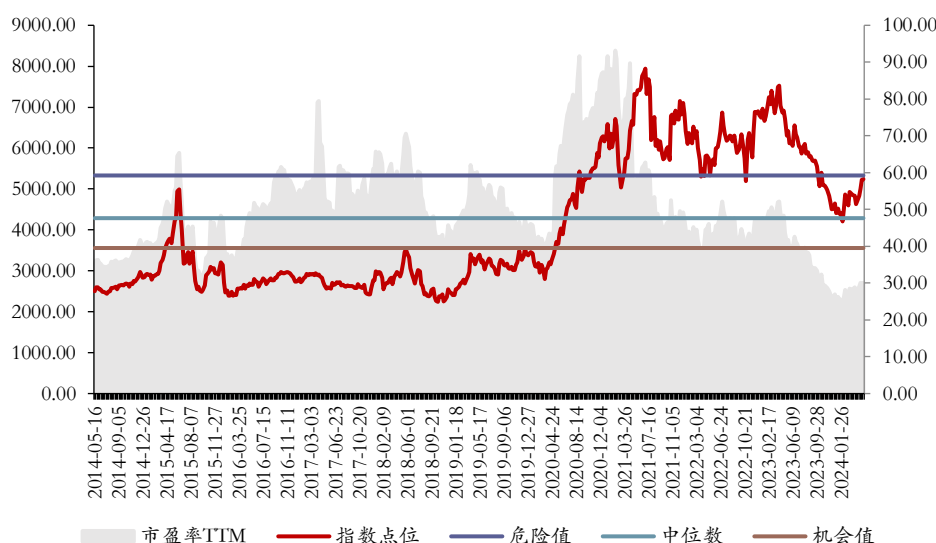
4 投资建议：升级趋势不改，中长期配置价值凸显

谨请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

25

行业指数下行，估值处于低位，配置价值凸显。2021 年以来，啤酒申万行业指数呈现较大波动。2023 年 4 月以来，行业指数整体下行，2024 年年初略有上升，目前为 5241.43；且啤酒行业市盈率整体持续走低，啤酒指数市盈率当前值为 30.02x，为 2019-2023 年过去五年 10.59%分位。啤酒行业处于低位主要由于疫情后消费力复苏较预期迟缓，即饮场景恢复较慢，ASP 提升的斜率降低。但**整体吨价提升的方向不变，行业量稳价增趋势不改。**目前啤酒板块整体估值已充分反应结构升级放缓的预期，板块配置价值逐步凸显。

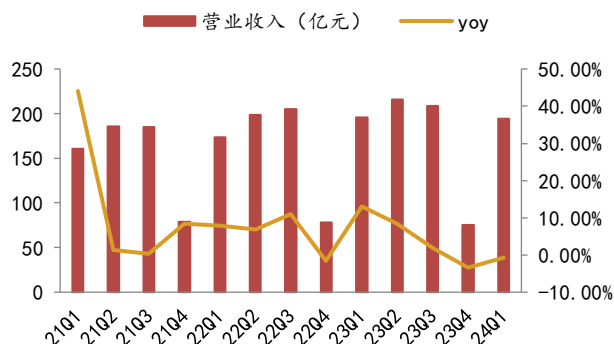
图47.啤酒行业指数与市盈率



数据来源： 、财通证券研究所（截至 2024.5.14）

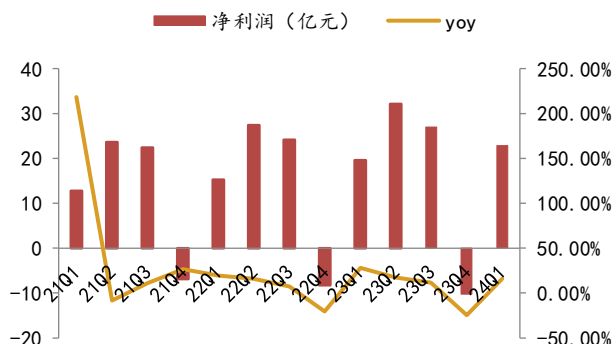
2024 年来看，收入端，啤酒行业 24Q2 逐步步出基数压力，旺季有望改善。24Q1 整体来看啤酒行业淡季销售表现偏弱，在去年高基数压力下，各家量增乏力，青岛啤酒销量有所下滑，珠江啤酒量增微增持平。24Q2 来看，伴随去年基数逐渐走低，增速压制压力有望缓解。24Q2 逐步步入旺季，高温有望催化销量表现改善向好。利润端，成本端主要原材料成本持续回落，盈利能力有望持续改善。受益澳麦关税政策放开，进口大麦成本改善显著，2024 年 3 月进口大麦价格 273 美元/吨，环比下降 1.4%，同比下降 26.9%，改善显著。包材方面，2024 年 4 月铝期货价格 20341 元/吨，同比上升 8.7%，但玻璃价格 1536 元/吨，同比下滑 15%，瓦楞纸价格 2723 元/吨，同比下滑 4.8%。原材料成本带来的毛利率改善在 24Q1 各啤酒公司报表端已得到体现，全年有望持续受益，拉动啤酒行业盈利能力上行，利润弹性释放。

图48.啤酒行业单季营收变动情况



数据来源：，财通证券研究所

图49.啤酒行业单季归母净利润变动情况



数据来源：，财通证券研究所

旺季催化，啤酒销量表现有望提振，结构升级持续推进，利润弹性有望持续释放。24Q1 在去年高基数压力下销量偏弱，板块股价表现整体下行，目前天气逐步升温，销量压制因素缓解，板块淡季估值消化至相对底部，旺季弹性有望显现。此外，成本下行带来的利润改善有望在收入提升带来的规模效应下更为显现，盈利能力改善有望加速，当前板块相对配置价值凸显，重点推荐青岛啤酒，关注燕京啤酒、重庆啤酒。

表3.重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (6.11)	EPS (元)			PE		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
600600	青岛啤酒	1,072.12	78.59	3.13	3.75	4.36	25.12	20.98	18.03
000729	燕京啤酒	279.32	9.91	0.23	0.32	0.40	43.32	31.35	24.74
600132	重庆啤酒	331.86	68.57	2.76	3.02	3.36	24.83	22.71	20.38

数据来源：，财通证券研究所

5 风险提示

食品安全：食品饮料行业食品安全问题存在一定风险，若有问题对公司经营及品牌影响较大。

原材料成本波动：啤酒行业原材料成本影响大，原材料持续涨价或将对毛利率端造成压力。另外，高端化将带来市场费用投放持续增长。

高端化竞争加剧：部分全国性大型啤酒企业和新兴小众啤酒品牌可能进一步加大在公司市场区域的渗透和扩张，中高端啤酒消费市场竞争将更加激烈。

信息披露**● 分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。

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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。