



食品饮料行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 联系人：李本媛

liuchengqian@gjzq.com.cn

libenyuan@gjzq.com.cn

啤酒：如何看待区域格局之变、高端化进度？

投资逻辑

啤酒行业从 17 年底开启集体提价，竞争格局趋缓；19 年高端化序幕拉开，也带来了新变化。本篇系列报告将重点回顾这几年以来，啤酒发生的区域格局变动、高端化进度和渠道场景变化，并展望未来趋势。

区域格局之变：过去啤酒因单价低、运输半径受限而区域割据，高端化带来新变化，1) 高端啤酒附加价值高、利润厚，可拉长销售半径；2) 高端渗透率低、尚处于成长期，抢夺高端份额是提升市占率的关键。我们将市场分为 3 类：

1) 绝对垄断市场（龙一份额>60%）近几年大多份额稳定，龙一引领当地主流价格带升级，并继续在高端占据领先份额。个别龙头丢份额，如：青啤山东/燕京北京/百威福建，系：**①错失升级机遇；②成熟期后渠道利润率降低，但竞品大力度费投；③管理问题。**青啤、燕京积极变革（如：管理层变更、薪酬调整、区域费投加大、重点发展高端新品），开展基地保卫战。2) 半强势市场（龙一份额 40-60%）中双寡头市场两强相争，龙三或得利（叠加升级机遇），格局变为三足鼎立，如青啤在吉林和黑龙江；而单一强势市场龙一能延续优势、引领升级。3) 多品牌分散市场（龙一份额<35-40%）百家争鸣，也是各家高端 α 大单品必争之地，如：广东/浙江/湖南的喜力、乌苏、U8 快速增长。

高端化行至何处？1) 回顾历史：8-10 元、12-15 元增速最快（低基数+避开成熟大单品）。据我们测算，21 年 8 元以上占比+6pct 至 33%，10 元以上占比+3pct 至 15%；22 年疫情下高端化放缓，占比变动不大。22 年 8 元以上百威、青啤份额 25-30%，龙三华润（近 20%）；10 元以上龙一百威（份额 45-50%）、龙二华润（24%）。2) **未来 3 年：预计 8 元以上复合+14%，12-15 元增速最快，10-12 元、8-10 元小双位数增长。**预计 25 年 8 元以上占比提至 50%+（年均+5pct 多），10 元以上提至接近 25%（年均+3pct）。预计 25 年 8 元以上 3 家份额差距不大，10 元以上百威龙一（40%）、华润龙二（30%）。预计到 25 年行业吨价 4600-4700（复合+5.3%）；叠加包材、大麦成本优化毛利率+7pct（年均+2-2.5pct），对应净利率 17-18%（对标百威中国 15-20%，青啤山东、重啤重庆基地市场可做到 25%+）。

高端 β、α 大单品分别有何特征？1) 相对成熟的 β 单品（40-60 万吨或 150-200 万吨）由于推出时间长（普遍 10 年以上）、基本盘稳固、渠道利润优势不突出，增长更依赖于行业升级的 β 性机会（重点是基地市场），增速一致性强，如：纯生、青岛经典、百威经典。**决定 β 单品天花板的有：①占据多少基地市场；②基地市场消费水平、意愿。**以青岛经典为例，增长动力为沿黄提升占比（陕西、河北不足 20%，对标山东 27%+）+非基地市场破局（吉林、黑龙江经典占 30%以上）。2) 19 年后涌现出大量 8 元以上新品，他们通常在价格、口味上有差异化（例如：乌苏大容量易醉、全麦白啤高性价比、U8 小度数大滋味、喜力醇厚泡沫足），渠道利润高，资源投放重点倾斜。他们往往能在 2-3 年内实现翻倍以上增长（从 10-20 万吨迈向 40-50 万吨），而后出现分水岭。部分单品由于渠道、品质、价格定位问题增长失速，哪怕疫后也难重回高增；另一些则经受疫情考验（疫情年份仍+30%以上），并在疫后增速更快。3) 我们认为，**未来高端格局的看点是有 α、能力全面的高端大单品，单靠产品力或者渠道力驱动都较难迈过 40-50 万吨的门槛；百万吨级别单品需要产品、渠道管理、品牌均全面发展，各家都在加快补齐短板、复制样板市场。**

新兴渠道带来的变化？我国非现饮占比 50%不到（低于平均 15-20pct），差异源自更社交化、场景化的饮酒习惯。1) 小酒馆替代部分夜场需求，各家夜场占比低（大部分仅 5-10%、百威整体 20%多）、影响有限；且喜力、1664 也在主动与小酒馆合作获取更多年轻人。2) 社区团购、零食特渠：渗透率天然低，替换的是一部分 KA、便利店、杂货店需求，现饮底盘稳定。建议关注新渠道产生的价盘冲击，但酒企大多渠道管理成熟，并积极与平台签署协议共同监督。

投资建议与估值

我们看好啤酒产业升级提效的中长期趋势，看点在成长期、能力全面的高端大单品，推荐升级空间广+喜力有预期差的华润啤酒，品牌底子好+升级稳健的青岛啤酒；建议关注重庆啤酒、燕京啤酒的改革机会。

风险提示

区域市场竞争加剧；原材料成本上涨过快风险；宏观经济下行风险。



内容目录

引言.....	4
一、区域之变：高端化是搅动格局的核心变量.....	4
1.1 绝对垄断市场：龙一大多引领升级，份额丢失系升级掉队、渠道价值链差.....	4
1.2 半强势市场：双寡头相争带来机遇，单一强势市场龙头份额稳定.....	6
1.3 多品牌分散市场：高端新品必争之地.....	7
二、高端化进度：未来看点在有 α 、能力全面的新品.....	8
2.1 高端各个价格带增速测算？.....	8
2.2 高端 β 、 α 单品具备什么特征？未来增长动力来源？.....	12
2.3 25 年及中长期高端化空间、利润弹性测算？.....	15
三、渠道之变：现饮为王，新渠道渗透有限.....	16
3.1 啤酒渠道的变迁：整体仍以现饮为主.....	16
3.2 新渠道（小酒馆/社区团购/零食特渠）影响几何？.....	17
风险提示.....	17

图表目录

图表 1： 2021 年各省份啤酒产量.....	4
图表 2： 2021 年啤酒各省份产量占比.....	4
图表 3： 华润啤酒总量、高端市场份额.....	5
图表 4： 各省高端化程度、华润总量市场份额.....	5
图表 5： 山东市场格局前后变动.....	6
图表 6： 北京市场格局前后变动.....	6
图表 7： 福建市场格局前后变动.....	6
图表 8： 河北市场竞争格局.....	6
图表 9： 吉林市场格局前后变动.....	7
图表 10： 黑龙江市场格局前后变动.....	7
图表 11： 广东市场竞争格局.....	8
图表 12： 浙江市场格局前后变动.....	8
图表 13： 燕京衡阳子公司 22 年快速成长.....	8
图表 14： 河南市场竞争格局.....	8
图表 15： 根据前 5 大龙头测算的行业销量结构占比.....	9
图表 16： 根据前 5 大龙头测算的分价格带销量增速.....	9



图表 17: 根据百威中国统计的国内各价格带变化	9
图表 18: 根据前 5 大龙头测算的各价格带销量增速	9
图表 19: 根据前 5 大龙头各价格带销量占比	9
图表 20: 根据前 5 大龙头总量测算的份额	9
图表 21: 8 元及以上价格带市占率	10
图表 22: 10 元及以上价格带市占率	10
图表 23: 8-10 元主力大单品 (吨价约 4500-5000)	11
图表 24: 10-12 元主力大单品 (吨价约 5000-6500)	11
图表 25: 12-15 元主力大单品 (吨价约 6500-10000)	11
图表 26: 15 元以上超高端主力大单品 (吨价 1 万以上)	11
图表 27: 啤酒 8 元以上 β 单品销量对比 (万吨)	12
图表 28: 啤酒 8 元以上 β 单品增速对比	12
图表 29: 青岛各地市占率 vs 经典占比 (2021)	12
图表 30: 青啤各地总销量占比 vs 经典销量占比 (2021)	12
图表 31: 各地啤酒高端化程度参差不齐	13
图表 32: 各省啤酒产量排名 (2021) vs 人均 GDP 排名 (2022)	13
图表 33: 福建区域百威销量结构	13
图表 34: 浙江区域百威销量结构	13
图表 35: 啤酒高端新品销量对比 (万吨)	14
图表 36: 啤酒高端新品增速对比	14
图表 37: 华润各地市占率 vs 喜力占比 (2022)	14
图表 38: 华润各地总销量占比 vs 喜力销量占比 (2022)	14
图表 39: 燕京各地市占率 vs U8 占比 (2022)	14
图表 40: 燕京各地总销量占比 vs U8 销量占比 (2022)	14
图表 41: 22 年中国各家啤酒产品结构对比	16
图表 42: 百威各档次利润倍数	16
图表 43: 未来吨价及净利率水平测算	16
图表 44: 重庆啤酒渠道结构变迁 (销量占比)	16
图表 45: 青岛啤酒渠道结构变迁 (销量占比)	16
图表 46: 百威品牌中国渠道结构变迁 (收入占比)	17
图表 47: 科罗娜&福佳白中国渠道结构变迁 (收入占比)	17
图表 48: 各国啤酒非现饮销量占比 (%)	17
图表 49: 啤酒线上渠道发展进度	17



引言

啤酒行业从17年底开启集体提价，竞争格局趋缓；19年高端化起步，4年时光流过，高端化行程过半。站在当下，我们的系列报告将系统复盘啤酒这几年发生的区域格局之变、高端化进度、场景之变、品类之变、成本之变，并展望未来发展趋势。

本篇报告是系列一，聚焦探讨了：1) 过去几年有些区域格局松动，背后原因是什么？未来区域格局变化趋势？2) 有潜力跑出来的大单品已逐渐清晰，他们具备什么共性？未来高端化的核心竞争要素将发生何种改变？不同价格带过去及未来增速测算？3) 新渠道涌现（小酒馆、社团、零食特渠），啤酒疫情前后渠道结构对比？

后续系列报告将分析：1) 白啤、精酿等高端品类对比传统工业啤酒在工艺、商业模式上的差异？竞争格局及未来空间？2) 梳理啤酒龙头近几年的跨界尝试，复盘海外成功经验。3) 梳理近几年成本变化，行业净利率天花板在哪里？

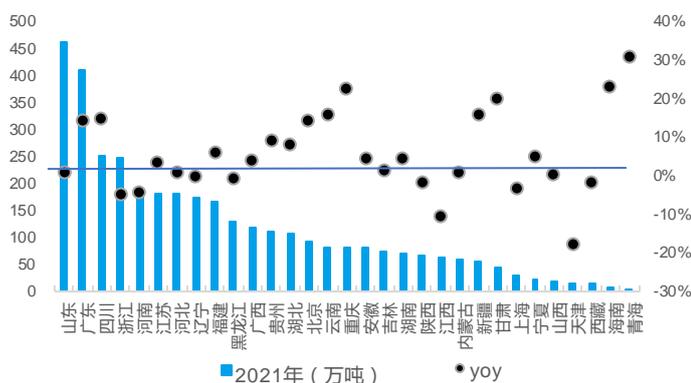
一、区域之变：高端化是搅动格局的核心变量

过去啤酒由于单瓶价值低、运输半径受限，呈现出区域割据的态势。基地市场通常具备更高产能利用率、更低运输成本、更多终端网点，品牌也深入人心。高端化为啤酒竞争格局带来新变化，体现在：1) 高端啤酒附加价值高、利润厚，使得销售半径拉长成为可能；2) 高端啤酒渗透率低、发展尚处于成长期，抢夺高端份额是提升整体市占率的关键。

我们将全国分为3类市场：1) 绝对垄断（龙一份额大于60%）；2) 半强势市场（龙一份额40-60%，又可细分为双寡头、单一强势市场）；3) 多品牌分散市场（龙一份额小于35-40%）。近年来，大部分市场份额维持稳定，但仍有部分地区格局存在变动，后文我们做出了梳理。

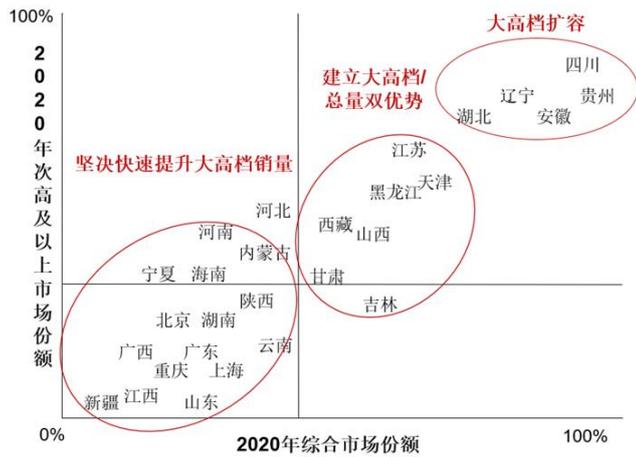
图表1：2021年各省份啤酒产量

图表2：2021年啤酒各省份产量占比

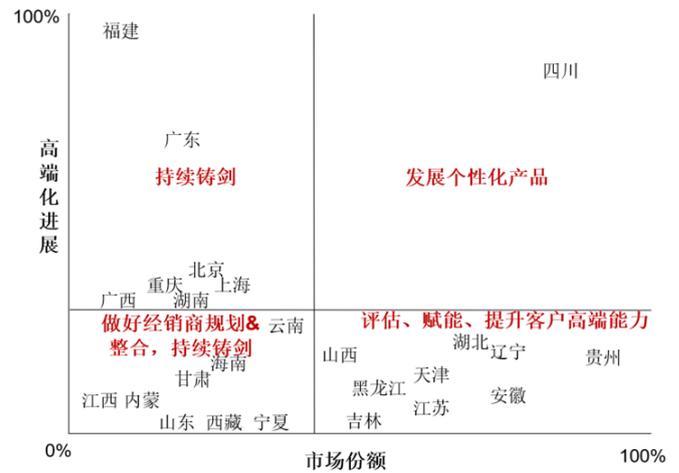




图表3: 华润啤酒总量、高端市场份额



图表4: 各省高端化程度、华润总量市场份额



来源: 华润啤酒渠道伙伴大会, 国金证券研究所

来源: 华润啤酒渠道伙伴大会, 国金证券研究所

个别龙头份额丢失, 如: 青啤在山东、燕京在北京、百威在福建, 归结原因有: 1) 错失升级机遇; 2) 成熟期后渠道利润率降低, 但竞品大力度费用投放; 3) 管理问题。青啤、燕京通过改革启动基地市场保卫战, 措施包括: (区域) 管理层变更、员工薪酬调整提升积极性、区域费投加大、重点发展高端大单品; 百威在福建尚处于调整期。

1、山东市场

趋势: 华润短期抢占青啤份额 (10 多 pct), 青啤正在夺回。

格局: 17 年山东市场青岛市占率不到 80%, 雪花约 10%; 21 年青啤市占率为 70% (接近 200 万吨), 雪花为 20%+ (65 万吨)。

主要原因: 1) 华润投入费用, 用中低端去抢占鲁西南市场, 再逐步向上导入马尔斯绿等高利润率产品。青啤 21 年三四季度开始在鲁西南加大对普低档的费投, 并用差异化的产品替换低价产品, 逐步从雪花手里抢回份额。2) 山东市场面临人员流失问题, 产品利润率偏低; 20 年新老总上任, 重新调整薪酬机制 (拉开差距), 人员积极性提升, 价格体系也在梳理 (20 年 5 月对山东经典提价、21 年 8 月对山东纯生提终端价)。

对抗单品: 开始是华润塑包的清爽、勇闯和部分易拉罐, 抢占青啤 6 元及以下的普低档产品; 现在青啤投费用逐步抢回来, 并且积极导入精品崂山、经典等。

2、北京市场

趋势: 燕京先丢份额 (丢 30pct 给雪花、百威); 19 年后开始拿回份额 (10pct)。

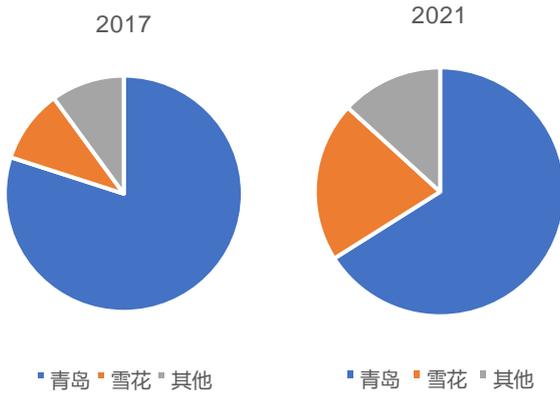
格局: 13-14 年燕京是龙一 (份额在 70-80%), 青岛是龙二; 19 年燕京份额降低到 45%, 主要被雪花、百威抢夺, 青岛也逐步退出餐饮渠道; 20 年后启动保卫战, 燕京份额重新回升至 55% (48 万吨), 雪花份额 15-20%, 百威 10-15% (11 万吨), 青岛 5-10%, 重啤 1% (1.2 万吨)。

主要原因: 北京人口大量外流, 燕京也错失行业升级红利, 低端清爽缩量, 19 年才推出 U8, 20 年开始启动北京保卫战, 份额实现提升。

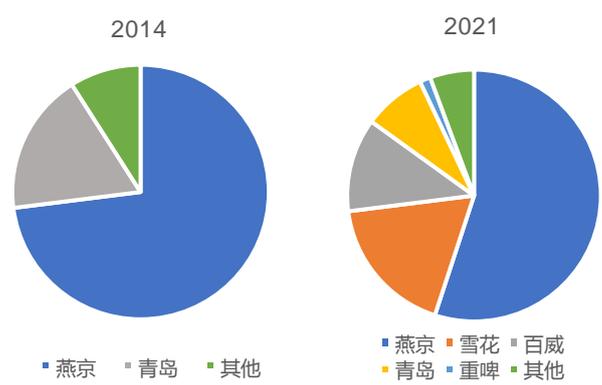
对抗单品: 开始是勇闯、青岛经典对抗清爽、鲜啤; 19 年后是 U8 对抗勇闯。



图表5: 山东市场格局前后变动



图表6: 北京市场格局前后变动



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

3、福建市场

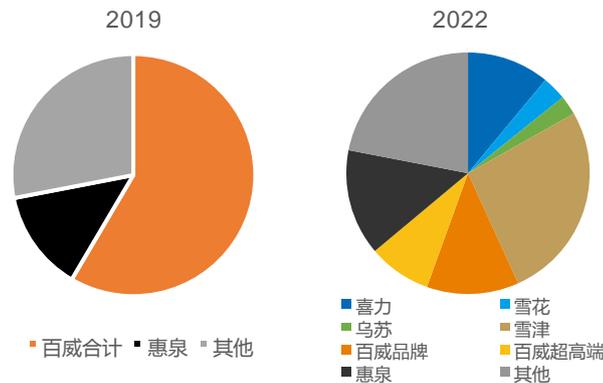
趋势: 目前百威份额正被喜力抢占, 百威销量从 19 年的 90 万吨下降到 22 年的 70 万吨, 10pct 份额被喜力、乌苏等抢占。

格局: 19 年福建市场百威市占率接近 60%, 惠泉约 14%, 雪花为小个位数, 其余是青岛、嘉士伯。22 年百威整体市占率为 50%、雪花+喜力为 14% (喜力约 11%), 惠泉为 15%, 乌苏约 4 万吨。假设今年喜力保持 60% 增速, 预计福建喜力市占率将达到 17%。

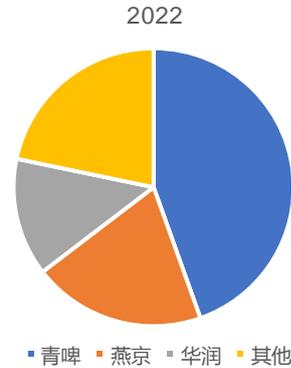
主要原因: 1) 福建百威管理层发生变动 (22 年初老雪津领导退休), 华润大量投放费用抢占经销商, 并配套很多渠道资源。2) 百威红罐产品老化, 科罗娜增长乏力 (压货、费用兑付慢, 价值链不如喜力), 科罗娜价值链不如喜力。科罗娜单箱底价 110-120, 喜力单箱底价 95-100 元, 科罗娜售价 8 元 (275ml), 喜力售价 10 元。

对抗单品: 喜力从 19 年的个位数万吨上升至 22 年的 17-18 万吨, 23H1 销量增速在 60%+。而百威科罗娜从 19 年的 8 万吨 (占全国的一半) 下降至 22 年的 4 万多吨, 百威经典、雪津也有缩量。

图表7: 福建市场格局前后变动



图表8: 河北市场竞争格局



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

1.2 半强势市场: 双寡头相争带来机遇, 单一强势市场龙头份额稳定

半强势市场 (龙一的份额 40-60%), 其中又可以分为:

1) 双寡头市场 (龙一、龙二差距小, 龙三份额低) 由于双寡头相争, 可能会让龙三得利 (叠加新价格带的机遇), 最终格局演变为三足鼎立, 例如青啤近年来在吉林、黑龙江份额提升明显。

2) 单一强势市场 (龙一、龙二份额有一定差距), 龙一领先优势延续、引领主流价格带升级, 份额保持稳定。例如: 青啤在山西 (份额 40% 多)、在河北 (青啤 22 年石家庄以南份额达 55-60%、河北整体 45%+, 龙二燕京 20% 左右, 龙三华润约 14%); 华润在湖北、江苏 (份额 45-55%)。

1、吉林市场



趋势：雪花、哈啤份额丢失，主要被青啤抢夺 20-30pct（将近 30 万吨）。

格局：22 年吉林三分天下，青啤份额接近 40%（33-34 万吨），雪花 30%多；16-17 年吉林双强称霸，雪花、百威合计市占率超 80%，青啤份额仅 10%。

主要原因：1) 百威和雪花鹬蚌相争，锁店更多只禁止对方品牌，青啤渔翁得利；2) 青啤用经典顺应升级趋势，布局多年后成功培育 8 元价格带；3) 青啤以经销商的名义雇佣人员，执行力变强，奖罚分明。

对抗单品：青岛经典对抗雪花勇闯、清爽、哈啤等，21 年经典有 8-9 万吨。东北口号今年从“三分天下有青啤”改为“半壁江山有青啤”，经典往下导入崂山、往上导入白啤、皮尔森等。

2、黑龙江市场

趋势：哈啤份额丢失，主要被青啤抢夺 20pct（20 多万吨）。

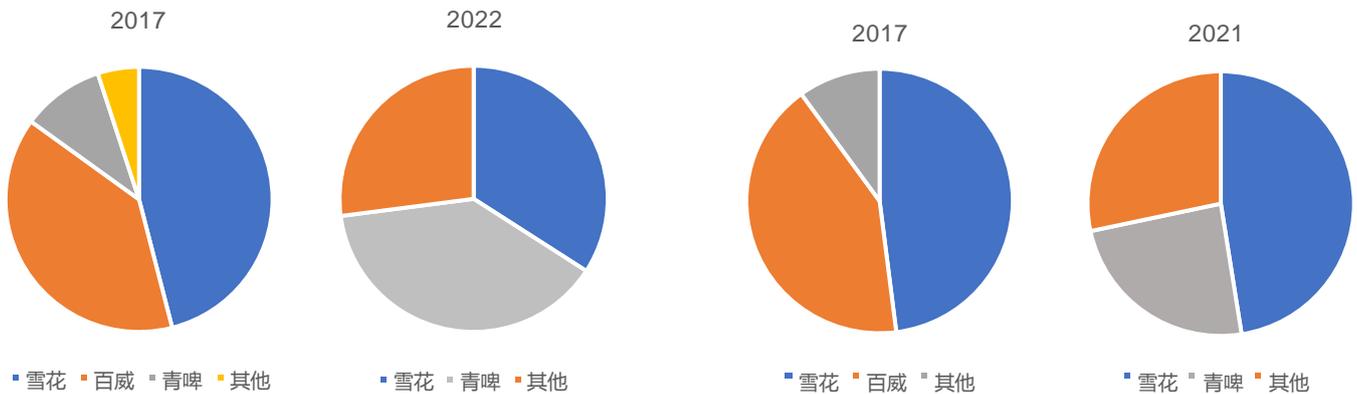
格局：21 年青啤市占率约 25%（将近 30 万吨）、经典有 19 万吨；雪花份额 45-50%（57 万吨）。16 年青啤市占率仅小个数，雪花、百威双寡头竞争。青啤主要抢占哈啤份额，雪花份额相对稳定。

主要原因、对抗单品：与吉林市场类似。

辽宁市场：21 年青啤市占率不到 20%（32-33 万吨），雪花份额不到 70%（不到 120 万吨），份额相对稳定，波动来自地产啤酒龙山泉。

图表9：吉林市场格局前后变动

图表10：黑龙江市场格局前后变动



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

1.3 多品牌分散市场：高端新品必争之地

多品牌分散市场（龙一份额低于 35-40%）由于缺乏强势龙头，常呈现百家争鸣的局面，也是各家高端大单品的必争之地，例如：广东、浙江、湖南。

1、广东市场

趋势：龙头份额相对稳定，22 年华润份额有一定丢失（乌苏、U8 份额提升），23 年在恢复。

格局：22 年珠江、百威的份额为 30-35%（相对接近），华润、青啤分别为 10%上下，U8 约 1%（个位数万吨），乌苏 21 年 8 万吨。22 年华润下降 16 万吨、百威下降接近 10 万吨，珠江、重啤、U8 份额有提升。

主要原因：1) 22 年华润更换广东管理层，面临队伍内斗；2) 广东是大商制，华润想转一些二批商为一批（实施一批控店模式），短期受到部分原有一批商的抵制；3) 收缩了一些费用，主动梳理价格体系，主要是金威、勇闯在掉量。23 年价格体系逐步恢复（同一产品吨酒收益在上涨），中低端继续收缩，集中力量做喜力，并挖掘开发百威的经销商。粤东从 5 月触底，6-7 月已实现反弹，H2 有望成为明星市场。

2、浙江市场

趋势：喜力破局，华润正在抢夺百威和其他产品份额。

格局：过去华润、百威的份额较接近（30%左右）；21 年浙江华润销量 111 万吨（份额约 40-45%）、百威仅 70 万吨（份



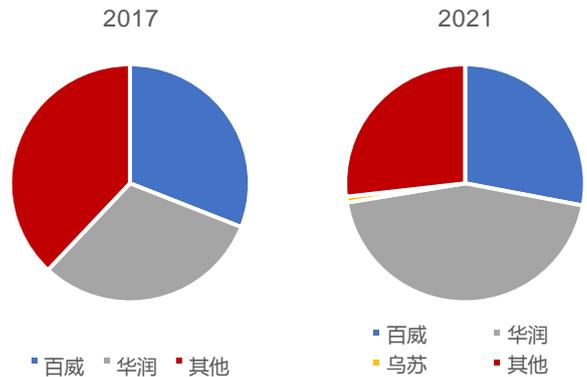
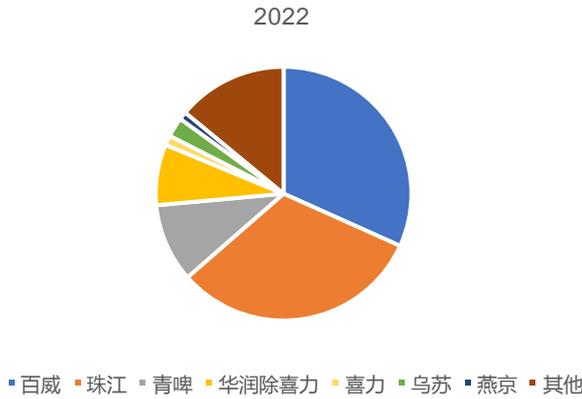
额 25-30%)。22 年喜力在浙江约 5 万吨 (份额约 2%)，23H1 增速依旧保持在高两位数，喜力与雪花产品呈现组合进店

的趋势。
主要原因：1) 华润啤酒新上任的分管啤酒业务的赵春武总曾在福建、浙江任职，对浙江重视程度很高；2) 针对喜力投放费用较多，员工执行力强；3) 雪花本身在浙江有一定基础 (不同于福建)，喜力与雪花可形成产品组合进餐饮店；4) 浙南和福建相邻，消费习惯具备相似性，福建本身有一定喜力消费基础。

对抗：百威 22 年 5-6 月更换华东 BU 领导 (新领导来自北区)，雪花华东区的总部也设在杭州，两者重视程度都在提升。未来华润主要靠喜力破局，百威主要靠金尊 (温州全国做的最好，22 年浙江金尊销量约 3 万吨)。

图表11: 广东市场竞争格局

图表12: 浙江市场格局前后变动



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

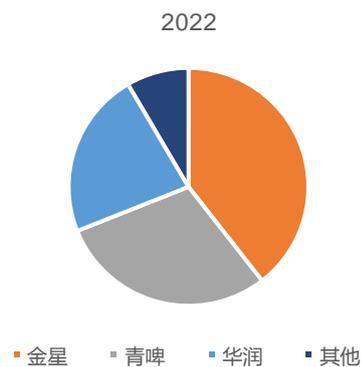
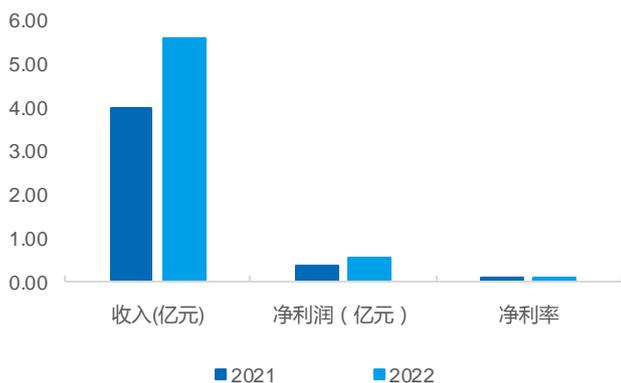
3、湖南市场

趋势：近年来燕京份额在提升，22 年预计提升中大个位数。

格局：22 年燕京衡阳子公司销售收入 5.56 亿元 (按吨价 3k 估算，体量在 15-20 万吨)，占据份额约 25-30%；重啤在湖南份额稳定在 10%左右。燕京衡阳子公司 22 年营业收入同比+40%、净利润同比+52%，净利率 9-10%；预计系改革红利释放，U8 放量带动量价齐升。21 年 U8 生产基地从 2 个拓展到 5 个 (新增中包括湖南衡阳)，U8 从 1-2 万吨实现翻倍增长；23 年将加大费用投放，开展 U8 小篷车、大篷车、超大篷车、Koi 以及品鉴会等活动，营造好消费氛围。

图表13: 燕京衡阳子公司 22 年快速成长

图表14: 河南市场竞争格局



来源：燕京啤酒公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

二、高端化进度：未来看点在有α、能力全面的新品

2.1 高端各个价格带增速测算？

1、各价格带历史增速

当前主流价格带已从 4-6 元上升至 6-8 元，6-8 元拥有 200-300 万吨级别的大单品，8-10 元是下一步升级的重点。

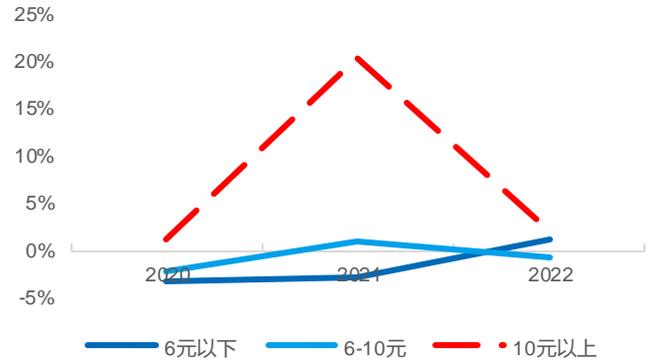
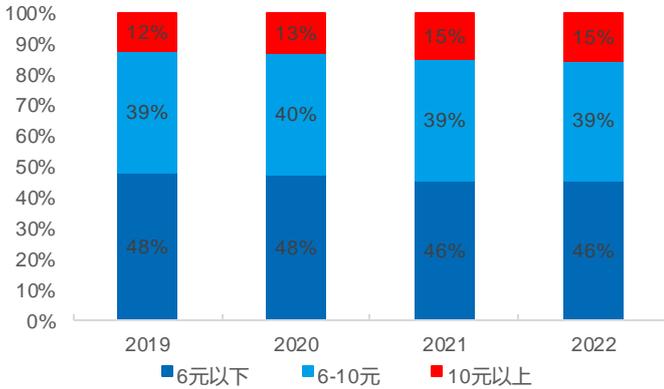
1) 根据百威中国统计的数据，行业 10 元以上销量占比从 2010 年的 8%提升至 2021 年的 15%，复合增速在 4%；6-10 元价格带复合增速在 4%。



2) 我们根据 5 大龙头分价格带的结构测算, 10 元以上销量占比从 2019 年的 12% 提升至 2022 年的 15%, 复合增速约 7% (其中 2021 年增速接近 20%); 6-10 元价格带 3 年复合下滑不足 1%。

图表15: 根据前5大龙头测算的行业销量结构占比

图表16: 根据前5大龙头测算的分价格带销量增速



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

2、8 元以上价格带细分增速测算

1) 历史来看:

增速: 8-10 元、12-15 元价格带增速最快, 因为这 2 个价格带基数偏低, 避免直面大单品 (10-12 元主要是各家的纯生+百威经典, 均已深耕多年), 8-10 元也最直接承接 6-8 元往上升级。

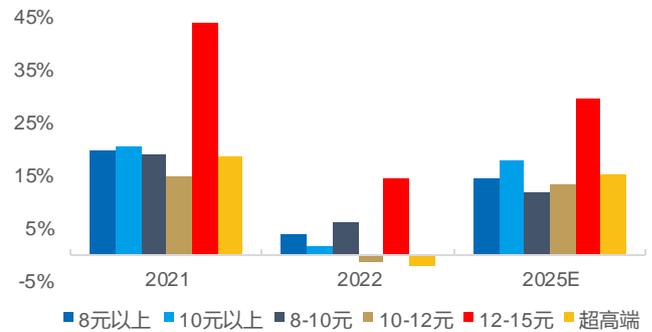
占比: 8 元以上在 21 年提 6pct 至 33%, 10 元以上在 21 年提接近 3pct 至 15%。22 年疫情影响现饮场景, 高端化放缓, 占比变动不大。

份额: 8 元以上龙一百威、龙二青啤, 两者差距不大 (25-30%), 龙三是华润 (接近 20%)。10 元以上龙一百威 (份额接近一半)、龙二华润 (24%), 青啤和重啤差距不大。按总量计算, 龙一是华润 (份额 34%), 龙二、龙三是青啤和百威 (份额为 22-25%)。

图表17: 根据百威中国统计的国内各价格带变化

图表18: 根据前5大龙头测算的各价格带销量增速

	2010 年销量占比	2021 年销量占比	10 年销量复合增速
6 元以下	73%	47%	-6%
6-10 元	19%	38%	4%
10 元以上	8%	15%	4%
合计	100%	100%	0%

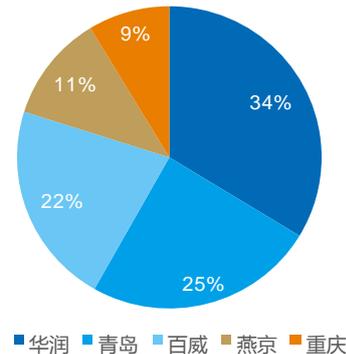
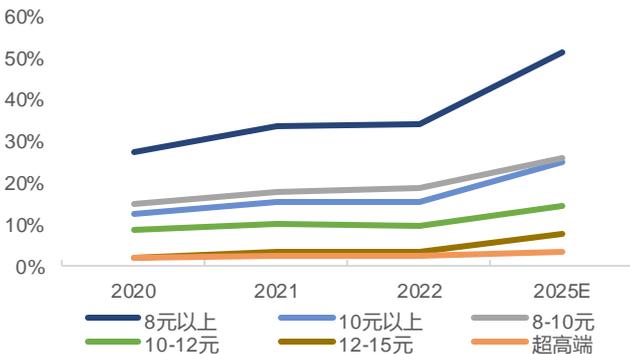


来源: 百威投资者见面会, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所, 注: 2025E 为 22-25 年复合增速

图表19: 根据前5大龙头各价格带销量占比

图表20: 根据前5大龙头总量测算的份额



来源: 各公司公告, 国金证券研究所, 注: 2025E 为 22-25 年复合增速

来源: 各公司公告, 国金证券研究所



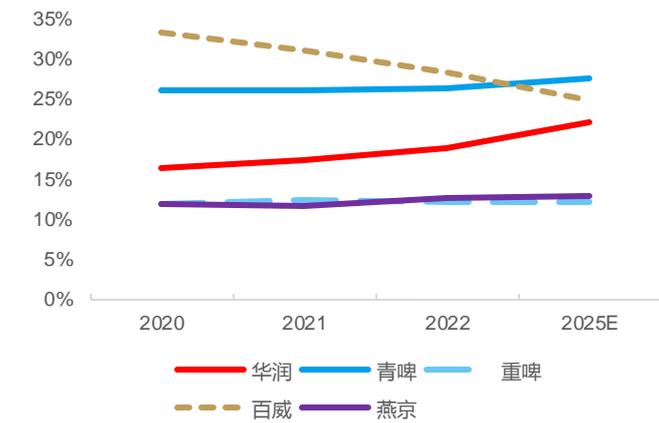
2) 未来趋势:

增速: 8元以上未来3年复合增速约14%, 其中23年最快(疫后修复)。12-15元有望成为增速最快的价格带(增速近30%, 基数低, 主要靠疆外乌苏、喜力、老雪等), 10-12元、8-10元增速在小双位数。

占比: 8元以上在25年提至50%+ (平均每年提5pct多); 10元以上在25年提至接近25% (平均每年提3pct)。升级顺次进行, 8-10元、10-12元是占比提升的主力。

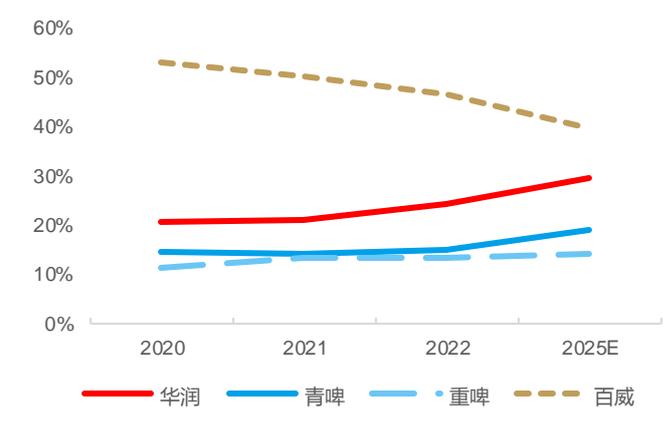
份额角度: 预计高端市场百威的市占率将下降, 份额主要被华润、青啤抢夺。25年预计8元以上3家份额差距不大(基本都在22-28%), 10元以上百威龙一(40%)、华润龙二(30%)、青啤龙三(约20%)。

图表21: 8元及以上价格带市占率



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表22: 10元及以上价格带市占率



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

3) 主力大单品:

①8-10元:

经典: 大约200万吨, 23H1双位数增长。21-22年受原材料涨价影响直接提价, 使得终端价落在8元+, 深耕多年、品牌认知强(青啤最具代表性的大单品)。未来增长驱动: 整合替换清爽、大优、9度等类经典产品(大概150万吨), 26-27年希望经典做到300万吨。

乐堡: 50-60万吨, 23H1增速中个位数以上。已推出多年, 未来主要靠乌苏渠道赋能全国化+旅游复苏带动。

U8: 40万吨, 23H1增速40-50%。起势是顺应升级+产品差异化(小度数、大滋味)+高渠道利润率+流量明星代言(蔡徐坤、王一博), U8是第一款全国化的单品, 也是改革成功的关键, 资源聚焦、有改革α。未来增长驱动是北方基地渗透(对标广西漓泉1998占到当地燕京销量的50%)+南方(四川、湖南等地)网点开拓, 25年希望做到100万吨。

SuperX: 40万吨, 23H1增速8%。起势是通过王一博代言+《这就是街舞》(20、21年单年增速50%+), 希望26-27年做到100万吨。该产品与提价后的勇闯价格接近, 产品口味接受度低, 22年及之后增速乏力。24年或存在换代升级、提升品质的预期, 建议重点关注。

②10-12元:

百威经典: 不到200万吨(巅峰时期220多万吨), 23H1增速双位数。深耕多年、步入成熟期, 未来主要享受β。

雪花纯生: 70万吨, 23H1增速不到20%。深耕多年、消费群稳定、渠道力和执行力较强, 25年后突破100万吨。纯生四川量较多, 今年增长动力还来自安徽、江苏、上海、浙江、东北辽宁等。

青岛纯生: 40+万吨, 预计23H1增速30-40%(有低基数原因)。深耕多年, 22年换包装+肖战代言, 未来主要享受β, 公司希望26-27年做到100万吨。

全麦白啤: 10-15万吨, 23H1增速不到50%+。起势是白啤赛道好(女性饮酒风起)+性价比高(行业白啤价格最低, 黑狮、福佳白均在12元以上), 未来主要靠提升餐饮渠道渗透率、用白啤差异化进攻低市占率的机会市场, 公司希望26-27年做到50万吨。当前国内最大的白啤单品福佳白体量约10万吨, 1664约5万吨, 关注全麦白啤中长期培育进度。



图表23: 8-10元主力大单品 (吨价约4500-5000)

图表24: 10-12元主力大单品 (吨价约5000-6500)

品牌	产品(万吨)	2020	2021	2022	2025E	复合增速
青岛	经典(8元)	152	182	192	270	12%
	经典1903	21	27	26	35	10%
华润	SuperX	25	39	40	70	21%
	部分8元勇闯	35	42	46	55	6%
重庆	疆内红乌苏	10	11	10	12	6%
	乐堡	49	54	58	75	9%
珠江	97纯生	8	16	22	35	16%
燕京	UB	10	26	39	100	37%
	燕京纯生等	55	54	54	65	7%
	漓泉1998	40	42	44	45	1%
百威	哈啤ice	80	84	80	90	4%
	合计	485	577	611	852	12%
yoy			19%	6%	12%	
啤酒总销量		3301	3225	3277	3277	
占比		15%	18%	19%	26%	

品牌	产品(万吨)	2020	2021	2022	2025E	复合增速
青岛	纯生	39	44	43	80	23%
	全麦白啤	6	9	13	40	47%
华润	纯生	60	68	72	105	13%
燕京	V10	1	3	4	7	21%
百威中国	百威经典	174	199	186	230	7%
合计		281	322	317	462	13%
yoy			15%	-2%	13%	
啤酒总销量		3301	3225	3277	3277	
占比		9%	10%	10%	14%	

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

③12-15元:

喜力: 40万吨, 23H1 增速接近60%。起势是因为本身品牌力在沿海地区强(全球第二)、产品差异化(星银已解决口味偏苦问题)、精耕细作(费投高、福建落地大量地推活动、开拓百威经销商)、重视程度高(喜力国际对赌协议), 福建已形成样板市场(H1 增速60%+), 未来有望在华东、华南迅速复制+内地四川、东北基地市场逐步培育, 所有大客户23年也开始要求做喜力。

疆外乌苏: 45-50万吨, 23H1 约个位数下滑。19H2 从疆内走向疆外, 主要系产品差异化(高度数、易醉)+渠道利润高+网红效应, 目前已逐步走过0-1 产品红利驱动阶段, 22 年出现渠道调整问题(电商平台价格紊乱冲击线下; BU 调整后不同团队人员之间、销售和经销商之间需要磨合), 23H1 边际改善(重新划分BU、CIB 团队全面接管沿海地区; 福建新任大区总, 电商价盘改善, 福建已恢复增长)。

嘉士伯: 10万吨左右, 推出时间较长, 增长相对稳健。

老雪花: 4万吨, 23H1 翻倍以上增长, 起势是受益于产品差异化(高度易醉、东北老品牌)、渠道力强, 未来渠道直接对标乌苏运作。老雪强势地区在四川、安徽、浙江、福建有一点、江苏、上海, 餐饮端占比较高。

黑狮白啤: 2万吨, 23H1 预计持平左右, 受益于白啤赛道, 但定价偏高(全麦白啤10-12元/500ml; 黑狮白啤12-15元/330ml), 需要更多时间培育。

马尔绿: 6万吨, 核心市场在四川(占比60%), 享受四川升级β, 偏区域性产品。

④15元及以上超高端:

百威超高端: 福佳10万吨、科罗娜20万吨、精酿9千吨, 23H1 预计双位数增长, 由于价格带偏高需要时间培育。

百威金尊: 7万吨(浙江占比不到一半), 主要为解决百威经典产品老化问题, 特点是单一麦芽, 中长期希望占到百威家族的10%, 更多是补充性产品。

1664: 不到5万吨, 23H1 下滑, 产品、品牌优秀, 但易受水货扰动(水货占一半), 也需要时间开拓夜场之外渠道。

青岛鲜啤: 2-3万吨, 公司定位26-27 年做到10-20万吨, 产品优异(原浆+draft 纯生), 渠道差异化(电商自营、线上订购+线下配送), 零售价每升58/68元、吨利润8k-1w, 高于乐惠、盒马的鲜啤, 预计需要更多时间培育。

图表25: 12-15元主力大单品 (吨价约6500-10000)

图表26: 15元以上超高端主力大单品 (吨价1万以上)

品牌	产品(万吨)	2020	2021	2022	2025E	复合增速
华润	喜力	21	29	38	100	38%
	黑狮白啤	1	1	2	4	26%
	马尔绿	3	5	6	9	14%
	老雪花	1	2	4	25	84%
重啤	疆外乌苏	29	47	45	80	21%
	嘉士伯	9	10	12	18	16%
青岛	皮尔森	2	2	3	5	26%
	奥古特	4	4	4	6	14%
合计		69	99	114	247	30%
yoy			44%	14%	30%	
啤酒总销量		3301	3225	3277	3277	
占比		2%	3%	3%	8%	

品牌	产品(万吨)	2020	2021	2022	2025E	复合增速
青岛	鸿运当头、原浆、黑啤、琥珀拉格等	9	13	13	24	22%
重庆	1664	4	5	5	9	19%
	格林堡、夏日粉等	5	5	5	8	19%
百威	福佳白、蓝妹、科罗娜等	37	43	40	70	20%
	百威金尊等	8	9	9	25	41%
合计		63	75	73	111	15%
yoy			19%	-2%	15%	
啤酒总销量		3301	3225	3277	3277	
占比		2%	2%	2%	3%	

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

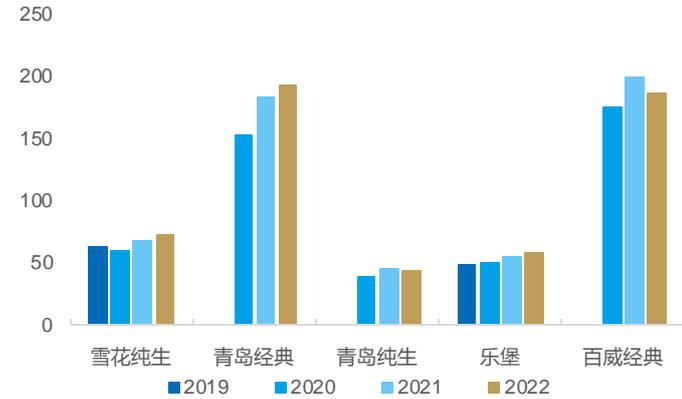
来源: 各公司公告, 国金证券研究所



2.2 高端β、α单品具备什么特征？未来增长动力来源？

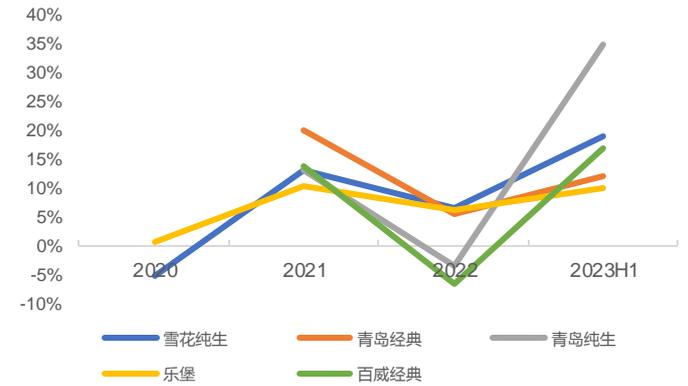
1、对于相对成熟期的 8 元以上产品（体量在 40-50 万吨或者 150-200 万吨），由于推出时间较长（普遍有 10 年以上）、基本盘稳固、渠道利润优势不突出，增长更多依赖行业升级（特别是基地市场）带来的β性机会，如：乐堡、青岛纯生、雪花纯生、青岛经典、百威经典。这些产品增速呈现出强一致性，会受到疫情扰动而小幅下降，但疫后基本都能恢复到双位数增长。决定这些β产品销量天花板的因素有：①占据多少基地市场（特别是绝对垄断市场、相对强势市场）；②基地市场消费水平、意愿；③团队能力（执行效率、渠道管理能力）。

图表27：啤酒 8 元以上β单品销量对比（万吨）



来源：各公司公告，国金证券研究所

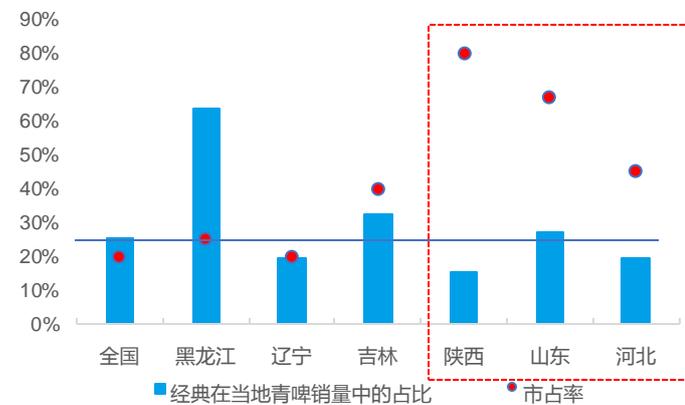
图表28：啤酒 8 元以上β单品增速对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

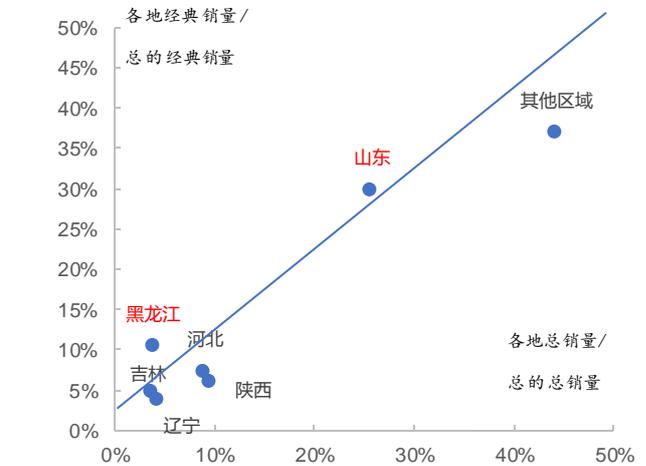
以青岛经典为例，目前增长的主要动力是：1) 在沿黄基地市场提升经典占比，特别是对 9 度、大优、清爽等类经典产品的整合替换，全国销量中经典占比约 25%，山东经典占比约 27%+，陕西、河北不到 20%，对标山东具备提升空间。2) 抢占一些非基地市场的份额，例如：吉林、黑龙江这种双寡头市场利用经典实现破局，两地经典占比均在 30%以上。

图表29：青岛各省市占率 vs 经典占比（2021）



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表30：青啤各地总销量占比 vs 经典销量占比（2021）

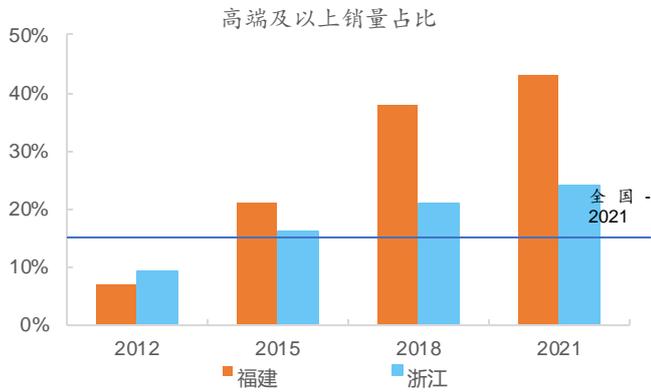


来源：各公司公告，国金证券研究所

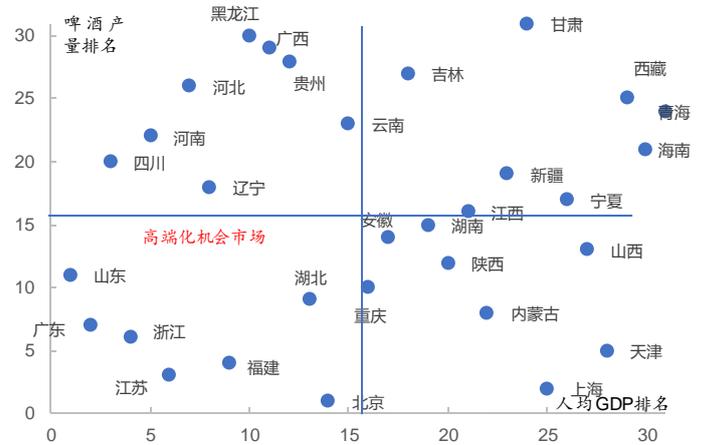
各地啤酒高端化程度不一，主要取决于：1) 经济水平差异，人均收入水平越高，啤酒未来高端化的天花板越高；2) 各地差异性的消费习惯、历史因素，例如：浙江人均 GDP 高于福建，但高端啤酒销量占比为 24%，低于福建接近 20pct。福建是百威的基地市场，也一直走在全国高端化的前列（21 年福建高端及以上销量占比为 43%，全国为 15%），百威引领当地啤酒升级。



图表31: 各地啤酒高端化程度参差不一



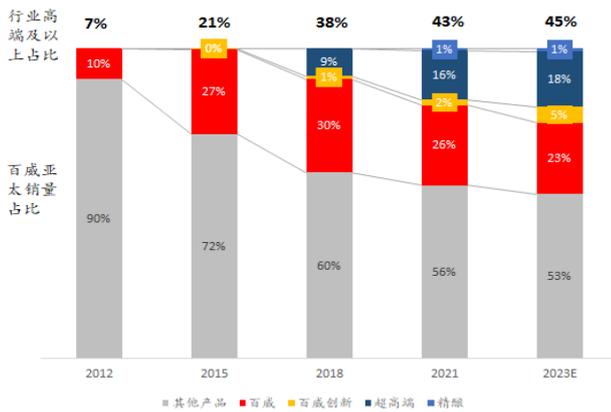
图表32: 各省啤酒产量排名 (2021) vs 人均 GDP 排名 (2022)



来源: 百威投资者见面会, 国金证券研究所

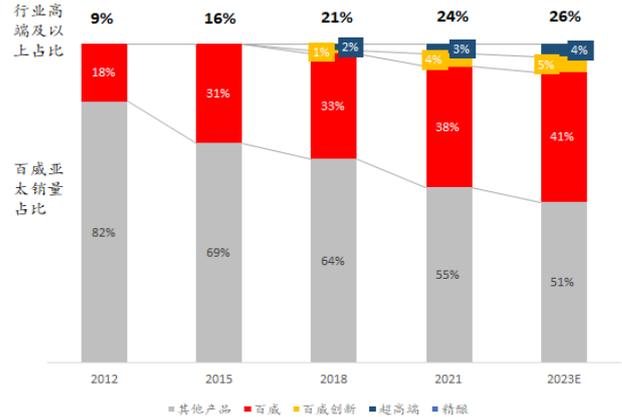
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表33: 福建区域百威销量结构



来源: 百威投资者见面会, 国金证券研究所

图表34: 浙江区域百威销量结构



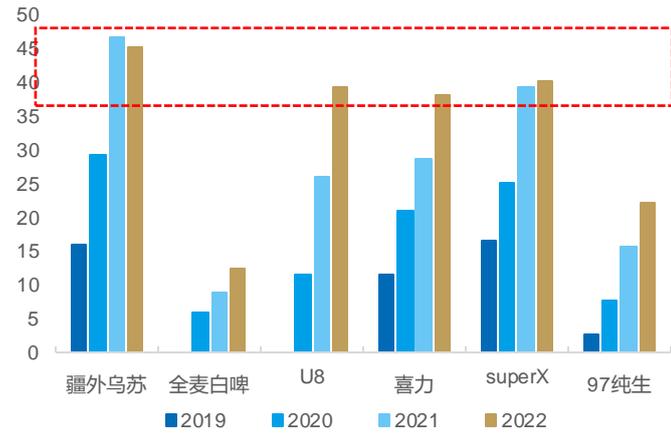
来源: 百威投资者见面会, 国金证券研究所

2、19年后, 行业涌现出众多8元以上的高端新品, 具备α。从发展进程看, 这些产品通常能在2-3年内实现翻倍以上增长 (即从10-20万吨迈向40-50万吨), 而后会出现分水岭。部分产品由于品质、渠道、价格定位等问题增长失速, 哪怕疫情后也无法重回20-30%的增速 (如: 疆外乌苏、SuperX); 而真正有持续性的单品通常能经受疫情考验 (疫情年份仍维持30%以上增速), 并在疫后恢复更快成长 (喜力、U8、全面白啤)。

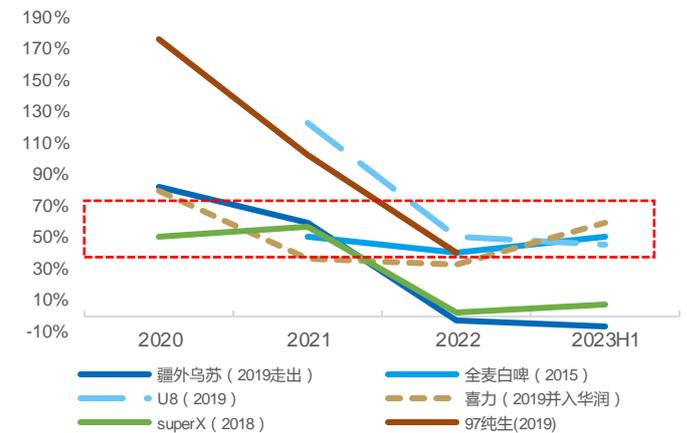
我们认为, 未来高端化格局变化的看点主要在: 有α能力的新品, 他们通常在品类、口味上具备差异化 (例如: 乌苏大容量易醉、全麦白啤高性价比、U8小度数大滋味、喜力醇厚泡沫足), 渠道利润优势突出, 叠加资源投放重点倾斜。从区域看, 他们通常形成了一些样板市场 (包含非基地市场), 后续将持续深耕, 并有望扩张到全国更多区域。



图表35: 啤酒高端新品销量对比 (万吨)



图表36: 啤酒高端新品增速对比

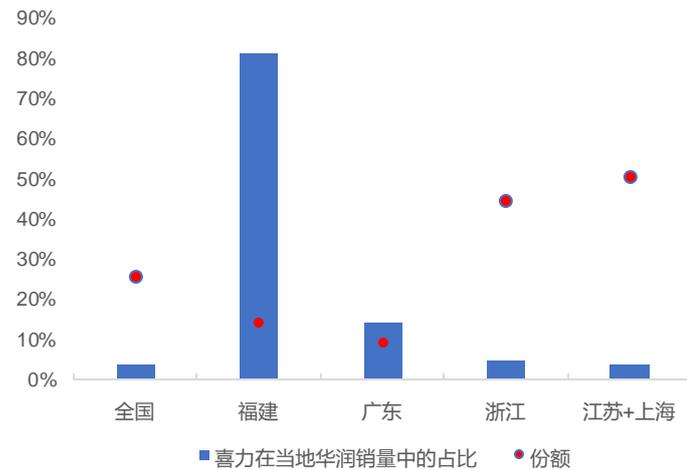


来源: 各公司公告, 国金证券研究所

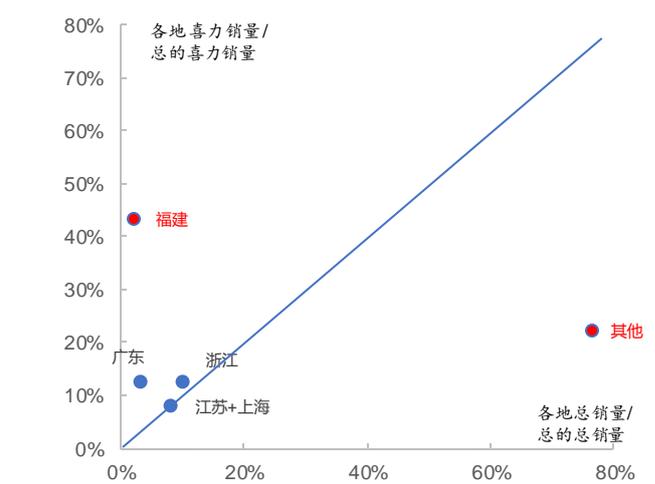
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

U8 的重点市场在于基地市场北京、内蒙+非基地市场河北, 河北区 U8 占比为 30%+, 未来北京、内蒙占比有望持续提升。喜力重点市场在相对强势市场浙江+非基地市场福建、广东, 福建喜力占比超 80%。对比 U8, 喜力样板市场集中度更高, 沿海的基地市场存在广阔发展空间。

图表37: 华润各地市占率 vs 喜力占比 (2022)



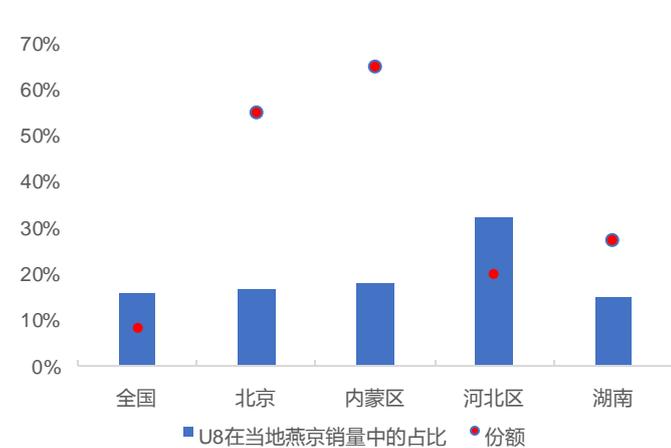
图表38: 华润各地总销量占比 vs 喜力销量占比 (2022)



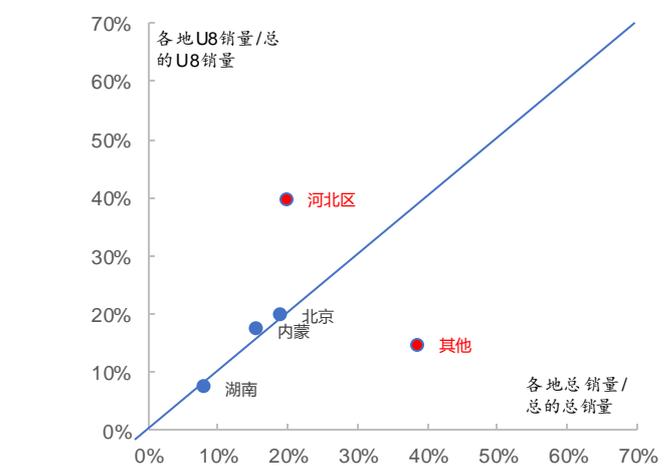
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表39: 燕京各地市占率 vs U8 占比 (2022)



图表40: 燕京各地总销量占比 vs U8 销量占比 (2022)



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

我们认为, 40-50 万吨会是高端化大单品需要重点关注的门槛。从历史来看, 只靠产品驱动缺乏匹配渠道运作能力或



者只由渠道驱动而品质欠缺都较难跨过 40-50 万吨，从而面临增长失速的危机（虽然失速单品也在补短板，但短期或效果有限，需要更长时间验证）。能成长为百万吨级别的高端产品需在品质、定价、渠道能力、品牌上都没有短板。从决胜因素来看，培育阶段产品力驱动更主导，扩张阶段渠道能力更主导。

1) 从产品和品牌上看：体现在品类、口味上有差异化，叠加流量营销。

成功案例：U8（低度数+高麦汁浓度、蔡徐坤代言）、乌苏（大容量、易醉、夺命大乌苏网红效应）、喜力（气泡丰富、全球第二啤酒品牌）、白啤（果味拓展女性群体、迪丽热巴代言）。

有待改善案例：SuperX 虽前期借助《这就是街舞》、王一博而出圈，短期实现高增；但因太追求于勇闯在包装、口味上的差异，导致消费者接受度有限，且与提价后的勇闯价格接近。青岛经典 1903 和经典在包装、口味、定价上并未拉开，导致消费者认知模糊。SuperX 和 1903 的增长更多是靠对原有勇闯、经典大单品的替换，尚未形成自然动销。针对各自短板，SuperX 正在酝酿 24 年做新一轮产品升级，1903 开始差异化打造国潮复古罐，各家正在补齐短板、期待边际改善。

2) 从渠道能力看：体现在渠道利润优势维持、地推动作精细化。

成功案例：U8（北方底盘市场渠道利润优势明显）、喜力（福建地推动作精细，通过餐饮店-餐饮街-街区营造消费氛围，并拓展到浙江、粤东）。

有待改善案例：疆外乌苏 22 年存在电商平台乱价、BU 调整人员磨合、大商制改革阵痛、渠道利润优势缩减等问题。针对渠道短板，公司 22 年底再次进行 BU 调整（新疆 BU 全部撤出华东南，沿海区域由 CIB 团队接手，新独立出贵州、陕西、湖北、青海、西藏为中区 BU），好处有三：①CIB 管理上更精细化，负责重点的东部沿海地区。福建新上任前喜力高管，线上价盘边际改善，月度销量已恢复正增长。②相邻区域具备相似消费习惯，方便推广相似产品组合。③相邻区域由同一 BU 理可减少窜货。

3) 从价格带看：差异化定价成功概率更高，升级是按 8-10-12-15 元的顺序，但这几年能跑出来的大单品，通常是差异化切入一个竞争不太激烈的价格带（比如：8-10 元、12-15 元，10-12 元纯生、百威经典深耕多年），进而实现快速增长。

成功案例：全麦白啤（定价 10-12 元，是性价比最高的白啤产品）；U8（定价 8-10 元）。

有待改善案例：黑狮白啤（定价 12-15 元/330ml，想直接对标福佳白，但仍需要时间培育）。

4) 从区域上看：除了传统的基地市场，双寡头市场、多品牌分散市场（如：浙江、广东、湖南）也会是高端新品重点争夺的区域。

2.3 25 年及中长期高端化空间、利润弹性测算？

我国高端化空间还很大，当前高中低档销量占比百威中国大约为 3:3:4，行业平均为 1.5:4:4.5，美国超高档：高档：中低档大约为 4:4:2，我国高档占比有望提升一倍以上。

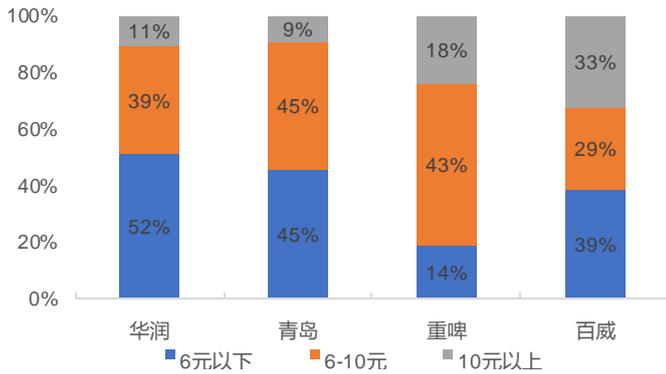
据测算，当前我国啤酒的平均单瓶零售价为 7.4 元，报表出厂价为 2 元，吨价接近 4000，单瓶毛利率为 41%。

1) 假设到 25 年产品结构按前文测算（与当前的百威中国类似），对应单瓶零售价为 8.4 元（复合增速 4.3%），报表价格为 2.3 元（复合增速 5.3%），吨价约 4600-4700，单瓶毛利率为 46%，提升幅度接近 5pct。考虑包材、大麦成本有待优化，假如未来 3 年吨成本年均涨幅为 1%，对应毛利率提升幅度应在 7pct（每年提升 2-2.5pct，前几年偏快）。假设未来费率优化幅度为每年 0-0.5pct，到 25 年累计优化 1-1.5pct。考虑税率，对应净利率提升幅度约 6pct。当前龙头净利率在小双位数，25 年测算净利率为 17-18%（对标百威中国的 15-20%，且青啤山东、重啤重庆基地市场净利率可做到 25%以上）。

2) 假设到 25 年产品结构 2:4:4，对应单瓶零售价为 15 元，报表价格为 4.8 元，吨价接近 9600，单瓶毛利率为 63%。



图表41：22年中国各家啤酒产品结构对比



图表42：百威各档次利润倍数

	产品组合	零售价	吨价	毛利率
精酿		6.0x	8.0x	12.5x
超高端		5.0x	7.0x	11.0x
高端		2.5x	3.0x	6.0x
核心+		1.5x	1.5x	2.0x
核心及实惠		1.0x	1.0x	1.0x

来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：百威投资者见面会，国金证券研究所

图表43：未来吨价及净利率水平测算

	吨零售价	吨价（报表）	毛利率	吨毛利	占比-2022	占比-2025	占比-对标美国
6元以下	10000	2500	26%	637.5	46%	35%	20%
6-8元	14000	3500	32%	1120	20%	14%	10%
8-10元	18000	4700	45%	2091.5	19%	26%	10%
10-12元	22000	6000	52%	3120	10%	14%	10%
12-15元	26000	8500	58%	4930	3%	8%	10%
15元以上	50000	17000	70%	11900	2%	3%	40%
2022年加权测算	14897	3979	41%	1645			
2025年加权测算	16891	4649	46%	2138			
22-25年复合增速	4.3%	5.3%		9.1%			
对标美国测算	30000	9570	63%	6014			

来源：国金证券研究所测算

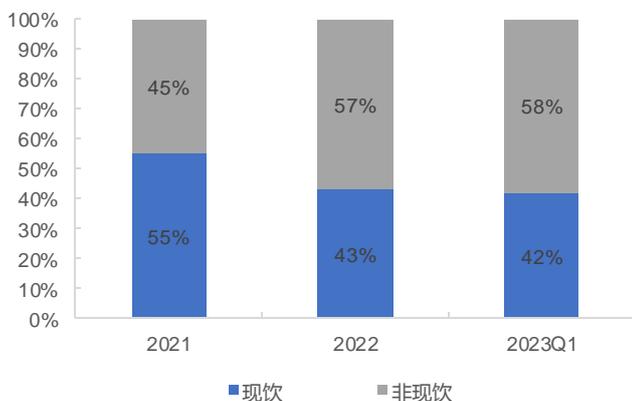
三、渠道之变：现饮为王，新渠道渗透有限

3.1 啤酒渠道的变迁：整体仍以现饮为主

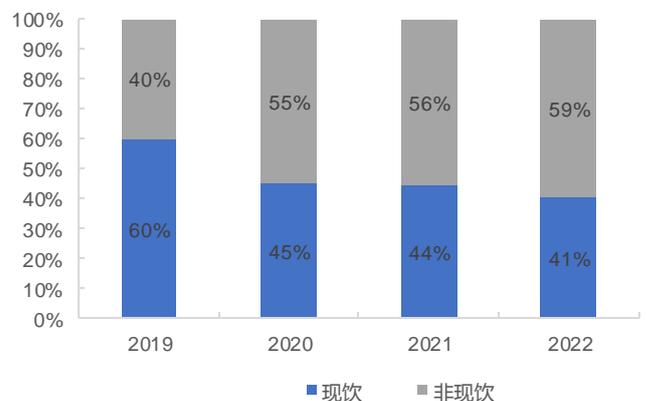
欧美的非现饮占比普遍在70-80%，日本稳定在80-90%，泰国、越南提升到60-70%。我国非现饮占比不到50%，低于世界平均15-20pct，且历史来看相对稳定。我们认为，差异的来源是各国饮酒习惯，我国更偏高社交、场景型饮酒（就算举办聚会也多在餐饮店，而非自己家中），导致现饮占比一直偏高。

分公司看，重啤、百威的现饮占比偏高（21年重啤占比55%，百威品牌夜场占比38%、科罗娜和福佳白占比62%），青啤、珠江现饮占比偏低（21年分别为44%、20%多）。疫情制约了餐饮、夜场消费场景，导致这几年现饮占比降低（青啤、重啤累计下降在10-20pct）。23年随着场景放开，现饮比例有望反弹，但不能完全恢复到19年疫情前的水平。

图表44：重庆啤酒渠道结构变迁（销量占比）



图表45：青岛啤酒渠道结构变迁（销量占比）

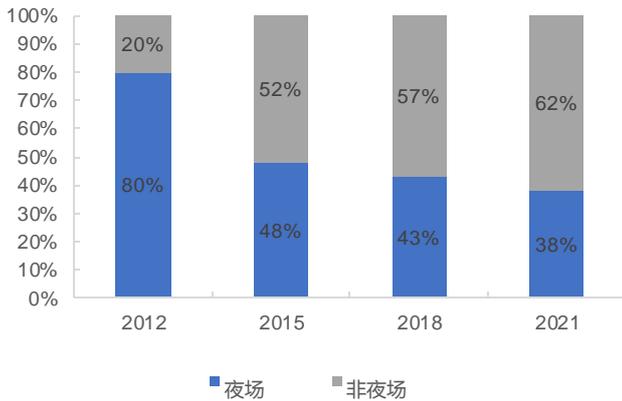


来源：公司公告，国金证券研究所

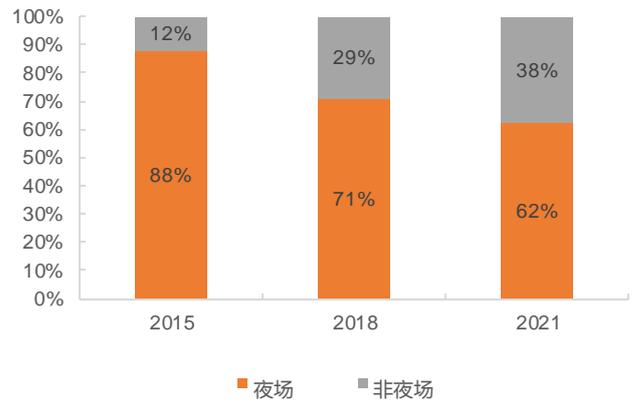
来源：公司公告，国金证券研究所



图表46: 百威品牌中国渠道结构变迁 (收入占比)



图表47: 科罗娜&福佳白中国渠道结构变迁 (收入占比)



来源: 百威投资者见面会, 国金证券研究所

来源: 百威投资者见面会, 国金证券研究所

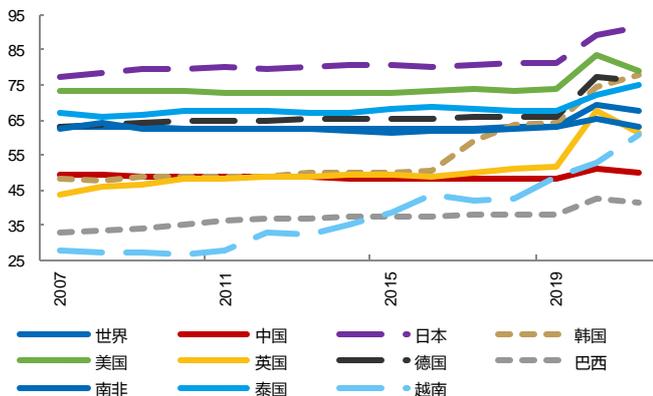
3.2 新渠道 (小酒馆/社区团购/零食特渠) 影响几何?

1、小酒馆模式: 海伦司等小酒馆凭借价格优势、社交属性实现快速扩张, 我们认为, 小酒馆渠道主要替代的是原来夜场的需求, 目前各家夜场占比偏低 (大部分占比仅 5-10%、百威整体约 20%多), 影响有限。此外, 各家也在主动与小酒馆开展合作, 试图获取更多年轻消费者。华润在与海伦司合作用喜力+红爵打入, 海伦司的 1664 已直接从嘉士伯中国官方渠道采购, 均在减少进口水货的扰动。

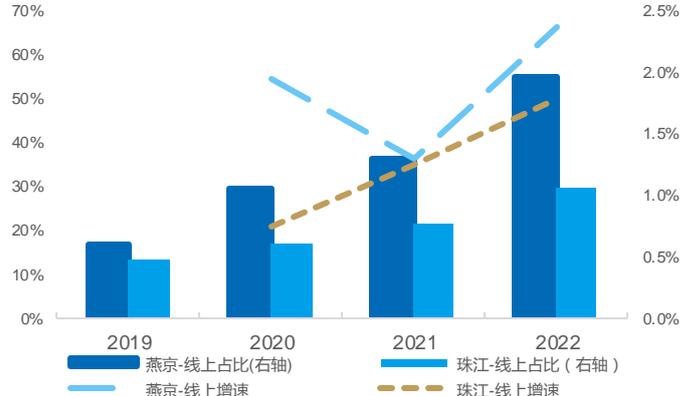
2、社区团购、零食特渠: ①社区团购在 2020-2021 年涌现, “预售+次日达+自提”模式的核心优势为“省”, 极致性价比受众广泛。但啤酒单次饮用量大、保质期短、质量重搬运难, 并不像纸巾、洗衣液、调味品、休闲零食一样能满足量大、质轻低价囤货的需求; 而且龙头集中高、杂牌啤酒影响竞争格局也几乎不可能, 故社区团购中啤酒的渗透率偏低。②零食专营凭借“单价低、品类多、环境好、距离近”等特征快速切分传统商超流量, 2022 年起大量开店外拓。部分啤酒、预调酒产品 (如: 进口啤酒、rio 清爽等) 已开始切入, 主要吸引女性群体, 且同样天然存在质量重、搬运累的问题。

我们认为, 这 2 个新渠道替换的主要是一部分 KA、便利店、杂货店的需求, 渗透率天然有限, 餐饮、夜场盘子稳定。更需要关注的是这 2 个渠道对线下价盘的冲击, 例如: 22 年由于福建乌苏大商向社区团购平台甩货, 导致区域价盘紊乱 (如: 22 年 9 月底福建社区团购平台给二批商开票价为 61-62 元, 21 年为 65-66 元), 进而影响区域销量。但大部分酒企经验成熟、具备强渠道管理水平 (数字化水平高、销售人员众多), 也已在积极和京东、美团等社区团购平台签署协议来共同监督管理。

图表48: 各国啤酒非现饮销量占比 (%)



图表49: 啤酒线上渠道发展进度



来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

风险提示

区域市场竞争加剧: 高端化是影响未来行业格局的主要因素, 通过高费用投放可有助于培育消费者、增强渠道推力。假设未来成本压力缓解、部分区域高端市场进入存量竞争, 不排除区域会竞争恶化, 进而影响企业的盈利能力。

原材料成本上涨过快: 啤酒原材料 (大麦、大米等) 占成本 20%多, 包装材料 (玻璃、纸箱、铝罐等) 占成本 40-50%。



受海外复苏、俄乌冲突等影响，21、22年啤酒吨成本涨幅较大，23年大麦有15-20%涨幅。当前国际形势稳定、澳麦双反政策取消，预计未来大麦有望明显改善，经济弱复苏背景下包材也在稳中又降低，带动毛利率提升。假设未来国际形势突变，导致大宗价格上涨幅度超预期，将导致成本端压力加大、压缩利润空间。

宏观经济下行风险：我们认为，啤酒升级逻辑在大众品中理应具备 α ，因为起步晚、升级空间广、供给端共同驱动。从22-23H1的表现来看，啤酒高端化确实具备强韧劲。但假如未来经济水平大幅恶化，原有升级节奏可能无法避免受到负面扰动。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
 电话：021-60753903
 传真：021-61038200
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
 邮编：201204
 地址：上海浦东新区芳甸路1088号
 紫竹国际大厦7楼

北京
 电话：010-85950438
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
 邮编：100005
 地址：北京市东城区建内大街26号
 新闻大厦8层南侧

深圳
 电话：0755-83831378
 传真：0755-83830558
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
 邮编：518000
 地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
 18楼1806



**【小程序】
 国金证券研究服务**



**【公众号】
 国金证券研究**