

从百威亚太招股书看我国高端啤酒行业

——啤酒行业动态研究报告

动态研究报告/食品饮料

2019年07月29日

报告摘要:

● 天时地利人和具备，啤酒产品升级东风已至

天时:产量见顶迎合成本处于高位，客观条件倒逼厂商推动产品结构升级；**地利:**行业竞争趋缓，ASP提升之路顺畅；**人和:**消费升级大背景下，产品结构升级乃大势所趋。

● 百威英博：先入为主，中国高端啤酒市场的领先者

针对中国市场，百威采取“双轮驱动”的措施：一方面通过收购哈尔滨、雪津及金士百等地方强势品牌实现全国化布局；另一方面，在其他玩家为争份额、抢市场而苦打价格战时，百威英博持续引入旗下百威、时代、科罗娜等高端品牌抢占高端市场。归因于此，百威在中国地区不仅坐到了销售额第一的宝座，更是在高端及超高端啤酒方面做到了销量领先全行业（2018年数据）

● 高端啤酒行业空间：主要玩家持续加码，高端啤酒销量逆势增长

在需求端提出了新诉求及客观条件的推动下，近年来啤酒行业主要玩家均加速了产品高端化的步伐：百威强化三大高端子品牌的推广；华润推出四大金刚+收购喜力中国区业务，不断加码高端市场；作为传统的国产中高端第一品牌，青啤持续加码高端市场；重啤在嘉士伯入主之后坚定不移走高端化路线。归因于此，在啤酒整体销量见顶背景下，高端啤酒逆势增长：13-18年销量CAGR达6.4%，预计到2023年高端啤酒销量有望达到1020万千升，未来5年CAGR达4.9%。

● 高端啤酒竞争格局：百威一枝独秀，各玩家加深聚焦背景下仍存变数

在高端啤酒细分市场，品牌优势+先发优势助力下，百威高端啤酒第一品牌的地位稳固：以消费量计，百威在中国高端啤酒市场的市占率达46.6%，遥遥领先于第二名青岛啤酒的14.4%。但是在省级市场层面各玩家优势地位难以撼动的背景下，基于各大玩家在各自优势基地市场推进产品高端化，5-10年长周期下我们预计未来高端啤酒市场百威一枝独秀的局面存在被打破的可能。

● 主要玩家财务对比：透过现象看本质

经多方面考虑，我们选取EBITDA margin作为对比标准。通过拆分，我们发现造成国内玩家EBITDA margin显著低于百威亚太的主要原因在于国内玩家的销售毛利率较低，毛利率的鸿沟主要是由产品结构差异造成的；同时主要厂商管理费用率均有进一步下降空间，管理费用效率的提升主要依靠产能优化。因此，通过对比，我们得到的启示是产品升级+产能优化将助力国内玩家盈利能力的改善。

● 投资建议

青岛啤酒: 国产中高端第一品牌，产品、渠道、费用三方位突围，改革措施积极。

重庆啤酒: 盈利能力引领行业，与嘉士伯强强联合未来可期。

燕京啤酒: 深耕优势市场推进产品结构升级，盈利反弹有望持续。

珠江啤酒: 产品结构改善明显，区域优势地位强化。

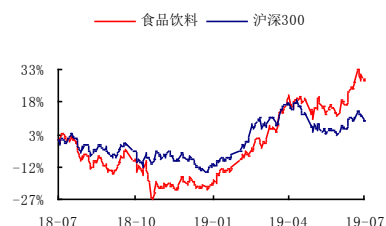
● 风险提示

啤酒消费需求不及预期；极端天气影响超预期；食品安全风险等

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 于杰

执业证号: S0100519010004

电话: 010-85127513

邮箱: yujie@mszq.com

研究助理: 徐洋

执业证号: S0100118110006

电话: 021-60876710

邮箱: xuyang@mszq.com

相关研究

1. 民生食品饮料 2019 年半年度策略: 可选景气周期趋势不改, 必选费用扩张策略对冲

盈利预测与财务指标

| 代码 | 重点公司 | 现价 7月26日 | EPS | | | PE | | | 评级 |
|--------|------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E | |
| 600600 | 青岛啤酒 | 46.10 | 1.05 | 1.29 | 1.56 | 44 | 36 | 30 | 推荐 |
| 600132 | 重庆啤酒 | 41.89 | 0.83 | 1.02 | 1.20 | 50 | 41 | 35 | 推荐 |
| 000729 | 燕京啤酒 | 6.19 | 0.06 | 0.09 | 0.12 | 103 | 69 | 52 | 推荐 |
| 002461 | 珠江啤酒 | 6.08 | 0.17 | 0.18 | 0.20 | 36 | 34 | 30 | 推荐 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

| | |
|---|-----------|
| 一、天时地利人和具备，啤酒产品结构升级东风已至 | 4 |
| (一) 天时：产量见顶叠加成本持续上行，倒逼厂商推动结构升级 | 4 |
| 1、产量见顶叠加成本持续上行，价格战难以为继 | 4 |
| 2、三因素决定直接提价难成常规手段 | 4 |
| (1) 成本端压力趋缓，提价前提条件不成立 | 4 |
| (2) 竞争格局的囚徒困境下，价格层面的不主动求变乃上策 | 6 |
| (3) 行业低端产品占比高，消费者对价格敏感度高 | 7 |
| 3、客观条件倒逼厂商推动产品结构升级 | 7 |
| (二) 地利：行业竞争趋缓，ASP 提升之路顺畅 | 8 |
| (三) 人和：消费升级大背景下，啤酒产品结构升级乃大势所趋 | 8 |
| 二、百威英博：先发优势明显，中国高端啤酒绝对领先者 | 8 |
| 三、高端啤酒行业空间：主要玩家持续加码，行业空间逆势增长 | 11 |
| 四、高端啤酒竞争格局：百威一马当先，各玩家加深聚焦背景下仍存变数 | 13 |
| 五、主要玩家财务对比：透过现象看本质 | 14 |
| 1、毛利率：产品结构差异造成毛利率的鸿沟 | 15 |
| 2、SG&A%（销售/管理费用率）：总体而言国内玩家表现优于百威亚太 | 15 |
| 3、启示：产品升级+产能优化助力盈利能力改善 | 17 |
| 六、投资建议 | 19 |
| 1、青岛啤酒：产品、渠道、费用三方位突围，改革措施积极 | 20 |
| 2、重庆啤酒：盈利能力引领行业，与嘉士伯强强联合公司未来可期 | 21 |
| 3、燕京啤酒：深耕优势市场推进产品结构升级，盈利反弹有望持续 | 21 |
| 4、珠江啤酒：产品结构改善明显，区域优势地位强化 | 21 |
| 六、风险提示 | 22 |

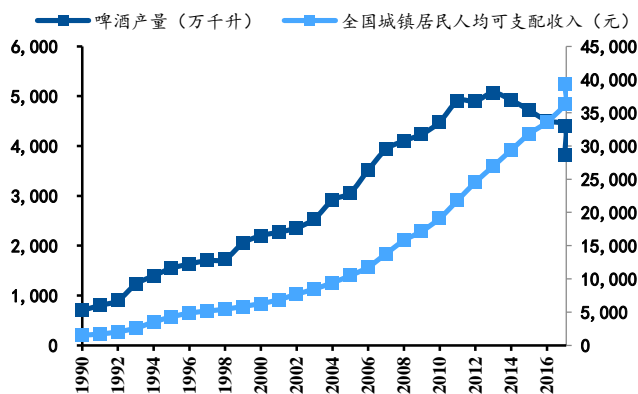
一、天时地利人和具备，啤酒产品结构升级东风已至

(一) 天时：产量见顶叠加成本持续上行，倒逼厂商推动结构升级

1、产量见顶叠加成本持续上行，价格战难以为继

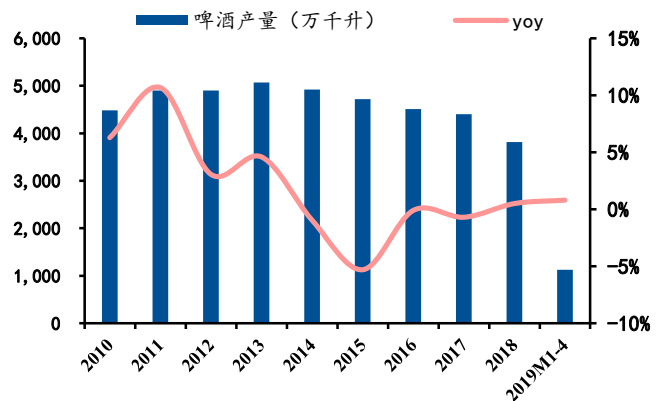
相较于拥有本土根深蒂固饮酒文化的白酒，作为舶来品的啤酒同质化严重、毛利率较低，所以啤酒企业在初期相较利润而言更重视市场份额。为获取市场份额，厂商之间价格战较为激烈。然而，受累于2014年起啤酒产量回落叠加16年下半年起包材成本显著提升，啤酒厂商利润受到严重侵蚀，因此低价策略难以为继。因此，客观条件的改变促使厂商淡化对量增的诉求，在产品端采取包括直接提价及推动产品中高端化升级的措施提升盈利能力。

图1：在发展初期啤酒产量与人均可支配收入成正比



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图2：14年起我国啤酒产量见顶回落



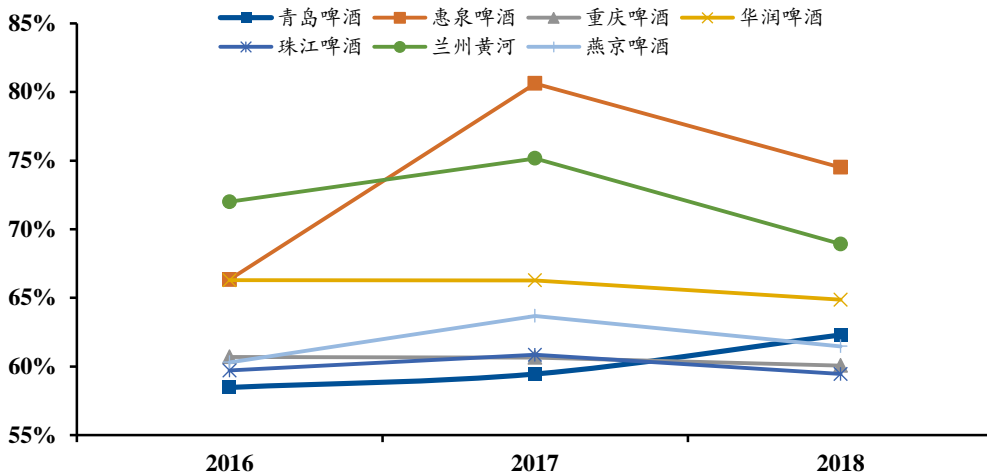
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

2、三因素决定直接提价难成常规手段

(1) 成本端压力趋缓，提价前提条件不成立

受累于2017年以来瓦楞纸、玻璃、铝材等原材料价格大幅上涨压缩了盈利空间，17年底至18年中啤酒行业掀起集体提价潮，提价幅度在5%-10%不等。通过对比分析主要原材料价格的变动趋势，我们分析认为短期内啤酒行业整体成本压力趋缓，因此提价的前提条件不成立：**a.进口大麦价格方面**：尽管受累于澳洲、加拿大等大麦主产国减产及本国国内需求增加，自18年1月起进口大麦单价持续爬高，但是啤酒厂商可以通过大宗采购提前锁价及国产大麦替代来平滑部分影响，因此在19年4月份进口大麦单价增速边际放缓的背景下，我们预计进口大麦价格上涨的影响是可以控制的。**b.包材成本方面**：18年下半年以来宏观经济增速边际放缓，环保“一刀切”被禁止致使上游原材料供给端有所宽松，玻璃、铝板和瓦楞纸等包材价格增速大幅趋缓，我们预计短期内来自包材的成本压力仍将持续减轻。

图 3：17 年啤酒上市公司销售成本率显著提升（青啤 18 年继续提升主要原因在于会计准则发生变化）



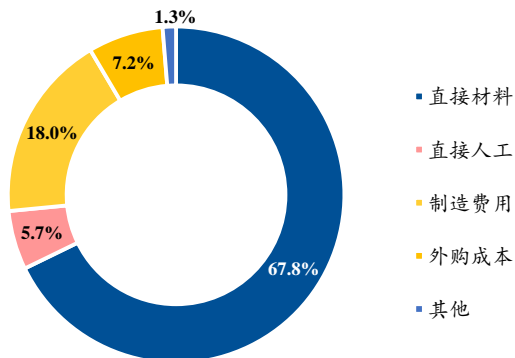
资料来源：wind，民生证券研究院

表 1：17 年底至 18 年中啤酒行业掀起集体提价潮

| 品牌 | 地区 | 产品 | 提价幅度 | 提价时间 |
|----|------|----------------------------|--|---------|
| 燕京 | 北京 | 清爽 | 出厂价提 30% | 2017/12 |
| | 浙江 | 本生 460ml | 终端进货结算价提 3 元/箱，单瓶零售价格涨 1 元/瓶，整体提价幅度 15-20% | 2017/12 |
| | 内蒙 | 多款产品 | 平均不超过 5% | 2018/2 |
| | 广西 | 多款产品 | 平均不超过 5% | 2018/2 |
| 华润 | 浙江 | 雪花纯生、勇闯天涯、品尊等 9 款产品 | 提价 10-15% | 2018/1 |
| | 山东 | 崂山、汉斯、易拉罐、经典等产品 | 平均不超过 5% | 2018/1 |
| 青岛 | 全国 | 崂山啤酒 600 毫升装、绿兰莎啤酒 500 毫升装 | 零售价从 2 元涨至 2.5 元 | 2018/5 |
| | 全国 | 瓶装 500ml | 批发价由 36 元/箱涨为 38 元/箱 | 2018/5 |
| 百威 | 全国 | 百威啤酒系列 | 部分产品提价 50%，平均不超过 5% | 2018/2 |
| | 全国 | 哈尔滨啤酒系列 | 平均不超过 5% | 2018/4 |
| 重庆 | 核心市场 | 高端瓶装纯生产品和低端拉罐装产品 | 提出厂价 5% 左右 | 2018/2 |

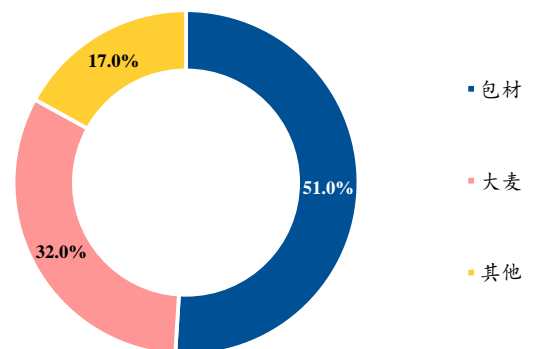
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：青岛啤酒成本构成（2018 年年报）



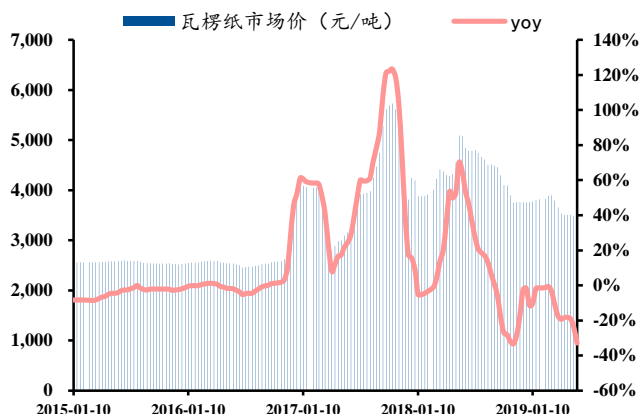
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：青岛啤酒包材在直接材料中占比过半



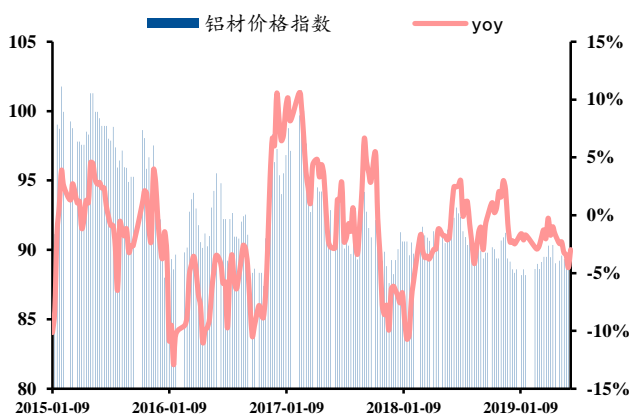
资料来源：公开资料，民生证券研究院

图 6：瓦楞纸价格 17 年显著提升，18 年 9 月起回落



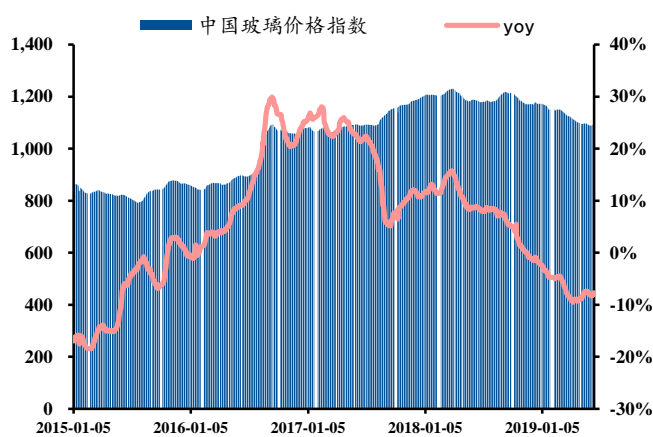
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 7：铝材价格 17 年显著提升，18 年 11 月起趋稳



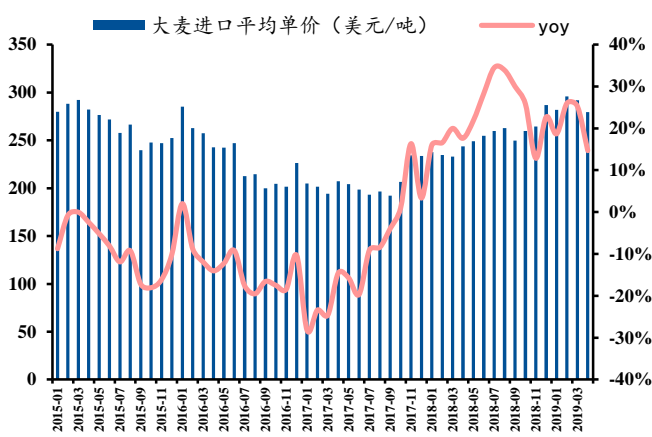
资料来源：工商业联合会，民生证券研究院

图 8：玻璃价格指数 17 年显著提速，19 年开始回落



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 9：进口大麦价格增势边际放缓

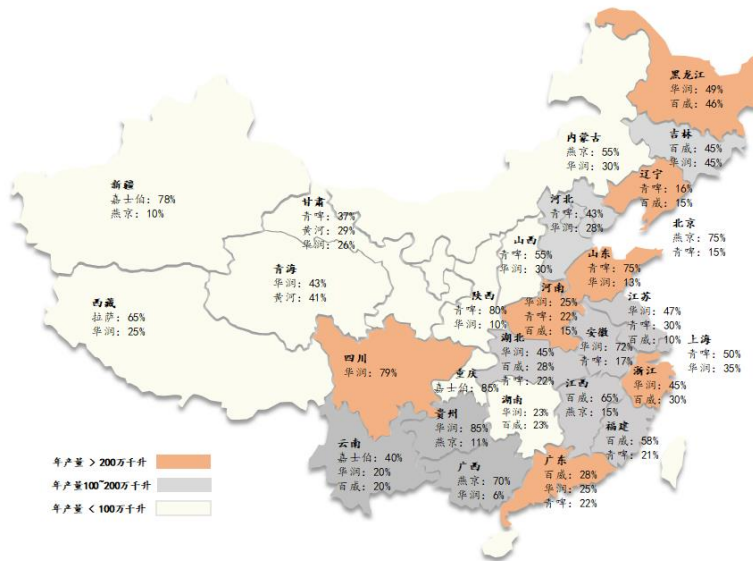


资料来源：海关总署，民生证券研究院

（2）竞争格局的囚徒困境下，价格层面的不主动求变乃上策

厂商能否顺利提价在很大程度上取决于当前的市场竞争格局：若在区域形成绝对垄断，则具备强势的议价能力，因此提价动作可以顺畅展开；若在区域与若干家厂商形成寡头垄断，则需要与竞争对手取得默契同步；若在区域份额落后，则议价能力较弱，只能被动成为价格的接受者。分省级市场来看，当前我国啤酒市场竞争格局仍未完全稳定，仅少数省份决出市场份额的绝对领先者，大多数省份尚处于寡头垄断或垄断竞争阶段，尽管存在市场格局发生巨大变化的可能，但是在近年来行业整体消费量持续走低但成本却逐渐走高的大背景下，各厂商所面对的囚徒困境使得各自在价格层面不主动求变仍是上策，即成本压力使得过去的低价营销策略不再行得通，但直接提价进而可能因此丧失市场份额的策略也不可接受。

图 10：仅少数省份已决出绝对领先者，多数省份尚处于寡头垄断或垄断竞争阶段

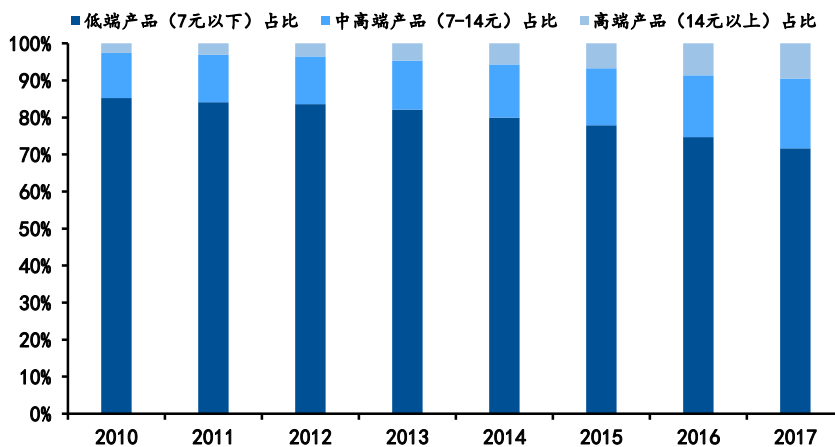


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

(3) 行业低端产品占比高，消费者对价格敏感度高

尽管随着产品结构升级的推进，我国中高端啤酒占比逐年提升，但是总体来说当前行业内低端产品销量占比仍高达 71.7%。低端产品的受众对价格敏感度较高，价格的提升将会导致需求的下滑，因此除非万不得已（成本压力持续上行），厂商不会轻易提价。

图 11：低端产品占比仍逾 7 成



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

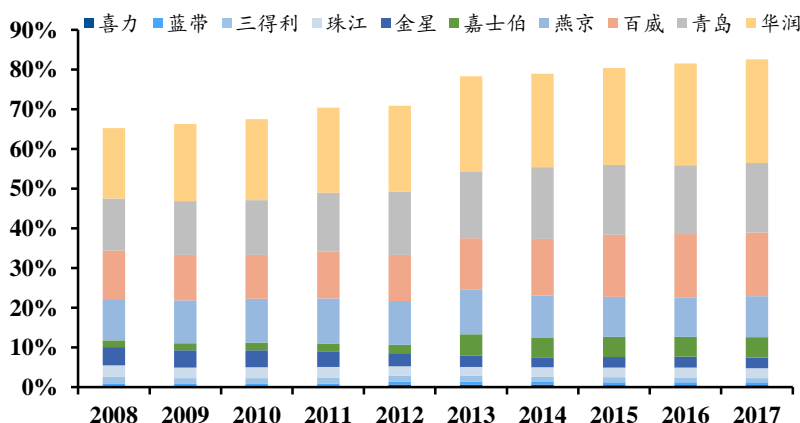
3、客观条件倒逼厂商推动产品结构升级

产量见顶且原材料成本居高不下对于原本就盈利羸弱的啤酒厂商来说更是雪上加霜，盈利空间不断被压缩。在此背景下，厂商均淡化对量增的诉求，从产品、成本及费用等多角度齐发力以期提升盈利能力。在产品端，基于直接提价难以持续，因此产品结构升级成为厂商发挥主观能动性的唯一工具。

（二）地利：行业竞争趋缓，ASP 提升之路顺畅

尽管当前我国啤酒行业竞争格局仍未稳，分省级看仅少数省份决出了绝对领先者，但是前期行业的下滑加剧了行业洗牌，部分小企业难以熬过冰冻期，龙头厂商整体优势更为明显，CR5 整体市场份额进一步集中。叠加成本端带来的持续压力，预计各大厂商重打价格战的概率不大，总体来看国内啤酒行业 ASP 提升之路是较为顺畅的。

图 12：市场份额逐渐向头部聚集



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

（三）人和：消费升级大背景下，啤酒产品结构升级乃大势所趋

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，啤酒产品结构升级乃大势所趋。

二、百威英博：先发优势明显，中国高端啤酒绝对领先者

作为国际巨头的百威英博，自 1984 年起便通过向珠江啤酒提供技术切入中国市场。在进入中国市场的 35 年间，百威英博双轮驱动：一方面通过收购雪津、哈啤及金士百等地方强势品牌实现全国化布局；另一方面，在其他玩家为争份额、抢市场而苦打价格战时，百威英博持续引入旗下百威、时代、科罗娜（分别于 2010 年/2011 年/2014 年上市，早于国内品牌 2015 年至今的高端产品推出潮）等高端品牌抢占高端市场，先发优势+成功的品牌营销，百威英博牢牢占据高端啤酒第一品牌的位置。

图 13: 百威英博在中国的发展历程



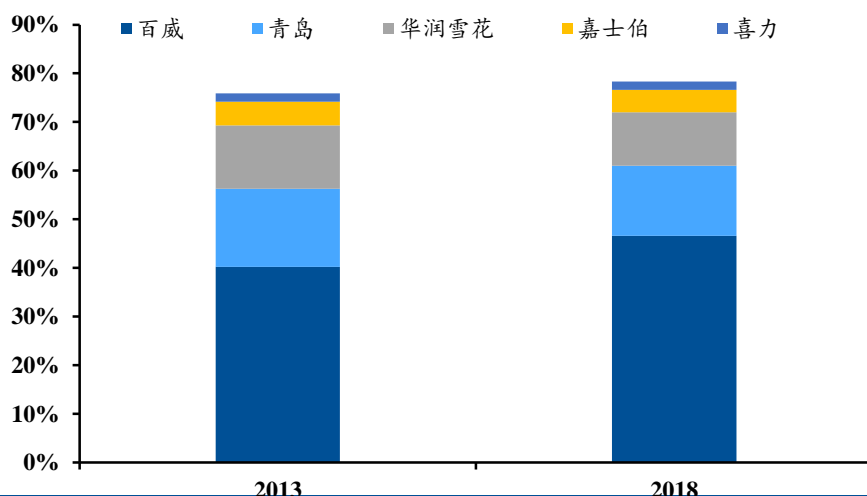
资料来源: 百威亚太招股书, 公司公告, 民生证券研究院

图 14: 百威在中国地区的品牌矩阵



资料来源: Global Data, 百威亚太招股书, 民生证券研究院

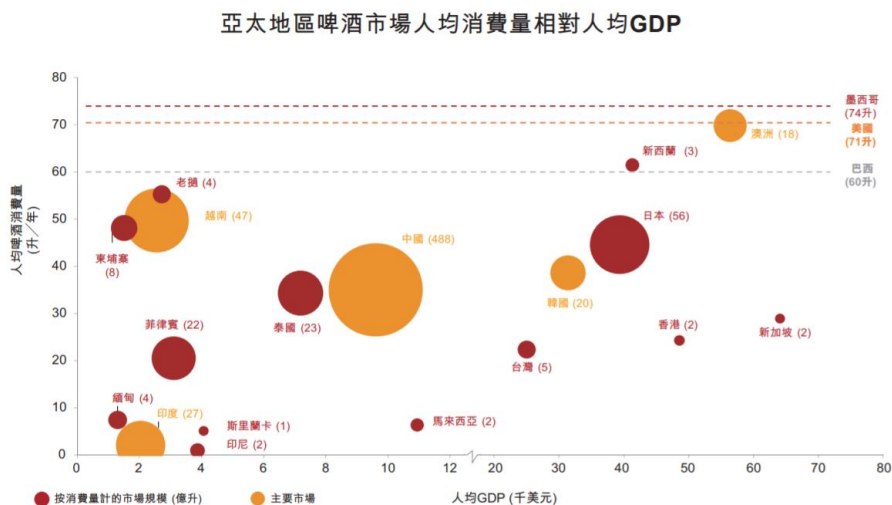
图 15: 百威英博在中国高端啤酒细分市场市占率遥遥领先



资料来源: Global Data, 百威亚太招股书, 民生证券研究院

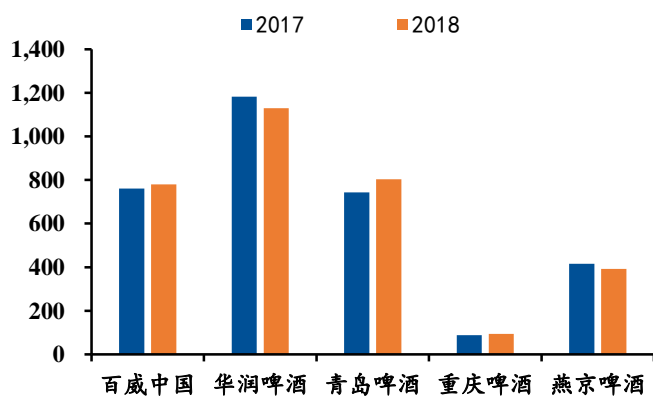
归功于公司双管齐下的战略, 百威在中国地区不仅坐到了销售额第一的宝座, 更是在高端及超高端啤酒方面做到了销量领先全行业(2018年数据)。在百威亚太的招股书中, 百威亚太将其业务拆分成亚太地区东部及亚太地区西部两部分, 其中亚太地区西部主要包括中国、印度及越南, 基于印度及越南啤酒行业仍处于发展初期且总消费量远低于中国, 因此我们假定百威亚太地区西部 95% 的营收及销量来自于中国市场。

图 16: 印度及越南啤酒消费量远低于中国



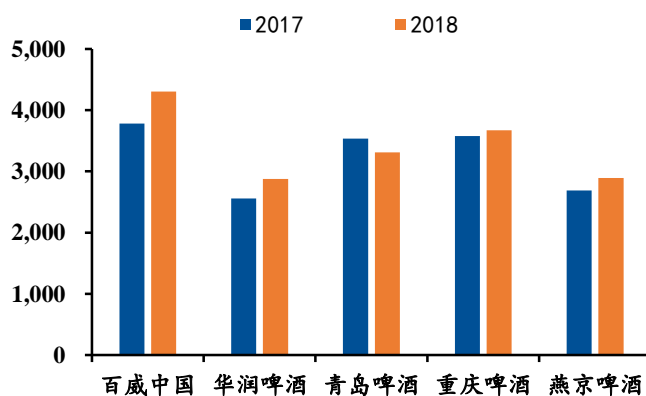
资料来源: 百威亚太招股书, 民生证券研究院

图 17: 百威在中国销量低于华润及青啤 (单位: 万千升)



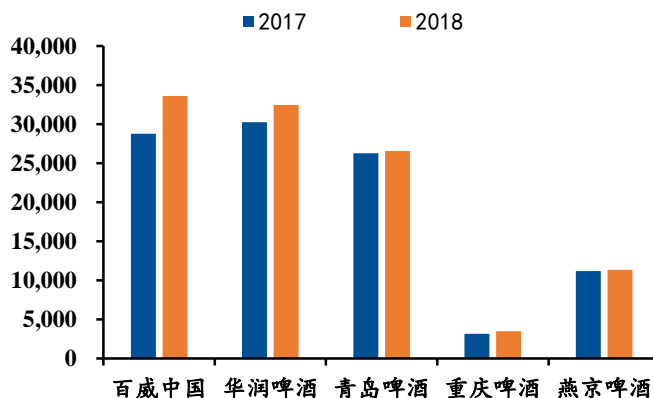
资料来源: Global Data, 公司公告, 民生证券研究院

图 18: 百威在中国吨价高于主要竞争对手 (单位: 元/千升)



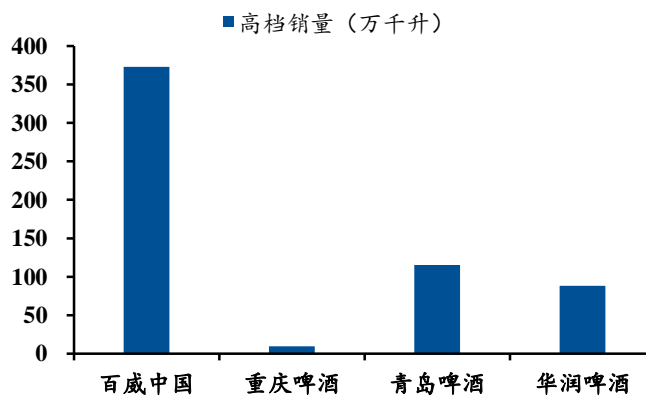
资料来源: Global Data, 公司公告, 民生证券研究院

图 19: 18 年百威中国总营收领先行业 (单位: 百万元)



资料来源: Global Data, 公司公告, 民生证券研究院

图 20: 18 年百威中国高端产品销量遥遥领先



资料来源: Global Data, 公司公告, 民生证券研究院

三、高端啤酒行业空间：主要玩家持续加码，行业空间逆势增长

在需求端提出了新诉求及客观条件的推动下，近年来啤酒行业主要玩家均加速了产品高端化的步伐。

百威英博：强化三大高端子品牌的推广。作为国际啤酒巨头的百威英博，从来不缺高端啤酒品牌。从 17 年年底开始，公司强调加强科罗娜、时代和福佳的推广，同时开始涉足精酿啤酒领域。从数据上来看，18 年百威在中国地区高端产品销量占比达 47.16%，遥遥领先于其他玩家。

华润啤酒：推出四大金刚+收购喜力中国区业务，不断聚焦高端市场。17 年开始公司启动品牌重塑，以产品组合高端化为长期战略，丰富产品组合。18 年至今相继推出核心品牌“勇闯天涯 SuperX”、“匠心营造”及“马尔斯绿”，结合 16 年推出的“脸谱”，当前华润形成了针对高端市场的“四大金刚”；Super X、马尔斯绿、匠心营造、脸谱分别对应 8-9 元、12 元、15 元、20 元四个终端价位段。四款产品的定位又各有不同：Super X 针对特别年轻的群体；马尔斯绿针对潮流时尚的 20 岁-30 岁阶层；匠心营造跟着美食走，主打餐饮终端；脸谱跟着中国文化走，目前正在改造，改包装，未来想做出口。同时，18 年公司收购喜力中国区业务，且已通过国家市场监督管理总局反垄断调查。尽管当前喜力品牌还没有完全融入华润体系，但是从中长期看，一旦喜力的品牌效应与华润的渠道优势产生良好的化学反应，华润高端产品的销量或将具备巨大的提升空间。因此，华润或将是未来中国高端啤酒行业未来 5-10 年里最大的 X 变量。

青岛啤酒：国产中高端第一品牌，持续加码高端市场。近两年面对行业形势的变化，青岛啤酒将原先的“1+X”战略变更为“1+1”战略，一方面聚焦产能及销售资源打造面向中低端市场的“崂山”品牌，另一方面则明确“青岛”主品牌中高端化的定位，不断推出奥古特、鸿运当头等产品加码高端市场。根据百威亚太招股书，18 年青岛啤酒高端产品销量占比达到 14.35%，全行业仅次于百威英博，在国产品牌中名列榜首。

重庆啤酒：嘉士伯入主后，坚定不移走高端化路线。自嘉士伯入主之后，重庆啤酒便走上了产品结构升级+产能优化的道路，在经历短暂阵痛之后，公司迎来了盈利能力的强力复苏。在产品方面，公司始终坚持走高端化路线，一方面推出自己的高端产品重庆纯生，另一方面不断引进母公司嘉士伯旗下高端产品，如克伦堡 1664 等。预计未来随着母公司嘉士伯资产注入预期落地，重啤高端化进程将会愈演愈烈。

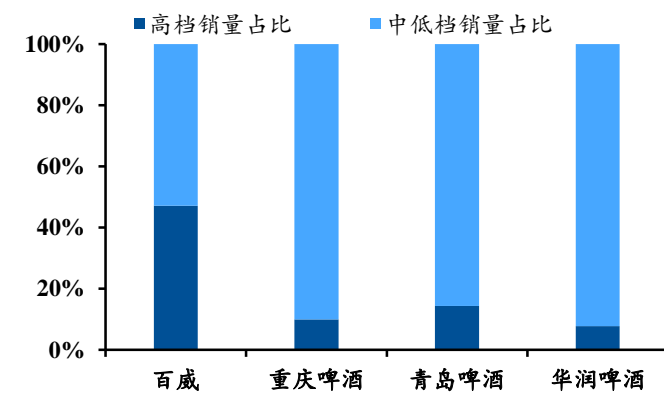
表 2：主要玩家高端品牌

| 厂商名 | 产品系列 | 零售价 (元) | 规格 (ml/瓶 (罐)) | 推出 (引入) 时间 |
|------|--------|---------|---------------|------------|
| 百威英博 | 百威铝瓶 | 12 | 355 | 2011 |
| | 科罗娜 | 7.5 | 330 | 2014 |
| | 范佳乐/教士 | 8.4 | 500 | |
| | 金士百 | 12.7 | 500 | |
| | 福佳 | 7.5 | 330 | |
| | 时代 | 7.5 | 330 | 2011 |

| 厂商名 | 产品系列 | 零售价 (元) | 规格 (ml/瓶 (罐)) | 推出 (引入) 时间 |
|------|-----------|---------|---------------|------------|
| 华润啤酒 | 鹤岛 | 11 | 355 | 2016 |
| | 哈啤臻藏 1900 | 15 | 500 | 2017 |
| | SuperX | 8 | 500 | 2018 |
| | 马尔斯绿 | 12 | 500 | 2019 |
| | 匠心营造 | 15 | 500 | 2018 |
| | 脸谱 | 20 | 500 | 2016 |
| 青岛啤酒 | 鸿运当头 | 19 | 355 | 2015 |
| | 皮尔森 | 7 | 330 | 2015 |
| | 德国黑啤 | 16 | 500 | 2015 |
| | 奥古特 | 8.5 | 500 | 2010 |
| | 全麦白啤 | 11.5 | 500 | 2015 |
| 重庆啤酒 | 重庆纯生 | 15 | 500 | |
| | 克伦堡 1664 | 10 | 500 | 2010 |
| 燕京啤酒 | 12 度原浆白啤 | 14 | 500 | 2015 |
| 珠江啤酒 | 雪堡白啤精酿 | 11 | 500 | |

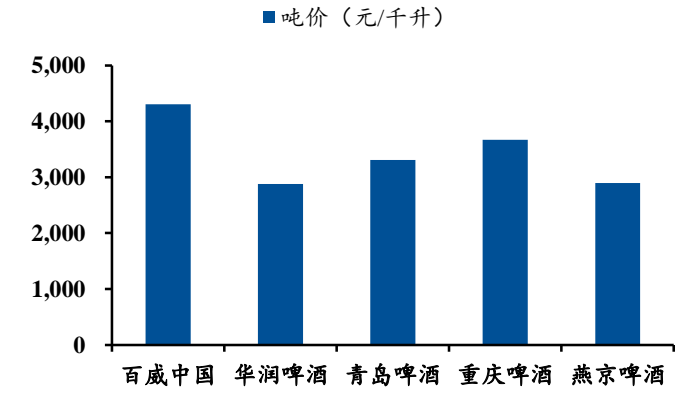
资料来源：京东商城，公司公告，招股书，民生证券研究院

图 21：18 年主要厂商产品结构（以销量计）



资料来源：Global Data，公司公告，民生证券研究院

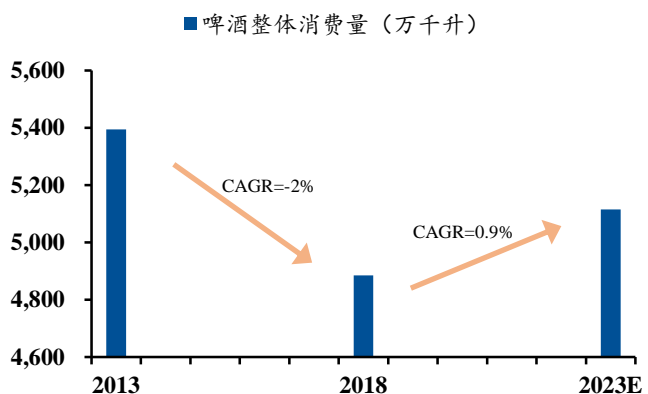
图 22：18 年主要厂商产品吨价



资料来源：Global Data，公司公告，民生证券研究院

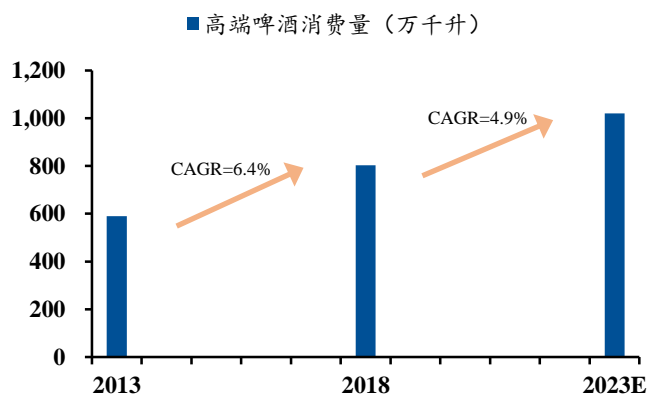
在需求端消费者提出新诉求及供给端主要玩家持续加码高端产品的共同作用下，高端啤酒消费量逆势增长。根据百威亚太招股书，尽管中国啤酒行业整体消费量自 13 年以来逐渐萎缩（13-18 年 CAGR 为 -2%），但是 13-18 年高端啤酒消费量反而逆势增长，5 年 CAGR 达到 6.4%，18 年高端啤酒录得 803 万千升。对标美国来看，我国高端啤酒销量占比仍有很大提升空间（18 年我国高端啤酒销量占比仅为 16.4%，同期美国为 42.1%），因此我国高端啤酒销量仍有较大发展空间。预计到 2023 年，中国高端啤酒的总消费量有望达到 1020 万千升，5 年 CAGR 达 4.9%。（注：百威亚太招股书里的消费量数据包括大量小型区域性啤酒酿造商未报告消费量的估计值，因此该数据略高于国家统计局披露的规模以上企业总产量数据）。

图 23: 13-18 年啤酒整体消费量 CAGR 为 -2%



资料来源: Global Data, 百威亚太招股书, 民生证券研究院

图 24: 13-18 年高端啤酒消费量 CAGR 为 6.4%

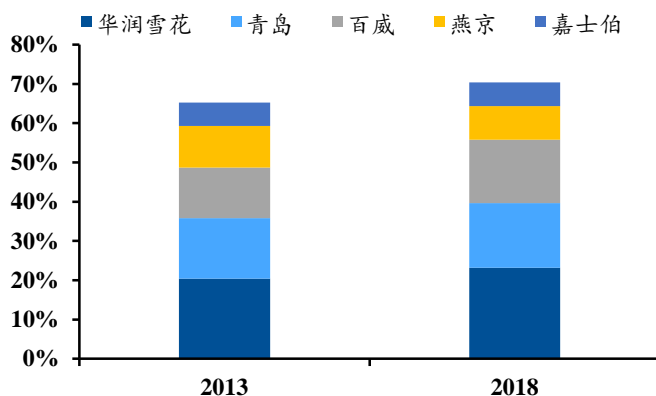


资料来源: Global Data, 百威亚太招股书, 民生证券研究院

四、高端啤酒竞争格局：百威一马当先，各玩家加深聚焦背景下仍存变数

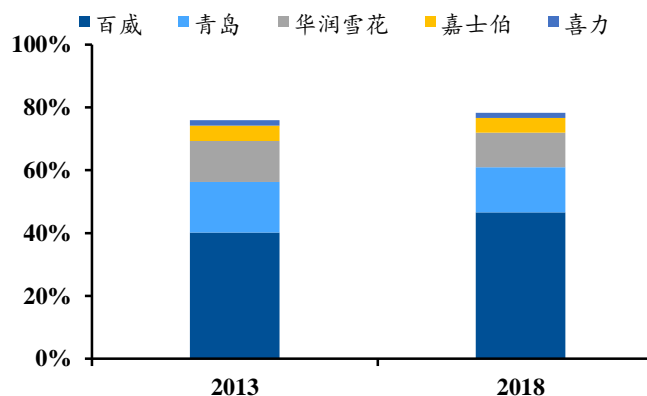
百威目前在国内高端啤酒市场份额仍遥遥领先。尽管凭借着并购整合配合低端产品走量策略，华润啤酒一直牢牢占据国内啤酒行业龙头位置(以消费量计)，但在高端啤酒细分市场，在品牌优势+先发优势助力下，百威在国内高端啤酒市场领先优势巨大。根据 Global data 数据，以消费量计，百威在国内高端啤酒市场市占率达 46.6%，遥遥领先于第二名青岛啤酒的 14.4%。

图 25: 啤酒行业市场份额逐步向头部聚集 (以销量计)



资料来源: Global Data, 百威亚太招股书, 民生证券研究院

图 26: 在高端啤酒细分市场百威始终一枝独秀 (以销量计)

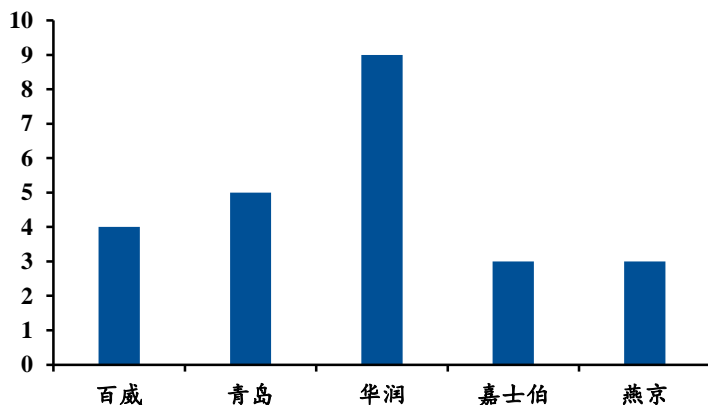


资料来源: Global Data, 百威亚太招股书, 民生证券研究院

各大玩家在各自优势基地市场推进产品高端化，百威在高端市场的绝对优势地位存在被威胁的可能性。前文我们提到，在近年来行业整体消费量持续走低但成本却逐渐走高的大背景下，各厂商所面对的囚徒困境使得各自在价格层面不主动求变是上策，即成本压力使得过去的低价营销策略不再行得通，但直接提价进而可能因此丧失市场份额的策略也不可接受。因此，两难情况下，依靠低价竞争撬动竞争对手优势市场份额的难度逐渐加大，巩固自身优势市场份额的成本收益比更高，因此各龙头逐渐减少劣势市场投入，聚焦精力深耕优势市场。目前看，尽管百威在高端啤酒市场一枝独秀，但是其仅在黑龙江、吉林、福建及江西处于寡头垄断地位

(市占率大于 40%)，同时华润、青啤、嘉士伯及燕京分别拥有 9/5/3/3 个优势省级市场；基于此，在各大玩家于各自优势基地市场持续加码发力高端化的背景下，我们认为以未来 5-10 年的长周期来看，我国高端啤酒市场百威一骑绝尘的局面有被逐渐打破的可能性。

图 27：主要玩家优势市场数量



资料来源：民生证券研究院

五、主要玩家财务对比：透过现象看本质

啤酒行业的重资产属性导致固定资产折旧摊销额营收占比较大，在各地区会计准则对于折旧摊销处理方式差异较大导致营业利润率、净利率等财务指标不可直接对比的背景下，**选取 EBITDA margin 进行对比可以有效消除折旧摊销处理方式的不同对于盈利的影响**。值得注意的是，大陆会计准则及香港会计准则下的 EBITDA margin 计算方式略有不同，主要区别在大陆的销售/管理费用率与香港 SG&A%（销售成本、综合开销及行政管理费用率）方面，其中香港准则下的 SG&A 类似于大陆准则下的销售及管理费用率，唯一区别在于其不包括折旧和摊销等非现金项目。

图 28：不同会计准则下 EBITDA margin 的计算方式



资料来源：民生证券研究院

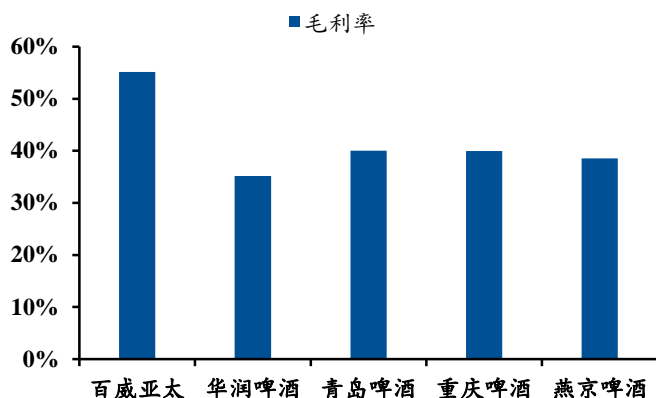
以 2018 年数据为基准，啤酒行业主要玩家华润/青啤/重啤/燕京的 EBITDA margin 相对于

百威亚太分别低 23/22/14/22 个百分点。基于（1）折旧摊销较为稳定且不同会计准则下折旧摊销方式有差异；（2）税金及附加变动不大且为客观因素，我们主要从毛利率及 SG&A（销售/管理费用率）的角度分析华润/青啤/重啤/燕京 EBITDA margin 显著低于百威亚太的原因。

1、毛利率：产品结构差异造成毛利率的鸿沟

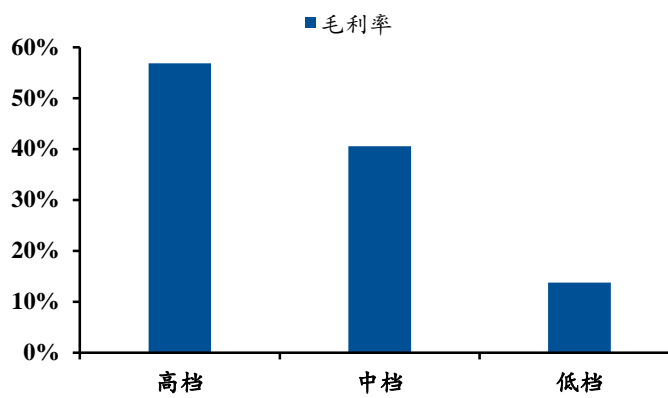
2018 年，百威亚太的毛利率达到 55.17%，较华润/青啤/重啤/燕京分别高出 20/15/15/17 个百分点，成为拉开 EBITDA margin 差距的主要因素。我们分析认为百威亚太毛利率显著高于其他玩家的主要原因在于其产品矩阵中高端产品占比显著高于其他玩家（见图 13、14）。

图 29：18 年百威亚太毛利率显著高于其他玩家（青啤毛利率为按可比口径调整后数据）



资料来源：百威亚太招股书，公司公告，民生证券研究院

图 30：高档啤酒毛利率显著高于中低档啤酒（以重庆啤酒 2018 年年报数据为例）

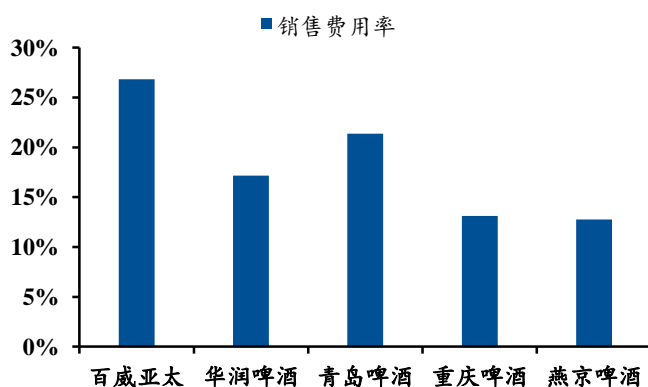


资料来源：Global Data，百威亚太招股书，民生证券研究院

2、SG&A %（销售/管理费用率）：总体而言国内玩家表现优于百威亚太

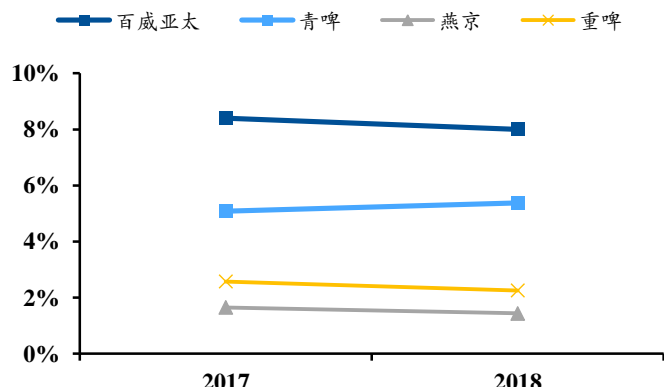
销售费用率方面，百威亚太显著高于其他玩家。18 年百威亚太的销售费用率（包括经销开支和销售及营销开支）达到 26.82%，较华润/青啤/重啤/燕京分别高出 10/5/14/14 个百分点，我们分析认为百威亚太销售费用率显著高于其他玩家的主要原因在于：（1）市场分散导致运费率高（青啤也面临相同问题）；（2）巩固其品牌壁垒需要大量广告、营销费用投入；（3）越南、印度等主要市场仍处于低成熟度阶段，需要投入大量费用去培育、占领市场。

图 31：18 年百威亚太销售费用率显著高于其他玩家



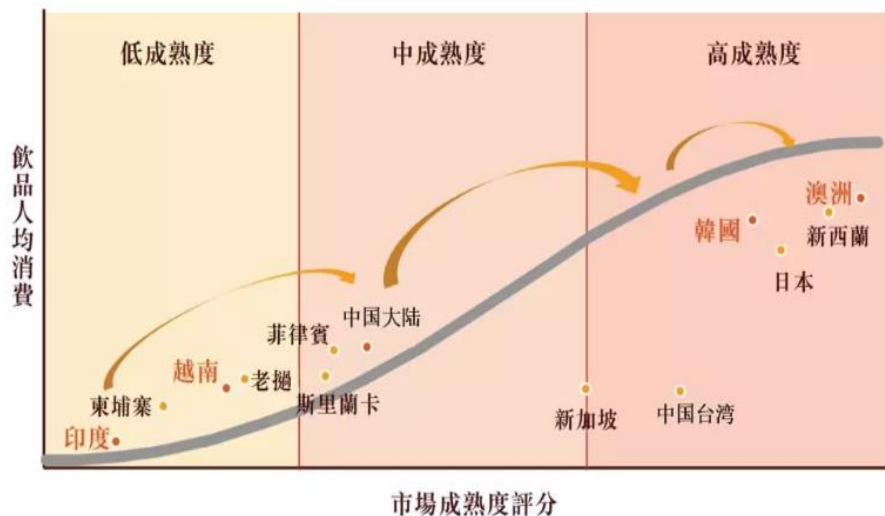
资料来源：公司公告，百威亚太招股书，民生证券研究院

图 32：百威亚太运费率显著高于其他玩家



资料来源：公司公告，百威亚太招股书，民生证券研究院

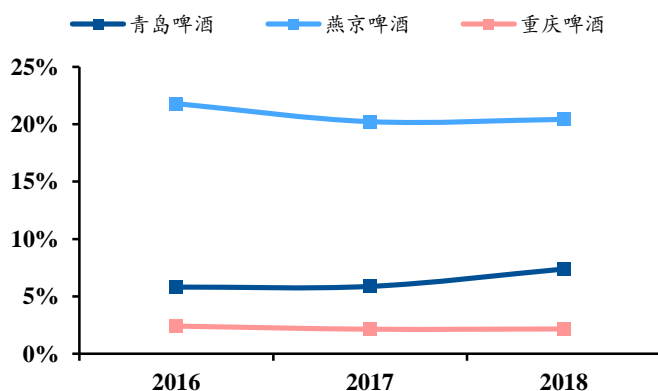
图 33：越南、印度等主要市场仍处于低成熟度阶段



资料来源：百威亚太招股书，民生证券研究院

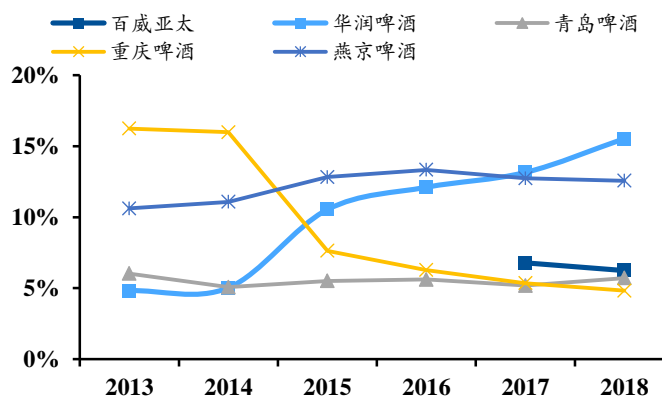
管理费用率方面，华润及燕京显著高于百威亚太，青啤及重啤低于百威亚太。细分来看，（1）华润及燕京管理费用高企主因员工数量冗余导致员工薪酬支出营收占比高，其中华润 18 年关闭了 13 家工厂，短期对管理费用率造成了负面影响（18 年员工补偿安置费 4.83 亿元，管理费率同比增加 2.38 个百分点）；（2）重啤通过产能优化带动管理费用率一路下行，从 13 年的 16.24% 逐年下滑到 18 年的 4.83%；（3）青啤 18 年关闭杨浦和芜湖公司，产生了 4759 万元员工安置成本，从而导致 18 年管理费用率上升了 0.54 个百分点，不过总体来看当前青啤管理费用率处于较低水平（18 年为 5.72%），同时随着产能优化的推进，青啤管理费用率具备进一步下降空间。

图 34：燕啤工资薪酬（管理费用）营收占比高于竞品



资料来源：公司公告，百威亚太招股书，民生证券研究院

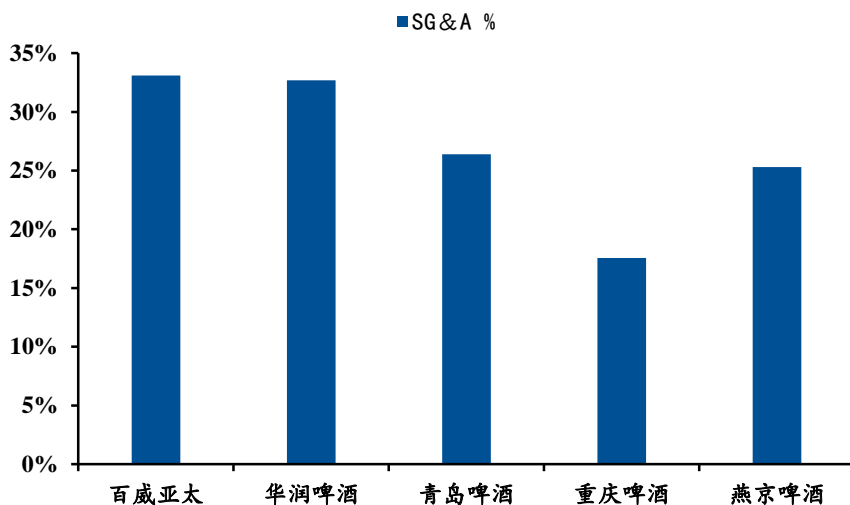
图 35：主要玩家管理费用率情况



资料来源：公司公告，百威亚太招股书，民生证券研究院

总体而言，尽管国内玩家在管理费用效率方面存在着或多或少的问题，但是凭借着更高的销售费用效率，国内玩家整体 SG&A 效率高于百威亚太。

图 36：18 年国内玩家整体 SG&A 效率高于百威亚太



资料来源：公司公告，百威亚太招股书，民生证券研究院

3、启示：产品升级+产能优化助力盈利能力改善

通过拆分 EBITDA margin，我们发现造成国内玩家盈利能力显著低于百威亚太的主要原因在于毛利率上的差距，而毛利率差距核心体现在产品结构差距。因此，在产品结构升级东风已至的背景下，国内厂商盈利弹性可期（以重庆啤酒为例，高档啤酒营收占比每提升 5 个百分点，整体毛利率提升约 1 个百分点）。同时，依靠产能优化，主要厂商管理费用率有进一步优化空间：产能过剩情况、拖累上市公司盈利情况背景下，产能优化成为厂商提质增效的重要手段，尽管关厂短期内会导致资产减值损失及员工安置费用（管理费用）增加，但长期看可以带来固定资产折旧减少+通过遣散减少员工薪酬进而推动管理费用率降低。（重庆啤酒在 15-17 年合计关闭了 10 间工厂，结合推进产品结构升级，EBITDA margin 3 年提升 15.13 个百分点；华润啤酒 18 年关闭了 13 间工厂，预计 19 年将进一步落实关厂策略；而青岛啤酒、燕京啤酒作为国企拥有维护社会稳定的责任，实际关厂难度较大，不过青岛啤酒 18 年关闭了上海、芜湖两间工厂，燕京啤酒也存在未来存在进行产能优化的预期。）

表 3：毛利率上的差距是造成国内玩家盈利能力显著低于百威亚太的主要原因

| | 百威亚太 | 华润啤酒 | 青岛啤酒 | 重庆啤酒 | 燕京啤酒 |
|------------------|------|---------|---------|---------|---------|
| 毛利率差距 | / | -20.03% | -15.15% | -15.24% | -16.64% |
| SG&A % 差距 | / | -9.66% | -5.46% | -13.69% | -14.07% |
| EBITDA margin 差距 | / | -23.00% | -21.67% | -13.92% | -22.24% |

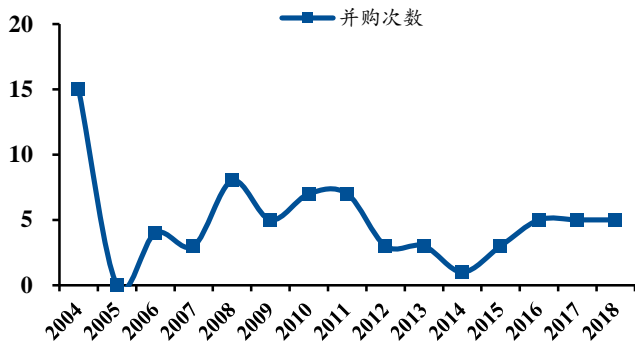
资料来源：公司公告，百威亚太招股书，民生证券研究院

表 4：毛利率对高档产品营收占比变动的敏感性分析（以重庆啤酒 2018 年年报数据为基准）

| | -10% | -5% | 5% | 10% | 15% | 20% | 25% | 30% |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 高档产品营收占比变动敏感性分析 | | | | | | | | |
| 毛利率变动 | -2.03% | -1.02% | 1.02% | 2.03% | 3.05% | 4.07% | 5.08% | 6.10% |

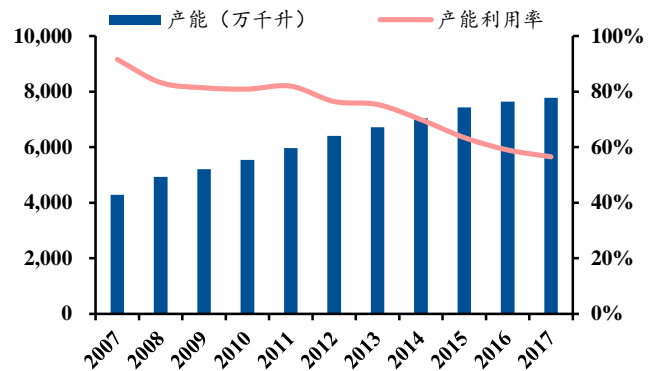
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 37: 行业并购事件此起彼伏



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 38: 行业产能利用率逐年下滑



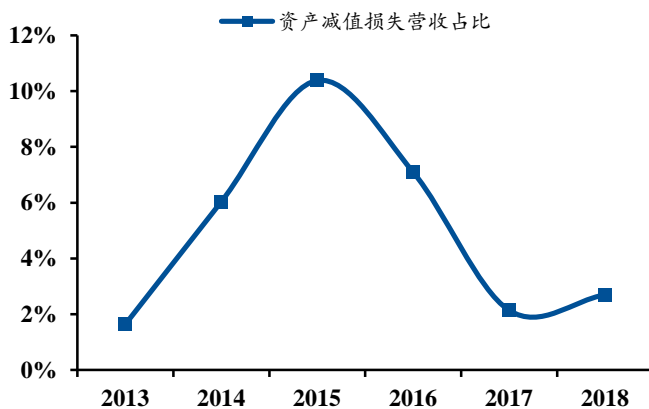
资料来源: wind, 民生证券研究院

表 5: 2015 年起各大巨头关厂动作不断

| 时间 | 华润啤酒 | 百威英博 | 重庆啤酒 | 青岛啤酒 |
|------|---------|--------|--|---------------|
| 2015 | 关停 3 家 | / | 关停 3 家 关闭黔江分公司 | / |
| 2016 | 关停 2 家 | 关停 2 家 | 关闭六盘水分公司 关闭安徽亳州公司 转让宁波大梁山 | / |
| 2017 | 关停 7 家 | 关停 6 家 | 转让重庆啤酒安徽九华山有限公司股权及债权 转让重庆啤酒安徽亳州有限公司股权及债权 转让甘肃金山啤酒有限公司股权和债权 | 在部分省份关停了部分生产线 |
| 2018 | 关停 13 家 | / | / | 关停 2 家 |

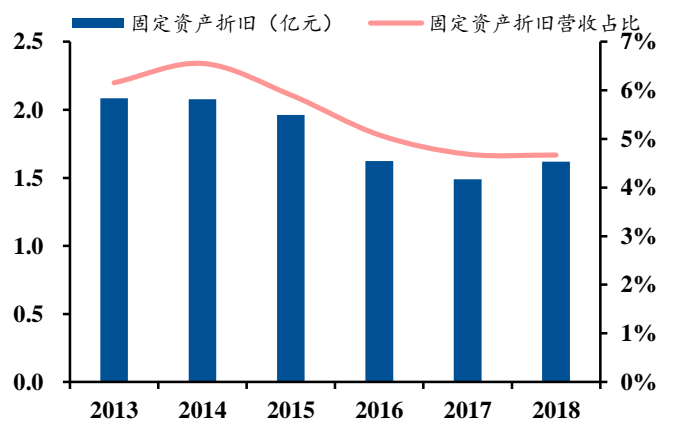
资料来源: 公司公告, 中国啤酒网, 民生证券研究院

图 39: 关厂短期内造成重啤资产减值损失的显著增加



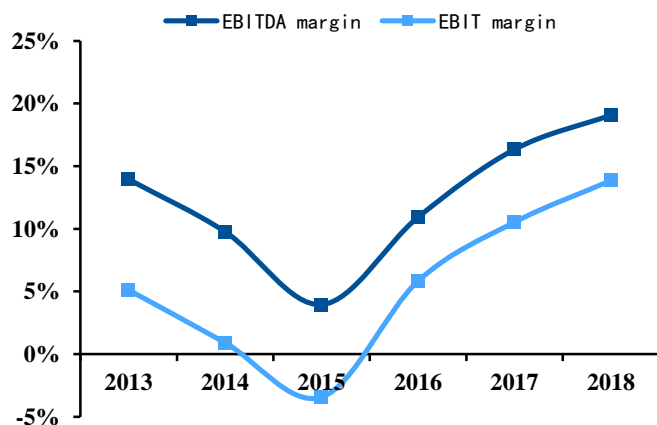
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 40: 受益于关厂, 重啤固定资产折旧营收占比逐年下降



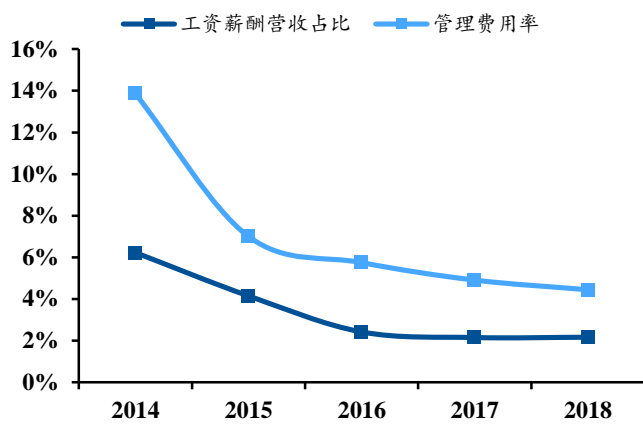
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 41: 受益于关厂, 13-18 年重啤 EBIT margin 提升幅度达到 8.74%, 高于 EBITDA margin 5.14% 的提升幅度



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 42: 关厂遣散员工带来重啤工资薪酬营收占比的降低进而促进管理费用率的下降 (按可比口径)



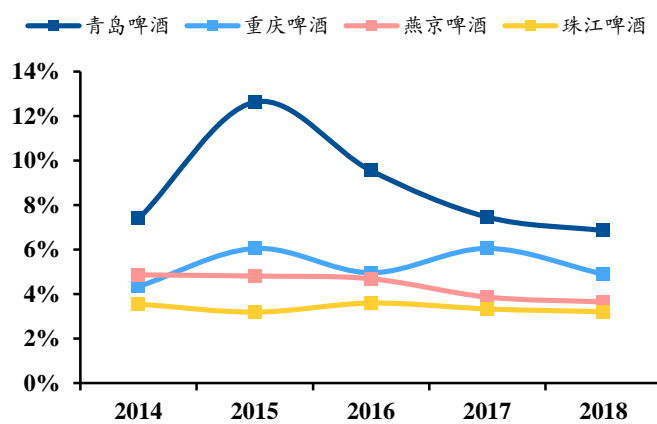
资料来源: wind, 民生证券研究院

六、投资建议

对于国内主要玩家而言, 除了上述提到的产品结构升级+产能优化将带来盈利弹性之外, 行业内竞争边际放缓叠加成本压力放缓迎合增值税率下调也将分别从不同角度给国内厂商盈利能力改善带来积极作用:

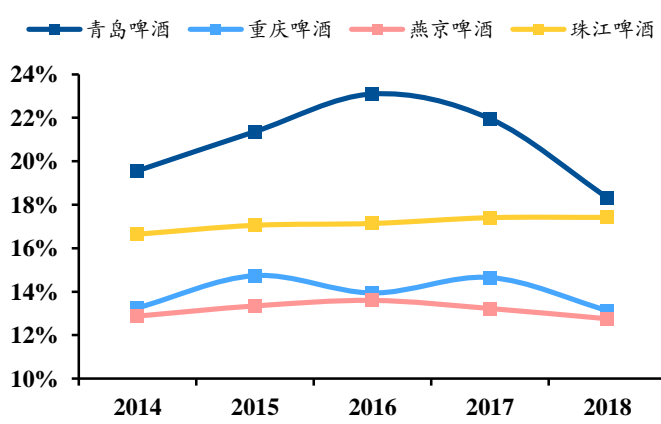
竞争趋缓促进销售费用率降低。除出厂价提升缓慢之外, 啤酒企业间价格战的另一显著的表现形式是厂商以促销形式向渠道让利, 因此啤酒行业的销售费用率一直居高不下。在竞争趋缓的背景下, 各大啤酒企业的广告+促销费用边际下降 (17 年重啤提升原因是大力推广嘉士伯高端产品导致广告支出较多), 进而促进销售费用率下降。我们预计, 随着厂商逐步加大对于盈利的诉求, 叠加吨价提升带来收入规模的增加, 各厂商销售费用率将会稳中趋降。

图 43: 主要厂商广告+促销费用率 17 年起逐渐下降



资料来源: wind, 民生证券研究院(注: 青啤 18 年数据为调整后数据)

图 44: 主要厂商销售费用率 17 年起逐渐下降



资料来源: wind, 民生证券研究院(注: 青啤 18 年数据为调整后数据)

19 年增值税率下调将给主要厂商带来约 1 个百分点的一次性净利率弹性。根据 2019 年两会的政府工作报告, 2019 年 4 月 1 日起制造业等行业增值税率从 16% 下调至 13%, 此次

下调力度较大，将利好盈利薄弱的啤酒行业，综合厂商在上下游的议价能力等因素，我们预计此次增值税率下调将给主要厂商带来 0.88-1 个百分点的一次性净利率弹性。

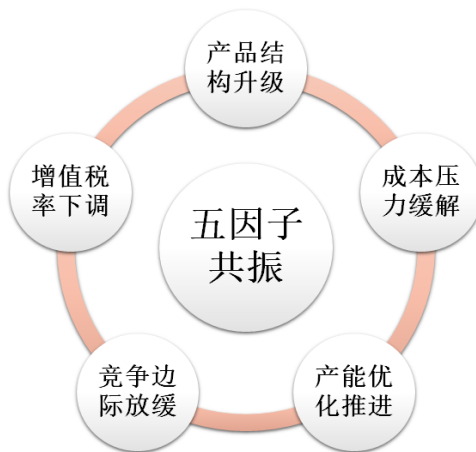
表 6：增值税率下调将给主要厂商带来 0.88-1 个百分点的一次性净利率弹性（单位：百万元，以 2018 年年报数据为基准）

| 厂商名 | 调整前 销售额 (含增 值税) | 原销项 税额 | 调整后销 项税额 | 营收增 加额 | 调整前不含 增值税直接 材料成本 | 原进项 税额 | 调整后进 项税额 | 成 本 减 少 额 | 税 金 及 附 加 减 少 额 | 税 后 利 润 增 厚 | 利 润 率 弹 性 |
|------|--------------------------|-----------|-------------|-----------|------------------------|-----------|-------------|-----------------|--------------------------|-------------------|--------------|
| 重庆啤酒 | 4,022 | 555 | 463 | 32 | 564 | 90 | 73 | 6 | 2 | 30 | 0.88% |
| 青岛啤酒 | 30,827 | 4,252 | 3,547 | 247 | 9,675 | 1,548 | 1,258 | 93 | 14 | 265 | 1.00% |
| 燕京啤酒 | 13,159 | 1,815 | 1,514 | 105 | 3,292 | 527 | 428 | 32 | 5 | 107 | 0.94% |
| 珠江啤酒 | 4,686 | 646 | 539 | 38 | 1,076 | 172 | 140 | 11 | 3 | 39 | 0.96% |

资料来源：公司年报，民生证券研究院整理

综上，在产品结构升级+成本压力放缓+产能优化推进+竞争边际放缓+增值税率下调五因子共振的助力下，我们看好国内玩家盈利能力持续改善。

图 45：五因子共振助力盈利能力持续改善



资料来源：民生证券研究院整理

1、青岛啤酒：产品、渠道、费用三方位突围，改革措施积极

1.产品方面：公司聚焦中高端，致力主品牌“青岛”高端化，在副品牌方面公司梳理各个品牌的定位和差异化特性，合理分配资源，规划协同发展。从最新财报来看，公司产品高端化策略成果显著：19Q1 公司啤酒吨价同比+5%上下，延续上升趋势；19Q1 青岛品牌占比同比提升了 0.95 个百分点，其中高端产品占比同比提升 0.96 个百分点；**2.渠道方面：**青啤提出深化市场销售网络，提高对终端客户的掌控能力，并不断提升区域市场分销能力，努力弱化大客户对于渠道深度分销的影响，除稳固山东、陕西市场外，拓展部分格局尚未明确的区域。**3.费用**

方面：2017 起年青啤明确提出优化费用投入，严格管控费用使用、核销及兑付流程，强化市场核查力度，提升了促销费用有效性管理和营销效率，17/18 年促销费用占比分别减少 1.8/0.83 个百分点，降费效果显著，但和同行业其他企业相比仍有下降空间。预计 19-21 年公司实现营业收入为 273.95 亿元/285.40 亿元/298.87 亿元，同比+3.1%/4.2%/4.7%；实现归属上市公司净利润为 17.40 亿元/21.08 亿元/25.08 亿元，同比+22.3%/21.2%/19.0%，折合 EPS 为 1.29 元/1.56 元/1.86 元，对应 PE 为 36X/30X/25X。维持“推荐”评级。

2、重庆啤酒：盈利能力引领行业，与嘉士伯强强联合公司未来可期

归功于公司深耕优势市场推进产品结构升级叠加产能优化步伐行业领先，重庆啤酒成为 A 股啤酒板块盈利能力最强的标的，18 年、19Q1 重庆啤酒净利率分别达到 12.15%、12.10%，在全行业遥遥领先。在啤酒行业中高端化进程持续推进的情况下，重庆啤酒有望发展成为中国高端啤酒市场的领军者之一。2013 年，重庆啤酒成为嘉士伯集团成员，根据当时嘉士伯的避免潜在同业竞争承诺，嘉士伯要在 2020 年 12 月之前将其与重庆啤酒存在潜在竞争的国内的啤酒资产和业务注入重庆啤酒。嘉士伯在云南、新疆、西藏、宁夏、青海等地发展良好，盈利能力强于重庆啤酒，因此未来随着嘉士伯与公司实现强强联合，公司盈利能力及市场份额有望进一步提高。在不考虑嘉士伯资产注入预期的前提下，预计 19-21 年公司实现营业收入为 37.23 亿元/40.35 亿元/43.41 亿元，同比+7.4%/8.4%/7.6%；实现归属上市公司净利润为 4.92 亿元/5.81 亿元/6.67 亿元，同比+21.9%/18.0%/14.8%，折合 EPS 为 1.02 元/1.20 元/1.38 元，对应 PE 为 41X/35X/30X。维持“推荐”评级。

3、燕京啤酒：深耕优势市场推进产品结构升级，盈利反弹有望持续

自 17 年公司归母净利润达到谷底之后，公司盈利能力持续修复，18 年归母净利润同比+11.47%，19Q1 同比+8.66%。公司在北京、内蒙古、广西三大优势市场市占率均超过 75%，优势市场的垄断地位是燕京推动产品结构升级的重要前提。17 年公司在广西市场推出的高端产品“漓泉 1998”终端动销良好，销量占比已经超过 70%，因此深耕优势市场推进产品结构升级将有助于公司盈利能力的显著提升，我们认为公司盈利反弹有望持续。预计 19-21 年公司实现营业收入为 120.24 亿元/125.15 亿元/132.55 亿元，同比+6.0%/4.1%/5.9%；实现归属上市公司净利润为 2.67 亿元/3.34 亿元/4.01 亿元，同比+48.6%/24.9%/20.0%，折合 EPS 为 0.09 元/0.12 元/0.14 元，对应 PB 为 1.50X/1.47X/1.42X。维持“推荐”评级。

4、珠江啤酒：产品结构改善明显，区域优势地位强化

1.产品方面：公司产品结构持续改善，在广东市场优势地位更为稳固。2018 年公司销售啤酒 124 万吨，同比+2.5%，其中珠江纯生/珠江 0 度销量分别为 43/60 万吨，同比+6.7%/+1.1%，易拉罐销量 34.9 万吨，同比+8%。公司以珠江 0 度扩张规模，以珠江纯生为利润增长点，并拓展雪堡、精酿、原浆等高端产品，不断改善产品结构，2018 年吨酒收入/吨酒毛利分别同比提升 4.8%/8.5%。2018 年公司广东市场占有率达 32%，其中珠三角/佛山/东莞市场占有率分别为 37%/54%/44%，较上年同期分别提升 2.9/3.8/3.6 个百分点；**2.营销方面：**文商旅业联动，总部开发可期：目前公司已完成南沙参观走廊项目建设，联动珠江-英博国际啤酒博物馆、珠江·琶醍啤酒文化创意艺术区和南沙生产基地，打造广州文商旅精品。未来总部地块转变为商业用

地后，公司将探索总部开发新模式，预计会与现有文商旅项目联动开发，有利于推动公司品牌建设。预计 19-21 年公司实现营业收入 43.02/46.46/50.41 亿元，同比+6.5%/+8.0%/+8.5%；归母净利润为 4.0/4.38/4.78 亿元，同比+9.2%/+9.5%/+9.2%，折合 EPS 为 0.18/0.20/0.22 元，对应 PE 分别为 36X/34X/30X。维持“推荐”评级。

六、风险提示

啤酒消费需求不及预期；极端天气影响超预期；食品安全风险等

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 在发展初期啤酒产量与人均可支配收入成正相关 | 4 |
| 图 2: 14 年起我国啤酒产量见顶回落 | 4 |
| 图 3: 17 年啤酒上市公司销售成本率显著提升 (青啤 18 年继续提升主要原因在于会计准则发生变化) | 5 |
| 图 4: 青岛啤酒成本构成 (2018 年年报) | 5 |
| 图 5: 青岛啤酒包材在直接材料中占比过半 | 5 |
| 图 6: 瓦楞纸价格 17 年显著提升, 18 年 9 月起回落 | 6 |
| 图 7: 铝材价格 17 年显著提升, 18 年 11 月起趋稳 | 6 |
| 图 8: 玻璃价格指数 17 年显著提速, 19 年开始回落 | 6 |
| 图 9: 进口大麦价格增势边际放缓 | 6 |
| 图 10: 仅少数省份已决出绝对领先者 | 7 |
| 图 11: 低端产品占比仍愈 7 成 | 7 |
| 图 12: 市场份额逐渐向头部聚集 | 8 |
| 图 13: 百威英博在中国的发展历程 | 9 |
| 图 14: 百威在中国地区的品牌矩阵 | 9 |
| 图 15: 百威英博在中国高端啤酒细分市场市占率遥遥领先 | 9 |
| 图 16: 印度及越南啤酒消费量远低于中国 | 10 |
| 图 17: 百威在中国销量低于华润及青啤 (单位: 万千升) | 10 |
| 图 18: 百威在中国吨价高于主要竞争对手 (单位: 元/千升) | 10 |
| 图 19: 18 年百威中国总营收领先行业 (单位: 百万元) | 10 |
| 图 20: 18 年百威中国高端产品销量遥遥领先 | 10 |
| 图 21: 18 年主要厂商产品结构 (以销量计) | 12 |
| 图 22: 18 年主要厂商产品吨价 | 12 |
| 图 23: 13-18 年啤酒整体消费量 CAGR 为 -2% | 13 |
| 图 24: 13-18 年高端啤酒消费量 CAGR 为 6.4% | 13 |
| 图 25: 啤酒行业市场份额逐步向头部聚集 (以销量计) | 13 |
| 图 26: 在高端啤酒细分市场百威始终一枝独秀 (以销量计) | 13 |
| 图 27: 主要玩家优势市场数量 | 14 |
| 图 28: 不同会计准则下 EBITDA margin 的计算方式 | 14 |
| 图 29: 18 年百威亚太毛利率显著高于其他玩家 (青啤毛利率为按可比口径调整后数据) | 15 |
| 图 30: 高档啤酒毛利率显著高于中低档啤酒 (以重庆啤酒 2018 年年报数据为例) | 15 |
| 图 31: 18 年百威亚太销售费用率显著高于其他玩家 | 15 |
| 图 32: 百威亚太运费率显著高于其他玩家 | 15 |
| 图 33: 越南、印度等主要市场仍处于低成熟度阶段 | 16 |
| 图 34: 燕啤工资薪酬 (管理费用) 营收占比高于竞品 | 16 |
| 图 35: 主要玩家管理费用率情况 | 16 |
| 图 36: 18 年国内玩家整体 SG&A 效率高于百威亚太 | 17 |
| 图 37: 行业并购事件此起彼伏 | 18 |
| 图 38: 行业产能利用率逐年下滑 | 18 |
| 图 39: 关厂短期内造成重啤资产减值损失的显著增加 | 18 |
| 图 40: 受益于关厂, 重啤固定资产折旧营收占比逐年下降 | 18 |
| 图 41: 受益于关厂, 13-18 年重啤 EBIT margin 提升幅度达到 8.74%, 高于 EBITDA margin 5.14% 的提升幅度 | 19 |
| 图 42: 关厂遣散员工带来重啤工资薪酬营收占比的降低进而促进管理费用率的下降 (按可比口径) | 19 |
| 图 43: 主要厂商广告+促销费用率 17 年起逐渐下降 | 19 |
| 图 44: 主要厂商销售费用率 17 年起逐渐下降 | 19 |
| 图 45: 五因子共振助力盈利能力持续改善 | 20 |

表格目录

| | |
|---|----|
| 表 1: 17 年底至 18 年中啤酒行业掀起集体提价潮 | 5 |
| 表 2: 主要玩家高端品牌 | 11 |
| 表 3: 毛利率上的差距是造成国内玩家盈利能力显著低于百威亚太的主要原因 | 17 |
| 表 4: 毛利率对高档产品营收占比变动的敏感性分析 (以重庆啤酒 2018 年年报数据为基准) | 17 |
| 表 5: 2015 年起各大巨头关厂动作不断 | 18 |
| 表 6: 增值税率下调将给主要厂商带来 0.88-1 个百分点的一次性净利率弹性 (单位: 百万元, 以 2018 年年报数据为基准) | 20 |

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

徐洋，食品饮料行业研究助理，金融学硕士。2018年加入民生证券。

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|-----------------------------|------|-------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。