

食品饮料

本周专题：啤酒行业利润率提升空间探讨

市场已经认可啤酒行业高端化以及利润率提升逻辑，但对于利润率提升空间和弹性的量化尚未清晰。为解构国内啤酒企业盈利能力提升空间，我们从高端化、效率提升两个角度，与国内外企业进行对比分析。

高端化是核心驱动力

未来行业吨价有望超过 5000 元/吨，毛利率达到 55.7%-57.7%。从产品结构看，当前主流价格带为 4-5 元，但销量逐年下滑，腰部 6-8 元中档价格带承接主流消费升级逐步扩容，未来或成为主力价格带区间。同时随着消费者对多元化、个性化需求增长，10 元及以上高端啤酒占比持续提升。对标美国，成熟啤酒市场销量结构以核心(对应人民币 8.4-10.2 元/500ml)为主，呈现“中间大两头小”格局。对标美国成熟阶段销量结构，我国啤酒行业未来均价有望超过 5000 元/吨。

产业链格局变化、罐化率提升贡献利润率改善。我国啤酒行业餐饮端加价倍率在 3 倍左右，估算美国啤酒行业加价倍率 2.2 倍。因而相较于海外啤酒行业税收负担较重，我国啤酒产业链较大部分利润留存于餐饮终端。此外，罐化率将快速提升，提高啤酒盈利能力，未来我国啤酒行业毛利率水平能够达到 55.7%-57.7%。

运营效率提升是重要来源

产能优化、运营效率改善也是啤酒行业利润率提升的重要来源。重庆啤酒、华润啤酒先进行产能优化，减少出血点以节约费用，轻装上阵发力高端化。相较于百威英博，国内啤酒企业在生产端、销售端都存在效率优化空间。关闭落后低效产能，提升产能利用率；减员增效，人均产出、人员待遇同步提升，提高员工积极性。经我们测算，通过产能优化、运营效率提升，华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒 EBIT margin 提升空间分别为 2.0、8.9、1.7pct。华润啤酒、嘉士伯中国在产能优化及效率提升方面处于领先地位，青岛啤酒改善空间仍大。

开源比节流更重要。对比国内啤酒企业与海外啤酒企业主要财务指标，盈利能力的主要差距源于毛利率水平。我们预计未来啤酒行业整体净利润率仍有 5-10pct 的提升空间。嘉士伯中国由于产品结构占优，净利润率或能提升至 20%以上。从利润释放节奏而言，产能优化止住出血点、加速发力高端的前 3-5 年通常是利润弹性较大的阶段。

风险提示：消费者需求变化、原材料成本上涨、行业竞争加剧、假设及测算存在一定偏差。

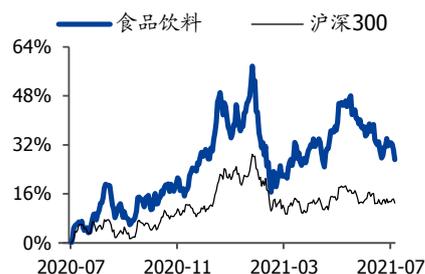
重点标的

| 股票代码 | 股票名称 | 投资评级 | EPS (元) | | | | PE | | | |
|-----------|------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 买入 | 2.23 | 2.22 | 2.96 | 3.66 | 86.96 | 87.35 | 65.51 | 52.98 |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 买入 | 1.61 | 2.18 | 2.70 | 3.22 | 60.30 | 44.53 | 35.96 | 30.15 |
| 002461.SZ | 珠江啤酒 | 增持 | 0.26 | 0.31 | 0.35 | 0.39 | 40.77 | 34.19 | 30.29 | 27.18 |

资料来源：Wind、国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 沈阳

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：2020H1 基金持仓分析：占比稳居第一，次高端与啤酒备受青睐》2021-07-23
- 2、《食品饮料：食品饮料板块 2021 中报前瞻》2021-07-04
- 3、《食品饮料：行业新纪元，消费新时代——2021 年中投资策略》2021-06-06

内容目录

| | |
|------------------------|---|
| 本周专题：啤酒行业利润率提升空间 | 3 |
| 高端化是核心驱动力 | 3 |
| 运营效率提升是重要来源 | 6 |
| 风险提示 | 9 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图表 1: 主要品牌产品结构比较(2020年) | 3 |
| 图表 2: 美国啤酒销量结构 | 3 |
| 图表 3: 美国百威英博价格带分布 | 3 |
| 图表 4: 国内啤酒均价提升空间 | 4 |
| 图表 5: 不同财务准则中消费税在财报中差别 | 4 |
| 图表 6: 美国啤酒消费税征收历史 | 4 |
| 图表 7: 国内及美国啤酒市场加价倍率比较 | 5 |
| 图表 8: 国内主要啤酒品牌净吨酒价(剔除消费税) | 5 |
| 图表 9: 国内主要啤酒企业罐化率 | 5 |
| 图表 10: 美国罐化率水平持续提升 | 5 |
| 图表 11: 罐装化率提升对吨成本影响测算 | 6 |
| 图表 12: 国内啤酒行业平均毛利率提升空间测算 | 6 |
| 图表 13: 百威英博美国概况(2018年) | 7 |
| 图表 14: 主要啤酒企业工厂数量及单个工厂产量(2020年) | 7 |
| 图表 15: 主要啤酒企业员工数量及人均产出(2020年) | 7 |
| 图表 16: 产能优化及效率提升对盈利能力改善空间(基于2020年数据) | 8 |
| 图表 17: 主要啤酒企业毛利率比较 | 9 |
| 图表 18: 主要啤酒企业费用率比较 | 9 |
| 图表 19: 主要啤酒企业 EBITDA margin 比较 | 9 |
| 图表 20: 主要啤酒企业经调整净利润率比较 | 9 |

本周专题：啤酒行业利润率提升空间

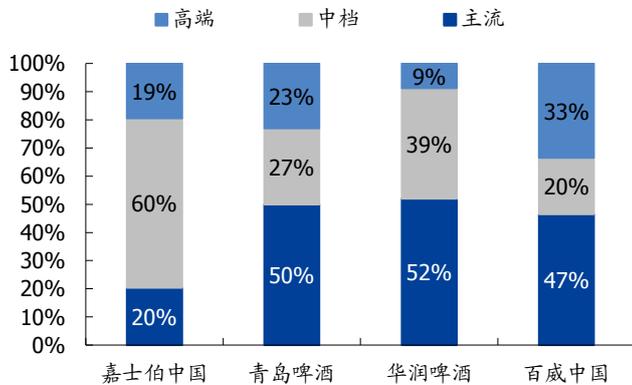
市场已经认可啤酒行业高端化以及利润率提升逻辑，但对于利润率提升空间和弹性的量化尚未清晰。为解构国内啤酒企业盈利能力提升空间，我们从高端化、效率提升两个角度，与国内外企业进行对比分析。

高端化是核心驱动力

国内产品结构：腰部价格带扩容，高端啤酒占比持续提升。国内啤酒行业当前主流价格带为4-5元，但销量逐年下滑，腰部6-8元中档价格带承接主流消费升级逐步扩容，未来或成为主力价格带区间。同时随着消费者对多元化、个性化需求增长，10元及以上高端啤酒占比持续提升。国内啤酒龙头企业中，市场份额靠前的CR3华润啤酒、青岛啤酒以及百威中国产品结构中约有50%销量来自5元及以下的主流价格带，构成基地市场销量的基本盘。嘉士伯中国产品结构更优，通过多年在基地市场推动产品结构优化，当前以6-8元中档为主，乌苏、1664拉动高端啤酒销量占比持续扩大。

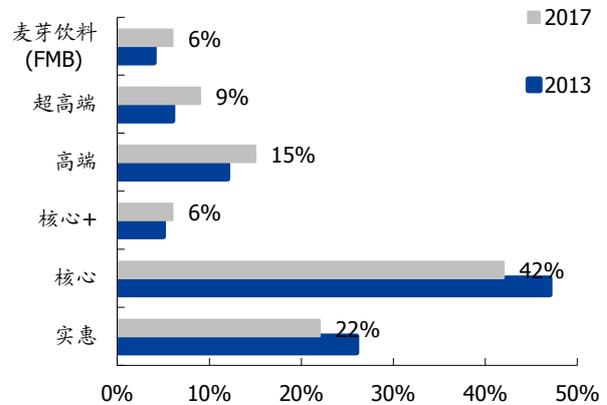
对标美国，成熟啤酒市场销量结构以核心为主，核心+以上占比持续提升。根据百威英博对美国啤酒市场结构的划分，与国内类似基本每2元形成一个价格带，但结构上呈现“中间大两头小”的格局。销量占比最高的为核心价格带(对应人民币8.4-10.2元/500ml)，对应于国内啤酒中档6-8元价格带。此外从2013、2017年变化来看，美国啤酒行业核心、实惠两个价格带销量占比下滑，核心+及以上销量占比提升，高端、超高端啤酒提升幅度更大。

图表1: 主要品牌产品结构比较(2020年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表2: 美国啤酒销量结构



资料来源: ABI, 国盛证券研究所

图表3: 美国百威英博价格带分布

| 百威英博美国价格带 | 价格区间(12盎司) | 对应人民币(350ml) | 对应人民币(500ml) |
|-----------|------------|--------------|--------------|
| 实惠 | <90美分 | 5.9元 | 8.4元以下 |
| 核心 | 90-110美分 | 5.9-7.2元 | 8.4-10.2元 |
| 核心+ | 110-130美分 | 7.2-8.5元 | 10.2-12.1元 |
| 高端 | 130-160美分 | 8.5-10.4元 | 12.1-14.9元 |
| 超高端 | >160美分 | 10.4元以上 | 14.9元以上 |

资料来源: ABI, 国盛证券研究所(注: 12盎司约为354.84ml)

中长期看，我国啤酒行业均价有望超过 5000 元。我们假设国内啤酒行业经过 10 年时间高端化过程，能够达到美国成熟啤酒市场“中间大两头小”的结构。同时考虑国内龙头啤酒企业自 2019 年开始将推广重点放在 8 元价格带产品，例如华润啤酒的 Super X、青岛啤酒经典 1903 以及重庆啤酒乐堡、醇麦国宾，我们预计在未来 8 元价格带占比有望提升至 30%。经我们测算，未来国内啤酒均价有望达到 5250 元/吨，8-10 年增长 CAGR 约为 5.8%-7.2%。

图表 4: 国内啤酒均价提升空间

| 国内啤酒价格带 | 平均价格 (元/吨) | 预计占比 (成熟时期) | 对应行业均价 (元/吨) |
|-----------------|------------|-------------|-----------------------|
| 实惠 (5 元及以下) | 2500 | 20% | 5250 (10 年 CAGR 5.8%) |
| 中档 (6-8 元) | 4200 | 25% | |
| 中档高/次高 (8-10 元) | 5500 | 30% | |
| 高端 (10-12 元) | 7000 | 15% | |
| 超高端 (12 元及以上) | 10000 | 10% | |

资料来源: 国盛证券研究所测算

对标海外啤酒企业，国内啤酒行业高端化升级空间有多大？由于国内和海外啤酒消费税差异，在对比吨酒价之前，我们先探讨啤酒消费税差异以及对报表端影响。

- ✓ 国内啤酒企业按照从量法缴纳消费税，对于出厂价在 3000 元以上的啤酒每吨消费税 250 元，3000 元以下的每吨 220 元。消费税体现在财报里“税金及附加”科目，2020 年青岛啤酒消费税为 16.7 亿元，占收入比重约 6.1%。
- ✓ 美国啤酒消费税是一种价外税，从制造商到零售商各环节都需要征收消费税。根据美国啤酒协会，联邦和州征收的啤酒消费税约为 1.93-3.2 美元/箱，约占零售价的 10-20%，仅联邦政府征收啤酒消费税为 18 美元/桶，还原后约 1073.7 人民币/吨。报表端海外啤酒企业将消费税从营收中扣除。

图表 5: 不同财务准则中消费税在财报中差别

| | A 股啤酒企业 | 港股啤酒企业 | 美国啤酒企业 |
|------------------|---|----------|------------------------------------|
| 消费税的计税方法 | 每吨啤酒出厂价格(含包装物及包装物押金)在 3000 元及以上的，单位消费税额为每吨 250 元，其他啤酒按每吨 220 元。 | | 每桶(31 加仑)18 美元，换算后约为 1073.7 人民币/吨。 |
| 在财报里体现方式 | 税金及附加科目 | 计入 COGS | 从收入中扣除 |
| 消费税占收入比 (2020 年) | 重庆啤酒 5.3% 青岛啤酒 6.1% | 华润啤酒约 8% | 约 15% |

资料来源: 公司公告, National Journal, 国盛证券研究所

图表 6: 美国啤酒消费税征收历史

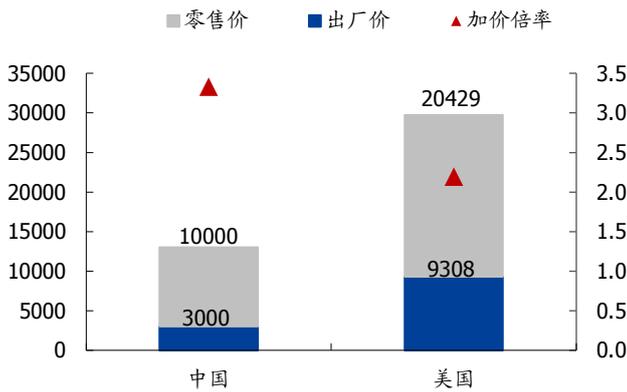
| 时间 | 征收标准 |
|--------|---|
| 1933 年 | 5 美元/桶 |
| 1940 年 | 6 美元/桶 |
| 1945 年 | 8 美元/桶 |
| 1951 年 | 9 美元/桶 |
| 1976 年 | 大型啤酒厂: 9 美元/桶; 小型啤酒厂: 前 6 万桶 7 美元/桶 |
| 1991 年 | 大型啤酒厂: 18 美元/桶; 小型啤酒厂: 前 6 万桶 7 美元/桶 |
| 2018 年 | 年产量 600 万桶以上: 前 600 万桶 16 美元/桶, 其余部分 18 美元/桶; 年产量 200-600 万桶: 16 美元/桶; 年产量 200 万桶以下: 前 6 万桶 3.5 美元/桶, 6-200 万桶 16 美元/桶。 |

资料来源: 美国啤酒协会, 国盛证券研究所

我国啤酒行业加价倍率更高，吨酒价仍有较大提升空间。结合上文百威英博美国市场零售价及出厂价，我们估算美国啤酒行业加价倍率约为 2.2 倍，低于我国餐饮渠道 3 倍左右的加价倍率。我们认为相较于海外啤酒行业税收负担较重，我国啤酒产业链较大部分利润留存于餐饮终端。

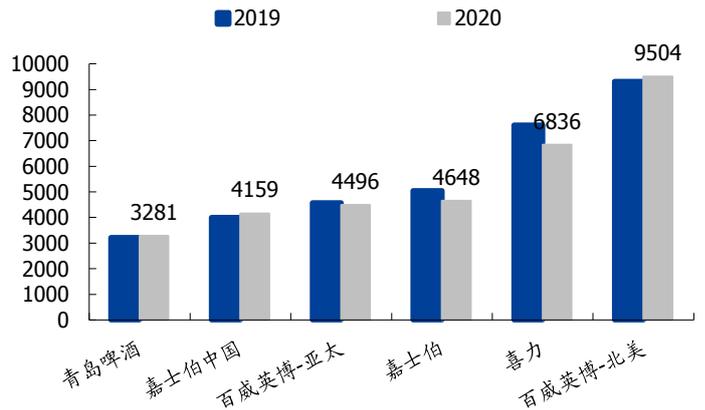
从剔除消费税影响的主要啤酒品牌吨酒价看，国内主要啤酒企业吨酒价在 3000-4000 元，2020 年剔除消费税后嘉士伯中国吨酒价为 4159 元、百威亚太吨酒价为 4496 元。对标海外市场百威英博北美吨酒价为 9504 元，可见我国啤酒市场高端化空间广阔，来自于产品结构升级、竞争格局改善后渠道利润回收。

图表 7: 国内及美国啤酒市场加价倍率比较(元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

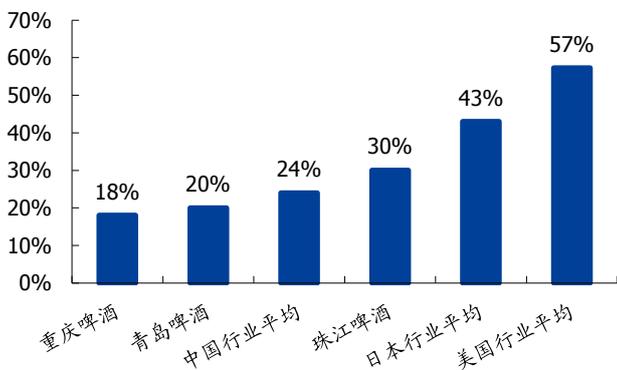
图表 8: 国内主要啤酒品牌净吨酒价(剔除消费税, 元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

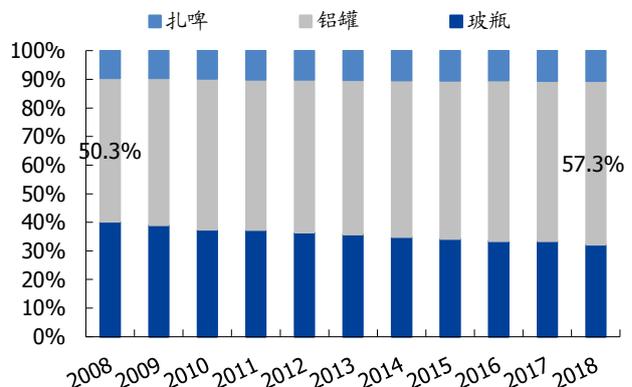
罐化率快速提升，提高啤酒盈利能力。随着家庭及中高端餐饮消费场景增加，啤酒罐化率逐步提升，2020 年疫情更加速这一趋势。当前国内啤酒罐化率约为 24%，珠江啤酒、青岛啤酒罐化率由于销售渠道和跨区域方便运输的原因罐化率水平领先。对标海外啤酒市场，日本平均罐化率水平为 43%、美国罐化率 57%，美国罐化率自 2008 年以来持续提升。与玻璃瓶相比，易拉罐采购成本、运输成本更低，且省去回瓶成本，因而同类产品罐装比瓶装利润高 15% 以上。

图表 9: 国内主要啤酒企业罐化率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

图表 10: 美国罐化率水平持续提升



资料来源: 美国啤酒协会, 国盛证券研究所

假设我国啤酒罐装化率达到 40%，啤酒吨成本下降空间约 6.7%。根据青岛啤酒年报，2020 年成本构成中包装物占比约为 50% (包括纸箱)。考虑到一个铝罐成本约为 0.5 元，

一个玻瓶成本约为 0.8 元。根据以上假设，我们对罐装化率提升对吨成本影响进行敏感性测算，以当前罐化率 24% 为计准，中性条件下未来我国罐装化率达到 40%，吨成本下降幅度约为 6.7%。

图表 11: 罐装化率提升对吨成本影响测算

| 未来罐装化率 | 30% | 40% | 50% |
|---------|-------|-------|--------|
| 吨成本下降幅度 | -2.9% | -6.7% | -10.6% |

资料来源: 国盛证券研究所测算

国内啤酒行业毛利率空间提升空间有多少?

我们考虑 3 个要素: **1) 吨价上涨**。根据前文测算, 若达到美国成熟市场啤酒消费结构, 未来 10 年我国啤酒行业每年吨价涨幅约为 5.8%。**2) 吨成本上涨**。考虑人工、原材料等成本上涨, 假设啤酒企业每年吨成本涨幅为 1.5-2%。**3) 罐装化率提升**。假设啤酒行业罐装化率未来 10 年达到 40% 水平, 即整体吨成本下行 6.7%。

经测算中性假设下, 未来 10 年我国啤酒行业毛利率水平能够达到 55.7%-57.7%。

图表 12: 国内啤酒行业平均毛利率提升空间测算

| 横轴: 每年吨价涨幅 | 假设① | 假设② | 假设③ | 假设④ |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 纵轴: 每年吨成本涨幅 | 4% | 5% | 6% | 7% |
| 1.5% | 51.2% | 55.7% | 59.7% | 63.3% |
| 2% | 48.8% | 53.5% | 57.7% | 61.5% |

资料来源: 国盛证券研究所测算

运营效率提升是重要来源

产能优化、运营效率改善也是啤酒行业利润率提升的重要来源。重庆啤酒 2013 年开始通过“勇者之路”、“资援新征程”对产能进行优化, 减少出血点以节约费用投入下一阶段的“扬帆 22”计划。华润啤酒通过 3 个 3 年计划, 2017-19 年通过优化产能、组织改造关闭 20 余家亏损工厂、员工数量减少近一半, 轻装上阵发力高端化。

相较于百威英博, 国内啤酒企业在生产端、销售端都存在效率优化空间。**生产端**, 百威英博美国 2018 年销量 1010 万吨, 仅 24 个工厂, 平均单个工厂产量为 42 万吨; 而国内体量接近的华润啤酒 2020 年销量 1110 万吨, 70 家工厂(2016 年为 98 家工厂), 平均啤酒工厂产能约为 10-20 万吨。**销售端**, 百威英博美国仅有 430 个经销商, 员工总数 1.8 万人; 国内啤酒行业以深度分销模式为主, 2020 年青岛啤酒经销商数量为 1.44 万个, 员工总数 3.6 万人。

图表 13: 百威英博美国概况(2018年)

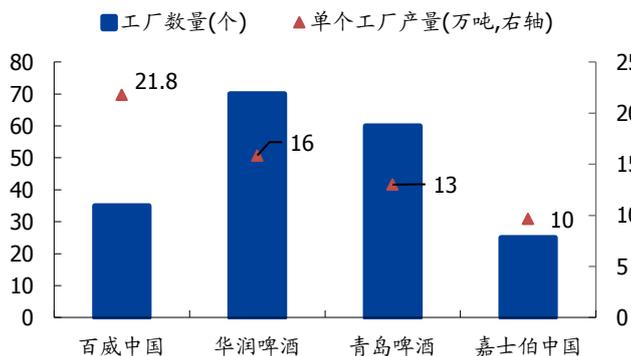


资料来源: ABI, 国盛证券研究所

关闭落后低效产能，提升产能利用率。国内啤酒企业早期通过资本并购、跑马圈地实现全国化布局，出现产能布局不均、产能落后且产能利用率的问题。2016年华润啤酒在全国有98家啤酒工厂，平均单厂产量约12万吨，产能利用率约为53%。2017年华润啤酒开启产能优化，至2020年工厂数量为70家，平均单厂产量约16万吨，产能利用率提升至59%。华润啤酒产能优化效果显著，虽然工厂数量仍位列第一，但单厂产量已经超越青啤、嘉士伯中国，仅次于百威英博中国。

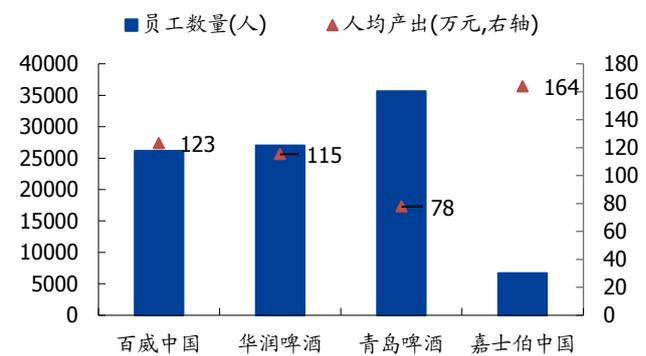
减员增效，人均产出、人员待遇同步提升，提高员工积极性。从人均产出看，嘉士伯中国人均产出领先，2020年人效达到164万/人，主要源于嘉士伯以财务指标考核为导向，注重提升运营效率。华润啤酒员工总数自2016年的5.82万人下降至2020年2.7万人，人均产出自49万元提升至116万元，年人均薪酬也从10万翻倍至20万元。青岛啤酒自2018年开启减员增效，人均产出自64万提升至78万，年人均薪酬自11万提升至15万。

图表 14: 主要啤酒企业工厂数量及单个工厂产量(2020年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 主要啤酒企业员工数量及人均产出(2020年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们对产能优化、效率提升对盈利能力改善空间进行测算:

- ✓ **关键假设 1:** 假设产能利用率达到理想状态 75%，计算单位产量折旧摊销的优化空间。嘉士伯中国经过“资援新征程”计划产能利用率已经接近 70%；华润啤酒、青

岛啤酒通过产能利用率进一步提升，优化空间分别为 21.1%、22.7%。

- ✓ **关键假设 2:** 假设人均产销量水平达到 450 吨/人的理想水平。华润啤酒人均产销量提升明显，自 2016 年 201 吨/人提升至 2020 年 411 吨/人位列第一。美国百威英博人均产销量约 560 吨/人，考虑国内外经销体系差别，我们假设国内企业人均产销量达到 450 吨/人，并除上文理想产量得出理想员工人数。通过计算结果可以大致看出华润啤酒、青岛啤酒、嘉士伯中国分别还有 5%、43.6%、11.1% 优化空间。

最后根据以上两个方面优化后的折旧摊销、员工费用测算公司的 EBIT margin 提升空间，在其他条件不变，仅考虑通过产能优化、效率提升两方面，华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒 EBIT margin 提升空间分别为 2.0、8.9、1.7pct。华润啤酒、嘉士伯中国在产能优化及效率提升方面处于领先地位，青岛啤酒改善空间仍大。

图表 16: 产能优化及效率提升对盈利能力改善空间(基于 2020 年数据)

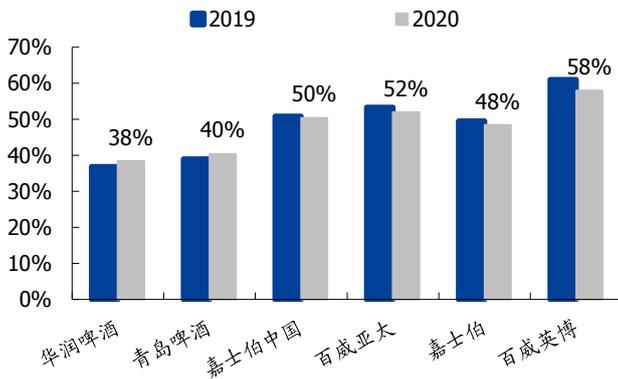
| | 华润啤酒 | 青岛啤酒 | 嘉士伯中国 |
|-------------------------|-------|--------|-------|
| 折旧摊销优化测算 | | | |
| 设计产能(万吨) | 1875 | 1349 | 350 |
| 实际产量(万吨) | 1110 | 782 | 242 |
| 产能利用率 | 59.2% | 58.0% | 69.1% |
| 理想产量(万吨) | 1406 | 1011.8 | 262.5 |
| 折旧摊销/实际产量(元/吨) | 151.5 | 147.6 | 170.9 |
| 折旧摊销/理想产量(元/吨) | 119.6 | 114.1 | 157.5 |
| 优化空间 % | 21.1% | 22.7% | 7.8% |
| 员工支出优化测算 | | | |
| 员工费用(百万) | 5607 | 5042 | 1403 |
| 员工总人数(人) | 27000 | 35678 | 6676 |
| 人均产销量(吨/人) | 411 | 219 | 362 |
| 理想员工人数(人) | 24667 | 17378 | 5378 |
| 可减少人数(人) | 2333 | 18300 | 1298 |
| 员工平均薪酬(万/年) | 21 | 14 | 21 |
| 可节省员工开支(百万) | 280 | 2196 | 156 |
| 优化空间 % | 5.0% | 43.6% | 11.1% |
| EBIT margin 提升空间 | | | |
| 折旧摊销/收入 | 5.3% | 4.2% | 3.8% |
| 员工费用/收入 | 17.8% | 18.2% | 12.8% |
| 优化后折旧摊销/收入 | 4.2% | 3.2% | 3.5% |
| 优化后员工费用/收入 | 16.9% | 10.3% | 11.4% |
| EBIT margin 提升空间 | 2.0% | 8.9% | 1.7% |

资料来源: 国盛证券研究所测算

对比国内啤酒企业与海外啤酒企业主要财务指标，我们发现海外啤酒企业毛利率、销售费用率均高于国内啤酒企业，百威亚太受益于高毛利率、折旧摊销较多，EBITDA margin 较国内啤酒品牌高 10-20 pct。而国内主要啤酒企业之间主要差距在于毛利率水平，嘉士伯中国产品结构领先，毛利率较同行高 10pct。

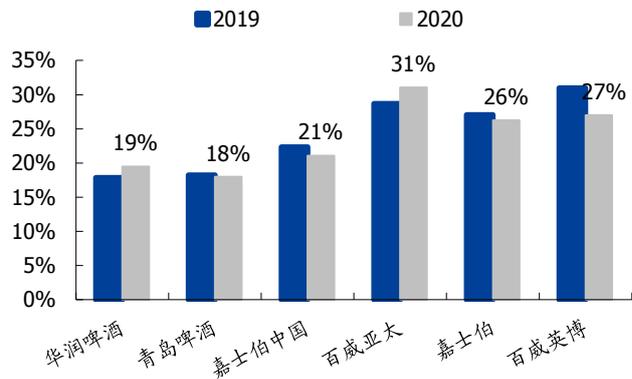
综合分析，开源比节流更重要，高端化啤酒行业利润率提升核心驱动力、产能优化是重要来源。我们预计啤酒行业达到稳态时，整体毛利率水平提升至55%左右，同时考虑高端化过程中品牌投入增加、人员激励提高，产能优化及效率提升带来部分费用节约，整体费用率水平提升5-6pct。当前头部啤酒企业加紧布局大产能工厂，长期看不排除类似百威亚太折旧摊销占比提升。我们预计未来啤酒行业整体净利润率仍有5-10pct的提升空间。嘉士伯中国由于产品结构占优，净利润率或能提升至20%以上。从利润释放节奏而言，产能优化止住出血点、加速发力高端的前3-5年通常是利润弹性较大的阶段。

图表 17: 主要啤酒企业毛利率比较



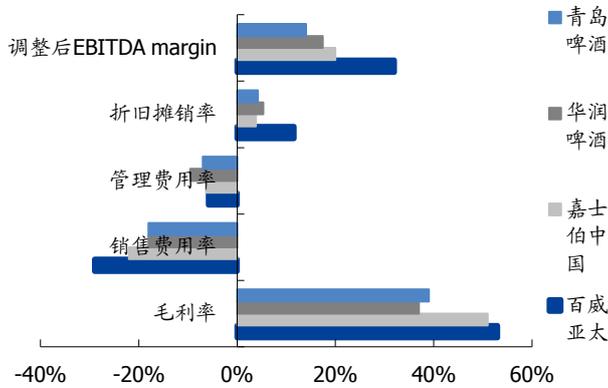
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

图表 18: 主要啤酒企业费用率比较



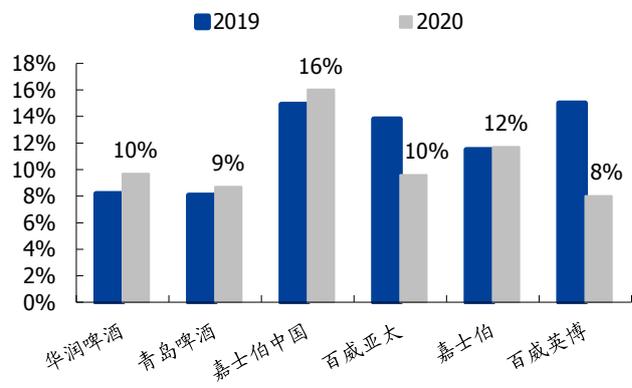
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 主要啤酒企业 EBITDA margin 比较(2019 年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

图表 20: 主要啤酒企业经调整净利润率比较



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

风险提示

消费者需求变化、原材料成本上涨、行业竞争加剧、假设及测算存在一定偏差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用
 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持 | | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 | |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com