

# 食品饮料

## 涨价专题之啤酒篇：看好龙头，把握弹性

**PPI 向 CPI 传导，行业提价是“果”不是“因”。**PPI 为代表的生产端价格上涨会带动下游原材料价格上涨，企业转移成本压力催生涨价，进而带动 CPI 上行，但传导过程多因素影响、较为复杂。复盘过去 PPI 快速上行阶段多催生食品饮料行业提价窗口，2021 年初至今 PPI 快速上行，Q3 部分企业报表端已开始出现成本压力，预计将催生新一轮行业提价窗口。

**啤酒行业涨价复盘：成本上涨催生涨价窗口，此轮更似 2018。**回顾 2007-2008、2010-2011 和 2017-2018 年的行业成本上行周期，在上涨周期末均有企业为应对成本压力而选择提价，2020H2 以来原材料价格再次上行，2021Q3 部分企业报表端吨成本上行明显，行业整体承压，预计将催生新一轮涨价窗口，同时考虑到行业发展进入新周期，高端化、行业量减价增、公司利润导向成为行业发展新方向，预计此轮提价将更类似 2018 年的行业提价，提价后的价格传导机制将更为顺畅。

**定量测算：企业应对成本上涨的能力和提价带来的业绩弹性。本轮成本压力更胜于前，提价迫在眉睫。**据我们搭建的啤酒生产成本模型，年内原材料几个上涨带动成本同比高增，幅度大于上一轮行业成本上行周期，当前正是提价最佳窗口期。从个股角度看，重庆啤酒应对成本上涨的能力最强，青岛啤酒亦能在成本压力下维持同期毛利率水平。**涨价的表观影响在加速兑现。**上一轮行业提价对业绩的正向贡献较 2008 年更为显著，我们认为净利率更多取决于行业发展阶段与公司日常经营诉求，2016 年以来各家酒企在利润导向下，净利率上行明显，看好新周期下提价对业绩的贡献。同时我们对具体企业明年业绩进行敏感性分析，**产品结构相对较差、销售毛利率较低的企业，业绩对成本和吨价变动更敏感**，青岛啤酒在提价幅度能够覆盖成本上涨的情况下弹性最大，同时建议关注盈利能力处于相对低位的燕京啤酒，提价有望带来较为明显的业绩弹性，而重庆啤酒则具备更强的应对成本上涨的能力，即便在提价不及预期、成本上涨超预期的假设下，2022 年业绩依然能够较 2021 年实现正增长，整体经营更为稳定。

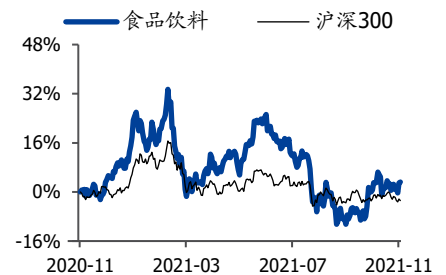
**市场反馈：短期和长期视角下，股价如何演绎？短期提价预期及相关举措落地能够带来超额收益**，主要来自于提价带来业绩弹性的乐观预期，相关提价消息催化是股价上涨的主要推动力。长期股价增长需要业绩支撑，在行业“跑马圈地”、企业盈利能力受压制的发展阶段，股价表现不一，提价窗口期第二年受制于动销情况、提价转移等多方面因素，业绩与股价涨跌互现；2016-2020 年间，各家酒企业绩端复合增速普遍实现正增长，股价表现与业绩增速较为匹配，**长期来看，业绩增长是啤酒企业股价上涨的根本动力**，我们认为长期视角下啤酒行业竞争趋缓、格局向好，啤酒龙头企业未来持续通过产品高端化、提高经营效率等手段实现业绩稳定增长，预计股价亦可同步亦趋。

**投资建议：**随着啤酒企业提价预期落地，预计吨酒价有望加速上行，关注明年提价传导、产品高端化进程与成本压力下公司业绩表现，**核心推荐：青岛啤酒、重庆啤酒**，建议关注**珠江啤酒**。

**风险提示：**成本模型及相关测算具有局限性，疫情局部反复影响消费恢复，行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨。

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

研究助理 郝宇新

邮箱：haoyuxin@gszq.com

### 相关研究

- 1、《食品饮料：2021 季报总结食品篇：积极应对成本压力，边际改善渐显现》2021-11-03
- 2、《食品饮料：2021 季报总结调味品篇：提价落地，春天即来》2021-11-02
- 3、《食品饮料：季报总结之白酒篇：表观留有余力，景气轮动正在演绎》2021-11-01

## 内容目录

1、PPI 向 CPI 传导，行业提价是“果”不是“因”.....	4
2、啤酒：成本上涨催生提价窗口，看好龙头未来表现.....	4
2.1、啤酒行业涨价复盘：成本上涨催生涨价窗口，此轮更似 2018 .....	4
2.1.1、啤酒行业性成本上行周期末催生提价窗口 .....	4
2.1.2、行业宏观发展与微观竞争进入新周期，本轮提价效果有望好于过往 .....	8
2.2、定量测算：企业应对成本上涨的能力和提价带来的业绩弹性.....	9
2.2.1、成本上涨时各家酒企应对成本上涨的能力如何？ .....	9
2.2.2、涨价对公司盈利能力影响几何？ .....	12
2.2.3、若行业普遍提价，主要啤酒企业业绩弹性如何？ .....	13
2.3、市场反馈：短期和长期视角下，股价如何演绎？ .....	15
风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1: CPI 与 PPI 走势 (%) .....	4
图表 2: 2013 年青岛啤酒成本详细拆分.....	5
图表 3: 啤酒 (申万) 销售毛利率与净利率情况 (%) .....	5
图表 4: 近年啤酒企业提价信息整理.....	5
图表 5: 主要啤酒企业 2007-2008 年吨成本变化 (元/吨) .....	6
图表 6: 2007-2009 年珠江啤酒原材料采购价格 (元/吨) .....	6
图表 7: 主要啤酒企业 2007 和 2008 年年报中关于成本变动的表述 .....	6
图表 8: 2010 年以来玻璃价格走势 .....	7
图表 9: 2010 年以来进口大麦均价走势.....	7
图表 10: 2014 年以来瓦楞纸价格走势 .....	7
图表 11: 2010 年以来铝合金价格走势 .....	7
图表 12: 四家啤酒企业吨成本同比变化 .....	8
图表 13: 啤酒 (申万) 毛利率与销售费用率变化方向趋同.....	8
图表 14: 2000 年以来中国啤酒产量.....	8
图表 15: 2015 年以来啤酒行业每年新增产能逐年下降.....	9
图表 16: 中国啤酒市场行业集中度不断提高.....	9
图表 17: 啤酒成本模型.....	9
图表 18: 通用啤酒成本模型测算的成本变动情况 .....	10
图表 19: 成本模型对毛利率影响的计算公式.....	10
图表 20: 青岛啤酒实际毛利率与成本测算毛利率变化情况.....	11
图表 21: 重庆啤酒实际毛利率与成本测算毛利率变化情况.....	11
图表 22: 珠江啤酒实际毛利率与成本测算毛利率变化情况.....	11
图表 23: 燕京啤酒实际毛利率与成本测算毛利率变化情况.....	11
图表 24: 2021Q4 玻璃价格有所回落.....	12
图表 25: 进口大麦价格较 7 月高点有所回落.....	12
图表 26: 主流啤酒企业单季度毛利率同比变化情况 (pct) .....	12
图表 27: 2007 年以来主要啤酒企业净利率情况.....	13
图表 28: 毛利率与净利率同比变化对比 .....	13

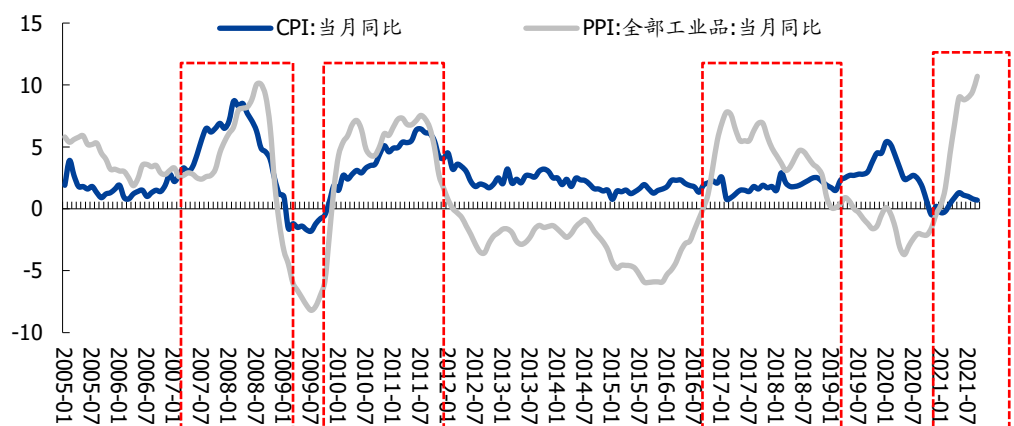
图表 29: 2020 年主要啤酒企业吨酒价 .....	13
图表 30: 2020 年主要啤酒企业销售毛利率.....	13
图表 31: 青岛啤酒在 2022 年不同吨价与吨成本假设下的业绩增速 (剔除模型中土地征收补偿对业绩的影响) .....	14
图表 32: 重庆啤酒在 2022 年不同吨价与吨成本假设下的业绩增速 .....	15
图表 33: 珠江啤酒在 2022 年不同吨价与吨成本假设下的业绩增速 .....	15
图表 34: 2007 年末至 2008 年初主要啤酒企业与板块涨跌幅情况 .....	16
图表 35: 2017 年末至 2018 年初主要啤酒企业与板块涨跌幅情况 .....	16
图表 36: 2008-2016 年主要啤酒企业收入、业绩与股价情况 .....	17
图表 37: 2016-2020 年主要啤酒企业收入、业绩与股价情况 .....	17

## 1、PPI 向 CPI 传导，行业提价是“果”不是“因”

PPI 与 CPI 是生产与消费端重要的价格观察指标，PPI 周期性更为明显，而 CPI 整体趋稳，PPI 作为上游价格风向标，生产端价格上行会带动下游原材料上涨，进而推动企业转嫁价格压力，带动 CPI 上行，但 PPI 向 CPI 的传导过程受很多因素影响、较为复杂。2021 年初全球大宗商品价格上涨明显，带动 PPI 迅速高企，9 月份 PPI 当月同比+10.7%，创近年新高，而 CPI 由于国内生猪供给恢复、猪肉价格回落，年内 CPI 未见明显涨幅。

复盘 4 次 PPI 大幅上行的阶段来看，PPI 大幅上涨阶段往往会催生食品饮料行业公司普遍提价，PPI 当月同比增速较高位回落的时间点与 CPI 同比增速回落的时间点相差约 6 个月，未来存在 PPI 向 CPI 传导的可能性。2007-2008 年和 2010-2011 年 PPI 与 CPI 的快速上行催生了食品饮料行业提价窗口，而 2017-2018 年 PPI 快速上涨、CPI 相对温和，部分企业依然因成本压力选择提价，2021 年以来 PPI 再次快速上行，Q3 部分企业报表端已开始出现成本压力，我们预计这将催生新一轮行业提价窗口。

图表 1: CPI 与 PPI 走势 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

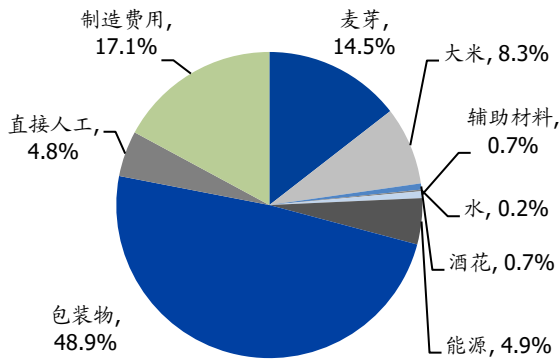
## 2、啤酒：成本上涨催生提价窗口，看好龙头未来表现

### 2.1、啤酒行业涨价复盘：成本上涨催生涨价窗口，此轮更似 2018

#### 2.1.1、啤酒行业性成本上行周期末催生提价窗口

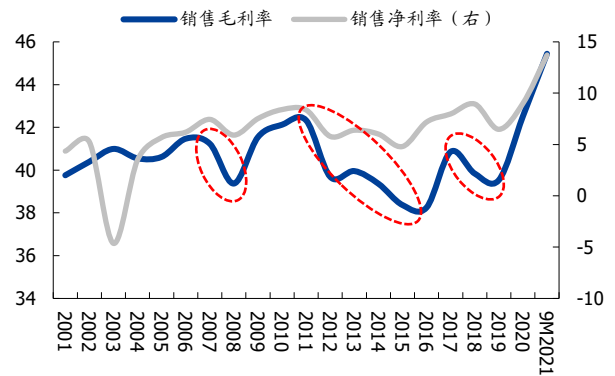
什么是影响啤酒企业生产成本的关键因素？据 2013 年青岛啤酒年报披露的啤酒生产成本拆分，包材与麦芽是啤酒企业成本变动的主要影响因素，分别占成本的 48.9%和 14.5%，啤酒企业包材主要是玻璃瓶、易拉罐与纸箱。从上市啤酒企业的角度看，近年来板块盈利能力整体呈上行趋势，啤酒（申万）板块净利率从 2004 年的 3.5%提高至 2020 年的 9%，但期间销售毛利率则因成本波动呈现明显的周期性特征，2008、2014-2016 和 2018-2019 年均为毛利率相对低点。

图表 2: 2013 年青岛啤酒成本详细拆分



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 啤酒(中万)销售毛利率与净利率情况(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**前 3 轮行业成本上行周期均催生涨价窗口，此轮涨价预期正在兑现中。**由于啤酒企业有主动进行供应链管理的需求，多会提前为关键原材料进行锁价以稳定生产经营活动，所以啤酒企业多数不会根据原材料价格实时调整产品价格，这造成了成本上涨的压力具有滞后性。复盘 2007-2008、2010-2011 和 2017-2018 年的行业成本上行周期，在上涨周期末均有企业为应对成本压力而选择提价，过去几年主流啤酒企业的提价举措也印证了这个逻辑。2020H2 以来啤酒行业主要原材料价格快速上行，开启第 4 轮成本上行周期，部分企业已开始制定涨价计划并积极落地，考虑到 Q4 进入啤酒消费淡季，历史上多次提价均集中于 Q4 和 Q1 淡季，以期实现“淡季提价-消费者逐渐接受-旺季正常动销”的效果，此次涨价预期正在兑现过程中。

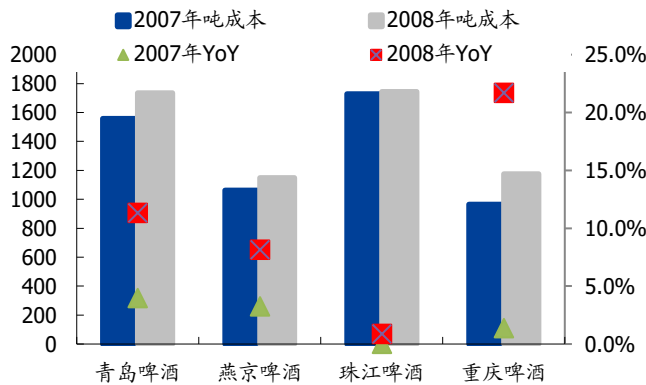
图表 4: 近年啤酒企业提价信息整理

公司名称	提价时间	提价产品及提价幅度
燕京啤酒	2007 年底	70 多个品种中的 6 个产品进行提价，幅度 6% 左右
燕京啤酒	2008 年初	核心市场调价约 5%-10%
青岛啤酒	2008 年初	提高部分产品价格
珠江啤酒	2008 年 4 月	珠江啤酒部分产品涨价
燕京啤酒	2010 年 1 月	继续提价，在京销售的 10 度清爽型啤酒出厂价上调 10%
青岛啤酒	2011 年初	高档啤酒纯生、小瓶和易拉罐提价 4%-5%；中档啤酒青岛经典大瓶提价 5%
华润啤酒	2010-2011 年	雪花啤酒瓶装与听装共同提价；四川、辽宁、安徽、吉林等的确产品提价
燕京啤酒	2017 年 12 月	对 460ml 本生啤酒终端进货结算价顺涨 3 元/箱，单瓶零售价涨 1 元；北京地区清爽也进行了提价
华润啤酒	2018 年 1 月	对包括雪花纯生、勇闯天涯等 9 款主力产品每件提价 2-10 元不等
青岛啤酒	2018 年 1 月	对一些区域部分产品进行调价，平均涨幅不超 5%
重庆啤酒	2018 年 2 月	核心市场瓶装纯生和低端罐装出厂价提 5%
百威啤酒	2018 年 3 月	年后批价从 57 元/件提高至 85 元/件，涨幅近 50%；哈啤计划 4 月提价
燕京啤酒	2018 年 3 月	低端产品涨价 5% 左右；4 月份中端系列产品涨价
青岛啤酒	2018 年 5 月	青岛优质啤酒提价，全国提价 2 元/箱
青岛啤酒	2019 年 3 月	纯生提价 10% 左右，经典 1903 瓶装山东提价
百威啤酒	2021 年 4 月	根据当地通胀会进行部分价格调整
百威亚太	2021 年 10 月	部分产品部分地区提价 3%-10%

资料来源: 新浪财经, 网易财经, 界面新闻, 国盛证券研究所

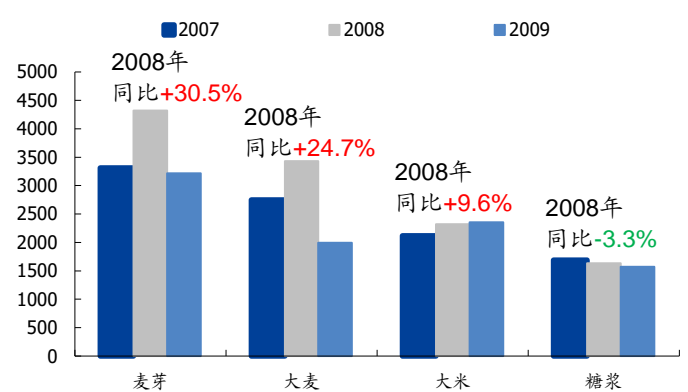
**2007-2008年的成本上行周期:** 2007年末进口大麦均价上涨75%，根据珠江啤酒招股说明书，麦芽/大麦/大米的采购价格在2008年同比+30.5%/24.7%/9.6%，成本压力较大，过报表端主流啤酒企业吨成本变化也体现出明显的成本压力，青岛啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒销售吨成本分别同比+11.3%/8.1%/0.9%/21.7%，同时由于2008年金融危机叠加汶川地震压制啤酒消费需求，啤酒企业普遍规模效应不明显，这也是成本压力突显的原因之一。根据各家年报中对年度经营情况的讨论，2007年原材料价格上涨明显，因为各家啤酒企业生产经营活动中的原材料锁价行为，成本压力集中体现在2008年，而在2008年末、2009年初由于金融危机原材料价格迅速下跌，珠江啤酒招股说明书中提到“2008年11、12月大麦价格下跌55.6%”，各家啤酒企业成本压力得到缓解。

图表5: 主要啤酒企业2007-2008年吨成本变化(元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 2007-2009年珠江啤酒原材料采购价格(元/吨)



资料来源: 珠江啤酒招股说明书, 国盛证券研究所

图表7: 主要啤酒企业2007和2008年年报中关于成本变动的表述

公司	时间	年报成本相关变动的表述	判断
青岛啤酒	2007年	2008年面临着原材料价格上涨和竞争进一步加剧的挑战; 啤酒生产原材料价格连续上涨;	成本上涨始于2007年末
	2008年	上报告期末原材料价格上涨...本集团预付大额原材料采购款..., 本报告期末随着原材料价格的稳定...	2008年末成本上涨趋势趋缓
燕京啤酒	2007年	2006年年底以来, 啤酒原材料价格一路上涨, 特别是2007年, 进口大麦价格涨幅较大。	成本压力较大
	2008年	公司...全力消化原辅材料价格上涨...等成本大幅上涨压力	成本压力缓解
华润啤酒	2007年	平均售价较2006年上升, 因而抵消原材料成本上涨而导致千升酒平均成本上升...	成本压力相对可控
	2008年	面对啤酒行业原料成本不断上涨的压力... 2008年初的啤酒提价亦有助舒缓麦芽及酒花成本和财务费用上涨的压力	成本压力缓解
重庆啤酒	2007年	承受了原辅材料成本持续上涨的压力	成本压力较大
	2008年	2008年, 麦芽、酒花、大米、包装物等原辅材料价格大幅波动给公司供应工作带来较大困难。	成本压力较大

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**2010-2011年成本上涨周期:** 本轮成本上涨主要是由于大麦价格迅速上行, 2011年末较2010年初进口大麦均价上涨70%，带动啤酒企业成本高企，同期铝罐价格也有一定波动，共同带动2011年青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒吨成本较2009年上涨7.9%/6.4%/14.6%/8.8%，而同期吨价分别上涨6.1%/8.2%/9.0%/11.8%，仅燕京啤酒与珠江啤酒吨价上行能够覆盖成本上涨幅度。

**2017-2018年成本上涨周期:** 供给侧改革实施后部分原材料呈现短期供不应求的现象, 2018年末玻璃/进口大麦/铝合金价格较2017年初+8.5%/+40.0%/+4.8%, 期间多类原材料价格冲高回落, 如玻璃价格在2016年上涨明显, 带动行业成本端再次承压。在此轮上涨周期中, 上市啤酒企业报表端压力更为明显, 2018年青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/珠江啤酒吨成本较2016年上涨6.9%/16.3%/8.0%/7.4%, 同期吨酒价上涨5.2%(青啤2018年表观吨酒价同比+0.2%, 系会计准则调整, 将市场助销费用冲抵收入所致)/13.4%/8.4%/5.8%, 仅重庆啤酒可以通过吨酒价上行冲抵成本压力。

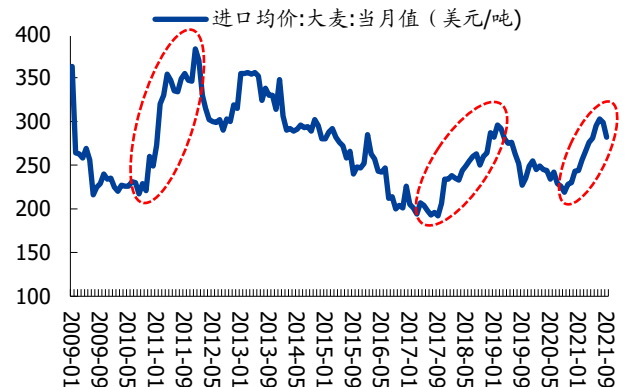
**2020H2以来成本上涨周期:** 本轮原材料上涨来自于疫情影响正常生产活动, 叠加各国政府为应对疫情对经济的冲击而维持较为宽松的流动性, 多因素共同推动全球大宗商品呈上行趋势, 2020年5月中国对澳麦征收80.5%反倾销及反补贴税生效也提高了进口大麦成本, 2021年内随着前期锁定的低价原材料使用完毕, 2021Q3上市啤酒企业报表端开始显现成本压力, 青岛啤酒/珠江啤酒/百威亚太Q3单季度吨成本分别+6.9%/+12.2%/+8.5%, 仅重庆啤酒吨成本不升反降1.3%, 行业整体承压。

图表 8: 2010 年以来玻璃价格走势



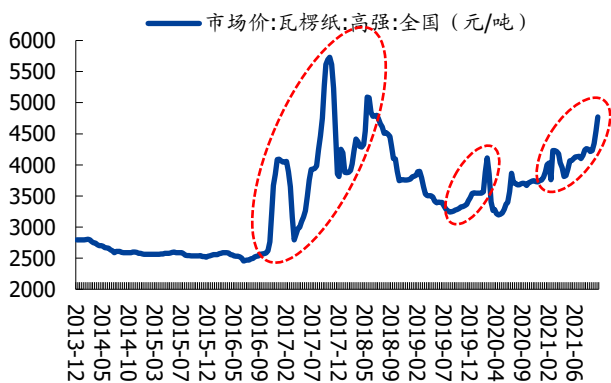
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 2010 年以来进口大麦均价走势



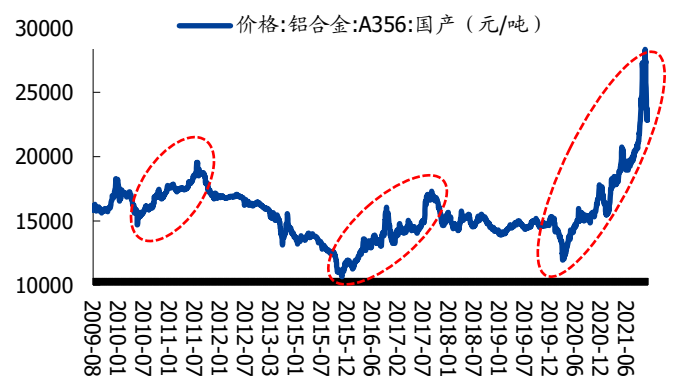
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 2014 年以来瓦楞纸价格走势



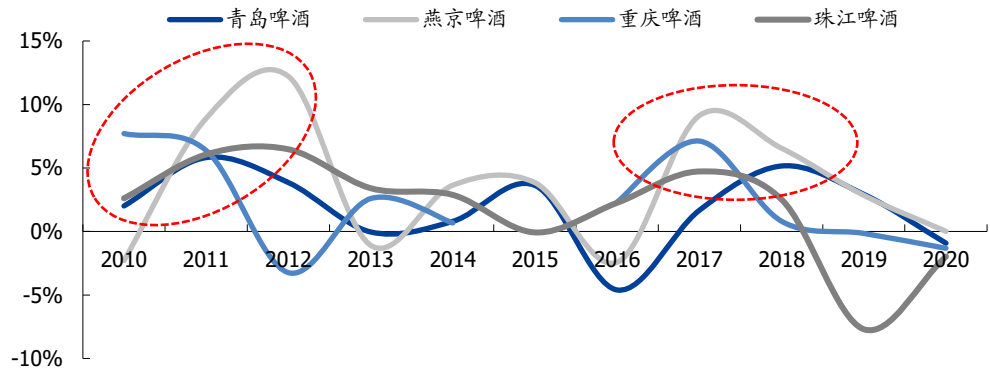
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 2010 年以来铝合金价格走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 四家啤酒企业吨成本同比变化

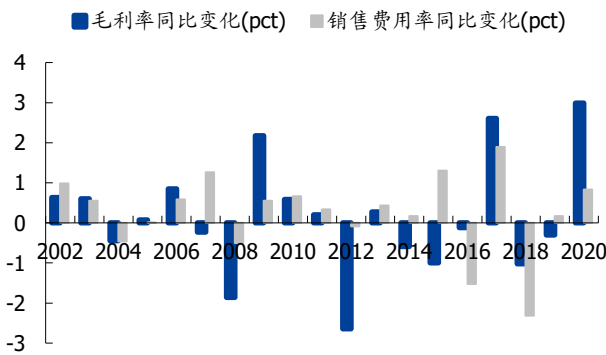


资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (由于重庆啤酒 2015 年口径变化致吨成本同比变化参考意义较低, 故删除)

### 2.1.2、行业宏观发展与微观竞争进入新周期, 本轮提价效果有望好于过往

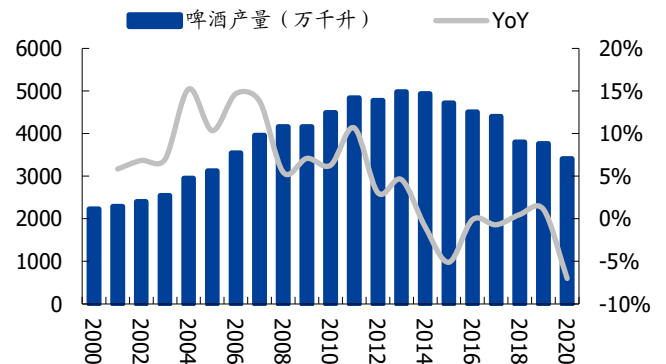
过去板块净利率常年承压, 提价难以兑现是主要问题。提价并不等于直接增厚表观收入, 在行业竞争激烈、跑马圈地的放量发展阶段, 提价效果在报表端难以兑现主要由于 1) 企业面对激烈的行业竞争, 主动返还提价部分给渠道和终端, 进而出现表观反应较小的现象; 2) 多数啤酒企业由于担心率先提价将损失销量, 提价举措多发生于成本上涨后期, 即企业难以承担成本压力、必须提价的时刻, 而随着成本压力缓解, 企业将提价增厚的利润再次投放市场以追求扩大市场份额, 报表端呈现毛利率与销售费用率趋同变化的现象, 进而导致利润端变化较小。

图表 13: 啤酒 (申万) 毛利率与销售费用率变化方向趋同



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 2000 年以来中国啤酒产量

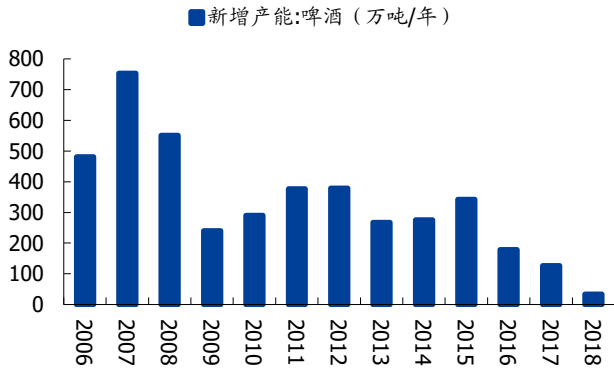


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

行业发展进入新周期, 本轮提价效果有望好于过往。2014 年我国啤酒产量首次出现负增长, 随后 2015 年行业新建产能达到阶段性顶峰、随后逐年降低, 从行业竞争的角度看, 近年来龙头企业优势不断扩大, 行业 CR3 从 2005 年的仅 36.6% 提高至 2020 年的 58.3%, 龙头的竞争优势得以巩固, 基地市场竞争格局清晰明朗, 行业从集体扩产能转变为关厂降本增效, 行业发展进入新周期, 据 2020 年公布的《中国酒业协会“十四五”发展指导意见 (征求意见稿)》预测, 预计 2020-2025 年啤酒行业产量 CAGR 为 2.2%、收入 CAGR7%、利润翻番增长实现 CAGR15%, 高端化、行业量减价增、公司利润导向成为行业发展新方向。在此基础上, 预计此轮提价落地后, 公司二次补贴渠道和终端的力度将较前几轮明显降低, 提价充分传导至消费者, 报表端有望实现更大弹性。

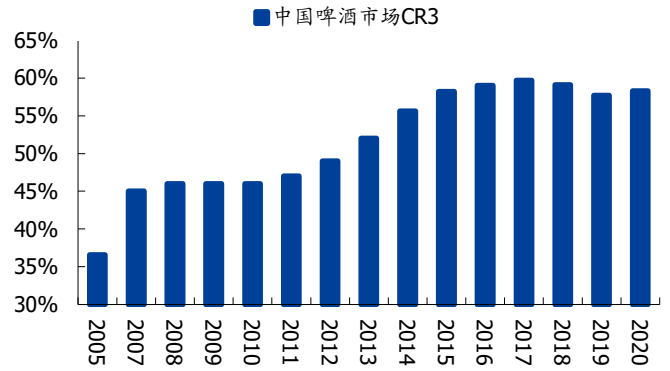


图表 15: 2015 年以来啤酒行业每年新增产能逐年下降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 中国啤酒市场行业集中度不断提高



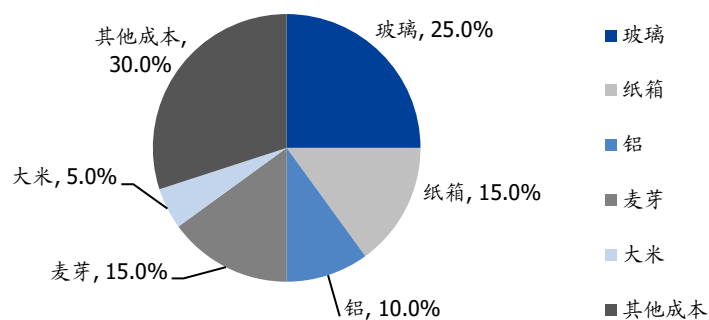
资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

## 2.2、定量测算: 企业应对成本上涨的能力和提价带来的业绩弹性

### 2.2.1、成本上涨时各家酒企应对成本上涨的能力如何?

**搭建一个通用的啤酒成本模型。**我们选择 A 股三家啤酒企业的成本结构作为模型搭建依据, 2019 年青岛啤酒、重庆啤酒和燕京啤酒 (珠江啤酒年报未进行详细拆分) 的成本结构中直接材料成本分别啤酒业务成本的 68.7%、64.9%和 57.7%, 其中燕京啤酒原材料占比相对较低, 取平均值为 63.4%。据青岛啤酒 2013 年年报中关于成本的详细拆分 (见图表 2), 包材、麦芽和大米等原材料成本占比预计将高于表观直接材料科目的成本占比, 同时据产业信息网推测, 目前啤酒包材中玻璃瓶/铝罐/纸箱成本占比分别为 5/2/3, 我们搭建出一个通用的啤酒成本模型, 玻璃/纸箱/铝/麦芽/大米/其他成本分别占比 25%/15%/10%/15%/5%/30%, 其他成本项目包括制造费用和人工费用等其他一切费用, 由于缺少可靠的价格预测方式, 在模型中将其他成本视为固定项。

图表 17: 啤酒成本模型



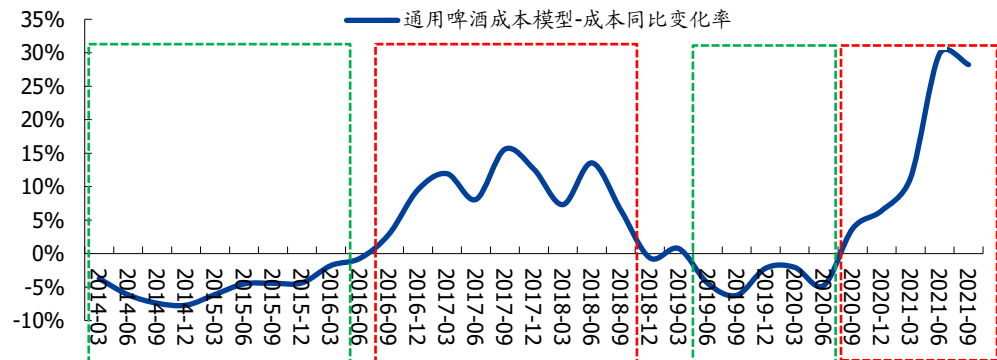
资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

**拟合成本变化曲线, 测算成本周期。**为方便测算, 我们选取以下数据测算对应成本变化:

- 玻璃—“中国玻璃价格指数”与“市场价:浮法平板玻璃:4.8/5mm:全国”
- 纸箱—“市场价:瓦楞纸:高强:全国”
- 易拉罐—“价格:铝合金:A356:国产”
- 麦芽—“进口均价:大麦:当月值”
- 大米—“零售价:粮食:小包装大米”

考虑到啤酒企业生产经营过程中采购原材料的时间并非固定，我们将以上数据计算季度均值，即将单季度内所有价格数据加权平均作为该季度单箱成本价格，并计算同比变化率，带入通用啤酒成本模型中获得啤酒企业成本变化，即单季度成本同比变化率，可见**2016Q4**开始啤酒行业进入成本上行阶段、**2018Q3**结束，**2020Q3**再次进入成本上行阶段，且此轮成本上涨压力高于上一轮（模型中Q2、Q3成本大幅上行的主要原因系玻璃瓶价格上涨较快，Q3玻璃价格达到年内高点，但Q4高位回落，Q2、Q3预计啤酒企业仍有锁价玻璃可供使用，模型放大了成本价格季度间波动对毛利率的影响）。

图表 18: 通用啤酒成本模型测算的成本变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

为测算成本变动对具体公司毛利率的影响，相应计算公式为：

图表 19: 成本模型对毛利率影响的计算公式

模型假设下毛利率变化 = 成本模型测算的毛利率<sub>t1</sub> - 实际毛利率<sub>t0</sub>

$$\begin{aligned}
 &= \left( 1 - \frac{\text{实际成本}_{t0} * (1 + \text{模型测算成本变动率}) * (1 + \text{销量增速}_{t1})}{\text{实际营收}_{t0} * (1 + \text{销量增速}_{t1}) * (1 + \text{吨价增速}_{t1})} \right) \\
 &- \text{实际毛利率}_{t0} \\
 &= \left( 1 - \frac{\text{实际成本}_{t0} * (1 + \text{模型测算成本变动率}) * (1 + \text{销量增速}_{t1})}{\text{实际营收}_{t0} * (1 + \text{营收增速}_{t1})} \right) \\
 &- \text{实际毛利率}_{t0}
 \end{aligned}$$

实际毛利率变化 = 实际毛利率<sub>t1</sub> - 实际毛利率<sub>t0</sub>

资料来源: 国盛证券研究所

其中：

1. 毛利率使用单季度销售毛利率；使用该企业当年全年销量增速作为单季度销量增速；
2. 在计算模型成本变动对毛利率的影响时，没有考虑产品结构升级与销量提高带来的成本结构改变，如固定成本摊薄，也未考虑企业长期发展中罐化率的提高对成本的影响；
3. 啤酒企业一般会与供应商签订原材料采购合同、采购价格稳定，不会如模型假设般随时以市场价购买原材料并生产；
4. 为方便计算，模型使用上文搭建的通用成本模型，没有考虑每家啤酒企业成本构成的差异性。

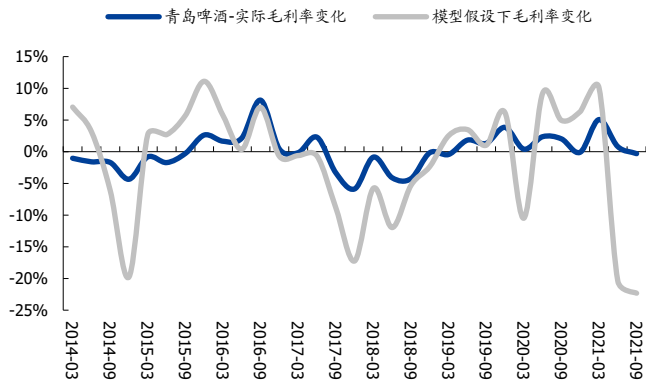
根据模型与实际数据拟合结果，我们得到以下结论：

**结论 1:** 不同企业应对成本上涨的能力不同，重庆啤酒最优。在 2017Q3-2018Q3 的行业成本上行阶段，重庆啤酒表现最优，表现为实际毛利率变化与模型假设毛利率变化背离程度较大，表观毛利率基本处于持平状态，整体成本管控能力强；同一期间内，燕

京啤酒毛利率承压较大，青啤与珠啤表现好于模型。2019Q3-2020Q2 的成本价格下降期间，重啤表现最优，在 2021Q1 开启的新一轮成本上行周期中，重啤表现毛利率不降反升，青岛啤酒亦能维持同期毛利率水平。

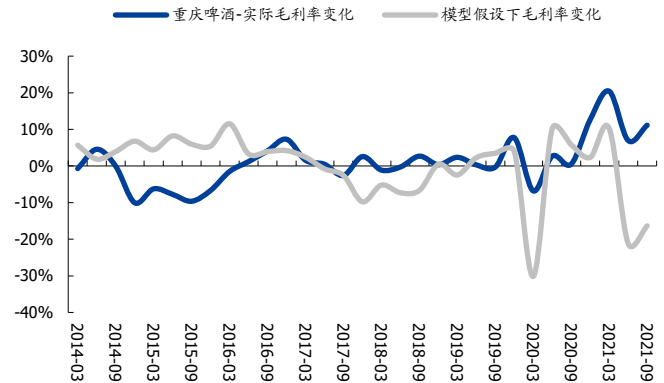
**结论 2: 2021Q1 以来成本压力大于前轮成本上行周期，需要直接提价应对。**由于模型设计难以完美重现企业经营，但在方向性判断上与报表端实际情况拟合较好，2021Q1 由于销量同比大幅下滑的原因，导致模型假设下的毛利率同比大幅回落，但 2021Q1 以来，啤酒动销恢复正常，模型显示企业成本压力大幅增长，且表观压力普遍大于上一轮成本上行周期，部分企业 2021Q3 在报表端已显示出成本压力，在行业整体的利润诉求催化下，较多企业开始采用分区域、分产品的“小步快跑”式提价，但考虑到此次成本压力明显更大，预计行业将会采用直接提价的方式对冲成本压力。

图表 20: 青岛啤酒实际毛利率与成本测算毛利率变化情况



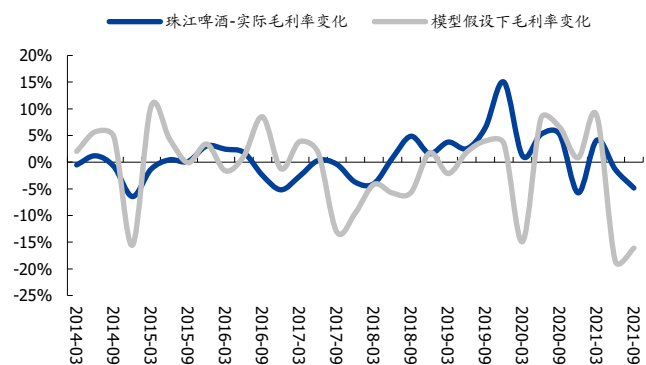
资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

图表 21: 重庆啤酒实际毛利率与成本测算毛利率变化情况



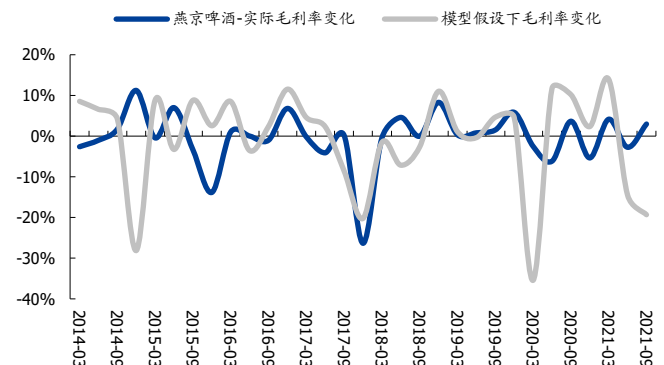
资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

图表 22: 珠江啤酒实际毛利率与成本测算毛利率变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

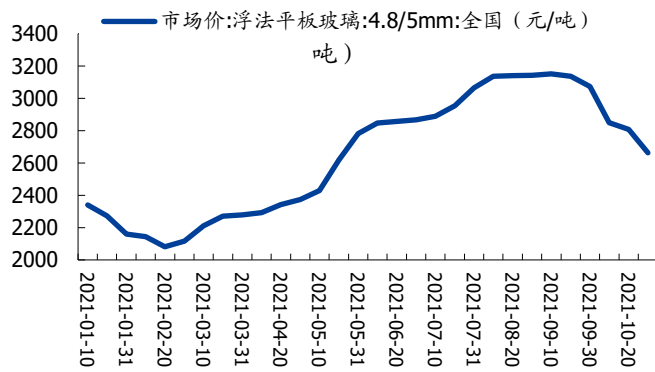
图表 23: 燕京啤酒实际毛利率与成本测算毛利率变化情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

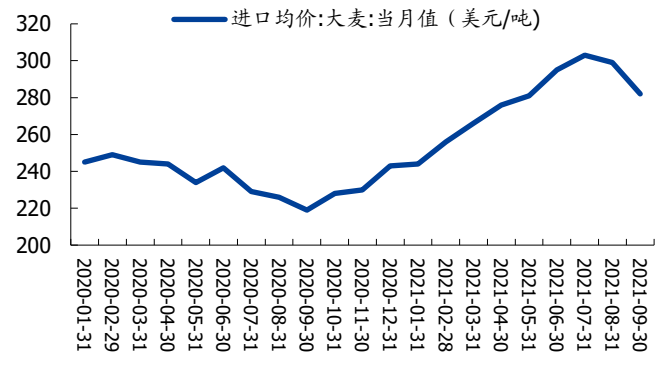
**Q4 成本端压力略有回落，但整体处于高位，行业有望迎来提价窗口期。**2021 年 10 月底浮法平板玻璃价格较 Q3 价格高点回落 15.5%、较年初上涨 13.8%，9 月底进口大麦均价较 Q3 价格高点回落 6.9%、较年初上涨 15.1%，考虑到提价多发生于啤酒消费淡季，预计 2021Q4 和 2022Q1 是行业提价集中落地的窗口期，若 2022 年成本端价格出现同比回落，叠加提价传导，预计报表端将有较大弹性。

图表 24: 2021Q4 玻璃价格有所回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 进口大麦价格较 7 月高点有所回落

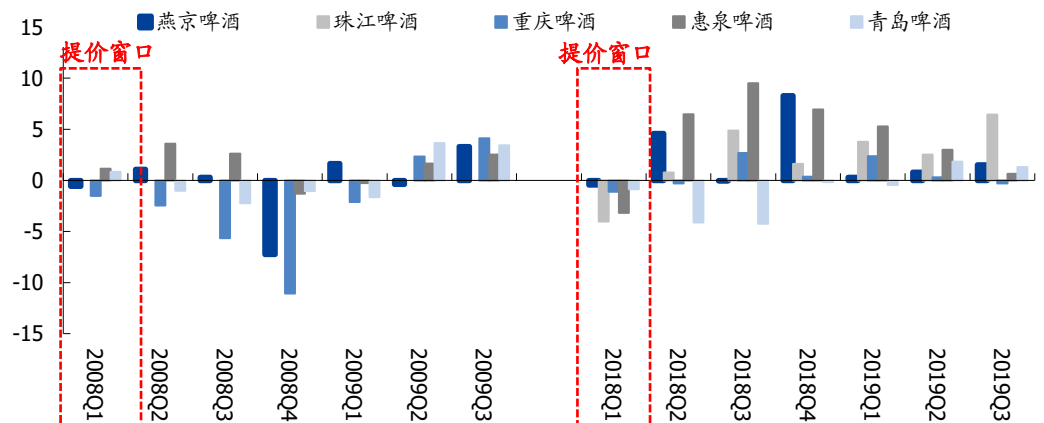


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.2.2、涨价对公司盈利能力影响几何?

涨价的表观影响在加速兑现。对比 2008 年初与 2018 年初两次行业集体性提价, 2008Q2 旺季动销中, 青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/惠泉啤酒单季度销售毛利率分别同比 -1.0/+1.1/-2.5/+3.6pct, 提价未贡献明显的毛利率上行, 而 2009Q2 四家啤酒企业销售毛利率同比+3.7/-0.4/+2.3/+1.7pct, 产品盈利能力提升明显; 2018Q2 青岛啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒/惠泉啤酒销售毛利率同比-4.1/+4.6/+0.8/-0.3/+6.5pct, 2019Q2 毛利率仍同比上行, 分别同比+1.8/+0.8/+2.5/+0.3/+3.0pct, 2018 年提价的表观反应速度明显快于 2008 年。除产品直接提价外, 2018 年相较 2008 年, 产品高端化趋势更加明朗, 高端产品能够在报表端贡献更高的毛利率。

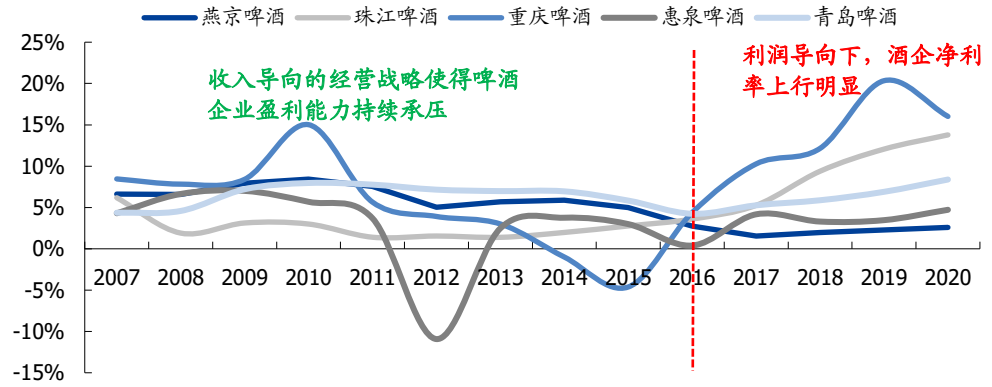
图表 26: 主流啤酒企业单季度毛利率同比变化情况 (pct)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

净利率更多取决于行业发展阶段与公司日常经营诉求。整体来看, 自从 2017 年以来, 行业主要啤酒企业净利率均呈上行态势, 此前部分企业净利率有所波动、但整体处于持平态势。从主要提价年份公司报表端表现来看, 毛利率的同比提高或难以直接传导至利润端, 如 2009 年啤酒企业毛利率提升幅度明显大于净利率同比变化幅度, 仅青啤净利率同比+2.63pct、快于毛利率同比+2.29pct, 而 2018 年开始, 上市啤酒企业净利率同比提升幅度明显大于毛利率变化幅度, 如青啤 2018 年毛利率同比-2.85pct, 净利率不降反升、同比+0.61pct。在当前行业发展阶段与公司利润导向的经营思路下, 我们预计提价落地后对毛利率的提振, 有望在报表端更为顺畅地传导至业绩端, 显著增厚业绩。

图表 27: 2007 年以来主要啤酒企业净利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 毛利率与净利率同比变化对比

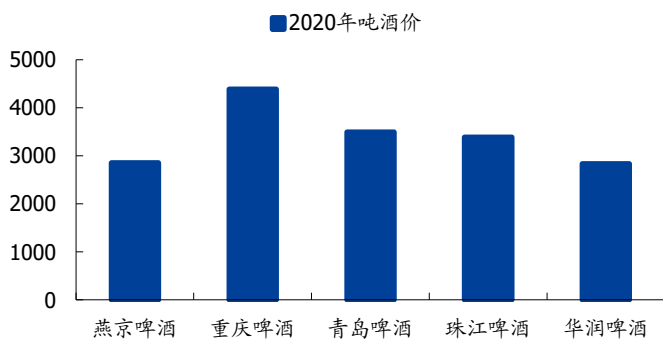
公司	2008		2009		2010		2018		2019		2020	
	毛利率 变化 pct	净利率 变化 pct	毛利率 变化 pct	净利率 变化 pct	毛利率 变化 pct	净利率 变化 pct	毛利率 变化 pct	净利率 变化 pct	毛利率 变化 pct	净利率 变化 pct	毛利率 变化 pct	净利率 变化 pct
燕京啤酒	-1.06	-0.08	3.12	1.37	1.53	0.50	2.21	0.43	0.53	0.32	0.13	0.31
珠江啤酒	0.31	-4.28	6.45	1.22	-0.26	-0.13	1.40	4.13	6.29	2.68	3.35	1.72
重庆啤酒	-4.98	-0.63	3.27	0.58	-2.13	6.61	0.58	1.88	1.76	8.19	8.92	-4.32
惠泉啤酒	2.00	2.34	0.93	0.37	1.50	-1.32	6.11	-0.88	1.37	0.17	-1.49	1.25
青岛啤酒	-0.98	0.22	2.29	2.63	0.60	0.76	-2.85	0.61	1.26	1.02	1.45	1.49

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.2.3、若行业普遍提价，主要啤酒企业业绩弹性如何？

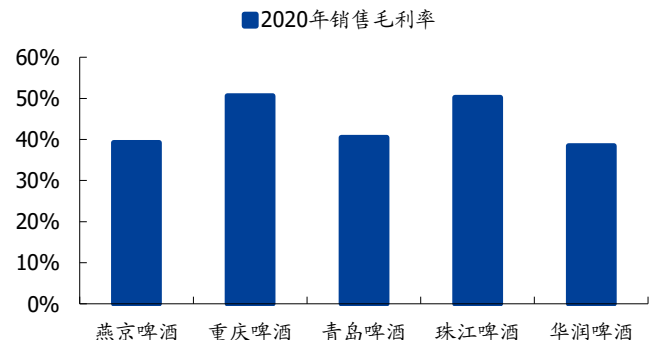
产品结构相对较差的企业对成本变动更敏感。据上文模型测算，2021Q1/Q2/Q3 啤酒生产成本分别同比上涨 11.3%/29.8%/28.2%，大麦/玻璃/瓦楞纸/铝 10 月末价格较年初分别上涨 15.1%/13.8%/25.3%/32.2%，整体压力成本较大，在面对成本压力时，产品结构优秀、盈利能力更强的企业应对成本上涨的能力更强，若行业以普遍性提价应对成本上涨，则中低档产品占比更高的企业盈利能力弹性更大，从吨酒价和毛利率的角度看，重庆啤酒吨价最高，公司整体应对成本上行压力的能力最强，而燕京啤酒、青岛啤酒和华润啤酒毛利率处于相对低位，分别为 39.2%、40.4%和 38.4%，公司若针对全系列产品进行价格普调，预计有望贡献更大业绩弹性。

图表 29: 2020 年主要啤酒企业吨酒价



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 2020 年主要啤酒企业销售毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从敏感性分析的角度看，提价对 2022 年公司业绩的影响取决于提价传导是否顺畅以及全年成本上涨幅度，根据我们模型预测，青岛啤酒（假设吨酒价同比+5.2%、吨成本同比+2.1%，剔除土地征收补偿款对业绩的影响）2022 年归母净利润为 36.1 亿元，同比+24.3%，重庆啤酒（假设吨酒价同比+7.7%、吨成本同比+2.7%）2022 年业绩为 16.2 亿元，同比+32.1%，珠江啤酒（假设吨酒价同比+2.1%、吨成本同比+0.8%）2022 年业绩为 7.5 亿元，同比+11.2%，针对三家啤酒企业进行敏感性分析，可见珠江啤酒与青岛啤酒的业绩增速对吨酒价和吨成本的变动更加敏感，若提价顺利传导，2022 年业绩增速可能超预期，而重庆啤酒凭借优秀的产品结构，即使在提价不及预期、成本上涨超预期的情况下，始终能保持 2022 年业绩较 2021 年正增长，这是青啤和珠啤在极端情况下难以实现的。

敏感性分析数据符合我们先前判断，即产品结构相对较差、销售毛利率较低的企业，业绩对成本和吨价变动更敏感，青岛啤酒在提价幅度能够覆盖成本上涨的情况下弹性最大，同时建议关注盈利能力处于相对低位的燕京啤酒，提价有望带来较为明显的业绩弹性，而重庆啤酒则具备更强的应对成本上涨的能力，整体经营更为稳定。

我们预计若提价计划落地，青岛啤酒 2022 年吨价有望同增 6.7%，在吨成本同比+2.1%/2.6%/3.1%的情况下，2022 年归母净利润将同比+31.9%/29.8%/27.6%，当前模型预测值为同比+24.3%；重庆啤酒 2022 年吨价有望同增 7.7%-8.2%，在吨成本同比+2.7%的情况下，2022 年归母净利润将同比+32.1%/33.7%，当前模型预测值为同比+32.1%。

图表 31: 青岛啤酒在 2022 年不同吨价与吨成本假设下的业绩增速（剔除模型中土地征收补偿对业绩的影响）

吨成本变动（纵向） /吨价变动（横向）	3.70%	4.20%	4.70%	5.2%	5.70%	6.20%	6.70%	7.20%	7.70%	8.20%	8.70%	9.20%
2.1%	16.7%	19.2%	21.7%	24.3%	26.8%	29.3%	31.9%	34.4%	36.9%	39.4%	42.0%	44.5%
2.6%	14.6%	17.1%	19.6%	22.2%	24.7%	27.2%	29.8%	32.3%	34.8%	37.3%	39.9%	42.4%
3.1%	12.5%	15.0%	17.5%	20.1%	22.6%	25.1%	27.6%	30.2%	32.7%	35.2%	37.8%	40.3%
3.6%	10.4%	12.9%	15.4%	18.0%	20.5%	23.0%	25.5%	28.1%	30.6%	33.1%	35.7%	38.2%
4.1%	8.3%	10.8%	13.3%	15.9%	18.4%	20.9%	23.4%	26.0%	28.5%	31.0%	33.6%	36.1%
4.6%	6.2%	8.7%	11.2%	13.7%	16.3%	18.8%	21.3%	23.9%	26.4%	28.9%	31.5%	34.0%
5.1%	4.1%	6.6%	9.1%	11.6%	14.2%	16.7%	19.2%	21.8%	24.3%	26.8%	29.4%	31.9%
5.6%	2.0%	4.5%	7.0%	9.5%	12.1%	14.6%	17.1%	19.7%	22.2%	24.7%	27.2%	29.8%
6.1%	-0.2%	2.4%	4.9%	7.4%	10.0%	12.5%	15.0%	17.6%	20.1%	22.6%	25.1%	27.7%
6.6%	-2.3%	0.3%	2.8%	5.3%	7.9%	10.4%	12.9%	15.5%	18.0%	20.5%	23.0%	25.6%
7.1%	-4.4%	-1.8%	0.7%	3.2%	5.8%	8.3%	10.8%	13.3%	15.9%	18.4%	20.9%	23.5%
7.6%	-6.5%	-3.9%	-1.4%	1.1%	3.7%	6.2%	8.7%	11.2%	13.8%	16.3%	18.8%	21.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

图表 32: 重庆啤酒在 2022 年不同吨价与吨成本假设下的业绩增速

吨成本变动 (纵向) /吨价变动 (横向)	5.2%	5.7%	6.2%	6.7%	7.2%	7.7%	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	10.2%	10.7%
2.7%	24.0%	25.6%	27.2%	28.9%	30.5%	32.1%	33.7%	35.4%	37.0%	38.6%	40.2%	41.9%
3.2%	22.9%	24.5%	26.2%	27.8%	29.4%	31.0%	32.7%	34.3%	35.9%	37.5%	39.2%	40.8%
3.7%	21.8%	23.5%	25.1%	26.7%	28.3%	30.0%	31.6%	33.2%	34.8%	36.5%	38.1%	39.7%
4.2%	20.8%	22.4%	24.0%	25.6%	27.3%	28.9%	30.5%	32.1%	33.8%	35.4%	37.0%	38.6%
4.7%	19.7%	21.3%	22.9%	24.6%	26.2%	27.8%	29.4%	31.1%	32.7%	34.3%	35.9%	37.6%
5.2%	18.6%	20.2%	21.9%	23.5%	25.1%	26.7%	28.4%	30.0%	31.6%	33.2%	34.9%	36.5%
5.7%	17.5%	19.2%	20.8%	22.4%	24.0%	25.7%	27.3%	28.9%	30.5%	32.2%	33.8%	35.4%
6.2%	16.5%	18.1%	19.7%	21.3%	23.0%	24.6%	26.2%	27.8%	29.5%	31.1%	32.7%	34.3%
6.7%	15.4%	17.0%	18.6%	20.3%	21.9%	23.5%	25.1%	26.8%	28.4%	30.0%	31.6%	33.3%
7.2%	14.3%	15.9%	17.6%	19.2%	20.8%	22.4%	24.1%	25.7%	27.3%	28.9%	30.6%	32.2%
7.7%	13.2%	14.9%	16.5%	18.1%	19.7%	21.4%	23.0%	24.6%	26.2%	27.9%	29.5%	31.1%
8.2%	12.2%	13.8%	15.4%	17.0%	18.7%	20.3%	21.9%	23.5%	25.2%	26.8%	28.4%	30.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

图表 33: 珠江啤酒在 2022 年不同吨价与吨成本假设下的业绩增速

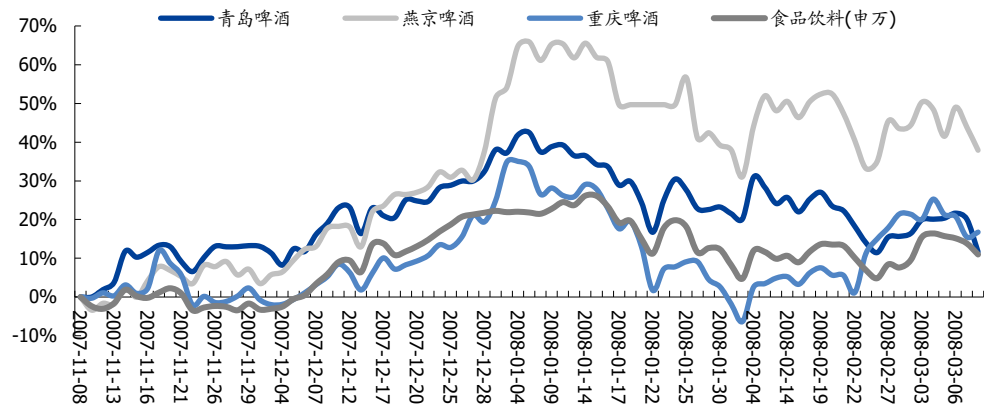
吨成本变动 (纵向) /吨价变动 (横向)	0.6%	1.1%	1.6%	2.1%	2.6%	3.1%	3.6%	4.1%	4.6%	5.1%	5.6%	6.1%
0.8%	6.0%	7.8%	9.5%	11.2%	13.0%	14.7%	16.4%	18.1%	19.9%	21.6%	23.3%	25.1%
1.6%	3.8%	5.5%	7.3%	9.0%	10.7%	12.5%	14.2%	15.9%	17.7%	19.4%	21.1%	22.8%
2.4%	1.6%	3.3%	5.1%	6.8%	8.5%	10.2%	12.0%	13.7%	15.4%	17.2%	18.9%	20.6%
3.2%	-0.6%	1.1%	2.8%	4.6%	6.3%	8.0%	9.8%	11.5%	13.2%	14.9%	16.7%	18.4%
4.0%	-2.8%	-1.1%	0.6%	2.3%	4.1%	5.8%	7.5%	9.3%	11.0%	12.7%	14.5%	16.2%
4.8%	-5.1%	-3.3%	-1.6%	0.1%	1.9%	3.6%	5.3%	7.0%	8.8%	10.5%	12.2%	14.0%
5.6%	-7.3%	-5.6%	-3.8%	-2.1%	-0.4%	1.4%	3.1%	4.8%	6.6%	8.3%	10.0%	11.8%
6.4%	-9.5%	-7.8%	-6.0%	-4.3%	-2.6%	-0.8%	0.9%	2.6%	4.3%	6.1%	7.8%	9.5%
7.2%	-11.7%	-10.0%	-8.3%	-6.5%	-4.8%	-3.1%	-1.3%	0.4%	2.1%	3.9%	5.6%	7.3%
8.0%	-13.9%	-12.2%	-10.5%	-8.7%	-7.0%	-5.3%	-3.6%	-1.8%	-0.1%	1.6%	3.4%	5.1%
8.8%	-16.2%	-14.4%	-12.7%	-11.0%	-9.2%	-7.5%	-5.8%	-4.0%	-2.3%	-0.6%	1.1%	2.9%
9.6%	-18.4%	-16.6%	-14.9%	-13.2%	-11.5%	-9.7%	-8.0%	-6.3%	-4.5%	-2.8%	-1.1%	0.7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

### 2.3、市场反馈: 短期和长期视角下, 股价如何演绎?

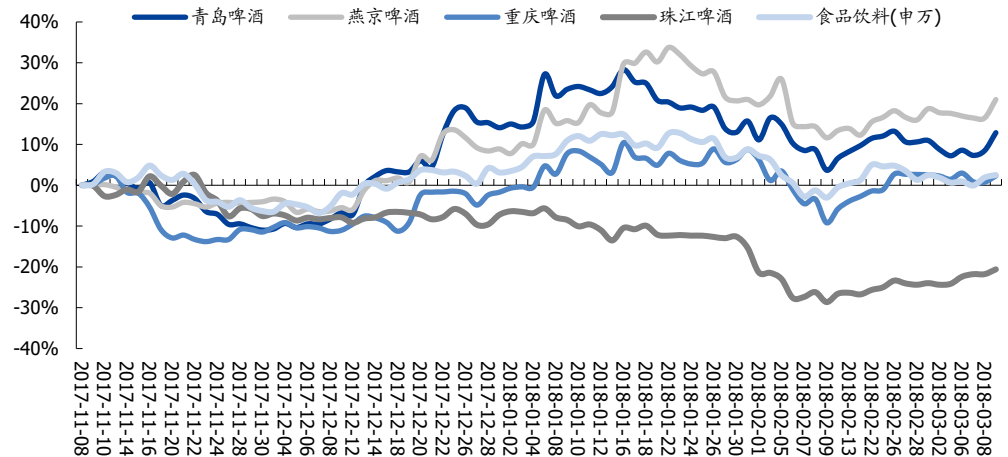
短期提价预期及相关举措落地能够带来超额收益。复盘两次主要的啤酒行业提价窗口, 可以看出率先释放提价信息的啤酒企业可以获得较板块的超额收益, 2007 年 12 月中下旬燕京啤酒率先释放涨价信号, 随后股价短期上涨明显, 而啤酒企业股价表现整体较食品饮料板块呈现超额收益, 2017 年底燕京啤酒提价、2018 年初青岛啤酒提价, 两家率先提价的啤酒企业股价收益率在板块出现反弹时率先上涨, 超额收益更为明显。短期超额收益主要来自于提价带来业绩弹性的乐观预期, 相关提价消息催化是股价上涨的主要推动力。

图表 34: 2007 年末至 2008 年初主要啤酒企业与板块涨跌幅情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 2017 年末至 2018 年初主要啤酒企业与板块涨跌幅情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**长期股价增长需要业绩支撑。**2008 年青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/食品饮料(申万)年初至年末涨跌幅分别为-50.5%/-42.5%/-46.3%/-58.9%，啤酒板块较食品饮料板块有超额收益，但个股仍大幅下跌，主要与年内金融危机有关，2018 年为青啤/燕京/重啤/珠啤/食品饮料(申万)年内涨跌幅分别为-11.2%/-15.2%/+50.3%/-25.5%/-22.2%，从提价窗口期后的第二年的啤酒企业股价表现来看，涨跌互现，难有一致结论，但长期来看，啤酒企业股价上行的主要动力还是业绩增长，提价后能否顺利传导至消费者是关键，如 2008-2016 年间，A 股主要啤酒企业业绩在 2008 年受金融危机与自然灾害影响结束高增态势、竞争加剧，提价难以传导、公司报表端业绩承压，对应股价表现差强人意，仅惠泉啤酒期间股价实现正增长；2016-2020 年间，各家酒企业绩端复合增速普遍实现正增长，股价表现与业绩增速较为匹配，在行业进入新发展阶段后，酒企经营战略中以利润为导向，二级市场涨跌幅也以业绩为对标，长期来看，业绩增长是啤酒企业股价上涨的根本动力，我们认为长期视角下啤酒行业竞争趋缓、格局向好，啤酒龙头企业未来持续通过产品高端化、提高经营效率等手段实现业绩稳定增长，预计股价亦可同步亦趋。



图表 36: 2008-2016 年主要啤酒企业收入、业绩与股价情况

2008-2016 年	收入复合 增速	归母净利润 复合增速	复权股价 复合增速
燕京啤酒	18%	-18%	-10%
珠江啤酒	5%	38%	-
重庆啤酒	23%	5%	-5%
惠泉啤酒	-23%	-84%	18%
青岛啤酒	28%	22%	-7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 2016-2020 年主要啤酒企业收入、业绩与股价情况

2016-2020 年	收入复合 增速	归母净利润 复合增速	复权股价 复合增速
燕京啤酒	-2%	5%	8%
珠江啤酒	3%	25%	23%
重庆啤酒	78%	63%	83%
惠泉啤酒	6%	24%	9%
青岛啤酒	2%	24%	38%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

**成本模型及相关测算具有局限性。**在报告中使用的相关测算模型，忽略了部分企业在实际经营中的举措，这或许会导致模型测算与实际情况产生偏差，结论数据仅作为趋势性探讨使用。

**疫情局部反复影响消费恢复。**局部疫情反复会使得防控疫情政策升级，进而在一定程度上打击区域内消费需求，影响消费恢复节奏。

**行业竞争加剧。**行业竞争加剧将使得公司所处行业竞争格局恶化，进而对企业发展产生一定影响，或导致公司业绩增长不及预期等。

**原材料价格大幅上涨。**原材料价格大幅上涨，提价与产品结构改善或难以冲抵成本压力，使得报表端业绩承压、发展受阻。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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