

公司研究

以消费者为中心，追求量利齐升

——青岛啤酒（600600.SH）跟踪报告

要点

事件：公司近期召开股东大会以及分析师和投资者交流会，会上以董事长姜宗祥为代表的新管理班子首次公开亮相，对公司战略进行了详细介绍。

新管理层战略基调。新管理层公布的公司发展战略整体延续了上一任的核心战略，边际变化在于强化消费者中心理念与销量增长导向。对于未来的发展战略，具体措施包括：1) 围绕“啤酒+生物+健康”等战略性领域超前布局。2) 持续深耕国内国际市场。3) 坚定实施“1+1+1+2+N”产品组合发展战略。4) 强化品牌传播，提升消费体验。5) 以“五新”（新产品、新渠道、新场景、新人群、新需求）为支撑，培育业务新增长点。6) 加快数字化转型。7) 做厚主业，拓展新业务。

更重视消费者需求——“五新”助力目标实现。整体来看，啤酒行业呈现出“总量趋稳、结构升级”的特征。根据欧睿数据，2024 年中国人均啤酒消费量为 30.5 升，与全球主要消费国相比仍存在差距，消费量仍有较大提升空间。结构方面，中档以上啤酒的销量持续增长，尽管增速有所放缓，但整体市场正在回暖。消费者日益追求品质与体验升级、要求个性化与场景适配、强调质价比优先，也推动行业创新以应对需求变迁。公司通过“新产品”、“新渠道”、“新场景”触达“新人群”，满足“新需求”。其中“新需求”主要体现在：消费者追求新鲜、即时、便捷、环保、高质价比、能提供情绪价值的产品。“新人群”包括 Z 世代、女性、高净值、新老年等人群。

更重视销量增长——实施多重核心举措。产品端：1) 啤酒：坚定实施“1+1+1+2+N”产品组合发展战略，将经典、纯生、白啤作为保增长最核心的产品组合；全面发力生鲜赛道，打造生鲜明星产品；把奥古特打造为超高端大单品，其他超高端产品培育成细分市场的领军者。2) 非啤酒：黄酒、威士忌产品协同，为经销商提供更多业务来源。市场端：1) 南方市场将是增长亮点，25Q1 通过打造露营派对等新消费场景、投放轻干啤酒等新产品，策略初见成效。2) 海外拓展则聚焦韩国、蒙古、哈萨克斯坦及西非地区等潜力市场，以拉动公司整体销量增长。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 48.46/51.71/54.42 亿元，折合 2025-2027 年 EPS 分别为 3.55/3.79/3.99 元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 20x/19x/18x，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争恶化；渠道掌控力减弱；原材料成本上涨。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	33,937	32,138	33,608	34,789	35,810
营业收入增长率	5.49%	-5.30%	4.57%	3.51%	2.94%
归母净利润（百万元）	4,268	4,345	4,846	5,171	5,442
归母净利润增长率	15.02%	1.81%	11.53%	6.70%	5.25%
EPS（元）	3.13	3.19	3.55	3.79	3.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.55%	14.95%	15.54%	15.52%	15.33%
P/E	23	23	20	19	18
P/B	3.6	3.4	3.2	3.0	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-22

买入（维持）

当前价：72.40 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.64
总市值(亿元):	987.68
一年最低/最高(元):	53.20/86.18
近 3 月换手率:	27.05%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.31	6.84	-19.52
绝对	-6.88	5.43	-13.29

资料来源：Wind

相关研报

25Q1 量增价减，利润率同比改善——青岛啤酒（600600.SH）2025 年一季报点评（2025-04-29）

24 年收入承压，管理层换新或迎改变——青岛啤酒（600600.SH）2024 年年报点评（2025-03-31）

目 录

1、新管理层战略基调：以消费者为中心，量利稳中求升	4
2、更重视消费者需求——“五新”助力目标实现	4
2.1 啤酒行业总量趋稳，消费需求多元化.....	4
2.2 公司提出“五新”战略.....	6
3、更重视销量增长——实施多重核心举措	7
4、投资建议.....	9
5、风险分析.....	9

图目录

图 1：中国主要酒类中，啤酒产量下滑幅度最小（万千升） 4

图 2：2024 年主要国家啤酒人均消费量对比（升） 4

图 3：家庭啤酒消费分档次销量占比及增速 5

图 4：消费者线上啤酒消费趋势 5

图 5：2024 年青岛啤酒新品 6

图 6：青岛啤酒轻干产品 6

图 7：青岛啤酒新鲜直送 6

图 8：青岛啤酒 1903 酒吧..... 7

图 9：青岛啤酒精酿啤酒花园 7

图 10：青岛啤酒纯生音乐节活动 8

图 11：青岛啤酒白啤系列 8

1、新管理层战略基调：以消费者为中心，量利稳中求升

2025年5月20日，青岛啤酒的股东大会及分析师和投资者交流会上，以董事长姜宗祥为代表的青岛啤酒新一届管理层首次亮相。新管理层公布的公司发展战略整体延续上一任的核心战略，边际变化在于强化消费者中心理念与销量增长导向。

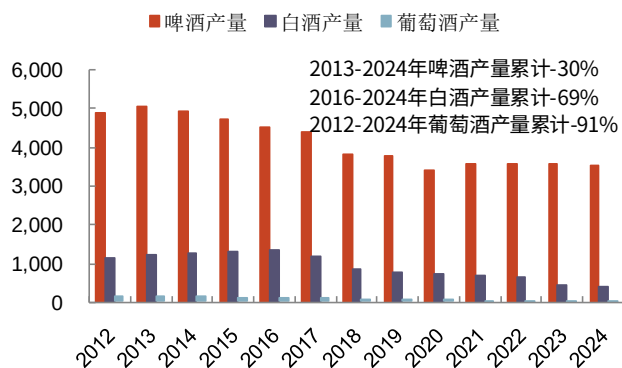
对于未来的发展战略，公司将聚焦资源做强做优主业，提升盈利能力；并积极稳妥发展黄酒、威士忌等多元化业务，探索培育新的增长点。具体措施包括：1) 围绕“啤酒+生物+健康”等战略性领域超前布局。2) 持续深耕国内国际市场。3) 坚定实施“1+1+1+2+N”产品组合发展战略。4) 强化品牌传播，提升消费体验。5) 以“五新”（新产品、新渠道、新场景、新人群、新需求）为支撑，培育业务新增长点。6) 加快数字化转型。7) 做厚主业，拓展新业务。

2、更重视消费者需求——“五新”助力目标实现

2.1 啤酒行业总量趋稳，消费需求多元化

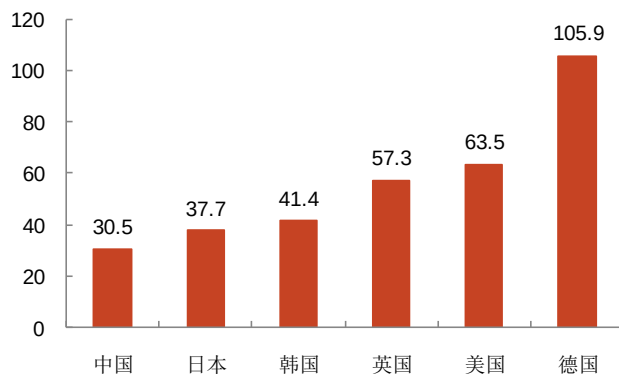
近年来，中国啤酒行业呈现出新的发展态势。整体来看，啤酒行业呈现出“总量趋稳、结构升级”的特征。根据欧睿数据，2024年中国人均啤酒消费量为30.5升，与全球主要消费国相比仍存在差距，消费量仍有较大提升空间。结构方面，中档以上啤酒的销量持续增长，尽管增速有所放缓，但整体市场正在回暖。

图 1：中国主要酒类中，啤酒产量下滑幅度最小（万千升）



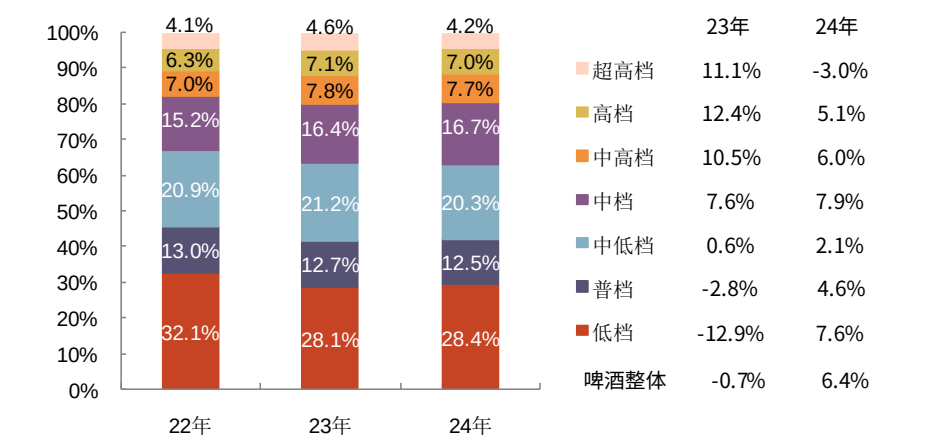
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 2：2024 年主要国家啤酒人均消费量对比（升）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

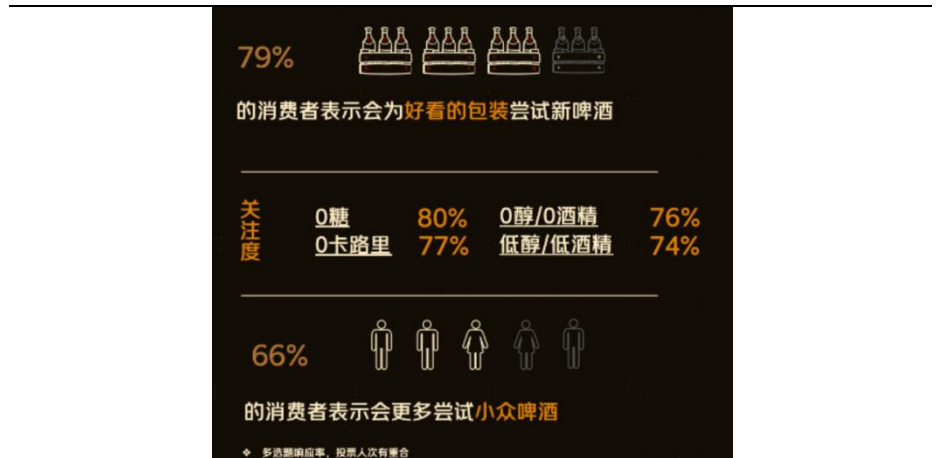
图 3：家庭啤酒消费分档次销量占比及增速



资料来源：凯度，25 年青岛啤酒投资者交流会 ppt，光大证券研究所

消费需求多元化驱动市场变革。1) **品质与体验升级**：消费者对高端产品的需求持续释放，愿意为高品质、差异化口感的啤酒支付溢价。2) **健康理念深化**：低糖、无醇等健康化产品加速渗透，成为行业增长新引擎。3) **个性化与场景适配**：精酿、果味等小众品类受追捧，同时户外露营、夜场社交等场景催生包装与品类的细分需求。4) **质价比优先**：在消费分级趋势下，性价比仍是大众市场的重要决策因素。

图 4：消费者线上啤酒消费趋势



资料来源：《2023-2024 啤酒线上消费白皮书》京东超市等，光大证券研究所

行业创新应对需求变迁。1) **渠道革新**：线上渠道兴起为啤酒销售开辟新途径，越来越多消费者通过电商平台购酒。2) **技术升级**：企业引入先进酿造工艺与智能化设备，优化生产效率与产品品质。3) **营销转型**：社交媒体、直播带货等新模式强化品牌互动，加速消费者触达。4) **品牌差异化**：企业通过赛事赞助、文化联名等活动塑造品牌形象，提升用户粘性。5) **市场扩张**：企业纷纷加大市场开拓力度，拓展销售渠道，提高市场占有率。

2.2 公司提出“五新”战略

公司通过“新产品”、“新渠道”、“新场景”触达“新人群”，满足“新需求”。其中“新需求”主要体现在：消费者追求新鲜、即时、便捷、环保、高性价比、能提供情绪价值的产品。“新人群”包括 Z 世代、女性、高净值、新老年等人群。

- **“新产品”**：24 年公司研发推出了“奥古特 A 系列、尼卡希白啤、无醇啤酒系列”等新产品，满足消费者个性化需求。公司正在研发与国潮元素、二次元文化等跨界联名的新产品，计划在 25 年下半年陆续推向市场。公司推出健康品类轻干产品，采用大罐装设计，定位中端精酿市场，自 25 年 1 月起已在南北市场同步铺货，目前市场反馈显示该产品具备成为大单品的潜力。

图 5：2024 年青岛啤酒新品



资料来源：公司官网，光大证券研究所

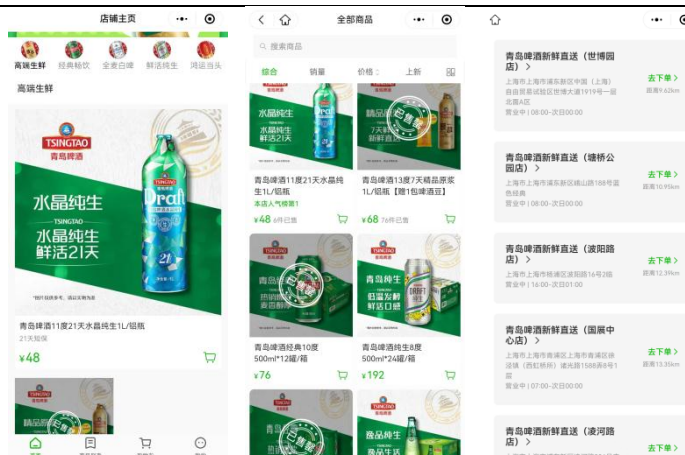
图 6：青岛啤酒轻干产品



资料来源：青岛啤酒微信公众号，光大证券研究所

- **“新渠道”**：2024 年公司线上产品销量同比增长 21%，连续 12 年保持增长。公司创新推出了 30 分钟达“新鲜直送”模式，累计覆盖全国 29 个城市，上线 800+家门店，配合公司生鲜业务发展。

图 7：青岛啤酒新鲜直送



资料来源：青岛啤酒新鲜直送小程序，光大证券研究所

- **“新场景”**：公司构建了青岛 1903 酒吧（在全国 60 多个城市已开设 200 多家）、精酿啤酒花园、啤酒节、啤酒主题形象街等沉浸式体验场景。公司不断加强品牌推广和市场营销，通过举办各类活动和赛事，提升品牌的曝光度和影响力。

图 8：青岛啤酒 1903 酒吧



资料来源：大众点评，光大证券研究所

图 9：青岛啤酒精酿啤酒花园



资料来源：青岛啤酒微信公众号，光大证券研究所

3、更重视销量增长——实施多重核心举措

➤ 产品端：

1) 啤酒：坚定实施“1+1+1+2+N”产品组合发展战略。

“1+1+1”主力产品——将经典、纯生、白啤作为保增长最核心的产品组合。

经典系列：2025 年公司计划通过加大市场推广、优化渠道布局、提升铺货率等举措，凭借着 120 多年的传统酿造工艺，以及 1903 国潮系列等创新产品，不断朝着 300 万吨目标迈进。

纯生系列：针对夜场等渠道冲击导致的销量压力，公司通过产品升级（优化酒液、全麦、花香风味，升级时尚包装设计）与音乐营销强化（举办音乐节、啤酒节等活动）双维度破局，预计 25 年下半年随措施落地，纯生销量有望逐步回升。目前纯生品类体量近 50 万吨，定位 12 元以上价格带，将通过拓展餐饮、新零售等多元渠道，并丰富水晶纯生、纯生扎啤等产品矩阵，巩固该区间市场份额。

白啤系列：2022-2024 年在行业销量整体下滑的背景下，白啤实现逆势持续增长。今年公司将加大白啤推广力度，通过优化产品包装、拓展销售渠道、加强品牌宣传等举措，进一步提升其市场份额与品牌影响力。

图 10：青岛啤酒纯生音乐节活动



资料来源：百瑞集团公众号，光大证券研究所

图 11：青岛啤酒白啤系列



资料来源：懂酒帝微信公众号，光大证券研究所

“2” 生鲜产品——全面发力生鲜赛道，打造生鲜明星产品。

公司拥有多款高端桶啤、鲜啤产品，其中 7 天短保精品原浆、水晶纯生等，通过公司构建的全国 38 城半小时送达网络，在高端市场中进一步巩固了自身地位。

“N” 超高端产品——把奥古特打造为超高端大单品，其他超高端产品培育成细分市场领军者。

奥古特将借助顶级网球赛事资源提升品牌知名度，将集全公司之力把奥古特打造为超高端独立品牌和影响力大单品。

2) 非啤酒：非啤酒品类协同，为经销商提供更多业务来源。

面对啤酒行业总量饱和的现状，公司将稳健发展黄酒、威士忌等相关多元化业务，培育新增长点。青岛啤酒集团从 2021 年开始布局饮料业务，目前该业务以预包装水为主。由于预包装水行业市场竞争激烈，且渠道协同效率较低，短期内饮料业务暂不计划并入上市公司。

非啤酒业务中，黄酒为重点。2025 年 5 月 7 日，公司签订《股权转让协议》，拟从新华锦集团和路劲集团处受让其合计持有的即墨黄酒 100% 股权，交易完成后，即墨黄酒将成为青岛啤酒的全资子公司。公司开展黄酒业务，一是因黄酒与啤酒同属发酵酒，且部分品牌如即墨黄酒在北方有一定消费基础，可快速切入市场；二是能利用现有啤酒销售渠道资源，填补冬季啤酒销售淡季空白，为经销商（尤其是北方的小微经销商）增加淡季业务来源，巩固渠道优势；三是满足消费者对酒类产品的多样化需求，构建多元化产业生态，实现厂商与经销商共同成长，同时降低单一啤酒业务的风险。

对于威士忌业务，公司将谨慎发展。公司将先明确威士忌目标消费群体及其消费习惯与需求偏好，合理设定价格，综合权衡成本、市场竞争和消费者价格敏感度，并确保业务具备合理利润空间，同时注重对品牌形象的塑造或维护。目前威士忌业务尚处于研发和筹备阶段，后续将根据市场反馈，逐步有序推进。

➤ 市场端：

1) 突破南方市场。

南方市场将是增长亮点。过去因资源聚焦北方及内部机制问题，公司对南方市场投入不足，导致市场表现波动。24 年起，公司通过消费者需求调研、经销商体系梳理、产能布局审视及与地方政府合作，提出资源优化、机制突破、产品线丰富等策略。25Q1 通过打造露营派对等新消费场景、投放轻干啤酒等新产品，策略初见成效。未来，公司将持续加大南方市场资源投入，利用零售创新优势，依托生鲜配送与高端产品品牌影响力，提升市场份额，重塑南方市场竞争力。

2) 稳步拓展海外市场。

公司的海外拓展则聚焦韩国、蒙古、哈萨克斯坦及西非地区等潜力市场，以拉动整体销量增长。

4、投资建议

新管理层就位后，有望推动公司经营效率提升，公司发展有望开启新篇章，25 年在低基数以及餐饮渠道复苏的预期下有望实现较好发展。考虑到 25H2 公司利润的同比基数较低，叠加成本端下行、费用率优化等多重因素，预计 25 年度公司盈利能力改善具备较高确定性。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 48.46/51.71/54.42 亿元，折合 2025-2027 年 EPS 分别为 3.55/3.79/3.99 元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 20x/19x/18x，维持“买入”评级。

5、风险分析

原材料成本上涨：麦芽等生产原材料、以及玻璃和 PET 等包装材料的采购价格如果大幅提高，可能会对公司盈利水平造成较大压制。

市场竞争恶化：若出现多地区市场竞争加剧，各企业为获取市场份额进行价格战，将影响提价的顺利落地。

渠道掌控力减弱：线下渠道掌控力强是公司的核心优势之一，随着新渠道的不断涌现和发展，可能会对传统渠道造成影响，减弱公司的渠道掌控力。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,937	32,138	33,608	34,789	35,810
营业成本	20,817	19,210	19,936	20,520	21,041
折旧和摊销	1,086	1,181	1,237	1,238	1,238
税金及附加	2,387	2,328	2,435	2,520	2,594
销售费用	4,708	4,603	4,679	4,791	4,878
管理费用	1,519	1,407	1,437	1,453	1,460
研发费用	101	103	118	122	125
财务费用	-457	-568	-621	-661	-682
投资收益	172	118	118	118	118
营业利润	5,737	5,843	6,518	6,954	7,320
利润总额	5,746	5,881	6,557	6,993	7,359
所得税	1,398	1,390	1,549	1,652	1,739
净利润	4,348	4,492	5,007	5,340	5,620
少数股东损益	80	147	161	170	178
归属母公司净利润	4,268	4,345	4,846	5,171	5,442
EPS(元)	3.13	3.19	3.55	3.79	3.99

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,778	5,155	5,331	8,669	7,935
净利润	4,268	4,345	4,846	5,171	5,442
折旧摊销	1,086	1,181	1,237	1,238	1,238
净营运资金增加	177	-4,549	562	-2,597	-1,668
其他	-2,753	4,178	-1,315	4,857	2,923
投资活动产生现金流	-3,463	-7,422	6,085	-217	-314
净资本支出	-895	-1,941	0	0	0
长期投资变化	365	392	0	0	0
其他资产变化	-2,932	-5,872	6,085	-217	-314
融资活动现金流	-2,868	-2,983	-2,050	-2,334	-2,522
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-224	-8	0	0	0
无息负债变化	-2,814	568	312	3,353	2,326
净现金流	-3,548	-5,246	9,366	6,117	5,099

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	38.7%	40.2%	40.7%	41.0%	41.2%
EBITDA 率	17.7%	19.3%	20.1%	20.6%	21.0%
EBIT 率	14.4%	15.6%	16.4%	17.0%	17.5%
税前净利润率	16.9%	18.3%	19.5%	20.1%	20.5%
归母净利润率	12.6%	13.5%	14.4%	14.9%	15.2%
ROA	8.8%	8.7%	9.3%	9.0%	8.7%
ROE (摊薄)	15.5%	15.0%	15.5%	15.5%	15.3%
经营性 ROIC	19.6%	19.4%	27.4%	39.0%	55.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	43%	42%	40%	42%	43%
流动比率	1.75	1.44	1.98	1.99	2.05
速动比率	1.54	1.23	1.77	1.81	1.88
归母权益/有息债务	546.25	690.86	741.21	791.82	844.08
有形资产/有息债务	862.06	1079.63	1144.41	1281.81	1396.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	49,256	51,420	54,011	59,663	64,365
货币资金	19,282	17,979	27,345	33,462	38,561
交易性金融资产	1,924	2,022	2,426	2,911	3,494
应收账款	100	102	107	111	114
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	3,540	3,576	3,712	3,820	3,917
其他流动资产	4,526	1,216	1,363	1,481	1,583
流动资产合计	29,612	25,189	35,255	42,096	47,986
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	365	392	392	392	392
固定资产	11,132	11,804	10,866	9,882	8,865
在建工程	499	631	473	355	266
无形资产	2,493	2,684	2,550	2,422	2,301
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	1,307
其他非流动资产	109	4,729	953	953	953
非流动资产合计	19,644	26,231	18,756	17,568	16,379
总负债	21,001	21,561	21,872	25,226	27,551
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,953	3,054	3,169	3,262	3,345
应付票据	194	217	225	232	238
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3,590	468	3,020	5,070	6,843
流动负债合计	16,918	17,522	17,844	21,152	23,437
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,765	3,694	3,752	3,798	3,839
非流动负债合计	4,083	4,039	4,028	4,074	4,114
股东权益	28,255	29,860	32,139	34,437	36,814
股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
公积金	5,608	5,599	5,599	5,599	5,599
未分配利润	20,334	21,951	24,068	26,197	28,396
归属母公司权益	27,449	29,060	31,178	33,307	35,505
少数股东权益	805	799	961	1,130	1,308

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	13.87%	14.32%	13.92%	13.77%	13.62%
管理费用率	4.48%	4.38%	4.28%	4.18%	4.08%
财务费用率	-1.35%	-1.77%	-1.85%	-1.90%	-1.90%
研发费用率	0.30%	0.32%	0.35%	0.35%	0.35%
所得税率	24%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.30	2.00	2.23	2.38	2.50
每股经营现金流	2.04	3.78	3.91	6.35	5.82
每股净资产	20.12	21.30	22.85	24.42	26.03
每股销售收入	24.88	23.56	24.64	25.50	26.25

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	23	23	20	19	18
PB	3.6	3.4	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	15.5	15.0	12.4	10.9	9.8
股息率	1.8%	2.8%	3.1%	3.3%	3.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP