

消费行业研究组

分析师：黄燕芝

执业证书编号：S1410525120001

投资评级： 增持（首次）

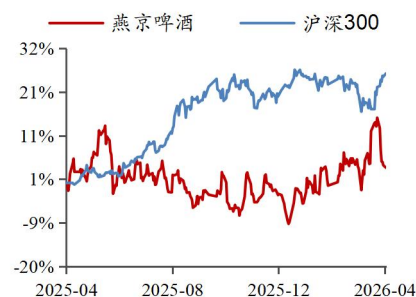
当前价格： 12.81元

### 市场数据

总股本(百万股)	2818.54
A股股本(百万股)	2818.54
B/H股股本(百万股)	-/-
A股流通比例(%)	89.04
12个月最高/最低(元)	14.56/11.16
第一大股东 北京燕京啤酒投资有限公司	
第一大股东持股比例(%)	57.40
上证综指/沪深300	4082.13/4757.44

数据来源：聚源 注：2026年4月20日数据

### 近十二个月股价表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-3.93	1.58	-23.34
绝对收益	0.23	2.40	2.77

数据来源：聚源 注：相对收益与沪深300相比

### 相关研究报告

燕京啤酒 000729.SZ

食品饮料行业

## 燕京啤酒：U8 引领结构升级，A10 开启高端新篇章

### 投资要点：

- ◆公司构建起以燕京 U8、燕京 V10、漓泉 1998 及燕京狮王系列为代表的大单品矩阵，以鲜啤、清爽系列、惠泉一麦等腰部产品矩阵，依托“中高端+腰部+区域特色”的三层产品布局，实现对不同消费需求的精准覆盖与有效满足。公司核心大单品燕京 U8 展现出较强的增长韧性与爆发力，2023-2025 年销量同比增速分别高达 35.82%、31.40%、29.31%，连续三年保持近 30% 以上的高增长，显著跑赢公司整体销量增速，U8 作为现象级大单品是拉动公司销量增长与结构升级的核心引擎。
- ◆从渠道收入结构来看，2022 至 2025 年燕京啤酒传统线下渠道始终占据绝对主导地位，收入占比超 90%，是公司营收的核心基本盘；KA 渠道收入占比呈现持续小幅收缩态势，由 2022 年的 3.88% 逐步降至 2025 年的 3.63%，反映出公司对商超等 KA 渠道的资源投放持续优化；电商渠道收入占比整体先稳后升，2022-2024 年维持在 1.9%-2.0% 的低位区间，2025 年提升至 2.55%，线上渠道战略价值逐步凸显。
- ◆2020-2025 年，公司毛利率与净利率呈现先稳后升、加速改善的态势，盈利质量显著提升，改革红利持续释放。毛利率 2020-2022 年小幅回落，由 39.19% 降至 37.44%；2023 年企稳回升至 37.63%，2024-2025 年加速上行，分别达 40.72%、43.56%，主因产品结构升级、核心单品放量。净利率表现更为亮眼，2020-2021 年低位徘徊，仅 2.61%、2.45%；2022-2025 年持续攀升，依次为 4.16%、6.01%、9.03%、13.09%，五年增幅超 10 个百分点。整体看，公司盈利端进入上行通道，结构优化与效率提升驱动盈利韧性增强。
- ◆2025 年前三季度，国内啤酒行业延续存量竞争、结构升级主线，市场集中度维持高位，头部格局相对稳定。从份额分布看，华润啤酒以 21.6% 位居行业首位，百威、青岛啤酒紧随其后，分别占比 17.3%、16.7%，三家合计占据近六成市场，形成第一梯队；嘉士伯、燕京啤酒位列第二梯队，份额分别为 9.3%、8.2%，珠江啤酒、蓝带啤酒等品牌占据细分份额。整体来看，行业增长由量增转向价升，高端化与盈利改善仍是核心逻辑，头部企业凭借品牌与渠道持续巩固壁垒。
- ◆估值和投资建议：我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 160.20/168.53/178.49 亿元，同比增长 4.48%/5.20%/5.91%；2026-2028 年公司归母净利润分别为 19.23/23.60/27.57 亿元，同比增长 14.55%/22.68%/16.82%。当前市值对应 2026-2028 年 PE 分别为 18.9/15.4/13.2 倍。燕京啤酒产品结构持续升级，核心大单品驱动公司高质量增长，公司盈利端进入上行通道，首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆风险提示：行业竞争风险，原材料价格波动风险，经营发展不及预期风险，外部环境与合规风险。

财务预测	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	14,667.0	15,332.9	16,019.7	16,853.2	17,849.3
	2	8	7	7	1
增长率(%)	3.20%	4.54%	4.48%	5.20%	5.91%

归母净利润 (百万元)	1,055.68	1,679.12	1,923.46	2,359.77	2,756.76
增长率 (%)	63.74%	59.06%	14.55%	22.68%	16.82%
ROE (%)	8.42%	11.99%	13.17%	13.62%	13.76%
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.37	0.60	0.68	0.84	0.98
P/E (倍)	34.39	21.62	18.87	15.38	13.17
P/B (倍)	2.48	2.35	2.09	1.86	1.65

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

## 正文目录

1 公司概况	1
1.1 四十余载砥砺前行：燕京啤酒六阶段成长路径解析	1
1.2 产品结构持续升级，大单品驱动高质量成长	2
1.3 传统渠道筑牢基本盘，全渠道盈利共振上行	4
1.4 股权集中治理稳健，高管专业赋能发展	6
1.5 产品结构与费用管控双轮驱动，盈利进入上行通道	8
2 行业概况	10
2.1 存量竞争下的结构优化，啤酒行业迈入高质量发展新阶段	10
2.2 啤酒行业竞争格局稳定，头部份额集中	13
2.3 原材料价格波动下，啤酒行业提价逻辑	13
2.4 啤酒行业渠道结构变迁：现饮为主、流通提速	15
3 盈利预测与估值	16
3.1 盈利预测	16
3.2 估值及建议	17
4 风险提示	17

## 图表目录

图 1、公司发展历程	2
图 2、公司分产品收入占比	2
图 3、公司中高档产品和普通产品收入占比	3
图 4、公司近年啤酒总销量和 U8 销量	4
图 5、燕京 U8 近年销量占比	4
图 6、公司不同渠道收入占比	5
图 7、公司不同渠道毛利率情况	5
图 8、公司不同地区收入占比	6
图 9、公司营业收入及增长情况	9
图 10、公司归母净利润及增长情况	9
图 11、2020-2025 年公司毛利率情况	9
图 12、2020-2025 年公司净利率情况	9
图 13、公司费用率变化情况	10
图 14、啤酒行业发展阶段	11
图 15、中国啤酒市场规模	11
图 16、工业啤酒及精酿啤酒市场规模	12
图 17、中国啤酒市场竞争格局（按销售额计，%）	13
图 18、2019-2024 年啤酒主要酿造原材料价格（元/千克）	14
图 19、2019-2024 年啤酒主要包材的原材料价格（元/千克）	14
图 20、中国啤酒行业渠道	15
表 1、公司股权结构	6
表 2、燕京啤酒高管履历	7
表 3、工业啤酒与精酿啤酒的区别	12

---

表 4、历年啤酒企业提价情况 .....	14
表 5、销售收入结构预测 .....	16
表 6、可比公司估值 .....	17

## 1 公司概况

### 1.1 四十余载砥砺前行：燕京啤酒六阶段成长路径解析

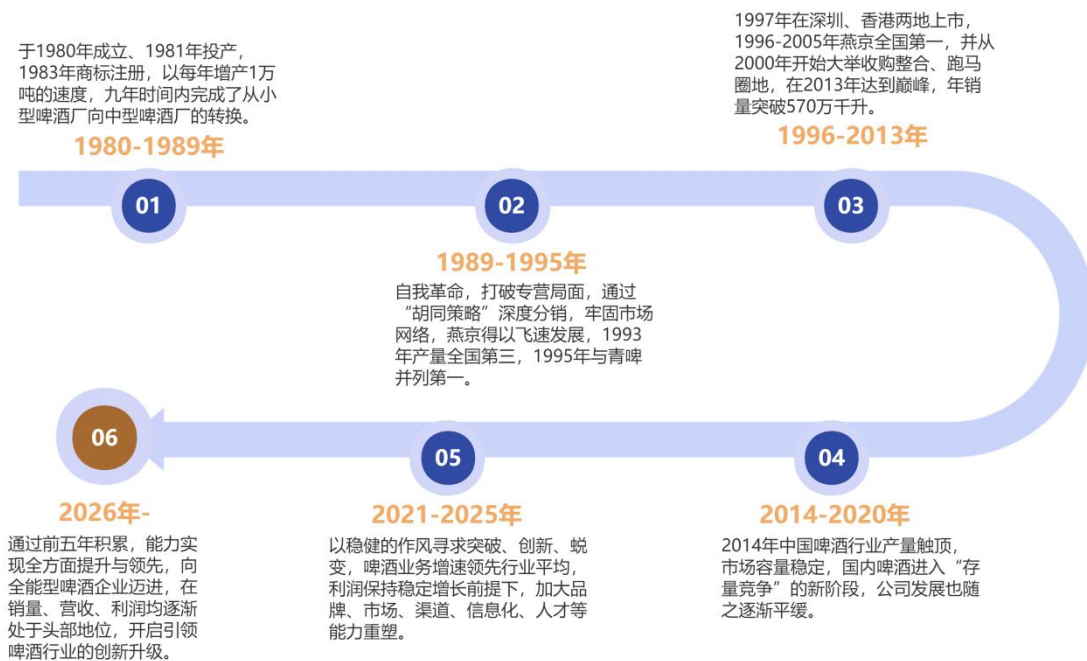
燕京啤酒自 1980 年成立、1981 年投产以来，历经四十余年的发展，走出了一条从区域小厂到上市公司的进阶之路。

1980-1989 年是企业的初创起步期，公司以每年增产 1 万吨的速度，用九年时间完成了从小型啤酒厂向中型啤酒厂的转型，并于 1983 年完成商标注册，为后续发展奠定基础。1989-1995 年进入快速扩张期，燕京打破专营局面，通过“胡同策略”深耕深度分销、筑牢市场网络，实现了业绩的飞速增长，1993 年产量跃居全国第三，1995 年与青岛啤酒并列全国第一。

1996-2013 年是燕京的全国化巅峰期，公司于 1997 年在深圳、香港两地上市，1996-2005 年稳居全国销量第一；自 2000 年起大举开展收购整合、跑马圈地，在 2013 年达到发展高峰，年销量突破 570 万千升。2014-2020 年行业进入存量竞争阶段，受中国啤酒行业产量触顶、市场容量稳定的影响，公司发展节奏逐渐平缓。

2021-2025 年是燕京的转型突破期，公司以稳健作风推进创新与蜕变，在保持利润稳定增长的前提下，完成品牌、市场、渠道、信息化、人才等多维度的能力重塑，实现啤酒业务增速领先行业平均水平。2026 年起，燕京将依托前五年的能力积累，向全能型啤酒企业迈进，推动销量、营收、利润全面稳居行业头部，开启引领啤酒行业创新升级的新阶段。

图 1、公司发展历程

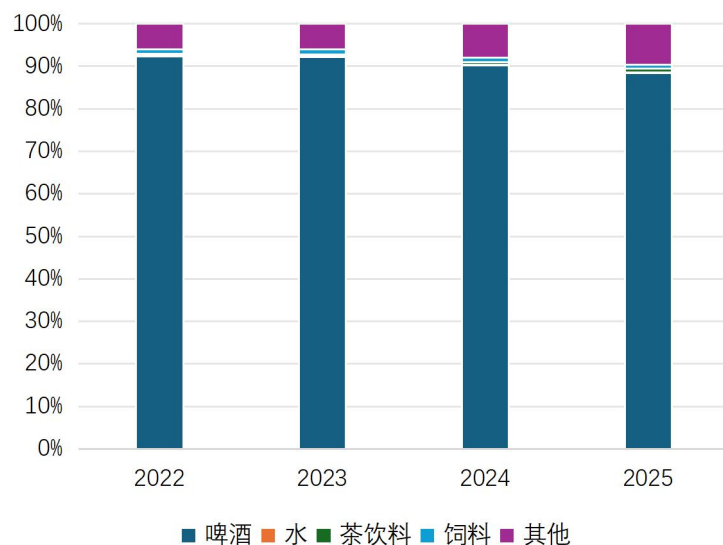


数据来源：公司官网，江海证券研究发展部

## 1.2 产品结构持续升级，大单品驱动高质量成长

公司以啤酒作为核心主业，啤酒收入占比由 2022 年的 92.28% 逐年回落至 2025 年的 88.49%，尽管占比小幅下滑，但仍稳居绝对主导地位，支撑公司基本盘稳定。2022-2025 年公司包装水、茶饮料业务收入占比不及 1%。

图 2、公司分产品收入占比

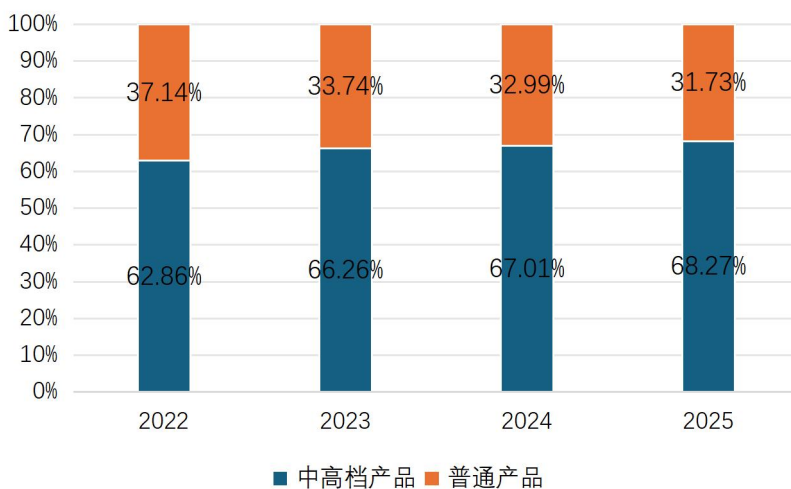


数据来源：公司年报，江海证券研究发展部

公司构建起以燕京 U8、燕京 V10、漓泉 1998 及燕京狮王系列为代表的大单品矩阵，以鲜啤、清爽系列、惠泉一麦等腰部产品矩阵，依托“中高端+腰部+区域特色”的三层产品布局，实现对不同消费需求的精准覆盖与有效满足。2025 年，公司核心大单品燕京 U8 销量攀升至 90 万千升，依旧是行业内增速领先的现象级单品，也是驱动公司业绩增长的核心动力。未来公司将从多方面推动燕京 U8 系列持续增长：深化卓越管理体系，夯实品质差异化优势；深挖优势市场终端效能，提升产品销量占比；加大弱势市场培育，聚焦优质城市重点突破；强化“中国人自己的啤酒”品牌定位，通过代言人、线下投放及自媒体传播扩大品牌影响力；拓展新零售合作，拓宽消费者触达渠道。

公司新品研发高效推进，高端全麦拉格新品 A10 已于 2026 年 3 月 25 日成功上市。产品通过原料甄选与工艺技术双重创新，打造全新纯净酿造体系，最终实现浓郁醇厚与清爽适口兼具的独特口感。从精酿到特色品类，从传统啤酒到健康化饮品，产品矩阵持续扩容，高端化、特色化产品布局进一步夯实。

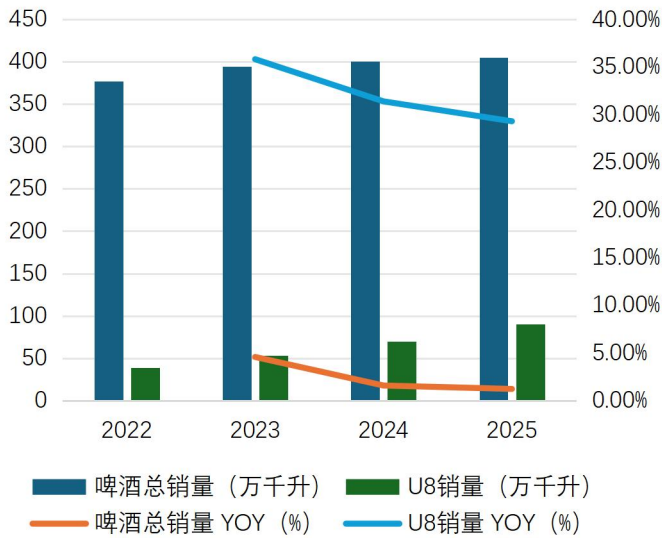
图 3、公司中高档产品和普通产品收入占比



数据来源：公司年报，江海证券研究发展部

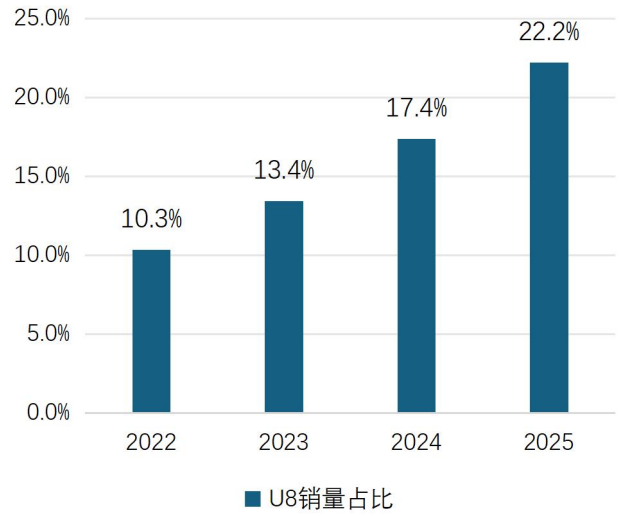
2023-2025 年，燕京啤酒整体销量维持稳健增长态势，同比增速分别为 4.57%、1.57%、1.21%，整体呈现平稳运行、小幅放缓特征，符合啤酒行业总量趋稳、结构升级的行业趋势。公司核心大单品燕京 U8 展现出较强的增长韧性与爆发力，同期销量同比增速分别高达 35.82%、31.40%、29.31%，连续三年保持近 30% 以上的高增长，显著跑赢公司整体销量增速，U8 作为现象级大单品是拉动公司销量增长与结构升级的核心引擎。

图 4、公司近年啤酒总销量和 U8 销量



数据来源：公司年报，江海证券研究发展部

图 5、燕京 U8 近年销量占比



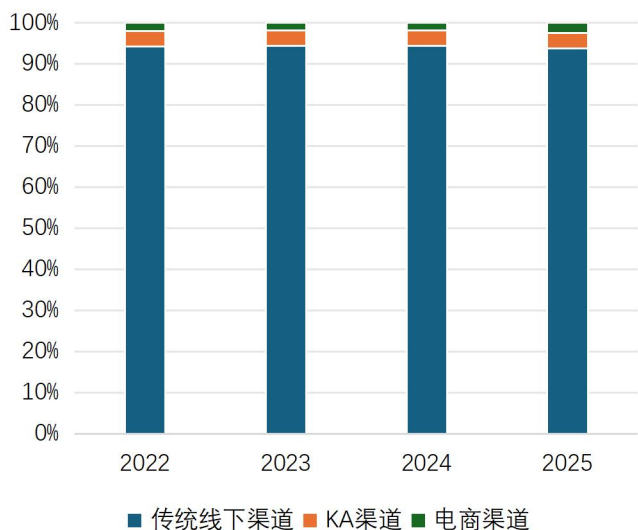
数据来源：公司年报，江海证券研究发展部

### 1.3 传统渠道筑牢基本盘，全渠道盈利共振上行

从渠道收入结构来看，2022 至 2025 年燕京啤酒传统线下渠道始终占据绝对主导地位，收入占比超 90%，是公司营收的核心基本盘；KA 渠道收入占比呈现持续小幅收缩态势，由 2022 年的 3.88% 逐步降至 2025 年的 3.63%，反映出公司对商超等 KA 渠道的资源投放持续优化；电商渠道收入占比整体先稳后升，2022-2024 年维持在 1.9%-2.0% 的低位区间，2025 年提升至 2.55%，线上渠道战略价值逐步凸显。以歪马送酒为代表的即时零售新渠道快速崛起，已成为啤酒行业重要增长点，消费者对便捷消费的需求持续提升。燕京啤酒将顺应新零售发展趋势，通过深化渠道合作、拓展非现饮市场，持续提升市场竞争力。

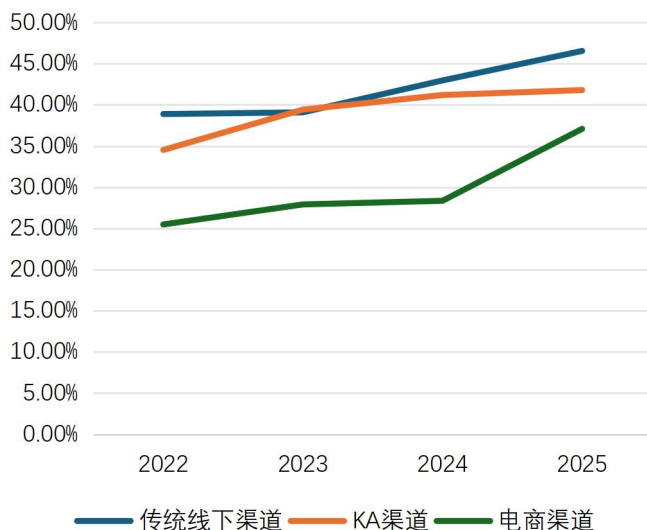
从分渠道毛利率表现来看，公司三大渠道毛利率均呈现持续上行趋势，整体盈利质量显著改善。传统线下渠道毛利率稳步抬升，从 2022 年 38.88% 升至 2025 年 46.54%，盈利韧性突出，依托庞大终端网络实现产品结构升级；KA 渠道毛利率修复明显，2022 年为 34.52%，2023 年快速提升至 39.42%，后续持续增长至 2025 年 41.79%，商超渠道盈利水平稳步提升；电商渠道毛利率弹性最为显著，2022-2024 年处于低位爬坡阶段，2025 年大幅跃升 8.73 个百分点至 37.08%，线上渠道规模效应与运营效率持续释放，成为公司盈利增长的重要弹性来源。整体而言，燕京啤酒渠道结构保持稳健，传统线下压舱作用显著，全渠道盈利共振上行。

图 6、公司不同渠道收入占比



数据来源：公司年报，江海证券研究发展部

图 7、公司不同渠道毛利率情况

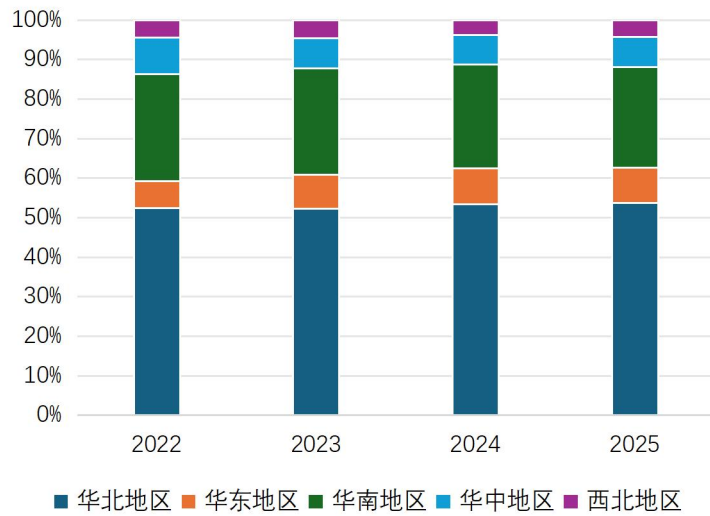


数据来源：公司年报，江海证券研究发展部

2022-2025 年，燕京啤酒区域收入结构保持华北主导、区域分化显著的格局。华北地区作为核心基本盘，收入占比常年维持在 50% 以上，2025 年提升至 53.77%，渠道壁垒稳固，为业绩提供稳定支撑。华南地区为第二大市场，占比由 2022 年 27.20% 持续回落至 2025 年 25.32%，份额承压明显。华东地区占比从 2022 年 6.81% 逐步提升，整体呈边际改善趋势，为潜在增量市场。西北地区收入占比处于低位，占比围绕 4% 上下震荡。整体来看，公司区域集中度偏高，对华北市场依赖度较强，全国化拓展节奏偏缓，华东突破仍是后续重点。

新兴市场开拓方面，公司的拓展策略将以“高容量、高结构、高成长性”为原则，结合队伍能力科学选定目标市场；持续深化“百县工程”，推动市场形态升级，同步启动“百城工程”，探索城市市场开发路径，提升产品在高阶市场的曝光度；实施总分共建策略，整合总部与分公司优势资源，加大重点市场攻坚力度；推进全国营销标准化建设，强化一线人员在策略执行、方案落地、复盘优化等方面的培训，提升业务队伍规范化作业水平；同时加大新兴市场优质经销商引进力度，夯实渠道支撑能力。

图 8、公司不同地区收入占比



数据来源：公司年报，江海证券研究发展部

### 1.4 股权集中治理稳健，高管专业赋能发展

公司股权结构高度集中，北京燕京啤酒投资有限公司以 57.40% 持股比例处于绝对控股地位，股权穿透后实际控制人为北京市国资委，控制权稳定、治理基础扎实。公司前十大股东中除控股股东外，其余均为北向资金、公募基金、社保基金、保险等机构及自然人股东，持股比例均低于 3%，整体以财务投资为主、不构成经营层面影响。公司前十大股东合计持股 69.47%，股权结构稳定、决策效率突出，为公司战略落地与经营稳健性提供有力支撑。

表 1、公司股权结构

股东名称	持股数量(股)	参考市值(亿元)	占总股本比例
北京燕京啤酒投资有限公司	1,617,727,568	181.67	57.40%
香港中央结算有限公司	72,094,639	8.10	2.56%
北京燕京啤酒集团有限公司	52,686,697	5.92	1.87%
唐建华	50,257,239	5.64	1.78%
中国建设银行股份有限公司-鹏华中证酒交易型开放式指数证券投资基金	48,367,580	5.43	1.72%
全国社保基金六零一组合	45,365,757	5.09	1.61%
中国农业银行股份有限公司-中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	20,792,404	2.33	0.74%
中国工商银行股份有限公司-中证主要消费交易型开放式指数证券投资基金	20,451,882	2.30	0.73%
中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	16,187,494	1.82	0.57%
冯骏驹	13,708,852	1.54	0.49%
合计	1,957,640,112	219.84	69.47%

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

燕京啤酒高管团队行业经验丰富，学历整体偏高，硕士占绝大多数，专业化程度突出。核心高管均深耕啤酒行业与公司全业务链条，覆盖生产运营、市场营销、财务、法务、技术质量和战略等关键领域，分工清晰、职能完备。董事长耿超具备深厚国资与改革背景，副董事长统筹日常经营与跨区域管控，多位副总经理分别分管营销、电商、区域销售、生产等核心业务。高管一体化管控与资源统筹能力强，整体呈现国资背景赋能、内部经验扎实、市场化执行有力、治理规范稳定的特点，可有效支撑公司全国化运营与改革发展需求。

表 2、燕京啤酒高管履历

姓名	职位	出生年份	学历	履历
耿超	董事长，董事	1975	硕士	历任北京市人民政府国有资产监督管理委员会政策法规处副处长、全面深化市属国资国企改革工作办公室主任，北京市顺义区国资委党委书记、主任，北京燕京啤酒集团有限公司党委书记、董事长，北京燕京啤酒股份有限公司党委书记、董事长，北京控股有限公司执行董事。现任北京燕京啤酒集团有限公司党委书记、董事长，北京燕京啤酒股份有限公司党委书记、董事长，兼任北京控股有限公司执行董事。
刘翔宇	副董事长，董事	1971	硕士	历任北京燕京啤酒股份有限公司证券部副主任、主任、部长、证券事务代表、董事会秘书、副总经理，副董事长、常务副总经理，福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司董事、副董事长、党委书记、董事长，北京燕京啤酒投资有限公司董事、燕京惠泉啤酒（抚州）有限公司董事长、福建燕京惠泉啤酒福鼎有限公司董事长、福建省泉州燕京惠泉电子商务有限公司执行董事。现任北京燕京啤酒股份有限公司副董事长，兼任北京燕京啤酒集团有限公司党委委员、董事，兼任北京燕京啤酒投资有限公司董事，兼任福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司党委书记、董事长、总经理，兼任福建燕京啤酒有限公司董事长，兼任燕京啤酒（赣州）有限责任公司执行董事。
谢广军	副董事长，董事，总经理	1967	硕士	历任北京燕京啤酒股份有限公司设备科副科长、计算机室副主任、企业管理办公室副主任、信息中心主任、副总经理、副董事长、常务副总经理、党委副书记、总经理，北京燕京啤酒投资有限公司董事。现任北京燕京啤酒集团有限公司党委副书记、董事，北京燕京啤酒股份有限公司党委副书记、副董事长、总经理，兼任北京燕京啤酒投资有限公司董事。
林文	常务副总经理	1978	硕士	历任山西燕京啤酒有限公司常务副总经理、总经理，河北燕京啤酒有限公司董事长、燕京啤酒（邢台）有限公司董事长、燕京啤酒京南销售公司党委书记、总经理，燕京啤酒冀南销售公司总经理、北京燕京啤酒股份有限公司总经理助理、北京燕京啤酒股份有限公司党委委员、副总经理。现任北京燕京啤酒股份有限公司党委委员、常务副总经理，燕京啤酒（丹江口）有限公司执行董事。

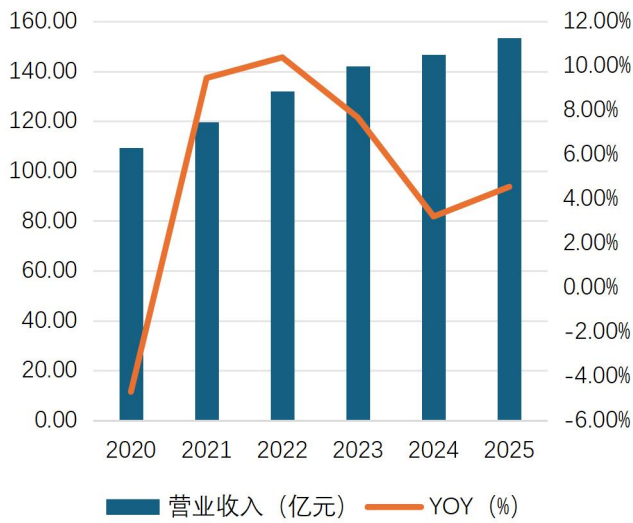
徐月香	副总经理、董事会秘书、总法律顾问	1974	硕士	历任北京燕京啤酒股份有限公司证券部副主任、主任、证券事务代表、监事会监事、董事会秘书、副总经理。现任北京燕京啤酒股份有限公司副总经理、董事会秘书、总法律顾问。
申长亮	副总经理	1979	本科	历任北京燕京饮料有限公司董事长、总经理兼华北销售部部长、支部书记，北京燕京啤酒股份有限公司市场部部长、市场营销管理中心主任、北京燕京啤酒股份有限公司总经理助理、北京狮王新燕商业管理有限公司董事长。现任北京燕京啤酒股份有限公司副总经理兼市场营销中心总经理、北京狮王新燕商业管理有限公司董事长、北京燕京啤酒电子商务有限公司执行董事、经理。
茹晓明	副总经理	1967	大专	历任北京燕京啤酒股份有限公司南厂第八包装车间副主任、主任、计量处处长、装备部副部长、物资供应部部长、总经理助理、副总经理，北京燕京啤酒集团有限公司监事会监事、福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司董事。现任北京燕京啤酒股份有限公司副总经理、福建省燕京惠泉啤酒股份有限公司董事。
赵伟	副总经理	1981	本科	历任北京燕京啤酒股份有限公司装备部部长、总经理助理，北京燕京啤酒股份有限公司一分公司经理、燕京啤酒京北销售公司总经理，北京燕京啤酒股份有限公司副总经理兼任北京燕京啤酒股份有限公司一分公司经理、燕京啤酒京北销售公司总经理。现任北京燕京啤酒股份有限公司副总经理，兼任北京燕京啤酒股份有限公司一分公司经理、燕京啤酒京津冀销售公司总经理。
郁茂杰	副总经理	1978	硕士	历任北京燕京啤酒股份有限公司设备处处长、装备部副部长、一分公司副总经理、北京燕京啤酒股份有限公司总经理办公室主任、战略规划与改革发展部部长、党委委员、总经理助理，燕京啤酒（玉林）有限公司董事，燕京啤酒（贵州）有限公司董事。现任北京燕京啤酒股份有限公司副总经理、兼任总经理办公室主任，燕京啤酒（桂林漓泉）股份有限公司董事，燕京啤酒（山东）有限责任公司执行董事兼总经理，燕京包装制品（河北）有限公司执行董事。
严峻	总会计师	1978	硕士	历任北京燕京啤酒股份有限公司财务部副处长、副部长、部长、总会计师。现任北京燕京啤酒股份有限公司总会计师兼任燕京啤酒（桂林漓泉）股份有限公司副董事长。
宋玉梅	总工程师	1973	硕士	历任北京燕京啤酒股份有限公司技术质量部技术三处副处长、技术质量部技术一处处长、技术质量部副部长、技术质量部技术三处处长、技术质量部部长、技术中心主任、监事会监事、总经理助理。现任北京燕京啤酒股份有限公司总工程师。

资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

## 1.5 产品结构 with 费用管控双轮驱动，盈利进入上行通道

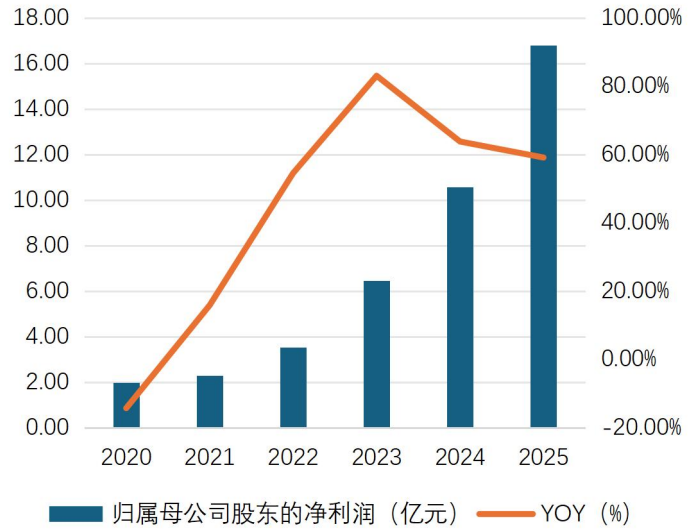
2020-2025 年营业收入和归母净利润 CAGR 分别实现 7.01%和 53.50% 的增速。2025 年实现营业收入 153.33 亿元，同比增长 4.54%，2025 年归母净利润为 16.79 亿元，同比增长 59.06%。

图 9、公司营业收入及增长情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

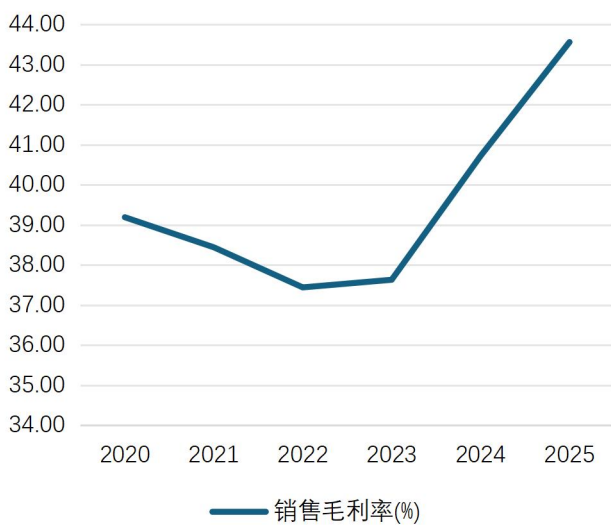
图 10、公司归母净利润及增长情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

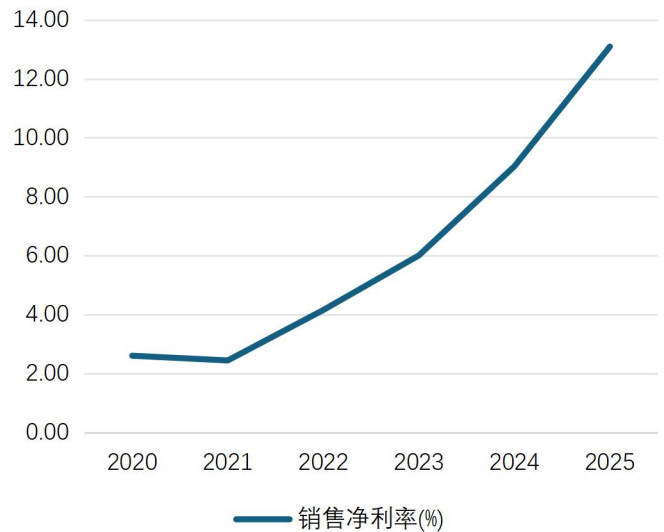
2020-2025 年，公司毛利率与净利率呈现先稳后升、加速改善的态势，盈利质量显著提升，改革红利持续释放。毛利率 2020-2022 年小幅回落，由 39.19% 降至 37.44%；2023 年企稳回升至 37.63%，2024-2025 年加速上行，分别达 40.72%、43.56%，主因产品结构升级、核心单品放量。净利率表现更为亮眼，2020-2021 年低位徘徊，仅 2.61%、2.45%；2022-2025 年持续攀升，依次为 4.16%、6.01%、9.03%、13.09%，五年增幅超 10 个百分点。整体看，公司盈利端进入上行通道，结构优化与效率提升驱动盈利韧性增强。

图 11、2020-2025 年公司毛利率情况



数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 12、2020-2025 年公司净利率情况

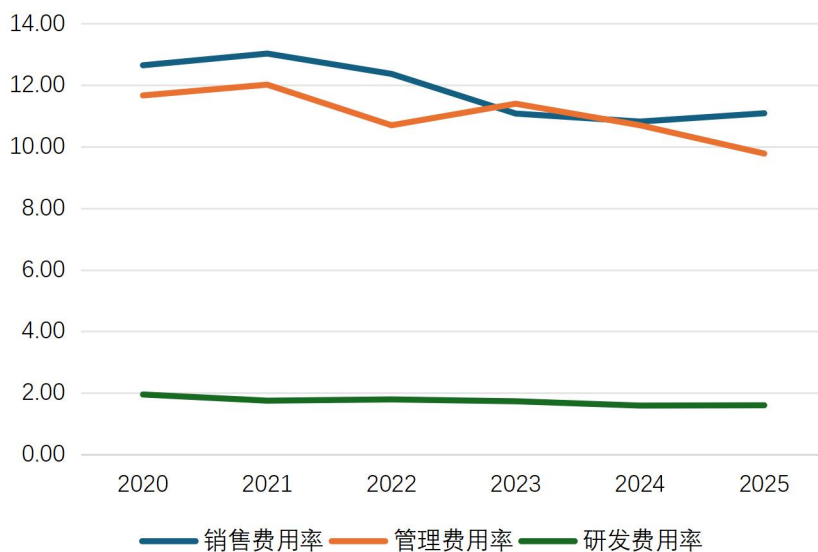


数据来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

2020-2025 年，燕京啤酒费用管控成效显著，整体费用率呈优化态势。

公司销售费用率由 2020 年 12.65% 降至 2024 年 10.82%，2025 年小幅回升至 11.09%，主要系销售人员费用投入增加，整体仍处合理区间。管理费用率呈波动下行趋势，从 2020 年 11.67% 降至 2025 年 9.78%，公司内部运营效率提升，降本增效成果突出。研发费用率保持 1.5%-2% 以内低位平稳。整体来看，公司费用结构持续优化，管理费用端持续压降，销售费用端精准投放，研发费用投入保持稳健，费用使用效率提升，为业绩增长提供支撑。

图 13、公司费用率变化情况



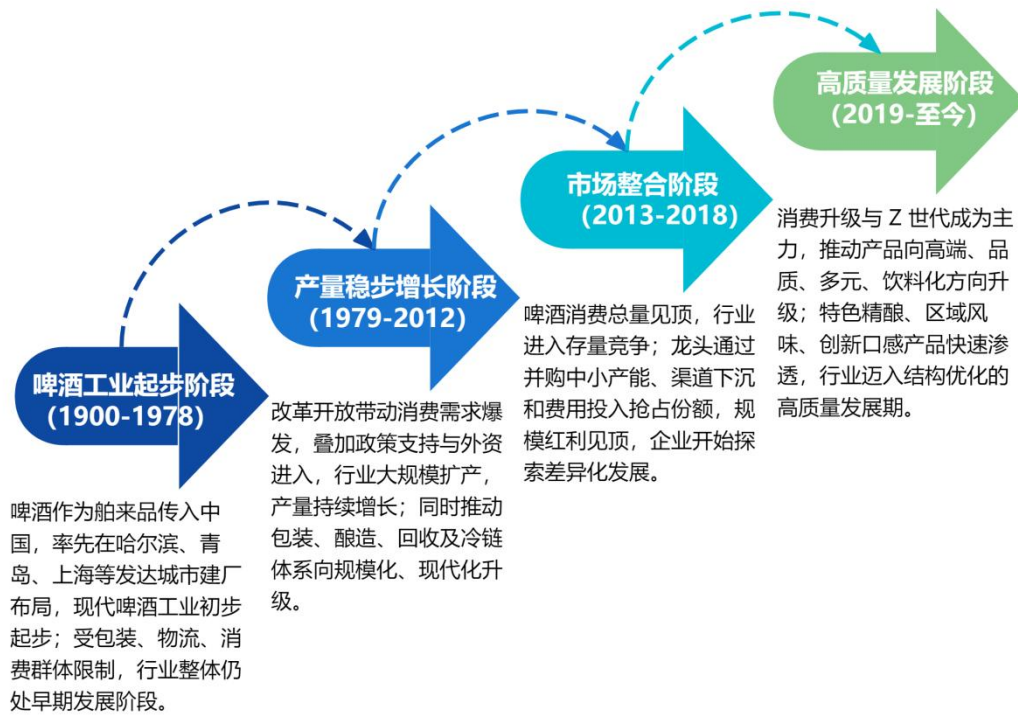
数据来源：同花顺 ifind，江海证券研究发展部

## 2 行业概况

### 2.1 存量竞争下的结构优化，啤酒行业迈入高质量发展新阶段

中国啤酒工业始于 1900 年，作为舶来品传入后，率先在哈尔滨、青岛等发达城市建立本土化酿造能力，至 1978 年处于早期起步阶段，受包装、物流等条件限制发展缓慢；1979 年至 2012 年，借助改革开放的东风，消费需求爆发，政策支持与外资涌入推动行业大规模扩产，产量稳步增长，同时实现包装、酿造及物流体系的现代化转型；2013 年至 2018 年，消费总量见顶，行业进入市场整合期，龙头企业通过并购、渠道下沉抢占份额，规模红利消退，倒逼企业探索差异化发展；2019 年至今，随着消费升级及 Z 世代成为消费主力，啤酒市场向高端化、品质化、多样化、饮料化升级，特色化、高品质产品快速渗透，行业迈入结构优化的高质量发展新阶段。

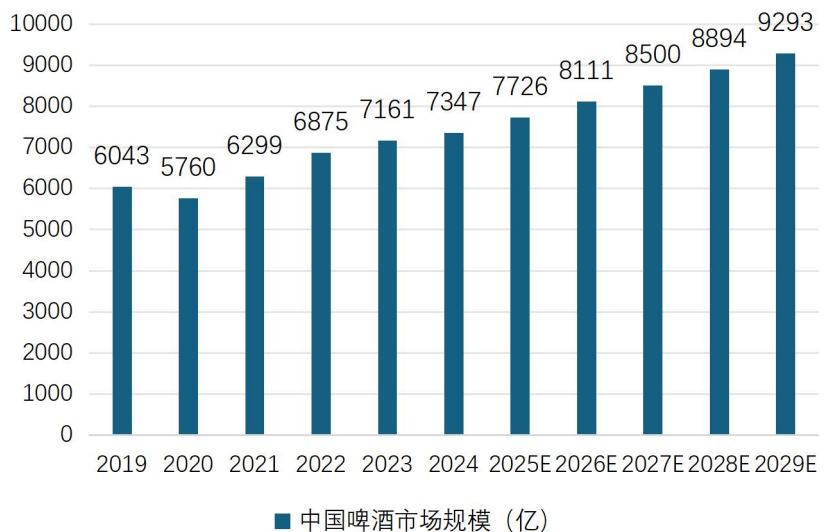
图 14、啤酒行业发展阶段



数据来源：金星啤酒招股说明书，江海证券研究发展部

以零售额计，中国啤酒市场规模已从 2019 年的 6043 亿元人民币增长至 2024 年的 7347 亿元人民币，复合年增长率达 4.0%。预计未来五年市场将延续稳健增长态势，到 2029 年市场规模有望攀升至 9293 亿元人民币，2024 至 2029 年复合年增长率将进一步提升至 4.8%。

图 15、中国啤酒市场规模



数据来源：金星啤酒招股说明书，江海证券研究发展部

中国啤酒市场主要分为工业啤酒与精酿啤酒两大品类。工业啤酒与精酿啤酒的核心区别体现在原料、发酵时间和口感风味三方面：工业啤酒为控制成本，会在麦芽、啤酒花、酵母、水基础上添加大米、淀粉等辅料，发酵仅7天左右，麦芽浓度低、口感清淡；精酿啤酒仅用四大核心原料酿造，不添加无关辅料，发酵时长超20天，麦芽浓度高，口感与香气更醇厚。

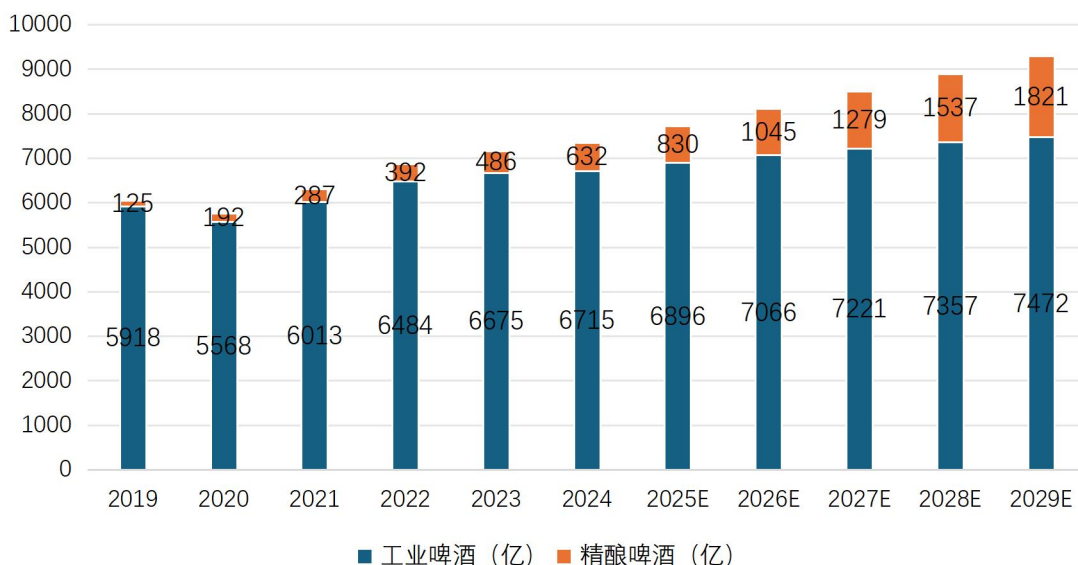
表 3、工业啤酒与精酿啤酒的区别

属性	工业啤酒	精酿啤酒
原料	麦芽、啤酒花、酵母和水，添加大米和淀粉等与调整啤酒风味无关的物质以控制成本	使用麦芽、啤酒花、酵母和水进行酿造，不添加与调整啤酒风味无关的物质（如大米、淀粉等）
发酵时间	发酵时间通常为7天左右	发酵时间通常为20天以上
口感与香气	麦芽浓度偏低，风味淡爽	麦芽浓度偏高，风味醇厚

资料来源：灼识咨询，江海证券研究发展部

在消费品质化升级的驱动下，近五年国内精酿啤酒市场实现高速增长，增速大幅领先工业啤酒及整体啤酒行业。按零售额口径，精酿啤酒市场规模从2019年的125亿元增至2024年的632亿元，复合年增长率达38.4%；预计2024-2029年仍将保持快速扩张，复合年增长率为23.6%，2029年市场规模有望达到1821亿元。相比之下，工业啤酒市场增长更为平稳。其零售额由2019年的5918亿元增长至2024年的6715亿元，期间复合年增长率为2.6%；预计2024-2029年复合年增长率为2.2%，2029年市场规模将达7472亿元。

图 16、工业啤酒及精酿啤酒市场规模

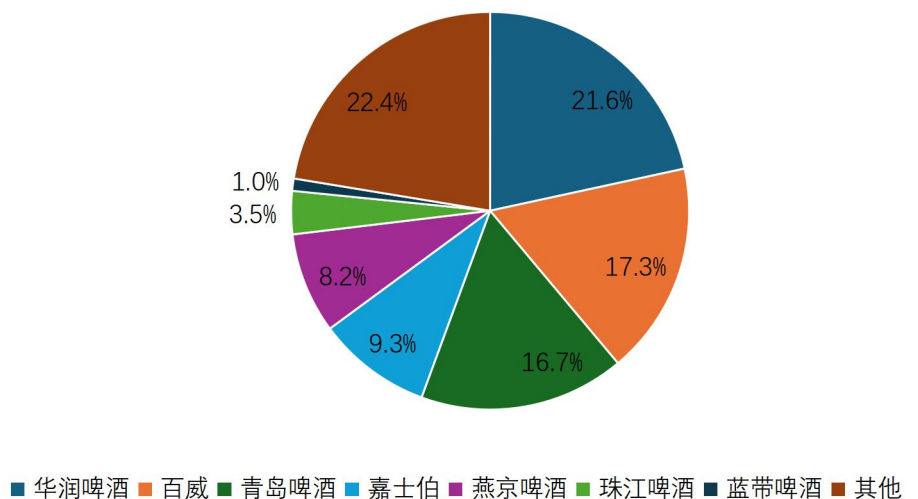


数据来源：金星啤酒招股说明书，江海证券研究发展部

## 2.2 啤酒行业竞争格局稳定，头部份额集中

2025 年前三季度，国内啤酒行业延续存量竞争、结构升级主线，市场集中度维持高位，头部格局相对稳定。从份额分布看，华润啤酒以 21.6% 位居行业首位，百威、青岛啤酒紧随其后，分别占比 17.3%、16.7%，三家合计占据近六成市场，形成第一梯队；嘉士伯、燕京啤酒位列第二梯队，份额分别为 9.3%、8.2%，珠江啤酒、蓝带啤酒等品牌占据细分份额。整体来看，行业增长由量增转向价升，高端化与盈利改善仍是核心逻辑，头部企业凭借品牌与渠道持续巩固壁垒。燕京啤酒与华润、青岛、百威在全国化覆盖、高端产品矩阵、品牌势能上仍存在差距，后续公司将持续推进产品结构升级与全国化拓展，以巩固区域龙头地位及缩小与第一梯队差距。

图 17、中国啤酒市场竞争格局（按销售额计，%）



数据来源：金星啤酒招股说明书，江海证券研究发展部

## 2.3 原材料价格波动下，啤酒行业提价逻辑

中国啤酒行业产业链分为上游原材料供应、中游酿造与品牌运营、下游渠道及终端消费三大环节。上游涵盖麦芽、啤酒花、酵母、酿造用水等核心原辅料及茶叶等风味原料，还有玻璃瓶、铝罐、马口铁等包装材料。中游酿造需严格管控糖化、煮沸、发酵、过滤等工艺参数以保障品质，品牌运营则通过精准定位、差异化产品与创新营销实现溢价，提升市场竞争力。下游包含酒吧、餐饮等现饮渠道，以及电商、商超、便利店、即时零售等流通渠道。

麦芽、啤酒花为啤酒主要酿造原料，钢材、铝锭、玻璃为主要包装材料。

过去五年，国内市场麦芽、钢材及玻璃价格整体保持稳定。铝锭价格小幅上行，啤酒花价格自 2019 年起持续上涨，2021 年触及高点后显著回落，近年稳定在中高位区间。长期来看，啤酒原材料总成本预计将保持平稳运行。

图 18、2019-2024 年啤酒主要酿造原材料价格（元/千克）

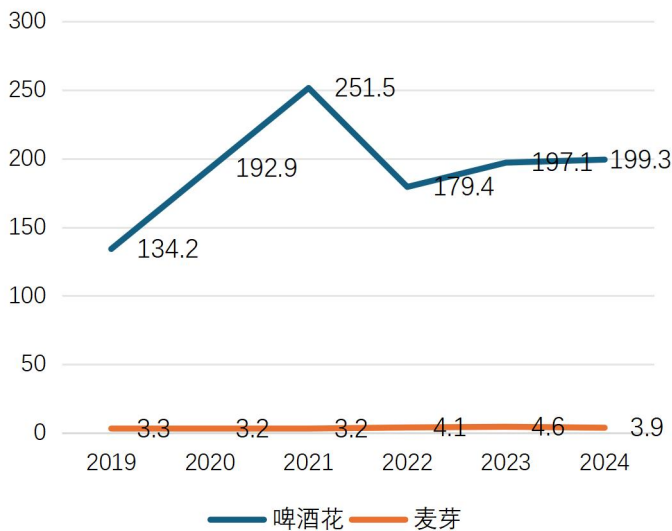
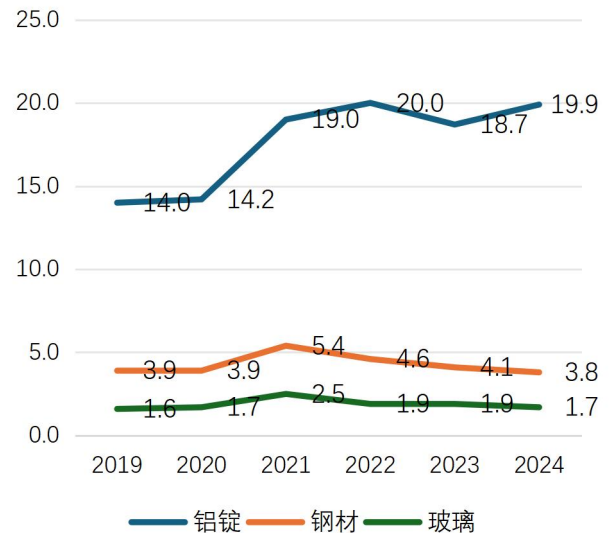


图 19、2019-2024 年啤酒主要包材的原材料价格（元/千克）



资料来源：金星啤酒招股说明书，江海证券研究发展部

资料来源：金星啤酒招股说明书，江海证券研究发展部

从历史来看，成本上涨推动行业提价。从 2017 年开始，首先是燕京啤酒开始调整旗下产品价格，随后 2018 年初华润啤酒和青岛啤酒开始调整旗下产品价格。啤酒集体涨价，其外在因素是原材料价格的上涨导致生产成本增加，而内在因素则是顺应消费升级的趋势。随着中国经济增长步入新常态，经济正从高速增长向高质量增长转变。随着中产阶层的崛起和占比逐渐提升，消费升级已成为常态。在当时的情况下，消费者对啤酒价格的敏感度也随之降低。

2021 年啤酒行业调价与 2018 年情况相似，是成本上涨和行业消费升级的共同结果。重庆啤酒在 2021 年的半年报和年报中多次提及成本上涨的问题。

表 4、历年啤酒企业调价情况

时间	企业	公告/通知时间	概况
2017 年	燕京啤酒	2017 年 11 月	自 2017 年 12 月 1 日起对 460ml 的 7 度燕京本生啤酒(纸 1*12)产品经销政策作出调整：终端进货结算价格顺涨 3 元/箱，单瓶零售价格顺涨 1 元/瓶。
2018 年	华润啤酒	2018 年 1 月 8 日	由于原材料、包装物、人工成本及其他成本上涨，公司对一些区域对部分产品适度调整价格以缓解成本压力。
	青岛啤酒	2018 年 1 月 5 日	由于 2018 年面临包装材料价格上涨，生产成本增加等压力，公司对部分区域的部分产品进行价格上调，并非全部产品，以部分消化成本上涨压力，拟涨价部分产品的平均涨价幅度不超过 5%。

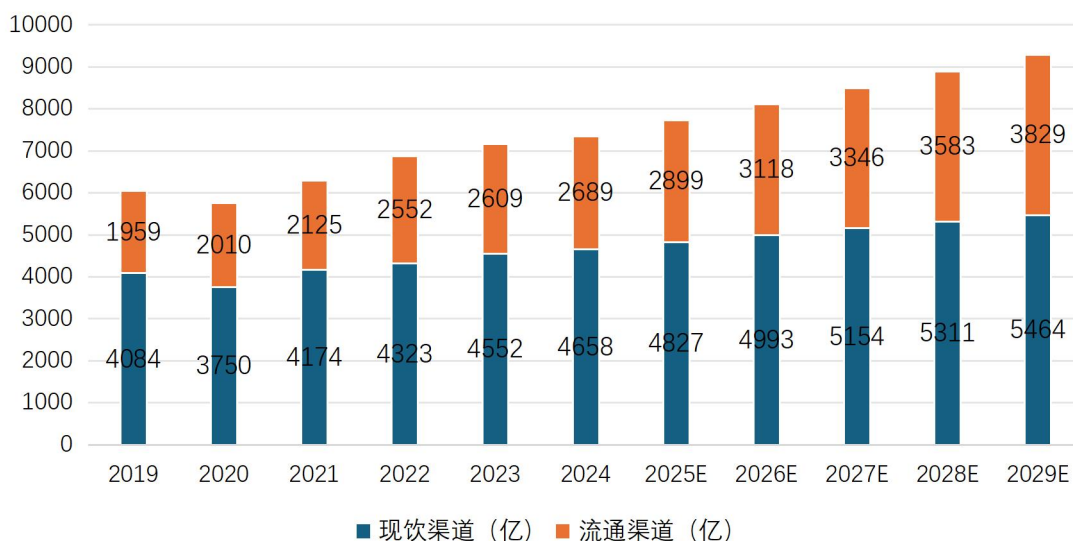
2021 年	重庆啤酒	2021 年 9 月	疆外大乌苏出厂箱价提升 6 元左右，提价幅度超过 10%；330ml 小瓶装乌苏进行酒液升级，同时提升箱价，具体提价幅度未定。
	重庆啤酒	2021 年 11 月 15 日	乌苏啤酒湖北分公司发布调价通知函，两个单品价格有所调整：红乌苏 620ml 的价格调整为每件 75 元，红乌苏 620ml（礼盒）价格调整为每件 37.5 元。
2022 年	嘉士伯新疆分公司	2022 年 1 月 13 日	原材料、人工、运输等价格持续上涨，导致成本不断提高，决定自 2022 年 2 月 1 日起上调 620ml 红乌苏酒产品（1*620ml*12 瓶，纸箱装）的价格。
	华润啤酒浙江销售分公司	2022 年初	由于原材料价格上涨、人工成本、运输费用增加等原因，导致产品成本大幅增加，公司自 2022 年 2 月 1 日起对雪花系列产品价格进行上调。

数据来源：重庆市发展和改革委员会，中国经济网，金融界，新京报，财联社，第一财经，各公司公告，江海证券研究发展部

## 2.4 啤酒行业渠道结构变迁：现饮为主、流通提速

从分销渠道来看，中国啤酒行业主要分为现饮渠道与流通（非现饮）渠道。现饮渠道以酒吧、餐厅、夜场等场景为主，供消费者现场即时饮用；流通渠道则涵盖商超便利店、杂货店、电商及新零售（社区折扣店、即时零售等）。当前国内啤酒市场仍以现饮渠道为主导，2024 年该渠道零售额达 4658 亿元，预计 2029 年将增至 5464 亿元。流通渠道渗透率持续提升，2024 年市场规模为 2689 亿元，占整体市场零售额 36.6%，较 2019 年的 32.4% 明显上升。预计未来这一比重将进一步扩大，2029 年占比有望达 41.2%，对应市场规模增至 3829 亿元，2024-2029 年复合年增长率约 7.3%。

图 20、中国啤酒行业渠道



数据来源：金星啤酒招股说明书，江海证券研究发展部

### 3 盈利预测与估值

#### 3.1 盈利预测

我们对公司分产品类别进行盈利预测：

**啤酒：**公司啤酒业务板块收入进入稳健增长的阶段，而随着产品结构持续优化，产品毛利率预计将持续提升。我们预计 2026-2028 年啤酒营业收入增长率分别为 2.50%/3.00%/3.50%，预计 2026-2028 年啤酒毛利率分别为 50.00%/52.00%/54.00%。

**茶饮料：**茶饮料业务目前收入占比较低，预计短中期内仍将维持较快的增速。我们预计 2026-2028 年茶饮料营业收入增长率分别为 30.00%/28.00%/25.00%，预计 2026-2028 年茶饮料毛利率分别为 20.00%/20.00%/20.00%。

**饲料：**我们预计 2026-2028 年饲料业务营业收入增长率分别为 5.00%/5.00%/5.00%，预计 2026-2028 年饲料业务毛利率分别为 90.00%/90.00%/90.00%。

**矿泉水：**我们预计 2026-2028 年矿泉水业务营业收入增长率分别为 20.00%/18.00%/15.00%，预计 2026-2028 年矿泉水业务毛利率分别为 10.00%/10.00%/10.00%。

**综合毛利率：**预计公司毛利率水平将稳步提升，预计 2026-2028 年公司综合毛利率分别为 46.64%/47.79%/48.82%。

**期间费用率：**我们预计公司 2026-2028 年销售费用率分别为 11.00%/11.00%/11.00%；预计 2026-2028 年公司研发费用率分别为 1.68%/1.65%/1.63%；预计 2026-2028 年公司管理费用率分别为 9.00%/8.50%/8.00%。

我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 160.20/168.53/178.49 亿元，同比增长 4.48%/5.20%/5.91%；2026-2028 年公司归母净利润分别为 19.23/23.60/27.57 亿元，同比增长 14.55%/22.68%/16.82%。当前市值对应 2026-2028 年 PE 分别为 18.9/15.4/13.2 倍。

表 5、销售收入结构预测

收入(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
合计营收	15,332.98	16,019.77	16,853.27	17,849.31
YOY	4.54%	4.48%	5.20%	5.91%

啤酒营收	13568.02	13907.22	14324.43	14825.79
YOY	2.55%	2.50%	3.00%	3.50%
茶饮料营收	144.22	187.49	239.99	299.98
YOY	35.99%	30.00%	28.00%	25.00%
饲料营收	132.14	138.75	145.69	152.97
YOY	0.00%	5.00%	5.00%	5.00%
其他收入	1471.25	1765.49	2118.59	2542.31
YOY	292.18%	20.00%	20.00%	20.00%
矿泉水收入	17.35	20.82	24.57	28.26
YOY	19.50%	20.00%	18.00%	15.00%
<b>毛利率</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
整体	43.56%	46.64%	47.79%	48.82%

资料来源：公司年报，江海证券研究发展部

### 3.2 估值及建议

公司的主营业务为啤酒，其中啤酒为营业收入中占比最高的品类。我们选取重庆啤酒、青岛啤酒和珠江啤酒为公司的可比公司，选取依据为主营业务类似。参考同花顺 iFinD 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值为 19.65 倍。燕京啤酒产品结构持续升级，核心大单品驱动公司高质量增长，公司盈利端进入上行通道，首次覆盖给予“增持”评级。

表 6、可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS				PE			
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600132.SH	重庆啤酒	2.54	2.65	2.77	2.90	21.22	20.36	19.51	18.62
002461.SZ	珠江啤酒	0.41	0.45	0.49	0.51	23.80	21.50	19.87	19.18
600600.SH	青岛啤酒	3.36	3.63	3.86	4.08	18.42	17.08	16.06	15.17
	算术平均值					21.15	19.65	18.48	17.66
000729.SZ	燕京啤酒	0.60	0.68	0.84	0.98	21.62	18.87	15.38	13.17

资料来源：同花顺 iFinD，数据截至 2026 年 4 月 19 日，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于同花顺 iFinD 一致预期）

## 4 风险提示

**行业竞争风险。**啤酒行业目前处于存量博弈格局，行业内头部企业竞争日趋激烈，各企业在产品布局、渠道拓展、市场推广等方面持续加大投入，可能导致公司产品市场份额受到挤压，同时也可能因竞争加剧增加营销费用，进一步影响公司整体盈利水平。

**原材料价格波动风险。**原材料是啤酒生产的核心成本构成，公司生产所需的大麦、包装材料等主要原材料价格受国际市场环境、供需关系、政策变化等多种因素影响，存在不确定性波动，若原材料价格出现大幅上涨，将直接增加公司生产成本，挤压毛利率空间，对公司盈利能力产生不利影响。

**经营发展不及预期风险。**公司正推进高端化转型、全国化市场拓展及新品培育等战略举措，上述举措的推进进度受市场环境、渠道建设、消费者偏好等多种因素影响，存在不确定性。同时，核心单品增长可能面临行业竞争、市场饱和等压力，若相关战略推进不及预期或核心单品增长放缓，将影响公司整体发展节奏与盈利增长动能。

**外部环境与合规风险。**宏观经济环境变化可能导致消费复苏力度不及预期，进而影响啤酒行业整体需求，对公司产品销售产生冲击；同时，食品安全监管日趋严格，行业政策不断调整，若公司在生产、品控、流通等环节未能完全符合相关要求，或行业政策出现不利变化，可能给公司生产经营带来不确定性，影响公司品牌形象与市场口碑。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>11905</b>	<b>11088</b>	<b>13637</b>	<b>16920</b>	<b>20162</b>
现金	7454	6486	8722	12060	14906
应收票据及应收账款	230	156	248	177	273
其他应收款	30	33	33	36	37
预付账款	136	136	148	150	166
存货	3946	3644	3854	3864	4148
其他流动资产	109	633	633	633	633
<b>非流动资产</b>	<b>11242</b>	<b>12659</b>	<b>12482</b>	<b>12337</b>	<b>12229</b>
长期股权投资	580	577	596	614	632
固定资产	7395	7519	7459	7399	7355
无形资产	1017	993	970	954	939
其他非流动资产	2249	3569	3457	3369	3303
<b>资产总计</b>	<b>23147</b>	<b>23747</b>	<b>26118</b>	<b>29257</b>	<b>32391</b>
<b>流动负债</b>	<b>7127</b>	<b>6831</b>	<b>6664</b>	<b>7063</b>	<b>6998</b>
短期借款	682	547	547	547	547
应付票据及应付账款	1384	1397	1350	1478	1458
其他流动负债	5061	4886	4767	5038	4993
<b>非流动负债</b>	<b>296</b>	<b>168</b>	<b>166</b>	<b>165</b>	<b>164</b>
长期借款	0	6	5	4	2
其他非流动负债	296	161	161	161	161
<b>负债合计</b>	<b>7423</b>	<b>6998</b>	<b>6830</b>	<b>7228</b>	<b>7161</b>
少数股东权益	1105	1268	1884	2525	3239
股本	2819	2819	2819	2819	2819
资本公积	4374	4374	4374	4374	4374
留存收益	7491	8353	9887	11882	14278
归属母公司股东权益	14619	15481	17404	19503	21991
<b>负债和股东权益</b>	<b>23147</b>	<b>23747</b>	<b>26118</b>	<b>29257</b>	<b>32391</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2549</b>	<b>2722</b>	<b>2428</b>	<b>3762</b>	<b>3263</b>
净利润	1324	2008	2540	3001	3471
折旧摊销	663	639	618	659	704
财务费用	-198	-199	-177	-261	-354
投资损失	-43	-29	-39	-38	-37
营运资金变动	648	348	-468	448	-465
其他经营现金流	154	-43	-45	-46	-55
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2861</b>	<b>-1034</b>	<b>-351</b>	<b>-424</b>	<b>-500</b>
资本支出	962	1272	422	496	579
长期投资	0	0	-19	-18	-18
其他投资现金流	-1898	238	90	91	97
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-290</b>	<b>-1283</b>	<b>159</b>	<b>-1</b>	<b>83</b>
短期借款	142	-135	0	0	0
长期借款	0	6	-1	-1	-1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-432	-1154	160	1	85
<b>现金净增加额</b>	<b>-602</b>	<b>405</b>	<b>2235</b>	<b>3338</b>	<b>2846</b>

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>14667</b>	<b>15333</b>	<b>16020</b>	<b>16853</b>	<b>17849</b>
营业成本	8695	8654	8549	8799	9134
营业税金及附加	1244	1256	1282	1348	1428
销售费用	1587	1700	1762	1854	1963
管理费用	1570	1499	1442	1433	1428
研发费用	233	245	269	278	291
财务费用	-198	-199	-177	-261	-354
资产和信用减值损失	-72	-69	-5	-6	-4
其他收益	108	87	101	114	102
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	43	29	39	38	37
资产处置收益	-6	140	50	52	59
<b>营业利润</b>	<b>1609</b>	<b>2364</b>	<b>3079</b>	<b>3602</b>	<b>4154</b>
营业外收入	14	15	13	15	14
营业外支出	51	9	17	21	24
<b>利润总额</b>	<b>1572</b>	<b>2370</b>	<b>3076</b>	<b>3596</b>	<b>4144</b>
所得税	248	362	536	595	674
<b>净利润</b>	<b>1324</b>	<b>2008</b>	<b>2540</b>	<b>3001</b>	<b>3471</b>
少数股东损益	268	329	616	641	714
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1056</b>	<b>1679</b>	<b>1923</b>	<b>2360</b>	<b>2757</b>
EBITDA	2037	2808	3514	3992	4492
EPS (元)	0.37	0.60	0.68	0.84	0.98

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	3.2	4.5	4.5	5.2	5.9
营业利润(%)	57.0	47.0	30.2	17.0	15.3
归属于母公司净利润(%)	63.7	59.1	14.6	22.7	16.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	40.7	43.6	46.6	47.8	48.8
净利率(%)	9.0	13.1	15.9	17.8	19.4
ROE(%)	8.4	12.0	13.2	13.6	13.8
ROIC(%)	7.4	11.3	13.2	13.8	14.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	32.1	29.5	26.2	24.7	22.1
净负债比率(%)	-41.3	-34.4	-41.5	-51.5	-56.3
流动比率	1.7	1.6	2.0	2.4	2.9
速动比率	1.1	1.0	1.4	1.8	2.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	67.5	79.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.9	6.9	13.9	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.60	0.68	0.84	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.97	0.86	1.33	1.16
每股净资产(最新摊薄)	5.19	5.49	6.17	6.92	7.80
<b>估值比率</b>					
P/E	34.4	21.6	18.9	15.4	13.2
P/B	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	15.2	11.3	8.6	6.9	5.6

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 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。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 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	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% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 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% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

## 分析师介绍

姓名：黄燕芝

从业经历：香港理工大学硕士，多年消费行业研究经验，曾在私募基金从事权益研究工作。

## 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

江海证券有限公司（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。本研究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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。