

2026 年 06 月 10 日

行业研究

评级：推荐(首次覆盖)

研究所：

证券分析师：

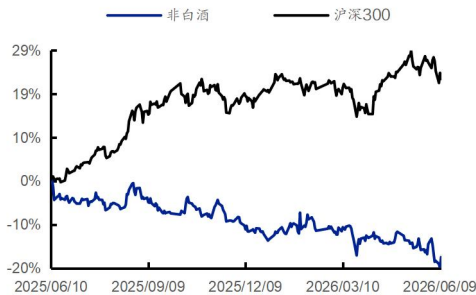
刘旭德 S0350526040001

liuxd02@ghzq.com.cn

渠道变革下的新秩序

——啤酒逐浪深度报告系列首篇

最近一年走势



行业相对表现

2026/06/10

表现	1M	3M	12M
非白酒	-4.4%	-7.6%	-17.6%
沪深 300	-2.5%	1.6%	22.8%

投资要点：

近些年啤酒行业需求表现不及预期，同时精酿啤酒浪潮兴起，新零售业态引领革新，市场担忧传统啤酒龙头份额被挤压。在美加墨世界杯开赛之际，本文就市场关切内容展开深度剖析，重点解答以下关键问题：1、复盘行业高端化节奏及精酿啤酒的影响？2、行业趋势，如何看待新零售业态对啤酒企业的影响？3、当前各酒企经营布局及展望？我们基于行业现状持续寻找机会，聚焦行业业态演变，推出更多《啤酒逐浪系列》报告。

■ **高端化节奏放缓，企业表现分化。**近三年受外部需求影响，啤酒销量略有承压，高端化节奏趋缓。分价格带来看，超高端（15 元+）静待需求复苏，高端（10-15 元）整体仍有压力，次高端（8-10 元）持续扩容，中低档（8 元以下）升级空间充足。企业端，2025 年场景受损背景下，啤酒企业持续加码非现饮渠道扩展，经营表现有所分化。华润啤酒、青岛啤酒定力较足，渠道反馈喜力销量增速约 20%，燕京啤酒 U8 放量驱动下，改革势能持续释放，重庆啤酒表现稳健，乌苏逐步企稳，百威亚太持续承压，超高端产品受损较大。

■ **啤酒行业攻守易势，新零售业态百花齐放。**过去啤酒企业在持续整合格局的过程中，将资源集中于基地市场，外地品牌突破难度较大。但伴随近些年零售渠道革新带动产业链重塑，新零售渠道正在逐步吞噬以线下经销商为代表的传统渠道份额，成为消费者的首要选择。同时，精酿啤酒崛起，其价格站位更高，可视为行业高端化的支线赛道，驱动吨价中枢上移，为啤酒赛道开拓增量空间，中小企业亦凭借精酿起势。啤酒企业不可忽视当前格局的变化，应积极顺应渠道变革方向，加速线上线下一体化融合，前瞻布局渠道创新，依托新零售发展红利，突破传统区域壁垒，攻占竞品优势市场。

■ **展望 2026H2：场景持续修复，企业经营更务实。**2025 年末 CPI 增速环比持续改善，场景修复信号增强，叠加世界杯及可能出现的厄尔尼诺，或将带动现饮需求回升，啤酒企业有望在低基数下实现较好增长。成本端，铝罐、瓦楞纸、大麦价格均有所上涨，预计二季度成本影响或将逐步在报表端体现，当前建议持续跟踪大宗传导节奏及企业动作。经营方面，啤酒企业更加务实理性，聚焦效率提升。华润啤酒深化三精主义，喜力预计延续高增，青岛啤酒渠道精细化管理，重庆啤酒发力 1L 装精酿，费投保持谨慎。燕京啤酒 U8 增长势能仍在，新品 A10 有望成为新增长引擎，百威亚太聚焦份额修复，稳定销量。

■ **投资建议：优选经营确定性较强的龙头企业、改革弹性充足的后发标的，重视高股息配置价值，首次覆盖，给予啤酒行业“推荐”评级。**伴随啤酒旺季临近，餐饮场景持续修复，行业需求有望改善回暖，带动销量实现较好增长。同时，新零售渠道竞争加剧，成本压力亦对企业经营带来挑战。结合经营底色及盈利弹性，我们建议关注白酒减值落地后质价双优、新零售布局具备前瞻性的**华润啤酒**，以及改革势能强劲、净利率仍有提升空间的后发者**燕京啤酒**，留意经营稳健、股息率较高的**青岛啤酒**（A+H 股）、**重庆啤酒**及经营有望反转的**百威亚太**。

■ **风险提示：**消费复苏不及预期、啤酒高端化受阻、宏观流动性收缩、渠道变革抢占空间、成本大幅波动

内容目录

1、 高端化节奏放缓，企业表现分化	4
1.1、 高端化：节奏略缓，方向不改	4
1.2、 价格表现差异，次高端份额提升	5
1.3、 需求平淡，企业表现相对分化	6
2、 啤酒战国：攻守易势，新零售业态百花齐放	7
2.1、 战国割据，各据一方	7
2.2、 时代演变，渠道革新	9
2.3、 精酿起势，高端化的支线延伸	11
2.4、 格局演变：以新零售之矛破传统渠道之盾	13
3、 展望 2026H2：场景持续修复，企业经营更务实	15
3.1、 餐饮渐修复，啤酒顺风起	15
3.2、 成本压力较大，提价或应对毛利下降	16
3.3、 企业：经营务实理性，费效持续提升	18
4、 投资建议：渠道重塑，秩序焕新	20
5、 风险提示	20

图表目录

图 1: 啤酒行业高端化节奏（前六大啤酒企业）	5
图 2: 不同价格带核心单品表现	6
图 3: 2025 年啤酒企业量价拆分	7
图 4: 伴随高端化，行业利润率持续提升	8
图 5: CR5 啤酒企业区域格局	9
图 6: 啤酒企业易守难攻	9
图 7: 新零售业态百花齐放	10
图 8: 啤酒新零售业态价格体系（元/500ml）	10
图 9: 近三年精酿啤酒产能快速上升	11
图 10: 中小厂家背靠新零售渠道放量	11
图 11: 精酿啤酒为行业结构性增量	12
图 12: 金星啤酒中精酿啤酒价格站位更高，带来更高毛利率	12
图 13: 精酿啤酒替代中高端产品带来的收入弹性（采用重庆啤酒数据）	12
图 14: 啤酒企业精酿布局	13
图 15: 重庆啤酒加码 1L 装精酿啤酒	13
图 16: 新零售业态优势	14
图 17: 啤酒企业新零售渠道打法	15
图 18: 啤酒产量与餐饮社零增速走势相近	16
图 19: 前置指标 CPI 增速持续回升	16
图 20: 厄尔尼诺预计带来全国气温上升	16
图 21: 百威助力世界杯营销	16
图 22: 啤酒成本整体压力较大	17
图 23: 成本压力传导叠加餐饮修复预期，啤酒企业或迎来新一轮提价周期	17
图 24: 2026 年啤酒企业经营举措	19
图 25: 啤酒企业分红率持续提升	19
图 26: 啤酒企业股息率突出	19

前言：近些年啤酒行业需求表现如波浪涌动，2025 年高端化节奏放缓。同时，精酿啤酒浪潮兴起，新零售革新颠覆渠道模式，市场担忧传统啤酒龙头份额被挤压。本文写于 2026 美加墨世界杯开幕之前，聚焦啤酒行业发展演变及市场关切内容展开深度剖析，重点解答以下关键问题：

- 1、 行业更新，复盘行业高端化节奏及精酿啤酒的影响？
- 2、 行业趋势，如何看待新零售业态对啤酒企业的影响？
- 3、 企业视角，当前各酒企经营布局及展望？

本文为《啤酒逐浪报告》系列首篇，后续将推出更多《啤酒逐浪系列》报告。

1、高端化节奏放缓，企业表现分化

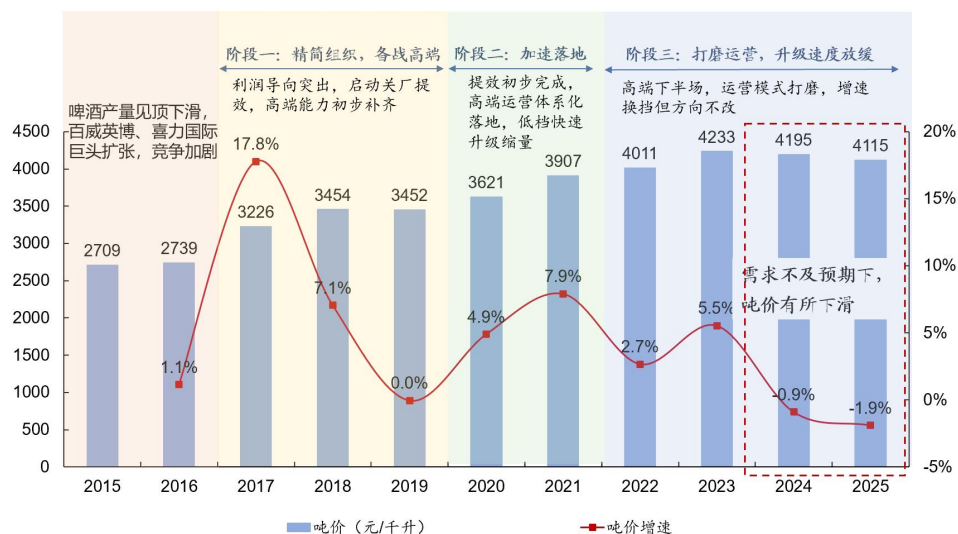
短期吨价面临压力，长期高端化趋势不改。自 2017 年开始，高端化成为啤酒行业共同主线。伴随行业高端化进程步入下半场，升级节奏有所放缓，2024-2025 年 CR6 平均吨价回落。恰似浪潮，潮起潮落、波澜起伏，高端化节奏亦有波动，当前回落实为需求承压下的短期波动，行业长期升级逻辑并未动摇，啤酒吨价上行趋势依旧明确。

1.1、高端化：节奏略缓，方向不改

高端化节奏更新：需求环境偏弱，升级仍在延续。自 2017 年行业启动高端化进程，前六大啤酒企业（包含华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、百威中国、珠江啤酒，后同）持续推动产品结构升级，高端化运营逐渐落地，吨价步入快速上行通道。而近些年受外部需求影响，啤酒销量略有承压，但行业价格整体保持稳定，高端化趋势不改，结构持续升级：

- **2022-2023 年：需求降速承压，行业务实去库。**2022-2023 年，受场景受损，叠加旺季气温相对较低，降雨较多，餐饮、夜场等核心消费场景需求表现偏弱，啤酒行业增速放缓，厂家压货追求销售增长。
- **2024-2025 年：年中场景受损压制需求复苏，吨价略有下滑。**2024 年，餐饮修复不及预期，需求端尚未得到有效提振，渠道库存累积，经销商压力显现，啤酒企业进入去库周期。2025 龙头企业轻装上阵，Q1 实现较好增长，Q2 消费场景受损，需求再度承压，而伴随下半年场景环比修复，部分企业加大货折加速抢占终端，吨价略有下滑。

图 1：啤酒行业高端化节奏（前六大啤酒企业）



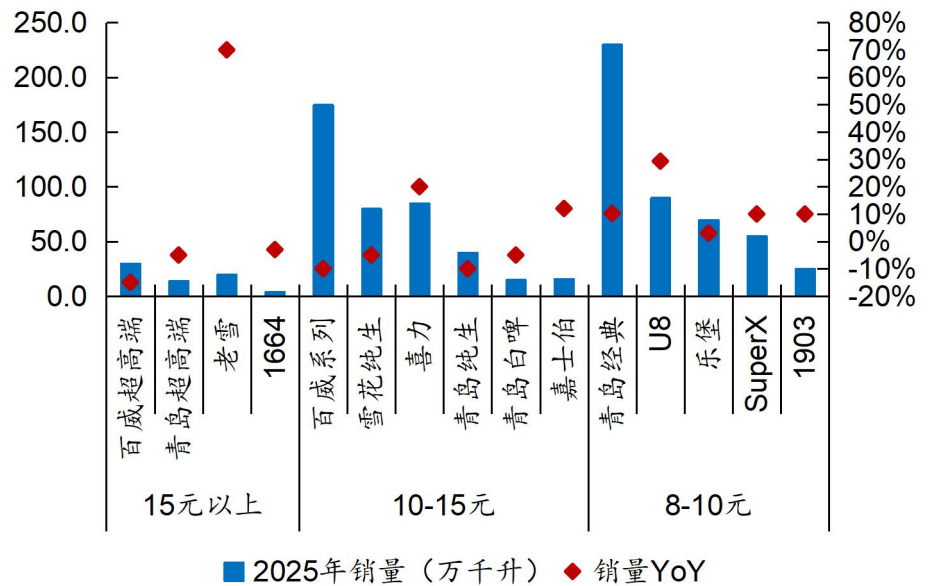
资料来源：Wind，各公司公告，渠道调研，酒业家公众号，经济日报公众号，时间财经公众号，斑马消费公众号，XN 知酒公众号，葡萄酒商业观察公众号，国海证券研究所。注：CR6 采用华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、百威中国、珠江啤酒，2017 吨价测算纳入高端占比较大的百威中国测算数据，故吨价大幅提升。

1.2、价格表现差异，次高端份额提升

价格带延续差异表现，次高端逆势扩容。据渠道反馈，2025Q2 场景受损下，各价格带延续分化表现，超高端、现饮核心单品承压较明显，2025 年具体分价格来看：

- **超高端（15 元+）：**持续调整，静待需求复苏。高端餐饮受损严重，百威、青岛超高端销量下滑，老雪在华润运营体系下实现较好增长；
- **高端（10-15 元）：**单品表现分化，整体仍有压力。百威受竞争挤压影响下滑较大，纯生系列在现饮场景受损背景下销量有所承压，伴随餐饮修复，现已逐渐企稳，喜力、嘉士伯维持较好增长；
- **次高端（8-10 元）：**增长亮眼，持续扩容。在当前消费环境下，次高端一方面承接部分高端消费降级需求，另一方面容纳经济产品向上升级趋势，销量实现较好增长。其中燕京 U8 增速约 30%，青岛经典、超勇等核心单品亦呈现较好增长态势，判断该价格带将成为行业重要支点。
- **中低档（8 元及以下）：**总量广阔，价格升级空间大。我国啤酒销量基本盘仍为 8 元以下的中低档啤酒，伴随行业高端化持续渗透，中低档啤酒份额收缩，但内部价格不断抬升，该价格端啤酒的结构性升级红利仍有较大释放空间。2025 年华润啤酒次高档以下啤酒销量同降 0.5%，重庆啤酒主流及经济产品量/价分别同比 -1.8%/+0.7%。

图 2：不同价格带核心单品表现



资料来源：渠道调研，燕京啤酒公司公告，国海证券研究所。注：2025 年销量及增速为渠道调研数据，或与实际有所偏差。

1.3、需求平淡，企业表现相对分化

2025 年场景受损背景下，企业表现有所分化。2025 年中餐饮场景收缩，需求有所承压，啤酒企业持续加码非现饮渠道扩展。而啤酒企业在此背景下，经营表现有所分化。整体来看，华润啤酒、青岛啤酒定力较足，燕京啤酒改革势能持续释放，重庆啤酒表现稳健，百威亚太承压明显：

- **销量：需求平淡，布局修复。**华润啤酒、青岛啤酒全年表现稳健，场景受损下实现小幅增长；重庆啤酒高端占比较大，销量增速低于华润啤酒、青岛啤酒，但仍保持正增长，经营韧性显现；百威亚太面临较大压力，中国区销量高个位数下滑，全年聚焦渠道去库；燕京 U8 持续放量高增，2025 年业绩同比增长 59.1%。
- **吨价：表现整体下行，原因有所差异。**华润啤酒、青岛啤酒 2025H2 吨价下滑幅度较大，判断系餐饮修复预期下，公司加大货折抢占终端所致，其中中高端产品占比持续提升；重庆啤酒结构逆势增长，乌苏企稳，嘉士伯、风花雪月等品牌快速放量；百威亚太需求偏弱，SP&P 产品组合承压；燕京啤酒 U8 放量驱动升级，抬升吨价。
- **利润：成本持续下行，内资龙头费效持续优化。**2025 年成本红利持续释放，带动全行业共享红利。费用端，华润啤酒三精主义落地持续推动费效提升；青岛啤酒减少广宣投放优化费率；重庆啤酒加大体育、音乐营销销售；百威亚太聚焦渠道去库，并加大费投拓展非现饮渠道；燕京啤酒卓越管理体系提升运营效率，净利率实现较大提升。

图 3：2025 年啤酒企业量价拆分

公司	2025年净利率	2025年销量（万千升）	销量YOY		2025年吨价（元/千升）	吨价YOY				
华润啤酒	15.1%	1,103.0	1.4%		3308.2	-1.4%				
青岛啤酒	14.1%	764.8	1.4%		4161.8	-0.6%				
百威中国	8.5%	583.7	-8.6%		5830.0	-3.0%				
燕京啤酒	11.0%	405.3	1.2%		3347.6	1.3%				
重庆啤酒	8.4%	299.5	0.7%		4773.6	0.2%				
公司	收入YOY	利润YOY	销量YOY				吨价YOY			
	2025	2025	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
华润啤酒	-1.7%	19.6%	2.2%		0.4%		0.4%		-4.6%	
青岛啤酒	1.0%	5.6%	3.5%	1.0%	0.3%	0.1%	-0.6%	0.3%	-0.5%	-2.4%
百威中国	-11.3%	-15.7%	-9.2%	-7.4%	-11.4%	-3.9%	-3.9%	1.1%	-4.1%	-7.7%
燕京啤酒	4.5%	59.1%	2.1%		0.0%	0.1%	4.2%		1.5%	4.2%
重庆啤酒	0.5%	10.4%	1.9%	0.0%	-0.7%	2.9%	-0.3%	-1.9%	1.3%	5.2%

资料来源：渠道调研，各公司公告，国海证券研究所。注：华润啤酒 2025 年净利润还原商誉减值等事项，青岛啤酒、燕京啤酒季度吨价 YOY 使用营业收入/销量以统一数据口径，百威中国 2025 年销量、吨价为测算数据，2025 年净利润 YOY 采用中国区 EBITDA YOY，2025 年净利率采用百威亚太净利率。

2、啤酒战国：攻守易势，新零售业态百花齐放

2.1、战国割据，各据一方

战国时期，群雄割据，各自称王。回顾啤酒行业发展历程，从各地中小酒厂遍地开花，到龙头格局初形，再到行业集体推进高端化，整体呈现群雄逐鹿的局面。华润啤酒通过蘑菇战略和沿江沿海战略在东北及长江一带站稳脚跟，青岛啤酒在提速沿黄、提振沿海、解放沿江的口号下持续深化黄河一带战略部署，百威英博资本端持续发力，立足核心沿海市场，燕京啤酒及旗下广西漓泉啤酒稳步外扩，嘉士伯合并西部啤酒厂另辟为王。

拒绝低价竞争，行业走向高端化。竞争维度看，啤酒行业早年长期陷入价格内卷，直至 2017 年行业集体转向高端化，各大头部厂商达成发展共识，驱动行业整体吨价持续上行。具体来看：

- **2006 年-2016 年：薄利多销，低价抢占市场，利润承压。**在跑马圈地、吞并拓张的过程中，啤酒企业竞争不断加剧，早期中低价格策略锁定市场，驱赶小厂，中期面临竞对、终端的控制，价格战不断升级，促销、集瓶盖送酒、买一赠一等策略持续进行，行业利润维持在低位。
- **2017 年-2024 年：高端化升级，利润率持续提升。**2017 年后，行业格局稳定，叠加消费升级趋势，头部啤酒厂商达成共识，关闭低效工厂，共同推动高端化进程，从价格端寻求增量，推动企业利润率提升，告别低价销售竞争。
- **2025 年-至今：零售革新，竞争再起。**伴随需求复苏不及预期，价格升级节奏放缓，同时新零售渠道革新，自有品牌来势汹汹，啤酒行业再度面临竞争，

一是非现饮需求提升下，企业加速拓展新零售增量渠道，抢占零售红利，二是存量经销渠道中，通过高库存、促销买赠等策略抢占终端市场。

图 4：伴随高端化，行业利润率持续提升



资料来源：Wind，云酒头条公众号，财富晚高峰公众号，国海证券研究所

过去市场相对封闭，异地竞争难度较高。啤酒企业在持续整合格局的过程中，将资源集中于核心基地市场，通过品牌营销及渠道下沉持续巩固当地优势，区域进入壁垒高企，外地品牌突破难度较高。细究原因：

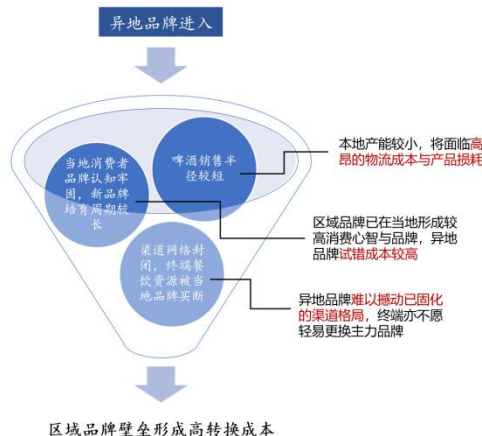
- 一是啤酒运输成本较高，产销半径决定市场边界。啤酒包材较重，单位物流运输成本较高，且生啤、鲜啤等产品对运输时效有较高要求，若运输时间过长影响产品口感，因此过去啤酒生产需贴近消费市场，异地品牌若想进入新区域，若本地产能无支撑，仅依靠长途调货将面临高昂的物流成本与产品损耗，价格竞争力大幅削弱。
- 二是当地品牌基础夯实，消费者认知牢固，新企业进入当地市场对消费者的培育周期较长且费用投放高。经过长期市场深耕，区域品牌已与本地消费场景、饮食文化深度绑定，在餐饮、流通、家庭等渠道中形成较高消费心智与品牌形象。新进入品牌若想打破固有认知，需要漫长的市场培育周期及持续投入市场费用进行推广，整体看投入产出比偏低，试错成本较高。
- 三是渠道网络封闭，终端资源被本地品牌掌握。过去啤酒高度依赖餐饮、夜场等线下终端，终端掌握核心定价权，本地品牌通常通过长期合作、锁店费、瓶盖费、返利激励等方式，掌控当地流通网络与终端触点。外来品牌即便大幅加大费用投放，也难以撼动已固化的渠道格局，一方面面临本地品牌的渠道阻击，另一方面终端门店出于稳定收益与合作惯性，也普遍不愿轻易更换主力品牌，导致异地品牌即便进入市场，也难以实现有效动销与份额突破。

图 5：CR5 啤酒企业区域格局

啤酒企业	优势市场
华润啤酒	四川、辽宁、江苏、浙江、安徽、湖北
青岛啤酒	山东、河北、河南、山西、陕西、甘肃
重庆啤酒	重庆、云南、新疆、宁夏
燕京啤酒	北京、内蒙古、广西、湖南
百威中国	福建、广东、江西、吉林

资料来源：渠道调研，酒说公众号，国海证券研究所

图 6：啤酒企业易守难攻



资料来源：云酒头条公众号，国际金融报公众号，数字化星球公众号，国海证券研究所

2.2、时代演变，渠道革新

零售渠道变革浪潮兴起，多业态百花齐放。近两年，零售渠道革新带动产业链重塑，即时零售高速发展，山姆/盒马/胖东来价值链规模不断扩大，量贩折扣店以性价比优势快速渗透下游市场，鲜啤门店亦在加速拓张。整体来看，新零售渠道正在逐步吞噬以线下经销商为代表的传统渠道份额，但对于上游企业而言亦是增量机遇，不论是代加工、品牌联名还是渠道专供方式，整体市场以实现较高规模，啤酒企业不可忽视该类业态发展。

- **仓储会员店模式：打造差异化产品，满足质价比需求。**以山姆、盒马、胖东来为代表，通过精简 SKU、精选单品打造差异化产品，聚焦品质核心打造适配家庭消费场景的心智爆款。此外，较高的物流效率与冷链配送能力满足啤酒鲜度需求，适配鲜啤、原浆等短保产品。
- **量贩折扣模式：以性价比优势破局。**鸣鸣很忙、万辰集团等硬折扣商家通过供应链提效打造突出的性价比，精准覆盖大众日常消费，快速渗透下线城市与县乡市场，以高周转实现快速放量。
- **鲜啤门店模式：现打鲜饮驱动，社区场景深耕。**以现打鲜啤、社区小店、连锁化扩张为特征，主打新鲜口感、就近消费，重构现饮消费场景。门店靠近社区、餐饮、夜市等即时需求场景，逐步替代部分餐饮与流通渠道份额，核心在于供应链效率与门店运营质量。
- **即时零售模式：啤酒即时性需求的高效外化体现。**依托骑手网络体系，实现快速下单、快速送达，完美匹配啤酒即时性消费的特性，且相对终端餐饮价格，即时零售更具性价比，进一步驱动场景分化。

图 7：新零售业态百花齐放

啤酒消费赛道	即时零售	新零售商超	量贩折扣店	鲜啤门店	便利店及传统商超	传统现饮渠道
代表玩家	歪马送酒、酒小二	山姆、盒马、胖东来	好想来、鸣鸣很忙	蜜雪福鹿家、优布劳、泰山原浆	大润发、全家、美宜佳、世纪联华、夫妻老婆店等	餐饮场景
赛道特点	15分钟送达，满足“即时性”需求	差异化品牌，满足消费者质价比需求	折扣业态，突出性价比	创新现饮消费场景，追求新鲜口感	传统采购模式	传统经销铺货模式
玩法特性	依托前置仓布局+骑手体系+算法优化，实现快速送达	供应链提效压缩渠道利润，打造让消费者满意的品牌	供应链提效压缩渠道利润，打造性价比优势	主打鲜啤口感，围绕餐饮场景布局，对冷链、物流、店效要求较高	采用成本定价，普遍比餐饮场景便宜	基于买店、客情等方式占据终端场景
规模测算	2025歪马送酒+酒小二自有品牌约25+亿元	2025胖东来自有品牌超5亿元 2025山姆、盒马自有品牌测算约34/17亿元	自有品牌起步打造	蜜雪福鹿家近3.8亿元，门店数量超3000家 泰山原浆/优布劳约5亿元	2025年预计总量仍有2500+亿元	2025年餐饮渠道约4827亿元
参考图例						

资料来源：酒讯公众号，微酒公众号，剁椒 Spicy 公众号，零售圈公众号，商业观察家公众号，36 氪未来消费公众号，联商网公众号，食品板公众号，零售商业财经公众号，好想来零食乐园公众号，云酒头条公众号，晚点 LatePost 公众号，山东财经报道公众号，上海嘉定公众号，微亿商咨询公众号，华夏酒报公众号，新经销公众号，雪花渠道伙伴公众号，福鹿家官网，盒马 app，京东 app，歪马送酒小程序，国海证券研究所。注：规模测算采用多维度数据进行测算，与实际经营或有偏差

图 8：啤酒新零售业态价格体系（元/500ml）

		新零售商超				即时零售		量贩折扣		便利店		传统商超						
渠道商		山姆	盒马	小象超市	奥乐齐	歪马送酒	酒小二	鸣鸣很忙	好想来	全家	美宜佳	世纪联华						
标准厂家单品	喜力经典	6.0	6.6	6.3	-	8.5	8.0	6.9	6.9	13.5	14.3	7.9						
	百威经典	5.3	6.0	5.5	-	8.3	8.8	6.6	6.6	12.0	10.6	6.6						
	SuperX	-	-	5.0	-	6.7	6.2	-	-	8.5	-	-						
	青岛白啤	-	6.2	6.3	-	9.3	8.9	6.9	6.9	-	10.6	7.0						
	青岛经典	-	5.0	4.8	5.9	7.2	6.5	-	5.5	8.0	7.7	6.6						
	清爽系列 (雪花、青 岛)	-	2.8 (盒马 自有)	2.6	-	5.0	5.0	3.2	3.9	5.0	5.9	2.7						
	总结	山姆价格表现更优秀，但品类多为外资品牌；盒马、小象品类更为丰富；奥乐齐多为自有品牌				歪马品类更为丰富，价格二者相近		二者基本采用同一定价		接近餐饮价格带		传统采购定价模式						
价格维度，硬折扣商超业态<量贩<商超≈即时零售<传统便利店。品类维度，传统商超与大厂自营超市拥有更多标品																		
渠道开发品牌	德式小麦	-		5.2		5.3		6.8		4.9	-		3.5		3.5	-	-	-
	茶啤、多风味精酿		7.2		9.9		6.2		6.5		9.9	-	-		4.8	-	-	-
	总结	奥乐齐均为自有品牌，盒马、小象自有品牌占比较大、品类更多，盒马茶啤等精酿单价更高，产品定位较高，贡献更大利润。				歪马将更多精力反放在自有品牌上		自有品牌仍定位在性价比优势		-								
自有品牌定位各不相同，新零售商超与即时零售的自有品牌定位更高，对标次高端及高端产品，量贩更具性价比特色。																		

资料来源：草根调研，山姆 app，盒马 app，小象超市小程序，奥乐齐小程序，歪马送酒小程序，酒小二小程序，全家小程序，美团 app，国海证券研究所。注：各单品价格已折算为 500ml 的价格，各地渠道价格不同导致统计价格或有偏差。

2.3、精酿起势，高端化的支线延伸

旧土新芽，中小酒厂焕新出发。在头部啤酒企业整合扩张的行业浪潮中，中小酒厂多聚焦于低端啤酒的产能供给，且份额持续收缩，跟随大厂品牌热度存活。至2016年后，伴随头部啤酒企业关厂收缩聚焦盈利提升，部分闲置产能再次催生中小酒厂，并切入精酿啤酒赛道。叠加新零售商精准把握消费者酒饮消费多元化、品质化趋势，中小酒企跟随渠道变化，通过代加工精酿、渠道专供等模式快速起势，逐步向次高端市场渗透，持续抢占大厂份额，实现跨越升级的供给转型。

图 9：近三年精酿啤酒产能快速上升

年份	总产能 (万千升)	实际产量 (万千升)	产能利用率	新增酒厂数
2023	22.5	14.3	63.5%	312
2024	38	23	60.5%	476
2025	45	27.6	60.2%	328

资料来源：酿酒师联盟 BrewerUnion 公众号，国海证券研究所

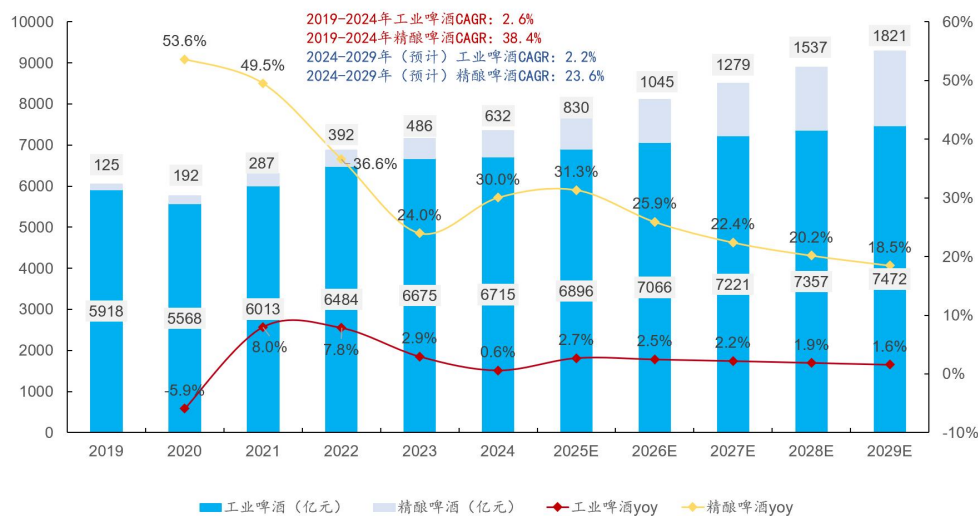
图 10：中小厂家背靠新零售渠道放量

渠道商	产品	背后厂家	产品图片
山姆	新零黄油风味无醇啤酒	浙江喜盈门啤酒	
	无圈 龙井小麦精酿啤酒	浙江喜盈门啤酒	
	新零西柚金桂无醇啤酒	浙江喜盈门啤酒	
盒马	盒马全麦原浆啤酒	湖州特思拉啤酒	
	盒马精酿柠檬乌龙鲜啤酒	湖州特思拉啤酒	
	盒马德式小麦	湖州特思拉啤酒	
	盒马超爽鲜啤酒	山东青源啤酒	
歪马送酒	歪马精酿柠檬凤凰单丛风味啤酒	山东汉德酒业	
	歪马德式小麦	山东阳春啤酒	
	歪马比利时风味白啤	山东阳春啤酒	
	歪马拉格自由	雪花啤酒	
胖东来	DL精酿小麦	杭州千岛湖啤酒	
鸣鸣很忙	原浆精酿皮尔森	宝鸡无时闲青年酒业	
好想来	够劲精酿	山东阳春啤酒	

资料来源：草根调研，山姆 app、盒马 app，歪马送酒小程序，京东 app，喜盈门啤酒官网，新零无酒精公众号，云酒头条公众号，好想来零食乐园公众号，国海证券研究所

精酿引领扩容，为啤酒赛道开拓增量空间。从总量维度来看，由于精酿产品的零售价更高，因此并未直接分流工业啤酒的零售额，但却压制其增长斜率，传统啤酒厂商仅依托工业啤酒实现增长的难度提升。而在精酿赛道，头部企业与中小品牌共存，金星啤酒亦借此机遇迅速崛起。因此，从产品布局看，精酿赛道成为啤酒企业拓展增量市场的重要方向。

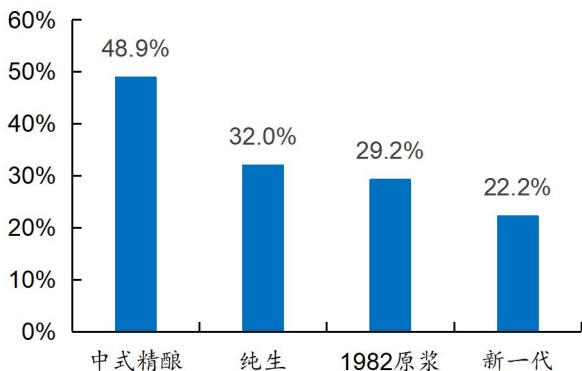
图 11：精酿啤酒为行业结构性增量



资料来源：金星啤酒招股说明书，国海证券研究所

精酿啤酒站位更高，可视为行业高端化的支线赛道，驱动吨价中枢上移。价格端来看，精酿啤酒整体处于中高端啤酒的价位带。在行业高端化路径上，若精酿啤酒实现放量、渗透率持续提升，即便替代原有的工业啤酒的份额，也能够拔高啤酒行业的吨价水平，提升企业毛利率，价格端的结构性优化进一步拓展企业盈利空间。我们以重庆啤酒作为样本测算，考虑精酿啤酒若能替代 8-10 元、10 元及以上分别 8% 的产品份额，2025 年收入端可实现 1.9% 的增长。

图 12：金星啤酒中精酿啤酒价格站位更高，带来更高毛利率



资料来源：金星啤酒招股说明书，国海证券研究所。注：数据为 2024 年数据

图 13：精酿啤酒替代中高端产品带来的收入弹性（采用重庆啤酒数据）

精酿替代份额的收入弹性		替代 10 元以上产品的份额				
		3%	5%	8%	10%	15%
替代 8-10 元产品的份额	3%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%
	5%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.6%
	8%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	2.2%
	10%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	2.6%
	15%	3.1%	3.2%	3.3%	3.3%	3.5%

资料来源：重庆啤酒公司公告，国海证券研究所。注：我们采用重庆啤酒的年报数据进行测算，假设精酿的吨价较 10 元以上产品的吨价提升 10%；2025 年 10 元以上产品的销量占比采用 2022 年 10 元以上产品的销量占比，同时考虑行业高端化进程，我们将 2025 年 10 元以上产品的销量占比中枢假设为 25%。

头部啤酒企业相继布局精酿赛道，仍以创新探索为主。从现有企业布局来看，精酿在啤酒大厂中的份额相对较少，多为创新性、探索性布局。华润推出多口味茶啤、果啤，同时落地垦十四、雪花樽等定位高端产品；青岛白啤作为主力大单品

重点打造；重庆啤酒顺势而为，持续加码精酿投入，新增 1L 装产品线强化供给，有望为营收贡献增量；燕京啤酒持续运营 V10、狮王精酿。

图 14：啤酒企业精酿布局

	企业布局精酿相关举措
华润啤酒	推出茶啤、果啤及比利时白啤、黑啤，创新药啤、牡蛎肽啤酒，高端垦十四、雪花樽拉升吨价
青岛啤酒	持续加快新品培育，白啤作为主力大单品集中资源做强
重庆啤酒	结合地域特色推出多风味精酿产品，并新建产线重点布局 1L 装产品
燕京啤酒	V10、狮王精酿、持续布局

资料来源：各公司公告，名酒观察公众号，酒说公众号，销售与市场公众号，华润雪花啤酒四川公众号，国海证券研究所

图 15：重庆啤酒加码 1L 装精酿啤酒



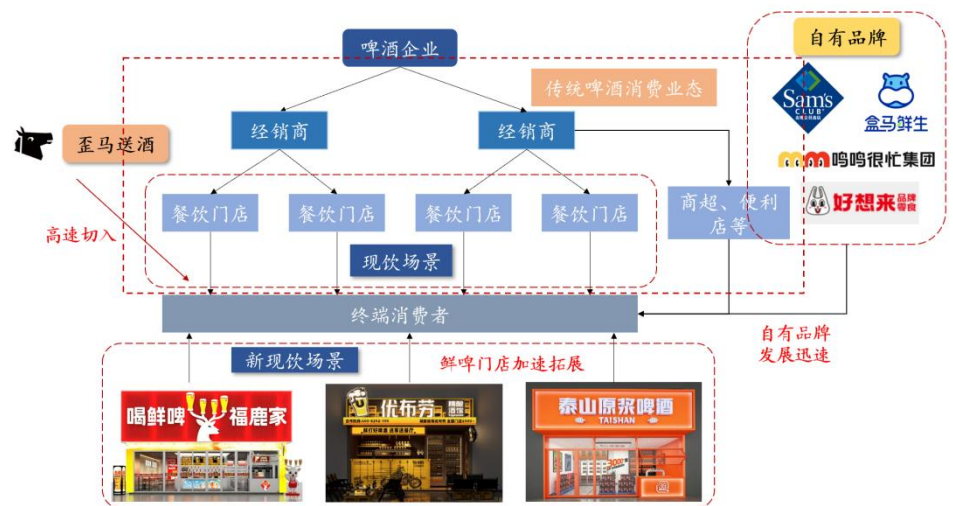
资料来源：幸福康美公众号

2.4、格局演变：以新零售之矛破传统渠道之盾

未来展望，新零售业态重塑竞争格局，渠道形态与布局将更趋多元丰富。伴随新零售业态的快速发展，我们认为原有啤酒格局或有所松动，考虑一是外部升级环境弱，企业向上增长动力受阻，需寻求外部份额破局，二是新零售重塑消费场景，改变以餐饮渠道为核心的传统消费路径，非现饮场景的占比逐步上升，品牌、渠道的封闭性被逐步剔除。

具体来看：传统啤酒中小厂依托精酿啤酒增长趋势，迎来新的增长动能；歪马送酒、酒小二高速切入即时零售，同时兼顾现饮和非现饮场景，并绕过餐饮门店直达终端消费者；新零售品牌来势汹汹，以消费者为中心进行产品打磨，抢占上游企业份额；福鹿家、优布劳等打造新现饮场景，拓展啤酒消费边界。

图 16：新零售业态优势



资料来源：各公司官网，泰山原浆啤酒公众号，国海证券研究所

过去啤酒行业市场易守难攻，但若企业把握新零售业态之矛，或可攻占异地终端。新零售渠道崛起已是行业确定性趋势，为企业突破区域限制、拓展异地终端提供了关键抓手。

对啤酒大厂而言，积极顺应渠道变革方向，加速线上线下一体化融合，前瞻布局渠道创新，依托新零售发展红利，突破传统区域壁垒，攻占竞品优势市场，或是实现份额增长的行业快车道。分企业看：华润务实多元，多场景覆盖，通过黑狮精酿、雪花全麦等专供产品及代加工业务深化渠道合作；青岛啤酒打造原浆爆款，强化即时零售与渠道渗透；重啤聚焦中高端产品铺货与精酿、1L装产品创新；燕京借新零售渠道助力大单品突破。



图 17：啤酒企业新零售渠道打法

		华润啤酒	青岛啤酒	燕京啤酒	重庆啤酒	百威亚太
对于新零售业态的态度		务实理性，多维度、多形式布局新零售业态	探索新零售创新路径，并鼓励各省公司利用本地资源开展各类定制合作	丰富新零售场景，推广 U8	肯定新零售业态为未来趋势，持续发力拓展	持续加大家庭端、非现饮厂家开拓力度
具体动作	山姆、盒马	为山姆提供渠道专供黑狮玫瑰红果汁型啤酒；为盒马清爽系列提供代加工	青啤原浆成为山姆、盒马爆款；为山东山姆定制德式小麦、浑浊 IPA 和草莓西柚 C	-	嘉士伯入驻山姆	为山姆提供 255ml*24 百威红罐
	量贩	喜力、勇闯等产品入驻量贩	经典、白啤等产品入驻量贩	-	量贩持续铺货，多口味精酿、多规格产品持续创新	打造与量贩适配的产品
	即时零售、电商	为歪马提供自营商品代加工；与歪马送酒联合发布定制产品“雪花全麦白啤”	与美团联名“夜猫子”啤酒；配合前置仓、闪电仓，送达保质期较短的生鲜啤酒，新鲜直送门店超 1000 家；	与歪马、京东、顺丰达成战略合作，丰富即时零售场景	为歪马提供渠道专供 550ml 红乌苏、并联合发布定制产品京 A 限定合酿浑浊 IPA	为即时零售提供渠道专供产品；与“歪马”联合马年营销，展开定制产品、抽奖送礼等活动
	餐饮、啤酒酒吧	在多个城市开始开设 JoyBrew 和啤酒小镇	建 TSINGTAO 1903 酒吧、精酿啤酒花园等新现饮场景	布局“燕京酒號”小酒馆，打造社区便利场景；创立“狮王精酿餐酒吧”餐酒品牌，加速餐酒融合	嘉士伯与美团展开深度合作，切入高端餐饮（黑珍珠）赛道	布局拳击猫精酿酒馆
新零售布局成效		歪马淡爽拉格啤酒和劲爽白啤酒日销突破 10 万罐，拉格自由销售火爆，线上 GMV 大幅增长	2025 年非现饮渠道占比 59.7%；第三方到家平台渗透率提升至 59%	2025H1 通过美团、饿了么等平台实现的宅家订单占比已达 38%	非现饮渠道占比持续提升，即时零售、电商、便利店等新兴渠道表现突出	2026Q1，百威中国 O2O 业务实现双位数增长

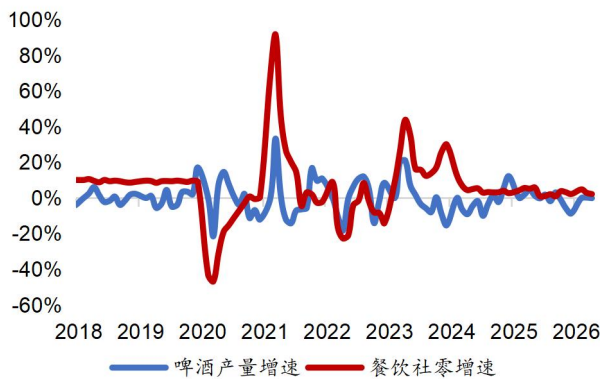
资料来源：各公司公告，渠道调研，草根调研，中国企业家杂志公众号，云酒头条公众号，21 世纪经济报道公众号，界面新闻公众号，刀法研究所公众号，中国酒业杂志公众号，青报观象山公众号，上海市网购商会公众号，蓝鲨消费公众号，中国合作贸易企业协会公众号，好酒调查局公众号，斑马消费公众号，嘉士伯中国公众号，歪马送酒公众号，酒业家公众号，蓝筹企业评论公众号，中国上市公司协会公众号，山姆 app，盒马 app，歪马送酒小程序，国海证券研究所

3、展望 2026H2：场景持续修复，企业经营更务实

3.1、餐饮渐修复，啤酒顺风起

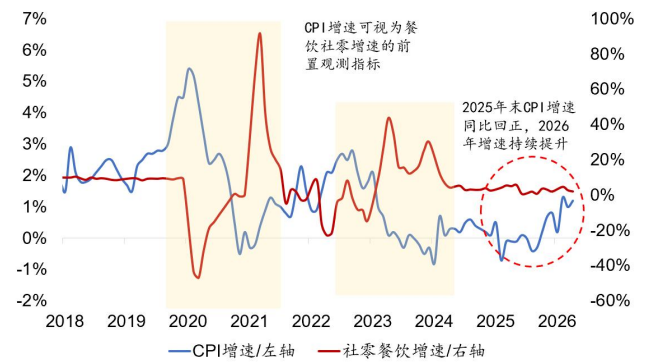
展望来看，前置指标 CPI 增速持续改善，重视企业经营底部反转。2025 年末 CPI 增速环比持续改善，场景修复信号增强，标志着啤酒承压期已过，或将带动现饮需求回升。展望 2026H2 来看，随着餐饮渠道持续修复，需求进一步复苏，啤酒企业有望在低基数实现较好增长，叠加旺季催化，啤酒动销节奏有望加速，企业经营或将实现反转，销售周转加速驱动 ROE 上行。

图 18：啤酒产量与餐饮社零增速走势相近



资料来源：Wind，国海证券研究所。注：数据截至 2026 年 4 月。

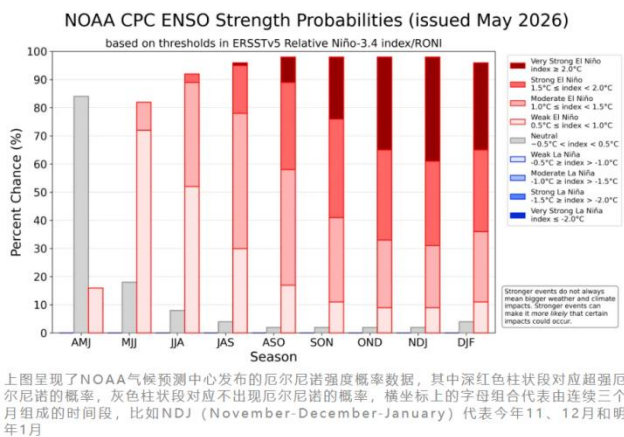
图 19：前置指标 CPI 增速持续回升



资料来源：Wind，国海证券研究所。注：数据截至 2026 年 4 月。

厄尔尼诺+美加墨西哥世界杯，双重催化下销量有望提升。2026 年内或处于厄尔尼诺周期，旺季高温将有效拉动啤酒消费需求，叠加 2026/6/12-2026/7/20 美加墨西哥世界杯赛程，“足球+啤酒”消费场景全面释放。双重催化共振之下，啤酒销量上涨支撑性较足，餐饮修复预期下需求弹性更易释放。

图 20：厄尔尼诺预计带来全国气温上升



上图呈现了 NOAA 气候预测中心发布的厄尔尼诺强度概率数据，其中深红色柱状段对应超强厄尔尼诺的概率，灰色柱状段对应不出现厄尔尼诺的概率，横坐标上的字母组合代表由连续三个月组成的时间段，比如 NDJ (November-December-January) 代表今年 11、12 月和明年 1 月

资料来源：世界科学公众号，NOAA

图 21：百威助力世界杯营销

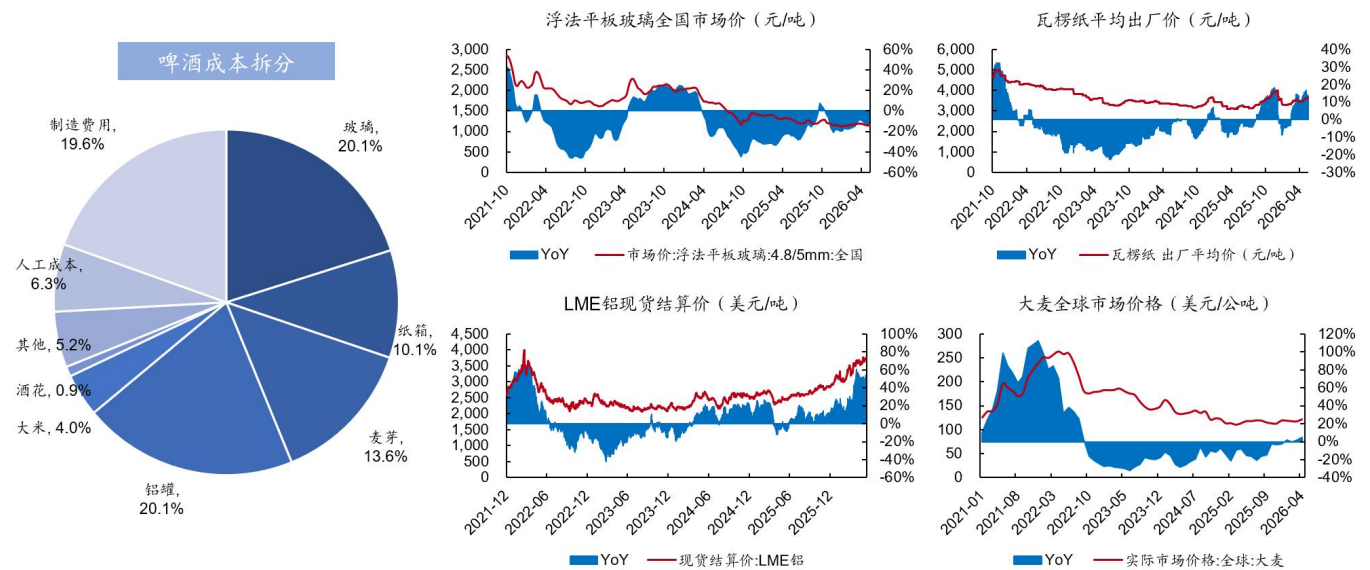


资料来源：百威中国资讯中心公众号

3.2、成本压力较大，提价或应对毛利下降

成本面临较大压力，企业毛利或受冲击。在地缘政治冲突持续扰动下，原油成本波动传导至上游啤酒原材料，其中铝材、大麦价格均有所上涨，且瓦楞纸步入提价周期，行业整体成本端压力较大。具体毛利表现需看各啤酒企业锁价时机及地缘政治持续时间，我们预计二季度成本影响或将逐步在报表端体现，当前仍需持续跟踪大宗传导节奏及企业提价、成本管控等对冲措施的落地效果。

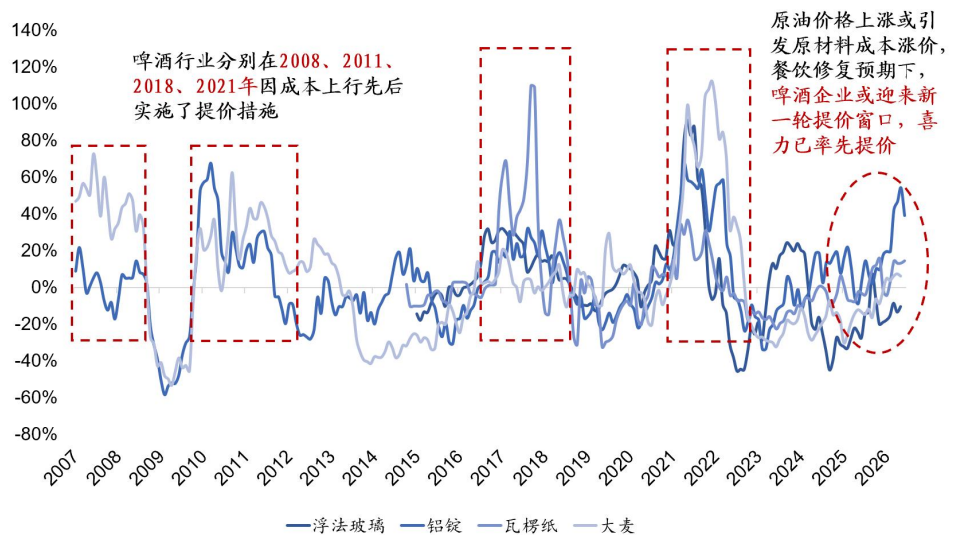
图 22：啤酒成本整体压力较大



资料来源：Wind，渠道调研，青岛啤酒公司公告，国海证券研究所。注：以 2025 年青啤成本拆分为基准，包材成本中铝罐、瓦楞纸、玻璃比例为 2: 1: 2。

成本压力传导下，喜力率先提价。上游成本压力二季度逐渐传导至企业经营，喜力 2026 年 5 月 20 日率先提价，部分区域经销渠道喜力经典 500ml*12 规格开票价从 80 元涨至 85 元，涨幅为 6.25%，单听建议零售价上涨 0.5 元；500ml × 24 大包装整箱开票价同步上调 10 元，单听建议零售价上涨 1 元。

图 23：成本压力传导叠加餐饮修复预期，啤酒企业或迎来新一轮提价周期



资料来源：Wind，财富晚高峰公众号，第一财经公众号，瑞城糖酒公众号，火爆食品饮料招商网公众号，国海证券研究所。注：浮法玻璃、大麦数据截至 2026 年 5 月，铝罐、瓦楞纸数据截至 2026 年 6 月 10 日

3.3、企业：经营务实理性，费效持续提升

需求持续修复，企业经营更趋理性。啤酒承压期已过，但考虑当前消费环境处于温和复苏态势，需求修复力度有限，叠加新零售渠道持续抢占份额，啤酒企业的经营动作更加务实理性，费用投放也更加精准化、精细化，聚焦效率与盈利提升。具体分企业看：

- **华润啤酒：轻装上阵，效率持续提升。**华润 2026 年战略思路清晰，积极顺应消费升级趋势推进新品布局，产品逻辑以消费者导向加速切换，并重点发力大湾区市场，喜力预计延续高增。成本端虽面临小幅上行压力，但整体预计保持可控，同时公司深化推进三精主义，持续优化费效。此外，伴随白酒减值落地，公司轻装上阵，协助渠道开拓终端，第二增长曲线路径不变。
- **青岛啤酒：高端化持续升级，渠道精细化管理。**公司持续推进高端化升级，产品端奥古特延续高增势头，纯生销量持续修复，全麦、生鲜、0 糖轻卡、精酿、无醇低醇等新赛道静待培育。渠道端，公司强化精细化管理，山东主销区通过产品组合考核机制激发销售积极性。
- **重庆啤酒：经营保持稳健，费投思路理性。**2026 年公司将持续丰富 SKU，乌苏疆内疆外同步铺货，将新增产线并重点发力 1L 装精酿产品，软饮及 Beyond Beer 品类同步拓展推进打开新增量。成本端，公司已对原材料进行锁价，成本波动影响整体可控，费投策略上维持谨慎思路，注重高效投放。
- **燕京啤酒：双单品协同发力，业绩维持高增。**2025 年 U8 顺利完成 90 万吨，2026Q1 业绩延续高增长势能。同时，公司推出第二大单品 A10，定位高端，将借鉴并复用 U8 的成功经验进行体系化打造与全国化布局，有望接力 U8 成为新增长引擎，夯实公司高端化产品矩阵，改革势能持续释放。
- **百威亚太：聚焦份额修复，重启增长动能。**2026 年中国区将稳定销量作为首要任务，Q1 业绩降幅已缩窄，现阶段重点强化执行落地能力，持续提升渠道韧性。2025 年公司全年着力渠道去库，目前库存水平已低于行业均值，2026H2 有望轻装上阵，旺季催化下布局修复。费投端，公司或将围绕世界杯强化广宣，并深化 O2O、新兴渠道拓展。

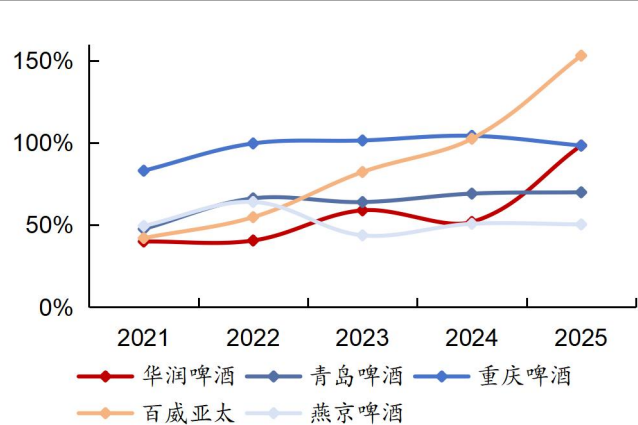
图 24：2026 年啤酒企业经营举措

公司名称	企业经营动作
华润啤酒	产品逻辑从研发导向切换至 消费者导向 ，后续重点发力 大湾区市场 ，同时公司深化推进 三精主义 ，持续优化费效比。白酒业务方面，公司当前聚焦纾压，后续 主推摘要 ，并 加大对中低档酱酒投入 。
青岛啤酒	公司持续推进高端化增长，奥古特维持高增态势，纯生销量修复，全麦、精酿等新赛道持续培育，同时 渠道管理更加精细化 ，通过 考核机制 激发销售积极性。
重庆啤酒	公司将持续丰富产品 SKU，新增产线发力 1L 装精酿产品 ，并积极拓展即时零售、量贩等新兴渠道， 费投策略上保持相对谨慎 。
燕京啤酒	据渠道反馈，截至 4 月 U8 维持近 30% 的增长势能，3 月末公司推出 大单品 A10 ，将借鉴并复用 U8 的成功经验进行体系化打造与全国化布局，有望接力 U8 成为新增长引擎。
百威亚太	2026Q1 销量实现正增长 ，中国区销量环比持续改善，印度维持增长动能。中国区非现饮渠道扩张策略取得成效， 夜场消费企稳实现增长 ，渠道端 招募新经销商 建立市场通路优势，量贩、即时零售持续加码， 提供专供产品 。

资料来源：各公司公告，渠道调研，微酒公众号，企业家杂志公众号，销售与市场公众号，国海证券研究所

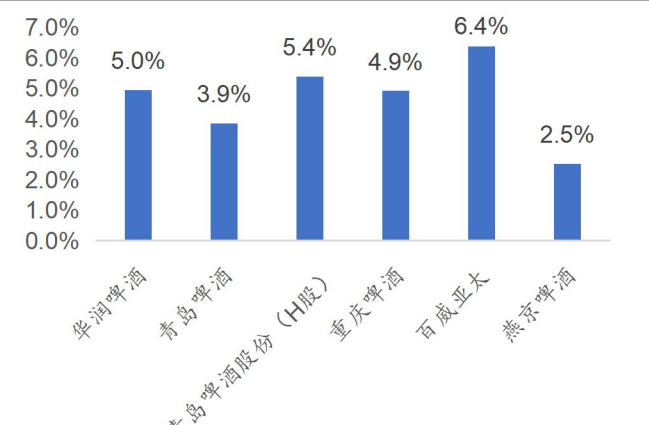
分红视角看，啤酒企业价值凸显。近五年，啤酒企业的分红率呈现提升趋势，持续优化股东回报。外资百威亚太、重庆啤酒维持高分红策略，青岛啤酒派息率稳定在 70%左右，H 股当前股息率 5.4%(截至 2026/6/10)，中长期配置价值突出，华润啤酒务实提升股东回报，2025 年减值落地后派息率可达 98%。

图 25：啤酒企业分红率持续提升



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 26：啤酒企业股息率突出



资料来源：Wind，各公司公告，国海证券研究所。注：数据截至 2026/6/10

4、投资建议：渠道重塑，秩序焕新

优选经营确定性较强的龙头企业、改革弹性充足的后发标的，重视高股息配置价值，首次覆盖，给予啤酒行业“推荐”评级。伴随啤酒旺季临近，餐饮场景持续修复，行业需求端有望改善回暖，带动销量实现较好增长。同时，新零售渠道竞争加剧，成本传导压力亦会对企业经营带来挑战。结合经营底色及盈利弹性，我们建议关注白酒减值落地后质价双优、新零售布局具备前瞻性的**华润啤酒**，以及改革势能强劲、净利率仍有提升空间的后发者**燕京啤酒**，留意经营稳健、股息率较高的**青岛啤酒（A+H股）**、**重庆啤酒**及经营有望反转的**百威亚太**，首次覆盖，给予行业“推荐”评级。

5、风险提示

消费复苏不及预期。宏观消费意愿偏弱，餐饮、夜场、户外等啤酒核心现饮场景修复节奏慢于预期，大众消费趋于保守，旺季动销疲软，行业需求承压。

啤酒高端化受阻。中高端啤酒市场竞争加剧，消费者价格敏感度提升，高端产品放量不及预期，企业盈利提升动能不足。

宏观流动性收缩。宏观流动性持续收缩，抑制投资需求，进而对行业估值水平形成压制。

渠道变革抢占空间。商超、新零售、社区团购等非即饮渠道快速变革迭代，厂家份额被挤压。

成本大幅波动。大麦、啤酒花、铝罐、纸箱等原材料及包材价格易受全球供需、大宗商品周期影响大幅波动，企业成本管控压力加剧，挤压利润空间。

【食品饮料小组介绍】

刘旭德，首席分析师，全面覆盖食品饮料板块。北京大学硕士，五年食品饮料新财富团队工作经验，曾就职于华创证券，2021-2024 年连续四届获新财富、新浪金麒麟最佳分析师第一名团队核心成员，2025 年获新财富最佳分析师评选第二名团队核心成员。具备大型企业咨询服务经验，深入产业一线，对食品饮料行业周期复盘，企业管理运营，具备较强认知，擅于从产业视角判断行业演绎规律，提出前瞻性判断。2026 年加入国海证券食品饮料组。

胡家东，分析师。复旦大学金融学硕士，五年食品饮料研究经验，2023 年新财富最佳分析师评选入围团队核心成员、新浪财经金麒麟菁英分析师。具备特色产业研究视角，与酒类上市公司联系紧密、产业资源丰富。2025 年加入国海证券食品饮料组。

肖悦，研究助理，一年食品饮料研究经验，2025 年加入国海证券食品饮料组。

【分析师承诺】

刘旭德，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。