www.research.cicc.com

青岛啤酒

吨价稳健提升，销量下降致使利润承压



王文丹 分析员
食品饮料
SAC 执证编号：S0080521050010
SFC CE Ref：BGA506
wendan.wang@cicc.com.cn



王雪骄 分析员
食品饮料
SAC 执证编号：S0080525120002
SFC CE Ref：BXU272
xuejiao.wang@cicc.com.cn

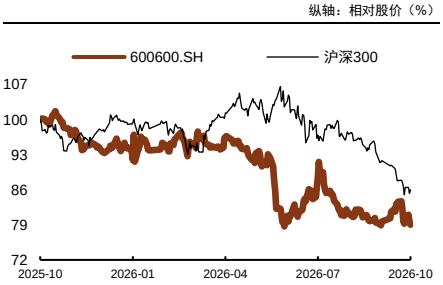


季雯婕，CPA 分析员
食品饮料
SAC 执证编号：S0080524060013
SFC CE Ref：BSX772
wenjie.ji@cicc.com.cn

A 股维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
600600.SH	→ 跑赢行业	人民币 60.00
00168.HK	→ 跑赢行业	港币 47.00

股票代码	600600.SH	00168.HK
最新收盘价	人民币 49.59	港币 38.80
52 周最高价/最低价	人民币 64.28~48.31	港币 52.80~38.24
总市值(亿)	人民币 676.5	港币 529.3



(人民币 百万)	2024A	2025A	2026E	2027E
营业收入	32,138	32,473	30,803	31,001
增速	-5.3%	1.0%	-5.1%	0.6%
归属母公司净利润	4,345	4,588	4,228	4,343
增速	1.8%	5.6%	-7.8%	2.7%
扣非后净利润	3,951	4,130	3,842	3,965
增速	6.2%	4.5%	-7.0%	3.2%
每股净利润	3.19	3.36	3.10	3.18
每股净资产	21.30	22.47	23.37	24.25
每股股利	2.20	2.20	2.30	2.60
每股经营现金流	3.78	3.37	3.36	4.14
市盈率	15.6	14.7	16.0	15.6
市净率	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	11.4	10.5	11.1	10.4
股息收益率	4.4%	4.4%	4.6%	5.2%
平均总资产收益率	8.6%	8.9%	8.1%	8.1%
平均净资产收益率	15.4%	15.4%	13.5%	13.4%

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

业绩回顾

3Q26 业绩低于我们预期

公司公布 3Q26 业绩：3Q26 营业收入 83.80 亿元，同比-5.58%，归母净利润 11.35 亿元，同比-17.15%，低于我们的预期，主要系销量承压、毛利率下降及费用率上升所致。

发展趋势

3Q26 销量承压，产品结构支撑吨价提升。3Q26 公司销量同比-9.1%至 196.5 万千升，吨价同比+3.9%至 4265 元/千升。分产品看，主品牌销量同比-2.7%，副品牌销量同比-18.3%；中高端及以上产品销量同比+0.7%，中高端以下产品销量同比-16.7%，大众产品销量压力仍较明显，中高端产品表现相对较好。

3Q26 毛利率及费用率承压，所得税率下降形成部分对冲。3Q26 吨成本同比+6.5%，毛利率同比-1.4ppt，我们认为主要系销量下降致使单位固定成本分摊增加。3Q26 销售费用同比+4.1%，销售费用率同比+1.4ppt；管理费用同比+28.9%，管理费用率同比+1.1ppt，费用增长叠加收入下降对盈利形成压力。3Q26 所得税率同比-1ppt，对利润形成部分支撑。综上，3Q26 归母净利润同比-17.2%至 11.4 亿元，归母净利率同比-1.9ppt 至 13.5%。

持续推进产品创新与结构升级，积极拓展新渠道增量。公司持续深化“青岛啤酒+崂山啤酒”品牌战略，完善差异化产品矩阵。1–3Q26 中高端及以上产品销量同比+2%，白啤产品保持双位数增长，轻干产品快速成长，生鲜产品销量持续增长。渠道方面，公司前三季度线上业务、即时零售及现代零售渠道销量均创历史新高。

人在草木间

盈利预测与估值

考虑到销量承压，我们下调 26/27 年盈利预测 7.9%/7.9%至 42.3/43.4 亿元，当前 A 股股价交易于 26/27 年 16/15.6 倍 P/E，考虑板块估值调整，下调目标价 10%至 60 元/股，对应 26/27 年 19.4/18.8xP/E，有 21%上行空间；当前 H 股股价对应 26/27 年 10.8/10.2xP/E，考虑板块估值调整，下调 H 股目标价 16%至 47 港币，对应 26/27 年 13.1/12.4xP/E，较当前股价有 21%上行空间。维持 A 股和 H 股跑赢行业评级。

风险

竞争加剧，结构升级不顺，食品安全风险，原材料价格波动。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、引用、复制、传播、篡改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/pdfmaster/

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E
利润表				
营业收入	32,138	32,473	30,803	31,001
营业成本	19,210	18,885	17,912	17,853
税金及附加	2,328	2,358	2,156	2,046
销售费用	4,603	4,484	4,249	4,276
管理费用	1,407	1,464	1,460	1,470
财务费用	-568	-402	-193	-32
其他	720	551	557	557
营业利润	5,843	6,218	5,798	5,955
营业外收支	38	73	0	0
利润总额	5,881	6,291	5,798	5,955
所得税	-1,390	-1,574	-1,450	-1,490
少数股东损益	-147	-129	-119	-122
归属母公司净利润	4,345	4,588	4,228	4,343
扣非后净利润	3,951	4,130	3,842	3,965
EBITDA	5,659	6,298	6,073	6,498
资产负债表				
货币资金	4,046	2,287	1,217	1,115
应收账款及票据	186	197	185	186
预付款项	242	135	128	127
存货	3,576	3,237	3,028	3,018
其他流动资产	17,139	18,349	18,349	18,349
流动资产合计	25,189	24,204	22,906	22,795
固定资产及在建工程	12,449	13,491	15,303	16,806
无形资产及其他长期资产	13,783	14,437	14,406	14,376
非流动资产合计	26,231	27,928	29,709	31,182
资产合计	51,420	52,132	52,615	53,977
短期借款	42	37	37	37
应付账款及票据	8,700	8,552	8,084	8,071
其他流动负债	8,780	8,012	7,617	7,664
流动负债合计	17,522	16,601	15,738	15,772
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	4,039	4,019	4,019	4,019
非流动负债合计	4,039	4,019	4,019	4,019
负债合计	21,561	20,619	19,757	19,791
归母所有者权益	29,060	30,649	31,876	33,081
少数股东权益	799	863	982	1,105
负债及股东权益合计	51,420	52,132	52,615	53,977
现金流量表				
净利润	4,345	4,588	4,228	4,343
折旧和摊销	1,171	1,137	1,163	1,259
营运资本变动	545	-224	-640	41
其他	-907	-908	-168	6
经营活动现金流	5,155	4,593	4,584	5,649
资本开支	-2,141	-2,253	-2,108	-1,908
其他	-5,281	-994	-738	-738
投资活动现金流	-7,422	-3,247	-2,846	-2,646
股权融资	0	0	0	0
银行借款	0	1	0	0
其他	-2,984	-3,105	-2,808	-3,106
筹资活动现金流	-2,983	-3,104	-2,808	-3,106
汇率变动对现金的影响	-4	0	0	0
现金净增加额	-5,254	-1,759	-1,070	-102

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-5.3%	1.0%	-5.1%	0.6%
营业利润	1.9%	6.4%	-6.8%	2.7%
EBITDA	1.6%	11.3%	-3.6%	7.0%
净利润	1.8%	5.6%	-7.8%	2.7%
扣非后净利润	6.2%	4.5%	-7.0%	3.2%
盈利能力				
毛利率	33.0%	34.6%	34.9%	35.8%
营业利润率	18.2%	19.1%	18.8%	19.2%
EBITDA 利润率	17.6%	19.4%	19.7%	21.0%
净利润率	13.5%	14.1%	13.7%	14.0%
扣非后净利率	12.3%	12.7%	12.5%	12.8%
偿债能力				
流动比率	1.44	1.46	1.46	1.45
速动比率	1.23	1.26	1.26	1.25
现金比率	0.23	0.14	0.08	0.07
资产负债率	41.9%	39.6%	37.5%	36.7%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	8.6%	8.9%	8.1%	8.1%
净资产收益率	15.4%	15.4%	13.5%	13.4%
每股指标				
每股净利润(元)	3.19	3.36	3.10	3.18
每股净资产(元)	21.30	22.47	23.37	24.25
每股股利(元)	2.20	2.20	2.30	2.60
每股经营现金流(元)	3.78	3.37	3.36	4.14
估值分析				
市盈率	15.6	14.7	16.0	15.6
市净率	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	11.4	10.5	11.1	10.4
股息收益率	4.4%	4.4%	4.6%	5.2%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

青岛啤酒股份有限公司是中国盈利能力最强的啤酒制造和销售公司，主品牌青岛啤酒是国内知名度最高的本土啤酒品牌。2025 年公司规模和市场份额居国内啤酒行业领先地位，产品远销美国、日本、德国、法国等世界 120 多个国家和地区。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人（转发、转载、传播、复制、传阅）、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/purmaster

图表 1：青岛啤酒 3Q2026 业绩回顾

单位：人民币百万元	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	2H24	1H25	2H25	1H26	2024A	2025A	3Q26YoY	3Q26QoQ
营业收入	10,046	8,876	3,107	10,285	9,370	8,380	12,070	20,491	11,982	19,655	32,138	32,473	-5.58%	-10.56%
营业成本	5,441	5,009	2,339	5,889	4,948	4,850	7,491	11,537	7,348	10,837	19,210	18,885	-3.17%	-1.98%
毛利	4,605	3,866	768	4,396	4,422	3,530	4,579	8,954	4,634	8,818	12,928	13,588	-8.69%	-20.16%
营业利润	2,948	1,889	-921	2,449	2,916	1,547	931	5,250	968	5,365	5,843	6,218	-18.14%	-46.97%
归母净利润	2,194	1,370	-686	1,800	2,120	1,135	703	3,904	684	3,920	4,345	4,588	-17.15%	-46.46%
毛利率	45.84%	43.56%	24.72%	42.74%	47.19%	42.12%	37.94%	43.70%	38.68%	44.86%	40.23%	41.84%	-1.44ppt	-5.07ppt
净利润率	22.26%	16.09%	-22.04%	17.82%	22.99%	14.04%	6.39%	19.39%	6.20%	20.28%	13.98%	14.53%	-2.05ppt	-8.95ppt

备注：毛利率口径为不含税金及附加，与财务页有所差异

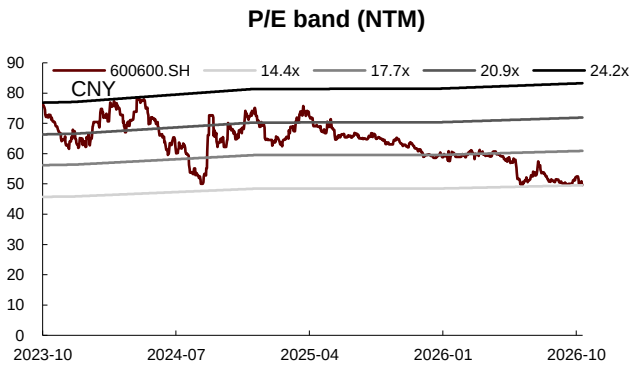
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：盈利预测调整表

百万人民币	2026E			2027E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
营业收入	31,115	30,803	-1.0%	31,333	31,001	-1.1%
毛利	10,860	10,735	-1.2%	11,234	11,101	-1.2%
销售费用	3,961	4,249	7.3%	3,988	4,276	7.2%
管理费用	1,385	1,460	5.4%	1,395	1,470	5.4%
归属母公司净利润	4,589	4,228	-7.8%	4,717	4,343	-7.9%
毛利率	34.9%	34.9%	-0.1ppt	35.9%	35.8%	-0.0ppt
营业费用率	12.7%	13.8%	1.1ppt	12.7%	13.8%	1.1ppt
管理费用率	4.5%	4.7%	0.3ppt	4.5%	4.7%	0.3ppt
净利润率	14.7%	13.7%	-1.0ppt	15.1%	14.0%	-1.0ppt

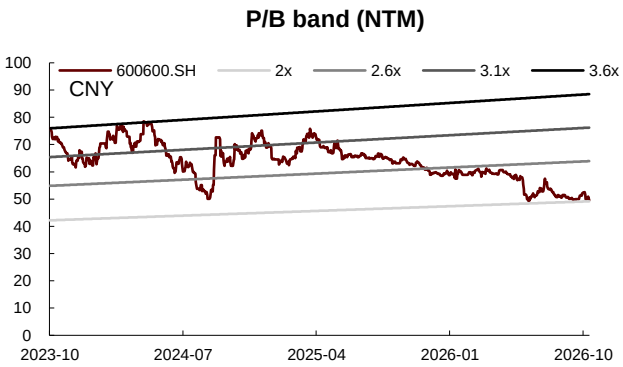
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 4：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人（转发、转载、存储、复制、传播）、修改等，如有未经许可的行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

图表 5：可比公司估值表

股票代码	公司名称	目标价	评级	收盘价	净利润（财报货币 百万）		市盈率			EV/EBITDA		财报货币	交易货币	EBITDA（财报货币 百万）	
					2025A	2026E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E			2025A	2026E
600600.SH	青岛啤酒*	60.00	跑赢行业	49.59	4,588	4,228	14.7	16.0	15.6	10.5	11.1	CNY	CNY	6,298	6,073
00168.HK	青岛啤酒股份*	47.00	跑赢行业	38.80	4,588	4,228	10.4	10.8	10.2	6.9	7.4	CNY	HKD	6,298	6,073
600132.SH	重庆啤酒*	58.25	跑赢行业	37.05	1,231	1,126	14.6	15.9	15.7	4.9	5.6	CNY	CNY	3,811	3,506
002461.SZ	珠江啤酒*	9.35	跑赢行业	8.20	904	989	20.1	18.4	16.7	10.9	10.8	CNY	CNY	1,217	1,168
01876.HK	百威亚太*	9.80	跑赢行业	5.80	489	615	20.2	16.1	15.2	5.0	4.8	USD	HKD	1,450	1,471
000729.SZ	燕京啤酒*	15.00	跑赢行业	10.46	1,679	2,071	17.6	14.2	12.3	9.4	7.2	CNY	CNY	2,633	3,229
600573.SH	惠泉啤酒*	14.60	跑赢行业	11.72	80	96	36.6	30.7	27.3	22.9	18.2	CNY	CNY	83	99
00291.HK	华润啤酒*	29.48	跑赢行业	19.28	3,372	5,564	16.7	9.7	9.0	5.9	4.5	CNY	HKD	8,326	9,965
平均值					**2,116**	**2,365**	**18.9**	**16.5**	**15.2**	**9.6**	**8.7**			**3,765**	**3,948**
BUD.US	百威英博	n.a.	n.a.	81.37	6,837	8,939	24.0	18.4	16.5	N.M.	10.1	USD	USD	20,316	23,354
CABGY.US	CARLSBERG-ADR	n.a.	n.a.	28.63	5,955	8,602	22.1	15.3	13.7	N.M.	10.1	DKK	USD	16,198	19,570
HEINY.US	喜力-ADR	n.a.	n.a.	42.79	1,885	2,855	23.1	15.2	13.5	N.M.	9.0	EUR	USD	5,701	7,095
平均值					**4,892**	**6,799**	**23.1**	**16.3**	**14.6**	**N.M.**	**9.7**			**14,072**	**16,673**

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期
A 股收盘于北京时间 2026-10-28；港股收盘于北京时间 2026-10-28；美股收盘于北京时间 2026-10-27
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人客（转发、转载、复制、摘编、复制、链接、修改等），如有未经许可行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtie.com/pdfmaster

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、传播、复制、转载、摘编、修改等，如有未经许可进行转载，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/purmaster

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人（转发、转载、传播、复制、传阅、修改等）、机构以进行销售、中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

Remove Demo Watermark from http://www.wanxiangtec.com/pdfmaster

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对个人（转发、转载、存储、复制、传播、修改等）、如有小道消法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。
Remove Demo Watermark from http://www.wanceinfo.com/pdfmaster