中国啤酒：与燕京隔海相望：与燕京投资者会议：关键SKU表现差异扩大

刘叶
+852-3966-4169 | leaf.liu@gs.com
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

刘静
+852-2978-6983 | christina.liu@gs.com
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

周颖
+852-2978-0820 valerie.zhou@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

我们观察到啤酒行业在2026年第二季度持续出现结构性分化。

请提供您需要翻译的英文文本。庆的销量将下降约4%，以及

中国啤酒市场萎缩了低十几个百分点，而CR啤酒则维持了LSD百分点的增长。

(图4) 在整体行业面临的宏观环境相对温和的背景下，我们注意到

部分精选重磅SKU/本地化产品组合持续展现出显著的韧性，通过更强的渠道渗透/激励措施和稳健的执行，市场份额稳步提升。 具体而言，CR啤酒的喜力以及燕京啤酒的旗舰U8在高端/次高端细分市场，在2025-2026年累计至今（YTD）期间持续表现优异。根据燕京啤酒近期公开的投资者会议，U8在2026年第一季度（1Q26）实现约30%的销量增长，在2025年销量达到约90万KL后，而其A10产品组合的战略性铺货自2026年3月底推出后，正获得早期市场认可。展望2026年下半年（2H26），我们认为天气波动/餐饮渠道复苏是关键变量，我们重申对CR啤酒的积极看法，鉴于其啤酒增长的可预见性得益于强大的产品组合和稳健的执行，尤其是在2026年下半年进入较低基数时，其具有吸引力的风险回报比（2026-2027年预期市盈率11倍/10倍，2026年预期股息收益率5.5%，基于GSe）。

7月16日燕京投资者会议要点：
1）U8持续在人民币8-10元次高端细分市场表现强劲：U8自推出以来至2025年累计销量增长近30%，达90万KL，从2020年推出时的约10万KL增长（约55%复合年均增长率），强劲势头延续至2026年第一季度，同比增长近30%，且势头在7月进一步加速。U8自2019年推出以来持续快速扩张，2023-25年预期维持约30%的销量复合年均增长率，表明U8的全国化/渠道渗透仍处于高增长阶段，品牌持续从同等价位竞品SKU（如青岛经典/雪花纯生/哈尔滨精酿等）中抢占市场份额。
2）高端产品组合持续强化：燕京正式在人民币12-15元价位推出A10全麦精酿，定位为公司一季度高端化核心SKU，并积极拓展分销网络，罐装SKU/小包装等夜场渠道产品将在下半年陆续跟进。
3）尽管行业整体疲软，区域产品组合保持韧性：燕京区域旗舰利泉1998在2026年上半年仍实现同比增长，尽管2026年第二季度广西遭遇严重不利天气。基于利泉已验证的区域扩张策略，燕京计划今年复制该策略，以惠泉1983拓展福建/江西市场。

高盛集团会与其研究报告涵盖的公司进行业务往来，并寻求开展此类业务。 因此，投资者应注意，该机构可能存在利益冲突，从而影响本报告的客观性。投资者应将本报告视为其投资决策中的单一因素。有关Reg AC认证及其他重要披露信息，请参阅披露附录，或访问www.gs.com/research/hedge.html。高盛集团的非美国附属机构雇佣的分析师在美国FINRA未注册或不符合研究分析师的资格要求。

阅读我们关于中国啤酒酿造商的报道：1）在消费放缓的背景下，中低端市场仍然是关键增长点：燕京U8战略定位于人民币8-10元的零售价格区间，由于其拥有广泛的升级路径和相对较大的目标市场以及全国范围的扩展能力，这一价格区间似乎仍是中国啤酒高端化进程中的“关键增长点”，而超高端啤酒/精酿啤酒（人民币12~15元以上）则面临分销瓶颈和细分市场吸引力。2） “大单品”策略仍然是一种有效的增长策略：燕京U8的成功表明，在一个成熟/销量平稳的市场中，将市场营销/渠道资源和品牌资产集中到一款高度可识别的中高端产品上，可能仍然是规模扩张更有效的方式。

相关阅读：

重庆啤酒（600132. SS）：NDR快讯：6月环比4-5月压力有所缓解；需关注O2O竞争/成本趋势

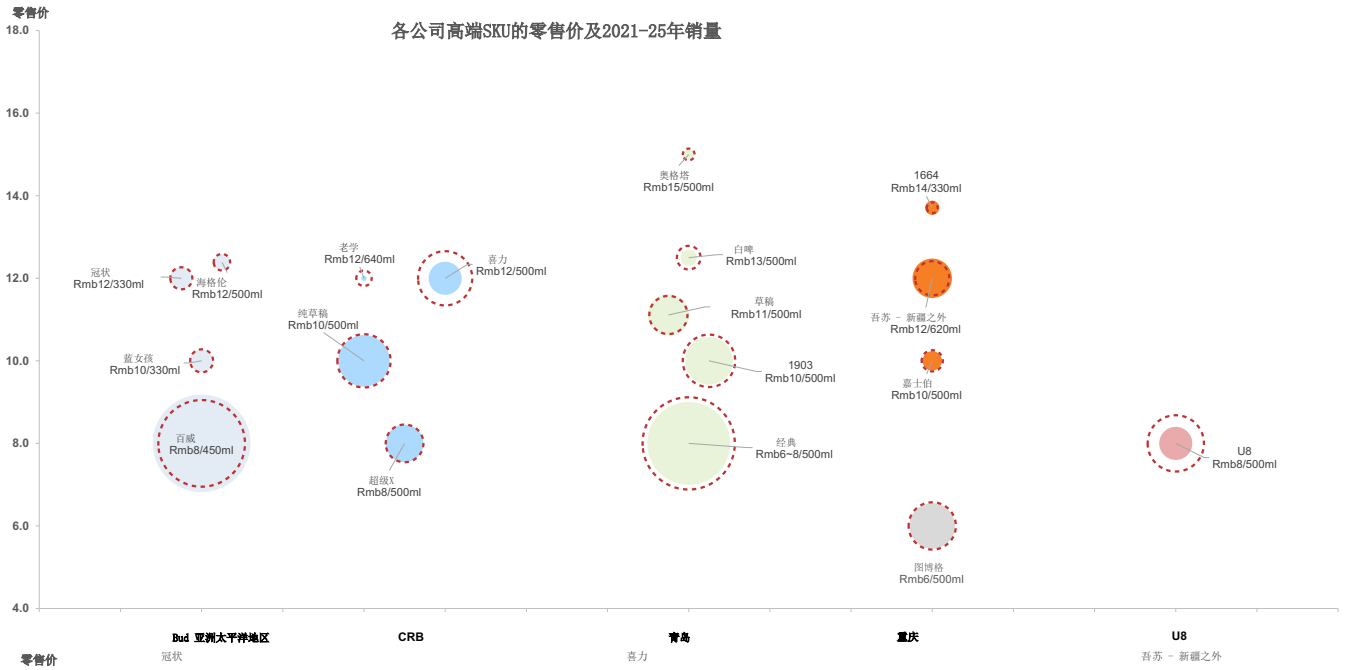
中国资源啤酒：亚太区消费者与休闲企业日2026年要点 - 全年目标维持不变，6月业绩环比改善且高端化保持稳定； 喜力维持20%+增长；重申买入评级

百威亚太：亚太区消费者与休闲企业日2026年要点 - 中国复苏延迟； O2O/高端/新产品仍为关键增长策略

百威亚太（1876. HK）：2026年第二季度前瞻：中国面临压力，因天气不利及渠道组合变化导致复苏延迟，而韩国因竞争环境趋缓而复苏，印度则保持强劲

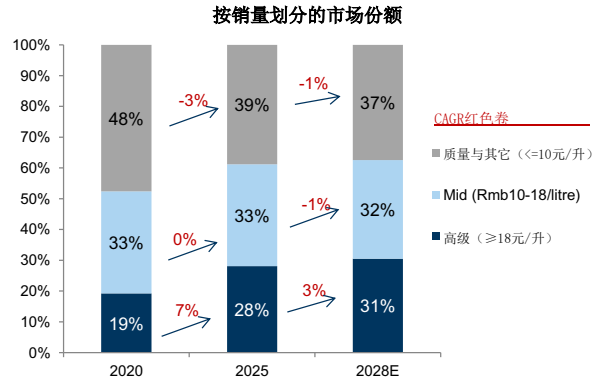
竞争格局

附件1：高端啤酒SKU地图



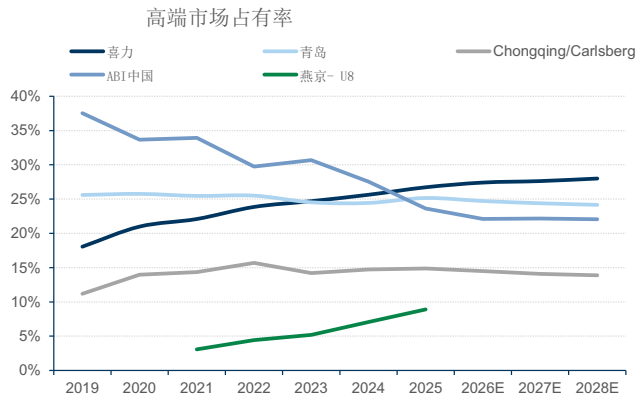
公司数据，高盛全球投资研究

附件2：我们预计2025-2028年期间，高端化趋势将保持稳定。



公司数据，高盛全球投资研究

展品三：优酷的成功使扬帆在过去五年中在高端市场显著提升了份额



公司数据，高盛全球投资研究

中国啤酒2026年第二季度/2026年Q2盈利预测摘要

图4：2026年第二季度详细预测——按公司/地区划分

2Q26E	ASP growth	Volume growth	Sales growth	Unit COGS growth	GPM YoY Chg	Premium Vol growth	Recurring EBITDA growth	Recurring EBITDA MARGIN	Recurring EBIT growth	Recurring NP growth
CRB - Beer (1H26)	0.8%	3.0%	3.8%	0.5%	0.2pp	7.0%	5.6%	35.7%	7.1%	
CRB - Overall (1H26)			3.4%		-0.4pp		-5.4%	35.0%	6.4%	7.0%
Bud China	-1.0%	-10.0%	-10.9%				-25.0%	31.6%		
Bud West	-0.2%	-6.5%	-6.7%				-20.0%	26.5%		
Bud East	-0.7%	6.2%	5.5%				19.0%	28.5%		
Bud APAC	0.6%	-5.0%	-4.4%		-1.0pp		-13.7%	26.9%	-16.7%	-15.3%
Tsingtao	0.5%	-4.6%	-4.1%	-0.2%	0.4pp	3.0%			-3.6%	-4.7%
Chongqing	0.1%	-4.5%	-4.4%	-1.2%	0.9pp				-4.8%	-4.4%

1）百威（Budweiser）有机ASP、销量、销售额及EBITDA增长（不含汇率影响），但受汇率影响，EBIT和报告净利润增长为非经常性； 2）青岛啤酒（Tsingtao）的GPM：含销售税+销货成本。其余公司GPM：不含销货成本。

附件5：2026财年详细预测——按公司/地区划分

2026E	ASP growth	Volume growth	Sales growth	Unit COGS growth	GPM YoY Chg	Premium Vol growth	Recurring EBITDA growth	Recurring EBITDA MARGIN	Recurring EBIT growth	Recurring NP growth
CRB - Beer	3.2%	0.1%	3.3%	3.2%	-0.1pp	6.5%	4.0%	26.5%	4.4%	
CRB - Overall			2.8%		-0.1pp		6.2%	26.9%	3.8%	4.3%
Bud China	-0.2%	-1.6%	-1.8%				-9.2%	31.7%		
Bud West	0.7%	0.4%	1.1%				-7.3%	25.2%		
Bud East	0.9%	-0.4%	0.5%				2.0%	30.1%		
Bud APAC	0.7%	0.3%	1.0%		-0.1pp		-5.0%	26.3%	-2.9%	-5.9%
Tsingtao	0.9%	-1.9%	-1.0%	-0.1%	0.6pp	2.0%	2.6%	20.7%	3.4%	1.5%
Chongqing	0.1%	-1.2%	-1.1%	0.6%	-0.1pp	1.1%	-1.4%	25.1%	-2.1%	-1.2%

1）百威（Budweiser）有机ASP、销量、销售额及EBITDA增长（不含汇率影响），但受汇率影响，EBIT和报告净利润增长为非经常性； 2）青岛啤酒（Tsingtao）的GPM：含销售税+销货成本。其余公司GPM：不含销货成本。

啤酒月度追踪器

图6：GSe 2024-2026年度月度销量表

	2025E Jan	Feb	March	April	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	2026E Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun
CRB	up MSD%		positive growth	positive growth, slightly faster than 1Q	up LSD%	minor positive growth	up 4-5%	up LSD%	up LSD%	slightly positive	flattish to slightly positive	flattish	positive	Positive growth ; Jan+Feb Heineken up by DD%	Slightly growth	Up LSD%, similar to 1Q26	slower than April trend	Sequentially faster MoM
Bud APAC China	down MSD%		decline	down LSD%	down HSD%	down HSD%	down low teens%	down c.Mid teens %	down SD%	Minor decline	Down 7-8%	down DD%	Likely negative	Volume under pressure	up 3-4%	Volume declined by low teens% (super premium up by low teens%, premium down by low teens%, core down by mid teens%)	down 12~13%	HSD% decline
Tsingtao	down MSD%	up MSD%	up DD%	down LSD%	up MSD%	flattish	flattish	up 1.5%	up 3%	down HSD%	up 1.1%	up 12%	volume down c.MSD%	down 9.5%	up 5-6%	Volume declined by 7.5%	down 9%	largely flattish, improving vs. April/May
Chongqing	positive growth		up LSD%	largely steady	flattish to minor decline	down LSD%	minor decline	down LSD%	up MSD%	Minor decline	up slightly %	up slightly %	Jan-Feb negative on relatively high base		positive growth	Volume down by LSD%	HSD% decline	SD% decline
Bairun	RTD cocktails down c.10%				RTD cocktail sales down teens%		RTD cocktail down c.high teens%	DD% growth in RTD drinks due to low base	flattish		offline shipment up 30%		up DD%+ on calendar shift					
Yanjing															SD% positive growth			
Industry	-4.90%		1.90%	4.80%	1.30%	-0.20%	1.90%	-1.80%	3.10%	-1.00%	-5.80%	-8.70%	6.50%		0.20%	-0.10%	-6.20%	

估值组合

附件7：中国啤酒覆盖范围估值比较

	Company	Rating	Ccy	Price	12-m TP	+/-	PE			TP Implied PE			26-28E	26-28E	EV/EBITDA			ROE	Div yield	YTD perf
				7/16/2026			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	Rev CAGR	NP CAGR	2026E	2027E	2028E	2026E	2026E	%
Beer																				
1876.HK	Budweiser APAC	Buy	HKD	6.49	7.60	17%	18X	16X	14X	21X	19X	17X	4%	12%	6X	5X	5X	6%	5.1%	-14%
0291.HK	China Resources Beer	Buy	HKD	23.74	36.45	54%	11X	10X	10X	17X	16X	15X	2%	7%	6X	5X	4X	17%	5.5%	-9%
0168.HK	Tsingtao Brewery (H)	Buy	HKD	44.92	54.00	20%	12X	11X	10X	14X	13X	12X	2%	6%	6X	6X	5X	14%	6.3%	-8%
600600.SS	Tsingtao Brewery (A)	Neutral	CNY	52.86	58.70	11%	16X	15X	14X	17X	16X	15X	2%	6%	9X	8X	8X	14%	4.6%	-14%
600132.SS	Chongqing Brewery	Neutral	CNY	43.70	43.00	-2%	17X	17X	16X	17X	16X	15X	2%	5%	6X	6X	5X	35%	5.7%	-16%
002568.SZ	Shanghai Bairun	Neutral	CNY	18.18	18.60	2%	25X	21X	n.a.	25X	22X	n.a.	n.a.	n.a.	16X	14X	n.a.	14%	2.0%	-17%
Avg.							**16X**	**15X**	**13X**	**19X**	**17X**	**15X**	**3%**	**6%**	**8X**	**7X**	**5X**	**17%**	**4.8%**	**-13%**
ABI.BR	Anheuser-Busch InBev	Buy	EUR	70.72	85.00	20%	18X	16X	14X	22X	19X	17X	3%	0%	10X	10X	9X	11%	1.7%	29%
CARLb.CO	Carlsberg	Buy	DKK	934.80	1100.00	18%	14X	13X	12X	16X	15X	14X	3%	8%	10X	9X	8X	27%	3.3%	12%
HEIN.AS	Heineken	Buy	EUR	76.64	90.00	17%	14X	13X	12X	17X	16X	15X	3%	6%	8X	8X	8X	14%	2.6%	10%
2503.T	Kirin Holdings	Sell	JPY	2862.50	2400.00	-16%	12X	14X	13X	10X	12X	11X	1%	-7%	9X	9X	9X	12%	2.6%	22%
2587.T	Suntory Beverage & Food Ltd	Buy	JPY	4660.00	5300.00	14%	17X	16X	15X	19X	18X	17X	2%	5%	5X	5X	4X	6%	2.6%	-1%
Avg.							**15X**	**14X**	**13X**	**17X**	**16X**	**15X**	**2%**	**2%**	**9X**	**8X**	**8X**	**14%**	**2.6%**	**14%**

公司数据，高盛全球投资研究

披露附录

监管AC

我们，刘叶、刘克里斯蒂娜和周瓦莱丽，特此证明本报告中所表达的所有观点均准确反映了我们对该目标公司或多家公司及其证券的个人看法。 我们同时证明，我们的任何薪酬部分从未、现在或将来与报告中表达的特定建议或观点有任何直接或间接的关系。

除非另有说明，本报告封面上列出的个人均为高盛全球投资研究部的分析师。

贡献作者： 刘叶，高盛（亚洲）有限责任公司；刘基督娜，高盛（亚洲）有限责任公司；周瓦莱丽，高盛（亚洲）有限责任公司。

除非另有说明，本报告中“贡献者”披露名单中列出的人员均为高盛全球投资研究部的分析师。

GS因子特征

高盛因子分析报告通过将股票的关键属性与市场（即我们的评级股票池）及其行业同行进行比较，为该股票提供投资背景。 所描绘的四个关键属性是：增长、财务回报、估值倍数（例如估值）以及综合（增长、财务回报和估值倍数的综合）。增长、财务回报和估值倍数是通过使用每只股票特定指标的标准化排名来计算的。然后将这些指标的标准化排名进行平均，并转换为相关属性的百分位数。每个指标的精确计算可能因财政年度、行业和地区而异，但标准方法如下：

增长基于股票的前瞻性销售增长、EBITDA增长和EPS增长（对于金融股票，仅限EPS和销售增长），更高的百分位数代表增长更高的公司。 财务回报基于股票的前瞻性ROE、ROCE和CROCI（对于金融股票，仅限ROE），更高的百分位数代表财务回报更高的公司。市盈率基于股票的前瞻性市盈率、市净率、价格/股息（P/D）、企业价值/EBITDA、企业价值/自由现金流和调整后现金流（DACF）（对于金融股票，仅限市盈率、市净率和P/D），更高的百分位数代表交易市盈率更高的股票。综合百分位数计算为增长百分位数、财务回报百分位数和（100% - 市盈率百分位数）的平均值。

财务回报与多用途：高盛分析师的预测至少涵盖未来三个财年年末，而增长则使用至少未来七个财年的数据作为输入，相比之下，财务回报至少使用未来三个财年的数据（所有指标均按每股计算）。

如需了解我们计算GS因子概况的更详细说明，请联系您的GS代表。

并购排名

在我们全球业务覆盖范围内，我们采用并购框架考察股票，综合考虑定性与定量因素（这些因素可能因行业和地区而异），以评估特定公司可能被收购的潜力。 随后，我们根据1至3的评级对覆盖范围内的公司进行并购评级，其中1代表高可能性（30%-50%）成为收购目标，2代表中等可能性（15%-30%），3代表低可能性（0%-15%）。对于评级为1或2的公司，根据我们标准部门指南，我们将并购因素纳入目标价中。评级为3的并购可能性被认为不重要，因此不纳入目标价计算，是否在研究中提及则视情况而定。

量子

量化是高盛的专有数据库，提供对详细财务报表历史、预测和比率的访问。 它可用于对公司进行深入分析，或用于比较不同行业和市场的公司。

披露

百威亚太、中国资源啤酒、青岛啤酒（A）和青岛啤酒（H）的评级与其他公司在其覆盖范围内相对：安徽古井酒厂有限公司、百威亚太、百事明集团、中国菲尔有限公司、中国资源啤酒、中国资源饮料、重庆啤酒、东罗饮料（A）、佛山海天调味食品（A）、佛山海天调味食品（H）、福建旺辰食品、江苏金日啤酒、江苏洋河、九桂酒、金健高科、贵州茅台、泸州老窖、蒙牛乳业、农夫山泉、千和调味食品、上海百润、山西杏花村汾酒、四川丰润食品公司、四川特锐食品集团、天一、青岛啤酒（A）、青岛啤酒（H）、统一企业中国、五粮液宜宾、益海国际控股、伊利工业、浙江龙都饮品

公司特定监管披露

以下披露涉及高盛集团股份有限公司（及其附属机构，“高盛”）与高盛全球投资研究覆盖的公司之间的关系，这些公司也在此研究中被提及。

高盛在过去12个月内获得了投行业务的报酬：青岛啤酒（A）（人民币52.51元）和青岛
Brewery (H) (HK$44.90)

高盛预计在未来三个月内将获得或意图寻求投行业务的补偿：百威亚太（港币6.54）。
中国资源啤酒（23.70港元）、青岛啤酒（A）（52.51人民币）和青岛啤酒（H）（44.90港元）

高盛在过去12个月内曾与中国资源啤酒（港币23. 70）、青岛啤酒（A）（人民币52.51）和青岛啤酒（H）（港币44.90）等投资银行服务客户保持关系，此外还有百威亚太（港币6.54）。

高盛在过去12个月内与以下非投资银行业务相关的证券服务客户有业务往来：百威亚太（港币6. 54）

高盛在过去12个月内曾与百威亚太（香港）(HK$6.54)建立非证券服务类客户关系。

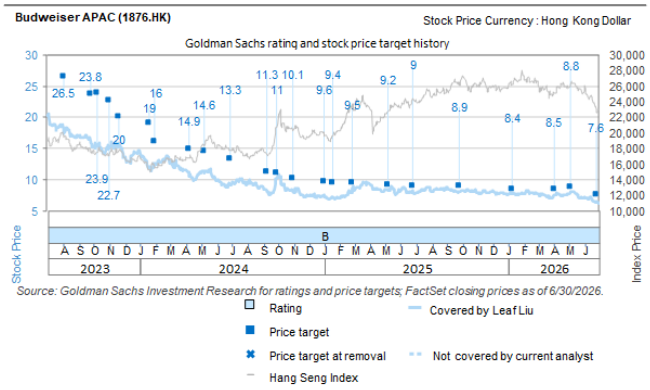
高盛集团交易以下证券或其衍生品：百威亚太（HK$6.54）和中国资源啤酒（HK$23.70）

评级/投资银行业务关系的分布 高盛投资研究全球股票覆盖范围

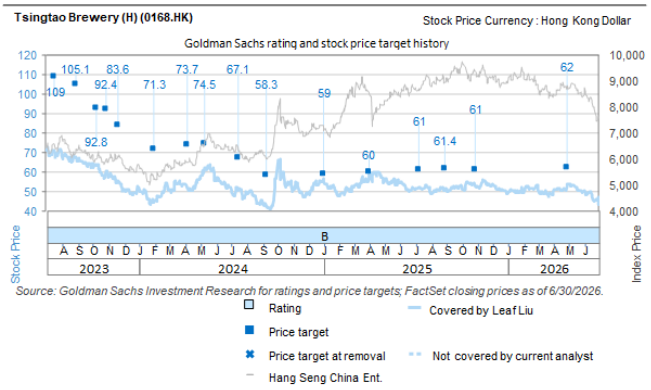
	评分分布			投行关系		
	Buy	Hold	Sell	Buy	Hold	Sell
全球	50%	34%	16%	65%	59%	43%

截至2026年7月1日，高盛全球投资研究部门对3,104只股票证券进行了投资评级。 高盛在各个区域投资清单上对股票分配“买入”和“卖出”评级；未如此分配的股票被视为“中性”。此类分配等同于“买入”、“持有”和“卖出”，用于遵守上述FINRA规则要求的披露。请参见下文“评级、覆盖范围及相关定义”。投资银行业务关系图反映了在过去十二个月内，高盛为每个评级类别中的目标公司提供了投资银行业务服务的百分比。

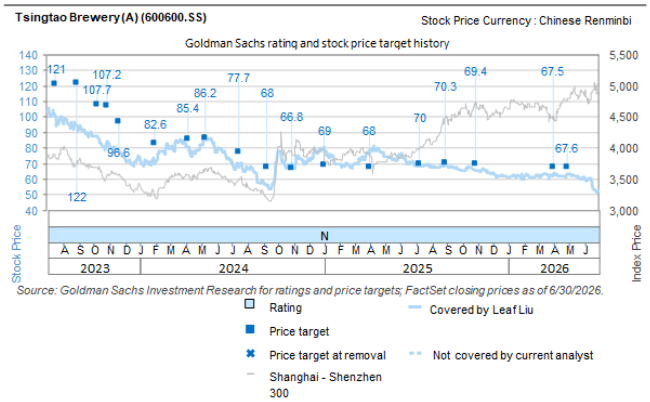
目标价位和评级历史图表



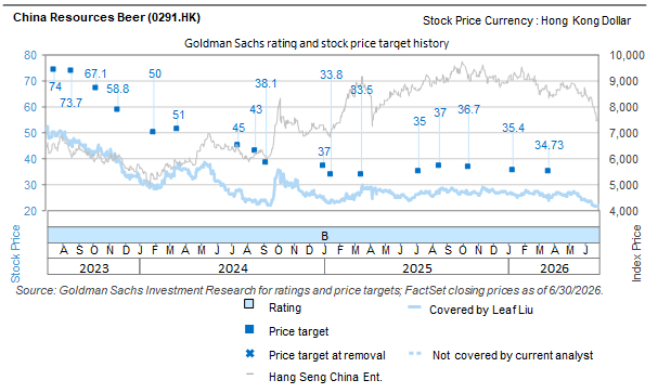
The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may or may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.



The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may or may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.



The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may or may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.



The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may or may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.

目标价格历史表(单)

China Resources Beer (0291.HK)

报告日期	目标价（港元）	收盘价（港元）
10-Jul-26	36.45	22.20
23-Mar-26	34.73	24.02
12-Jan-26	35.40	26.48
15-Oct-25	36.70	26.44
19-Aug-25	37.00	28.28
09-Jul-25	35.00	26.35
18-Mar-25	33.50	28.50
16-Jan-25	33.80	23.65
01-Jan-25	37.00	25.25
10-Sep-24	38.10	22.95
19-Aug-24	43.00	24.00
16-Jul-24	45.00	27.60
18-Mar-24	51.00	37.95

Tsingtao Brewery (H) (0168.HK)

报告日期	目标价（港元）	收盘价（港元）
10-Jul-26	54.00	44.44
28-Apr-26	62.00	52.75
29-Oct-25	61.00	52.85
29-Aug-25	61.40	50.55
09-Jul-25	61.00	52.05
31-Mar-25	60.00	56.00
01-Jan-25	59.00	56.80
10-Sep-24	58.30	41.90
16-Jul-24	67.10	50.60
09-May-24	74.50	61.45
05-Apr-24	73.70	51.40
31-Jan-24	71.30	44.55
21-Nov-23	83.60	54.80

China Resources Beer (0291.HK)

报告日期	目标价（港元）	收盘价（港元）
31-Jan-24	50.00	28.15
21-Nov-23	58.80	39.65
08-Oct-23	67.10	42.95
20-Aug-23	73.70	46.00

Budweiser APAC (1876.HK)

报告日期	目标价（港元）	收盘价（港元）
26-Jun-26	7.60	6.32
05-May-26	8.80	8.13
02-Apr-26	8.50	7.55
09-Jan-26	8.40	7.78
26-Sep-25	8.90	8.05
26-Jun-25	9.00	8.03
08-May-25	9.20	8.31
26-Feb-25	9.50	8.66
18-Jan-25	9.40	7.19
01-Jan-25	9.60	7.49
31-Oct-24	10.10	8.11
28-Sep-24	11.00	10.14
10-Sep-24	11.30	8.17
28-Jun-24	13.30	9.20
08-May-24	14.60	11.00
07-Apr-24	14.90	11.22
31-Jan-24	16.00	12.28
19-Jan-24	19.00	12.08
21-Nov-23	20.00	15.56
01-Nov-23	22.70	14.96
08-Oct-23	23.90	15.60
25-Sep-23	23.80	16.12
03-Aug-23	26.50	17.50

Tsingtao Brewery (H) (0168.HK)

报告日期	目标价（港元）	收盘价（港元）
29-Oct-23	92.40	60.25
08-Oct-23	92.80	63.80
28-Aug-23	105.10	66.90

Tsingtao Brewery (A) (600600.SS)

报告日期	目标价格（人民币）	收盘价格（人民币）
10-Jul-26	58.70	53.50
28-Apr-26	67.60	63.15
31-Mar-26	67.50	61.86
29-Oct-25	69.40	65.57
29-Aug-25	70.30	69.50
09-Jul-25	70.00	68.92
31-Mar-25	68.00	76.26
01-Jan-25	69.00	80.92
29-Oct-24	66.80	68.51
10-Sep-24	68.00	56.07
16-Jul-24	77.70	67.88
09-May-24	86.20	86.81
05-Apr-24	85.40	80.80
31-Jan-24	82.60	69.66
21-Nov-23	96.60	78.18
29-Oct-23	107.20	84.40
08-Oct-23	107.70	-
28-Aug-23	122.00	94.46

表格中所示的目标价格未根据公司行为进行调整。

监管披露

根据美国法律法规要求的披露

请参阅上方公司特定的监管披露，以了解本报告所指公司中，若需以下任何披露内容，则应查阅：待处理交易中的管理人或共同管理人； 1%或更高的持股比例；特定服务的报酬；客户关系的类型；前期管理/共同管理的首次公开募股；董事职位；对于股权证券，做市商和/或专家角色。高盛可能作为主交易商交易本报告中所述发行人的债务证券（或相关衍生品）。

以下为其他所需披露事项：

所有权及重大利益冲突：高盛政策禁止其分析师、向分析师汇报的人员及其家庭成员持有其分析师覆盖范围内的任何公司证券。 分析师薪酬：分析师的部分薪酬基于高盛的盈利能力，其中包括投行业务收入。分析师担任官员或董事：高盛政策通常禁止其分析师、向分析师汇报的人员或其家庭成员在其分析师覆盖范围内的任何公司担任官员、董事或顾问。非美国分析师：非美国分析师可能不是高盛&公司有限责任公司（Goldman Sachs & Co. LLC）的关联方，因此可能不受针对与目标公司沟通、公开露面以及在分析师覆盖的证券上进行交易方面所适用的FINRA规则2241或FINRA规则2242的限制。

根据美国以外司法管辖区的法律和法规要求进行的额外披露

以下披露是根据所标明的司法管辖区要求进行的，但除根据美国法律法规已在上述内容中披露的情况外。 澳大利亚：高盛澳大利亚有限公司及其附属机构在澳大利亚不是授权的存款机构（根据《1959年银行法》（联邦法）对“授权存款机构”的定义），在澳大利亚不提供银行服务，也不开展银行业务。此项研究及任何对其的访问，仅限于《澳大利亚公司法》中定义的“批发客户”，除非高盛另行同意。在制作研究报告时，高盛澳大利亚全球投资研究部门的成员可能会参加其研究报告所涉及的公司及其他实体的现场考察和其他会议。在某些情况下，如果高盛澳大利亚认为在涉及现场考察或会议的具体情况下这样做是恰当和合理的，相关发行人可能会部分或全部承担此类现场考察或会议的费用。如果本文件的内容包含任何金融产品建议，则仅为一般性建议，且已由高盛准备，未考虑客户的投资目标、财务状况或需求。在根据任何此类建议采取行动之前，客户应考虑建议与其自身投资目标、财务状况和需求的相关性。高盛澳大利亚和新西兰的某些利益披露副本以及高盛《澳大利亚卖方研究独立性政策声明》副本可在以下网址获取：https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html。巴西：与CVM第20号决议相关的披露信息可在https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html获取。在适用情况下，根据CVM第20号决议第20条定义的主要负责本研究报告内容的巴西注册分析师，是该报告开头列出的第一位作者，除非文本末尾另有说明。加拿大：提供此信息仅为告知目的，并非，也绝不能被解释为高盛&公司有限责任公司在加拿大向证券购买者进行的任何加拿大证券交易的广告、要约或招揽。高盛&公司有限责任公司在加拿大任何司法管辖区均未注册为交易商，在

适用加拿大证券法律法规，通常不得在加拿大交易加拿大证券，且可能被禁止在加拿大的某些司法管辖区销售某些证券和产品。 如需在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品，请联系高盛集团旗下子公司高盛加拿大公司（Goldman Sachs Canada Inc.）或另一家注册加拿大经销商。

https://www.goldmansachs.com/worldwide/india/research-analyst 所定义的“专业投资者”，除非高盛公司另行同意。关于本研究中提及的目标公司或公司的进一步信息，可从高盛（亚洲）有限责任公司首尔分行获取。 **新西兰：** 高盛新西兰有限公司及其附属机构在新西兰既非“注册银行”，也非“存款接受机构”（根据《1989年新西兰储备银行法》定义）。此项研究及其任何访问权限，旨在面向“机构客户”（根据《2008年金融顾问法》定义），除非高盛另行同意。有关高盛澳大利亚和新西兰利益披露的副本可在以下网址获取：https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html。 在俄罗斯联邦分发的研究报告，根据俄罗斯立法的定义，不属于广告，而是信息与分析，其主要目的并非产品推广，且不包含俄罗斯立法中评估活动所定义的评估。研究报告根据俄罗斯法律法规的定义，不构成个性化的投资建议，并非针对特定客户，且在准备过程中未分析客户的财务状况、投资组合或风险偏好。高盛不承担任何客户或任何其他人基于此研究报告所做出的任何投资决策的责任。 高盛（新加坡）私人有限公司（公司编号：198602165W），由新加坡金融管理局监管，承担此研究的法律责任，并应就与此研究相关或由此研究引发之任何事项进行联系。 本材料仅供参考，未经许可不得转载。投资者应谨慎考虑自身投资风险。投资结果由个人投资者负责。 **英国：** 根据英国金融行为监管局规则中对该术语的定义，将被归类为英国零售客户的个人应结合本报告中所述相关公司此前高盛的研究报告阅读本项研究，并应参考高盛国际发送给他们的风险警告。在要求的情况下，可从高盛国际获取这些风险警告的副本以及本报告中使用的某些金融术语的词汇表。

Korea:

Japan:

Russia:

Singapore:

Taiwan:

欧盟与英国：关于欧盟委员会授权法规（EU）2016/958号（补充欧洲议会和理事会法规（EU）2014/596号）第6(2)条的信息披露（包括在授权法规根据英国脱离欧盟和欧洲经济区后实施为英国国内法律和法规时），涉及投资建议或其他推荐或建议投资策略的技术安排的客观展示技术标准，以及披露特定利益或利益冲突指示的规定，可在https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html查阅，该网站发布了《关于投资研究报告相关利益冲突管理的欧洲政策》。

日本：高盛日本株式会社是一家在关东金融局注册的金融商品经销商，注册号为Kinsho 69，同时也是日本证券交易商协会、日本金融期货协会、日本第二类金融商品公司协会以及日本投资管理协会的成员。股票的买卖业务需向客户收取事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司等机构要求的相关披露信息，请参阅公司特定的披露文件。

评分、覆盖范围及相关定义

买入（B）、中性（N）、卖出（S）
分析师将股票推荐为买入或卖出，供纳入各区域投资名单。 股票在投资名单上被评定为买入或卖出，取决于其相对于覆盖范围内的总回报潜力。任何未在具有活跃评级（即未被评级暂停、未评级、早期生物技术、覆盖暂停或未覆盖）的投资名单上被评定为买入或卖出的股票，均被视为中性。

总回报潜力是指当前股价与目标价之间的正负差异，包括在目标价相关的时间范围内预期支付或预期的所有股息。 所有覆盖的股票都需要目标价。总回报潜力、目标价及相关时间范围在每个添加或重申投资清单成员资格的报告中予以说明。

覆盖范围：可通过初级分析师、股票和覆盖范围，在 https://www. gs.com/research/hedge.html 查询到每个覆盖范围内的所有股票列表。

未评级（NR）。 在以下情况下，根据高盛集团政策，投资评级、目标价和盈利预测（如适用）将不予发布：高盛集团作为顾问参与并购或涉及该公司的战略性交易时；由于高盛集团参与交易而存在法律、监管或政策限制时；以及其他特定情形。早期生物技术（ES）。根据高盛集团政策，当该公司既没有已通过II期临床试验的药物、疗法或医疗设备，也没有获得分销II期后药物的许可时，将不予分配投资评级和目标价。评级暂停（RS）。高盛研究已暂停该股票的投资评级和目标价，因为确定投资评级或目标价缺乏充分的基本面依据。该股票的先前投资评级和目标价（如有）不再有效，不应被依赖。覆盖暂停（CS）。高盛已暂停对该公司的覆盖。未覆盖（NC）。高盛不覆盖该公司。

全球产品；分销实体

Goldman Sachs Global Investment Research produces and distributes research products for clients of Goldman Sachs on a global basis. Analysts based in Goldman Sachs offices around the world produce research on industries and companies, and research on macroeconomics, currencies, commodities and portfolio strategy. This research is disseminated in Australia by Goldman Sachs Australia Pty Ltd (ABN 21 006 797 897); in Brazil by Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.; Public Communication Channel Goldman Sachs Brazil: 0800 727 5764 and / or contatogoldmanbrasil@gs.com. Available Weekdays (except holidays), from 9am to 6pm. Canal de Comunicação com o Público Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou contatogoldmanbrasil@gs.com. Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h; in Canada by Goldman Sachs & Co. LLC; in Hong Kong by Goldman Sachs (Asia) L.L.C.; in India by Goldman Sachs (India) Securities Private Ltd.; in Japan by Goldman Sachs Japan Co., Ltd.; in the Republic of Korea by Goldman Sachs (Asia) L.L.C., Seoul Branch; in New Zealand by Goldman Sachs New Zealand Limited; in Russia by OOO Goldman Sachs; in Singapore by Goldman Sachs (Singapore) Pte. (Company Number: 198602165W); and in the United States

由高盛集团（Goldman Sachs & Co. LLC）发布。高盛国际已批准此项研究，以便其在英国的发行。

高盛国际（“GSI”）获得审慎监管局（“PRA”）授权，并受金融行为监管局（“FCA”）和审慎监管局监管，已批准此项研究，以便其在英国进行分销。

欧洲经济区：高盛欧洲银行股份有限公司（“GSBE”）是一家在德国注册成立的信用机构，根据单一监管机制，其受到欧洲中央银行的直接审慎监管，在其他方面则接受德国联邦金融监管局（联邦金融监管局，BaFin）和德意志联邦银行的监管，并在欧洲经济区内传播研究报告。

一般性披露

本项研究仅供我们的客户参阅。 除与高盛相关的披露外，本项研究基于我们视为可靠的部分公开信息，但我们不保证其准确性或完整性，也不应被视为如此依赖。本报告中包含的信息、意见、估算和预测均为本报告日期的信息，且未经事先通知可能发生变更。我们力求适时更新我们的研究，但各种法规可能阻止我们这样做。除定期发布的某些行业报告外，大部分报告将根据分析师的判断，在适当的时候不定期发布。

高盛集团从事全球性的全方位综合投资银行、投资管理和经纪业务。 高盛集团与美国证券投资者保护公司（SIPC，https://www.sipc.org）成员的经纪商和交易商有投资银行及其他业务关系，该公司的绝大部分客户均由全球投资研究公司覆盖。

我们的销售人员、交易员和其他专业人员可向我们的客户和主交易台提供口头或书面的市场评论或交易策略，这些评论或策略反映的观点可能与本研究中表达的观点相左。 我们的资产管理部门、主交易台和投资业务部门可能会做出与本研究中的建议或观点不一致的投资决策。

本报告中提及的分析师可能不时与我们的客户进行交流，包括高盛的售货员和交易员，或可能在本报告中讨论交易策略，这些策略涉及可能对报告中所述的股权证券的市场价格产生短期影响的催化剂或事件，这种影响可能与该分析师对相关股票发布的定价目标预期方向相反。任何此类交易策略均与该分析师对相关股票的基本股权评级无关，该评级反映了该股票相对于本报告中所述的覆盖范围内的回报潜力。

我们及我们的附属公司、董事及雇员，将不时就...持有多头或空头头寸、作为主事人行事以及买入或卖出。
本研究中提到的证券或衍生品（如有），除非受到法规或高盛集团政策的禁止，否则均适用。

高盛安排的会议上，第三方演讲者（包括高盛其他部门的人员）的观点不一定代表全球投资研究的观点，也不代表高盛的官方观点。

此处提及的任何第三方，包括任何销售人员、交易员和其他专业人士或其家庭成员，可能在所提及的产品中持有与报告中列出的分析师所表达的观点不一致的头寸。

本研究并非在任何司法管辖区销售或招揽购买任何证券的要约，且在要约或招揽在相关司法管辖区为非法的情况下，均不构成此类要约或招揽。 本报告不构成个人建议，亦未考虑任何个别客户的特定投资目标、财务状况或需求。客户应自行判断本报告中任何建议或推荐是否适合其具体情况，并在必要时寻求专业建议，包括税务建议。本研究中提及的投资价格和价值以及其产生的收入可能会波动。过往业绩并非未来业绩的指引，未来回报并不保证，且可能发生原始本金损失。汇率波动可能对某些投资的价值或价格，或其产生的收入产生不利影响。

某些交易，包括期货、期权及其他衍生品交易，会产生重大风险，并非所有投资者都适合。 投资者应查阅由高盛证券代表提供或可在https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp和https://www.goldmansachs.com/disclosures/cftc_fcm_disclosures获取的现行期权与期货披露文件。对于如跨式策略等需要多次买卖期权的交易策略，交易成本可能相当可观。如需，将提供相关证明文件。

全球投资研究提供的不同服务级别：高盛全球投资研究为您提供的服务级别和类型可能与GS内部及其他外部客户获得的服务有所不同，具体取决于多种因素，包括您对沟通频率和方式的个人偏好、您的风险状况和投资重点与视角（例如，市场整体、特定行业、长期、短期）、您与GS的整体客户关系规模与范围，以及法律和监管限制。例如，某些客户可能要求在特定证券的研究发布时接收通知，而某些客户可能要求通过数据源或其他方式，将分析师基本面分析所依据的特定数据，从我们的内部客户网站电子送达。在将此类信息通过电子出版广泛发布至我们的内部客户网站，或通过其他必要方式送达所有有权接收此类报告的客户之前，任何关于分析师基本面研究观点的改变（例如，评级、目标价，或股票证券盈利预测的重大变化）都不会告知任何客户。

所有研究报告均通过电子出版方式同时在我们内部的客户网站上发布，并供所有客户获取。 并非所有研究内容都会重新分发给我们客户或提供给第三方聚合商，且高盛对第三方聚合商分发我们的研究内容亦不承担责任。如需获取与一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）相关的研究、模型或其他数据（这些内容可能可供您获取），请联系您的GS代表或访问 https://research.gs.com。

披露信息也可在 https://www.gs.com/research/hedge.html 或通过研究合规部门，200 西街，纽约，纽约州获取。
10282.

© 2026 Goldman Sachs.

您仅被允许为自身使用，而通过本服务获取的信息进行存储、展示、分析、修改、重新格式化及打印。 未经高盛明确书面同意，您不得转售或反向工程该信息，以计算或开发任何用于披露和/或营销的指数，或创建任何其他衍生作品或商业产品、数据或服务。未经高盛明确书面同意，您不得以任何格式，在全部或部分地公布、传输或以其他方式复制该信息给任何第三方。前述限制包括但不限于，使用、提取、下载或检索该信息（全部或部分），用于训练或微调机器学习或人工智能系统，或将其（全部或部分）作为提示或输入提供给任何此类系统。