21 Dec 2025

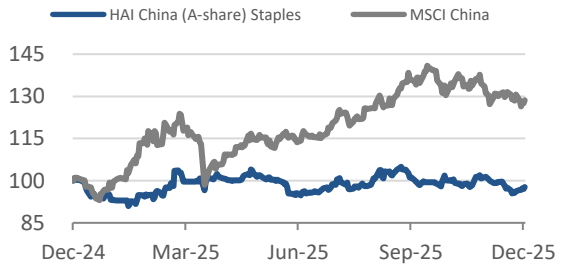
中国必需消费 China (A-share) Staples

全球啤酒变革启示：中国的三大战略进阶

Enlightenment from Global Beer Industry Transformation: China's Three Strategic Leaps

Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
贵州茅台	Outperform	古井贡酒	Outperform
贵州茅台	Outperform	今世缘	Outperform
五粮液	Outperform	安琪酵母	Outperform
五粮液	Outperform	燕京啤酒	Outperform
海天味业	Outperform	迎驾贡酒	Outperform
海天味业	Outperform	安井食品	Outperform
山西汾酒	Outperform	安井食品	Outperform
伊利股份	Outperform	重庆啤酒	Outperform
泸州老窖	Outperform	重庆啤酒	Outperform
泸州老窖	Outperform	珠江啤酒	Outperform
东鹏饮料	Outperform	盐津铺子	Outperform
东鹏饮料	Outperform	舍得酒业	Outperform
洋河股份	Outperform	口子窖	Outperform
洋河股份	Outperform	酒鬼酒	Outperform
双汇发展	Outperform	酒鬼酒	Outperform
青岛啤酒	Outperform	水井坊	Outperform



资料来源： Factset, HTI

Related Reports

中国必选消费 12 月投资策略：市场风格继续有利

The Market Style Remains Favorable (3 Dec 2025)

中国必选消费品 11 月需求报告：所有品类增速均放缓

Growth Rates Across All Categories Have Slowed (1 Dec 2025)

中国必选消费品 11 月价格报告：白酒批价多数下跌，方便食品与调味品价格回升

Wholesale prices of Baijiu mostly fell, prices of instant foods and condiments rebounded (24 Nov 2025)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

全球啤酒行业正经历从周期性波动到结构性转变的深刻变革。2024 年全球啤酒销量下降 1%，总量仍低于 2019 年疫情前水平。健康意识觉醒与代际消费变迁成为核心驱动因素，美国 49%的消费者计划减少饮酒，Z 世代这一比例高达 65%。精酿啤酒与无酒精啤酒快速崛起，持续蚕食传统啤酒市场份额。与此同时，软饮料销量保持稳健增长，对酒精饮料形成持续分流。中国市场面临独特挑战：高端化进入质价比时代；传统渠道模式失效，费用管控压力凸显；跨界竞争加剧，多元化布局成效有限。

龙头化：规模整合与效率提升。龙头化的核心是在本土市场建立绝对优势。欧美企业以并购为主要路径，百威英博在巴西凭借 68%份额，为全球并购提供资金保障；喜力通过整合荷兰本土市场 45%的份额，奠定欧洲扩张基础。日本企业则依靠产品创新突围，朝日啤酒凭借 Super Dry 单品，将市场份额从 9.6%跃升至 39.8%，实现逆袭。对中国企业而言，当前需聚焦三大方向：1）高端化提质，聚焦 8-10 元性价比价位带；2）优化费用结构，通过数字化与产能整合降本增效；3）区域企业先筑牢本地堡垒，再通过周边渗透降低扩张风险，借助细分赛道与差异化营销建立全国性品牌认知。

多元化：聚焦协同与场景适配。成功的多元化需满足品类协同、渠道复用与品牌延展三大核心要素，向烈酒、RTD、软饮料等相关品类扩张的成功率超 60%。国际巨头已形成成熟模式：百威英博的 Beyond Beer 战略聚焦 RTD 与硬苏打水；喜力 Heineken 0.0 占据全球无酒精啤酒超 20%的市场份额，成为增长最快板块；嘉士伯以 33 亿英镑收购 Britvic，快速切入软饮料赛道。国内龙头应优先布局高景气赛道，重点发力无酒精啤酒与本土口味 RTD，打造差异化产品，或并购区域互补性饮料品牌。推动啤酒与新业务渠道互通，共享供应链资源，降低扩张成本。

国际化：模式选择与风险管控。国际化是突破本土市场天花板的关键路径，且国际化程度高的企业估值显著溢价。百威英博四次关键并购成为全球霸主，喜力在 70 个国家市场份额排名前二，海外收入占比达 78%。朝日通过收购欧洲与澳洲业务，实现 55%的海外收入占比；麒麟则因本土化不足与政治风险评估缺失，在巴西、缅甸等地投资遭遇重大损失。中国企业国际化尚处初级阶段，2024 年啤酒出口仅占产量 2%。未来应采取稳健策略：先通过出口试水市场反应，优先布局“一带一路”国家；采用合资模式借力本土资源，设定准入门槛，避免激进并购。

投资建议。全球啤酒龙头的发展经验表明，中国啤酒企业需走“效率提升为基、创新驱动为核、稳健扩张为翼”的道路。运营效率是当前最可行的突破点，需通过成本控制、费用优化与数字化改造，缩小与国际巨头的盈利差距。产品创新应聚焦本土化与健康化，开发适配中餐场景与新兴消费需求的特色产品，强化场景化布局。多元化与国际化需坚守“相关协同、风险可控”原则，避免跨界盲目扩张，优先发展高增长、低门槛的相关品类与市场。未来投资应重点关注三条主线：运营改善带来的价值重估、结构升级的长期受益者，以及新兴品类的先行者。

风险提示。宏观经济下行、原材料价格上涨、竞争加剧。

芮雯 Raven Rui
raven.w.rui@htisec.com

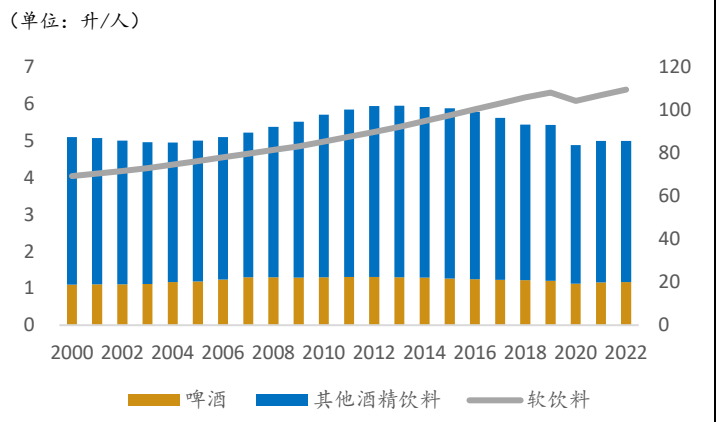
闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction. Please refer to the appendix for the Analyst Certification, Important Disclosures and Important Disclaimer.

1. 探索全球啤酒行业变革下的中国路径

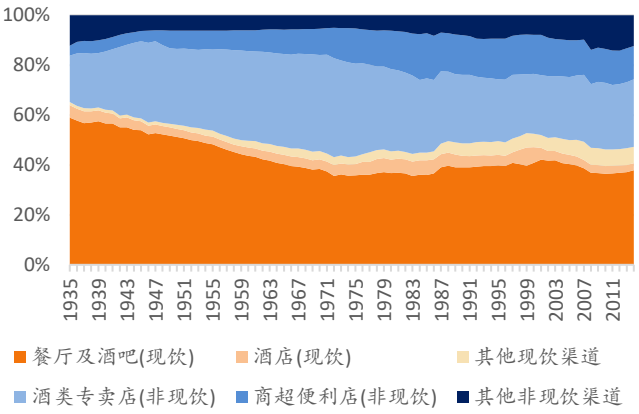
全球啤酒行业正经历深刻变革。根据全球主要啤酒上市公司年报推算，2024年全球啤酒销量约下降1%，总销量仍低于2019年疫情前水平。据麒麟控股，全球啤酒销量在2013年达到189百万千升左右的历史峰值后进入下行通道，2013-2019年全球人均啤酒消费量CAGR约为-1%。盖洛普调查显示2025年7月美国成年人饮酒率降至54%，是自1939年以来的最低水平。由此可见，啤酒销量下滑并非周期性波动，而是结构性转变，背后隐藏着几大长期趋势:

图1 世界人均酒精消费量及软饮料消费量（2000-2022 年）



资料来源：WHO，麒麟控股，USDA，Statista，HTI
注：啤酒及其他酒精饮料消费量，按饮品中所含纯酒精量统计；软饮料消费量，按饮品液体总容量统计。单位均为升/人。

图2 美国酒精饮料消费渠道构成（1935-2014 年）



资料来源：USDA，HTI

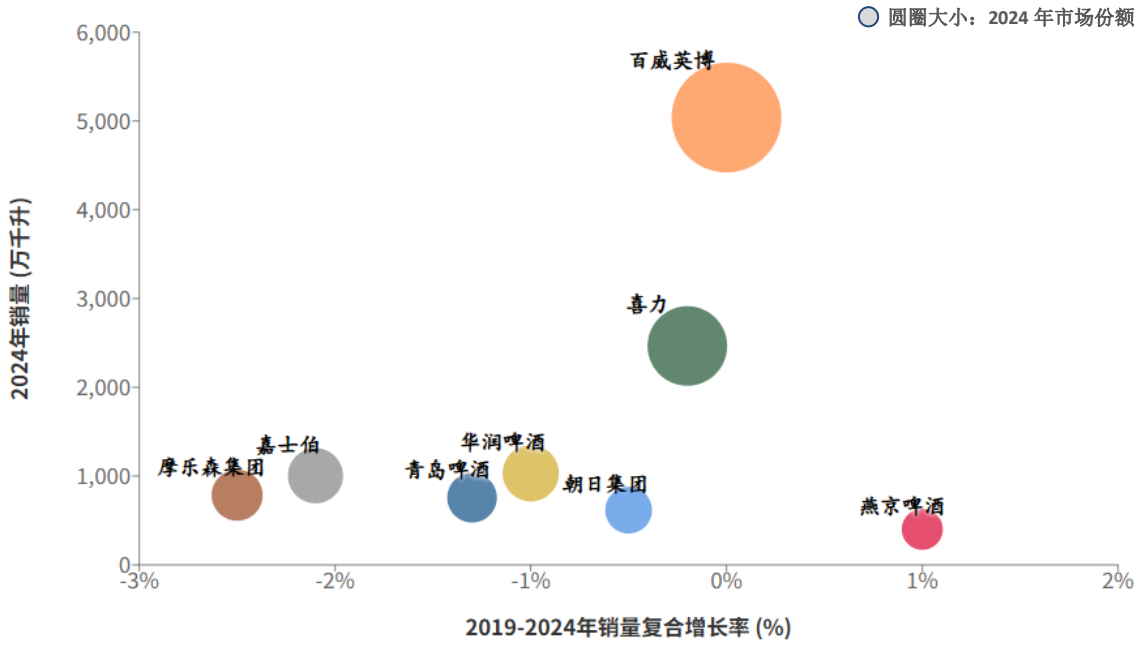
（1）健康意识驱动消费者减少酒精摄入，在发达经济体和年轻群体中尤为显著：经济发展与酒精消费呈倒U型关系，人均GDP达到15,000美元前酒精消费随收入增长，超过该阈值后趋于平稳或下降。根据NC Solutions于2025年1月发布的调查数据，49%的美国消费者计划2025年减少饮酒，相比2023年的34%和2024年的41%持续上升。饮酒习惯呈现明显的代际分化特征，Z世代中65%计划减酒，千禧世代和X世代分别有57%和49%计划减少饮酒，显著高于婴儿潮世代的30%。相反，发展中地区啤酒销量仍呈现上升趋势，2024年印度啤酒销量增长近10%，非洲地区销量增长约4%。

（2）现饮渠道占比降低是渠道发展自然趋势，而非短期波动：根据USDA数据，美国餐饮店、酒店和其他现饮渠道的酒精饮料消费占比从1935年的65%持续下降至2014年的不到50%，这一长达80年的演变反映了技术进步、分销体系扁平化等多重力量的必然结果。近年来数字娱乐的兴起进一步强化了这一趋势。根据美国劳工统计局时间使用调查，2023年15-24岁美国人平均每天用于数字娱乐（游戏、流媒体、社交媒体）的时间达到5.5小时，比2010年增长了80%。数字娱乐占据了原本属于餐厅和酒吧聚会的时间，与此同时，即时配送和电商平台的普及为非现饮渠道的销售提供便捷，进一步加速了渠道转移。

（3）啤酒消费占酒精饮料比重平稳，竞争压力更多来源于非酒精饮料：据世界卫生组织发布的人均酒精消费量数据测算，2000年以来啤酒消费在酒精饮料消费中的比重整体平稳。虽然近年来受到了RTD等其他酒精品类的蚕食，但对总量造成更大冲击的是非酒精饮料。与酒精饮料消费量2013年见顶不同，软饮料销量在2000-2019年期间以2%的CAGR持续稳健增长，疫情后迅速恢复增速，而酒精饮料增长几乎停滞。软饮料优势在于：1）健康属性突出，零糖、功能性饮料等创新产品在保持口感的同时提

供更健康选择；2）口味极其多元，从传统可乐、柠檬水到果味汽水、茶饮料、能量饮料、植物基饮料等；3）价格显著低于啤酒且无购买限制，消费场景更全面。

图 3 全球主要啤酒公司市场份额及销量对比



资料来源：Bloomberg，欧睿，HTI

在全球变革的背景下，中国市场面临独特挑战，需要重新审视投资逻辑：

（1）高端化进入提质阶段，价值型消费成主流：宏观经济下行压力下，啤酒消费从“价格驱动”转向“价值驱动”，高端化进程进入提质而非增量阶段。2024年百威亚太在华收入同比下降13.0%，销量同比下滑11.8%，反映出消费者对高价产品的接受度显著降低。8-10元性价比价位带成为竞争主战场，快速扩容并持续增长，而超高端价位带增速明显放缓，行业整体吨酒价格增速较2023年大幅收窄，价值型消费已成为市场主流，消费者逐渐从追求高质高价转向注重品质与价格的平衡。

（2）传统渠道模式失效，费用管控压力凸显：啤酒企业长期依赖的现饮渠道推广模式在消费场景收缩、消费价格敏感度提升的背景下逐渐失效，2024年头部企业营收普遍下滑，盈利压力加剧。在此背景下，费用管控成为提升盈利的关键突破口。华润啤酒通过“三精”策略严控费用，经营现金流大增67%至69.3亿元创五年新高；燕京啤酒通过费用管控实现净利润同比增长64%至10.6亿元。从行业整体看，五大啤酒企业销售费用率持续下降，推动中国啤酒企业净利率从2018年的3%-5%大幅提升至2024年的12%-14%。优化费用结构、提升投入产出比已成为企业突破盈利瓶颈的核心路径。

（3）跨界竞争加剧，多元化布局成效有限：啤酒行业竞争边界持续模糊，跨界玩家分流市场份额，而企业自身多元化布局多处于试水阶段，对整体收入贡献较低。沃尔玛、胖东来等商超推出单价5-7元的自有品牌啤酒，分流中低端需求；五粮液、泸州老窖等白酒企业推出低度预调酒；精酿啤酒、茶啤等小众品类快速崛起，凭借个性化口感与场景适配性，在便利店、精品超市等渠道逐步渗透，对传统啤酒份额形成明显切割。

2. 龙头化：规模效应与品牌整合是制胜关键

本土市场主导地位的确立是全球扩张的基石，成功企业均通过并购整合、品牌优化和渠道深耕实现了在关键市场的绝对优势。百威英博在启动全球并购前，已在巴西市场占有约60%以上的份额（AmBev时期），在比利时市场也拥有超过半数的市场份额（Interbrew时期）；喜力在荷兰本土市场份额曾长期保持在40%左右，1990年代后才开始大规模国际扩张；嘉士伯在丹麦市场份额超过50%，在北欧地区整体份额一度超40%，这一区域优势成为其向东欧和亚洲扩张的资本基础；SABMiller在2016年被百威英博收购前，在南非市场份额高达90%左右，在拉美多个国家也占据主导地位；这些“堡垒市场”的超额利润支撑了其全球化进程。

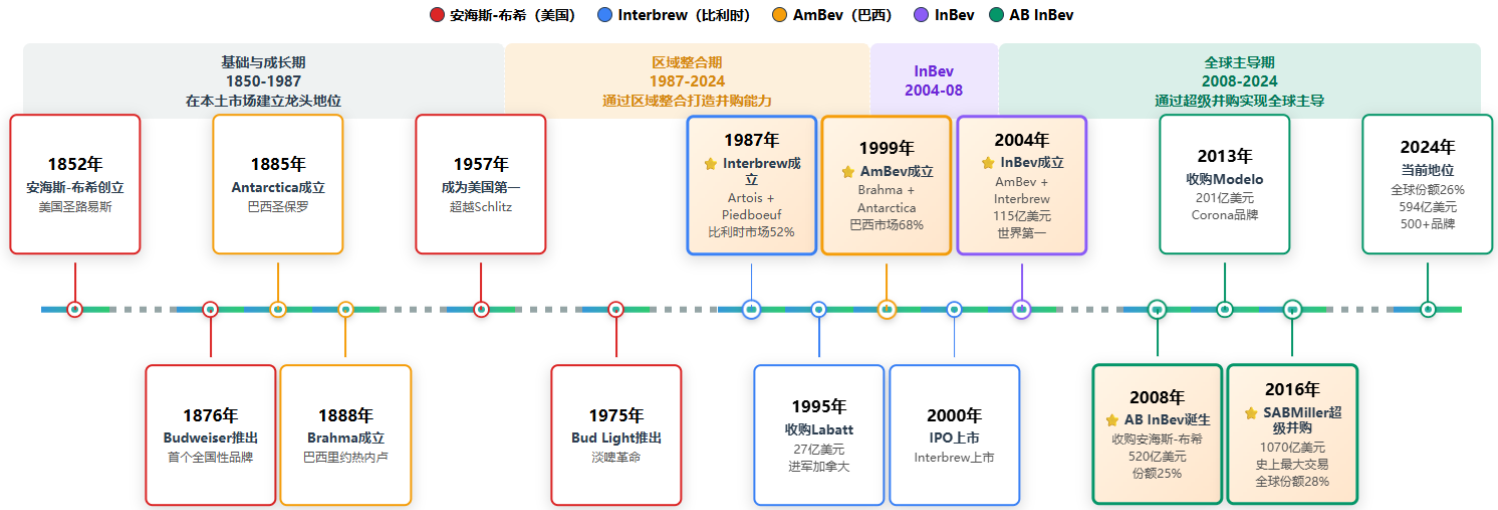
本土龙头地位转化为全球竞争力的机制主要体现在四个方面：

1）**现金流生成能力的差异巨大。**百威英博在巴西市场的高利润率为其大规模收购提供了关键的资金支持。2）**规模经济效应存在明显的阈值效应**。当市场份额达到一定水平时，企业在原材料采购、物流配送和营销费用方面可获得显著的成本优势。朝日啤酒在日本市场份额从9.6%提升至39.8%的过程中，营业利润率从3.2%提升至12.5%。3）**品牌溢价能力与市场地位高度相关**。领导品牌的定价通常显著高于第二梯队品牌和区域品牌。百威巴西Brahma、Skol等主流品牌均价高全国15%，高端线再溢价30%。4）**渠道控制力决定了市场进入壁垒的高度**。在核心市场，龙头企业通常控制了绝大多数优质终端资源，新进入者获客成本显著高于既有企业。

2.1 欧美公司龙头化路径：并购驱动的规模整合模式

百威英博的三大前身通过本土并购与整合奠定龙头地位。AmBev在巴西（1989-2004）：Brahma与Antarctica于1999年合并，以31%+23%的初始份额为基础，整合分销与采购后份额升至68%；收购Skol并将其打造成全国品牌（占有率30%），EBITDA率从18%跃升至42%。Interbrew在比利时（1987-2004）：Artois与Piedboeuf于1987年合并后占56%市场份额，后续收购Hoegaarden、Belle-Vue等品牌，份额提至62%；深耕餐饮渠道，控制比利时75%的酒吧供应，Stella Artois从地方品牌成长为国家品牌。安海斯-布希在美国（1950-2008）：凭借“全国品牌+区域生产”策略，1957年成为美国第一大啤酒企业，2008年被收购前市场份额达48.5%；建立12家战略酿酒厂与全美配送网络，Budweiser和Bud Light成为美国最畅销啤酒品牌，构筑强大的品牌壁垒。

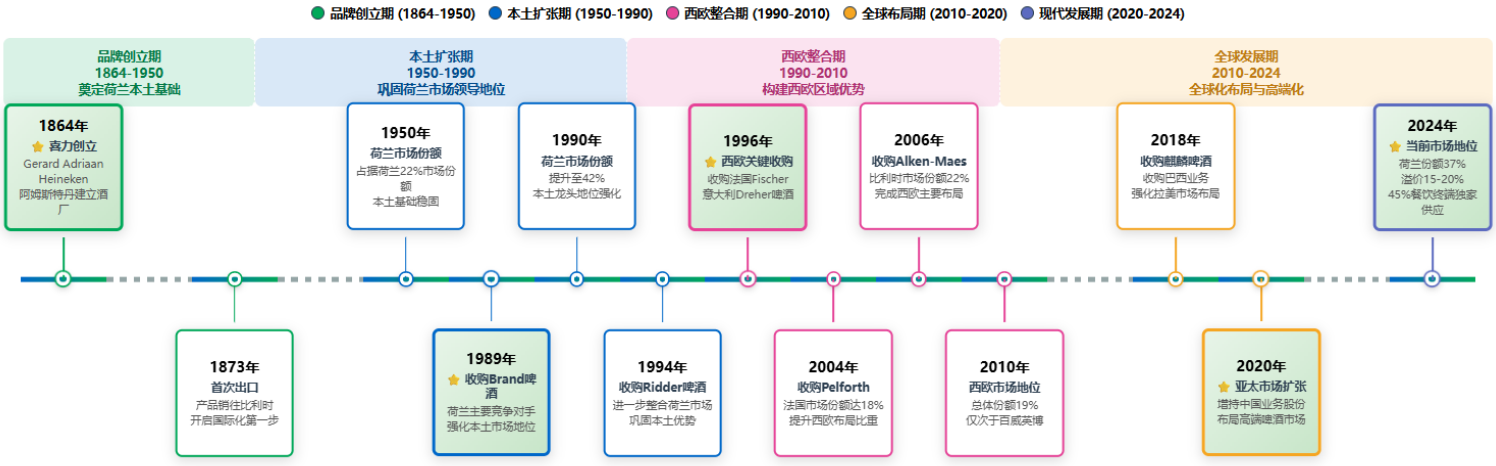
图 4 百威英博并购整合时间轴



资料来源：公司公告，HTI

喜力通过西欧市场的系统性整合构建区域领导地位。荷兰本土基础（1950-1990）：从1950年28%份额稳步提升至1990年42%，后续通过收购Brand（1989）、Ridder（1994）等竞争对手进一步巩固优势；2024年份额达37%，控制荷兰45%餐饮终端独家供应权，产品均价比竞品高15-20%。西欧扩张战略（1990-2010）：法国市场通过收购Fischer（1996）和Pelforth（2004）获得18%份额；意大利收购Dreher（1996）占据24%市场；西班牙通过与Cruzcampo合资控制29%份额；比利时收购Alken-Maes（2006）后市场份额达22%。区域整合成效：西欧总体市场份额约20%，稳居市占率第一；建立阿姆斯特丹、瓦朗谢讷、塞维利亚三大生产中心，实现跨国供应链优化。

图 5 喜力并购整合时间轴



资料来源：公司公告，HTI

嘉士伯通过并购与协同，确立北欧区域霸主地位。丹麦市场绝对垄断：1970年与Tuborg合并，份额从38%跃升至72%，目前保持55%份额。控制丹麦90%的生啤市场，EBITDA利润率高达28%。北欧区域协同整合：2000年以21亿丹麦克朗收购挪威Ringnes，现稳居挪威啤酒市场份额第一（45%），2018年非现饮渠道份额已达54%；1999年收购芬兰Sinebrychoff，当前市场份额21%，位列芬兰市场第二；通过并购瑞典Pripps实

现25%份额，位列瑞典市场第二。北欧四国加权平均份额42%，区域协同效应显著，每年节省成本8亿丹麦克朗。

莫尔森库尔斯通过系列合并，构建北美市场双寡头地位。美国市场整合：2005年Coors（11%份额）与加拿大Molson合并，2008年与SABMiller美国业务组建MillerCoors，合并后份额达29%；经10年整合关闭7家工厂，产能利用率从65%提至85%；Coors Light成长为全美第二大轻啤（10.2%份额），Miller Lite保持第三（7.1%份额）。加拿大市场统治力更强：Molson品牌有230余年历史，本土认知度95%；通过收购地方品牌，全国份额达41%（安大略省48%、魁北克31%、西部省份38%）；加拿大业务EBITDA利润率23%，显著高于美国市场，呈现区域盈利分化。

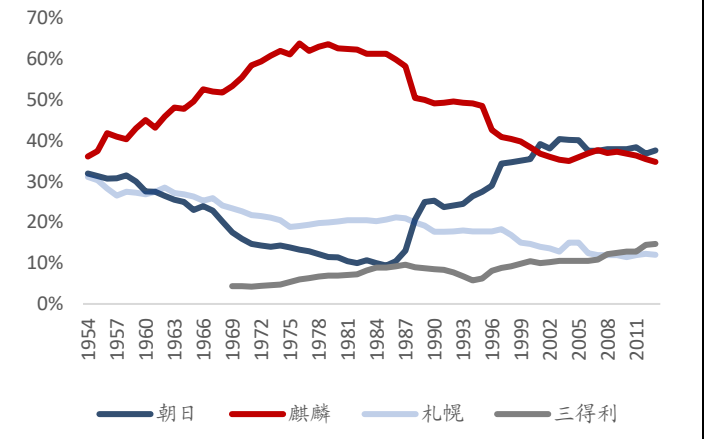
2.2 日本公司龙头化路径：创新驱动的产品革命模式

朝日啤酒凭借 Super Dry 的突破性创新，上演了亚洲啤酒史上最经典的单品突围。1985 年，朝日以 9.6%的市场份额位列日本第四；1987 年 1 月推出 Super Dry 后，首年销量达 1350 万箱，超预期 550%；1989 年市场份额跃升至 25.5%，1998 年进一步攀升至 39.8%，首次超越麒麟成为日本第一。其中，Super Dry 单品贡献了朝日啤酒 78%的销量，年销售额超 50 亿美元。其创新核心在于：采用#318 酵母菌株，发酵度达 90%（行业平均仅 67%），酒精度 5%，苦味值 22 IBU；“Karakuchi（辛口）”定位精准契合日本消费者口味转变；配合“Quarter Strategy（每季度迭代）”持续优化产品。业绩层面，营业利润率从 1985 年的 2.1%提升至 2000 年的 10.5%，ROE 从 3.2%增至 15.8%，股价十年间上涨 720%，完成从行业追随者到领导者的逆袭。

麒麟控股的龙头地位建立与维持历程。早期垄断形成（1907-1972）：1907 年成立时通过收购日本麦酒获得初始优势；1928 年推出“麒麟淡色啤酒”占据 35%市场；二战后优先获得原料配给，1954 年市场份额达 60%；1972 年巅峰期份额达 63.8%，几乎垄断日本市场。份额下滑与策略调整（1985-2001）：1985 年朝日 Super Dry 推出后份额开始下滑，1990 年推出“一番榨”应对，凭借“只使用第一道麦汁”工艺维持 30%份额；通过收购地方啤酒厂（1996 年收购京都麦酒、1998 年收购那须高原啤酒）巩固区域优势；2001 年推出“冰结”RTD 产品，开辟新增长点。维持 30%份额的策略（2001 至今）：产品线多元化，啤酒、RTD、无酒精三线并进；渠道深耕，与 7-11、全家等便利店深度合作，占据 30%货架份额；品牌年轻化，赞助 J 联赛、音乐节等活动吸引年轻消费者。

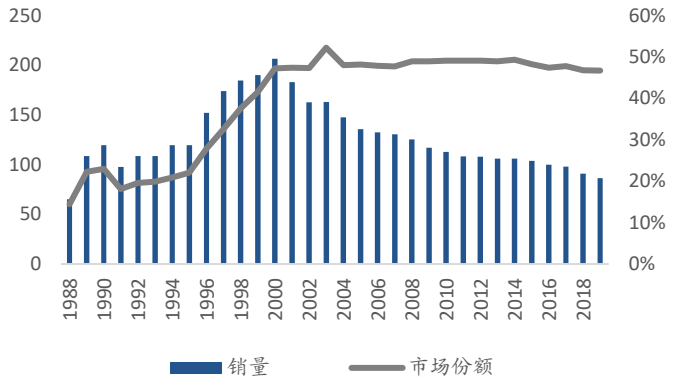
三得利从威士忌起家到啤酒市场第三的崛起之路。威士忌基础（1899-1963）：1899 年创立从事葡萄酒和威士忌业务；1923 年建立山崎蒸馏所，1929 年推出首款威士忌；二战后威士忌业务快速增长，1961 年占日本威士忌市场 60%份额。进军啤酒市场（1963-1980）：1963 年推出首款啤酒产品，初期市场份额仅 2%；1967 年建立武藏野啤酒厂，产能 10 万千升；通过价格战策略（比麒麟便宜 10%）获得 5%市场份额。差异化突围（1980-2003）：1986 年推出“Malt's”全麦芽啤酒，定位高端市场；1990 年代专注生啤技术，生啤市场份额达 25%；2003 年推出 Premium Malt's，定价比普通啤酒高 40%。稳固第三地位（2003 至今）：Premium Malt's 年销 6000 万箱，高端市场份额 38%；餐饮渠道份额 23%，超过整体 16%的市场份额。

图6 日本四大啤酒厂商市场份额变化，1954-2013 年



资料来源：公司公告，HTI

图7 Super Dry 销量 (左轴)及市场份额 (右轴)，1988-2019 年



资料来源：公司公告，HTI

2.3 对国内啤酒企业的启示：格局成熟期下龙头盈利提升与区域全国化路径

（一）当前国内格局：高集中度与低盈利并存的矛盾

中国啤酒市场已步入存量竞争成熟期，产量在 2013 年达到 5062 万千升的历史峰值后持续调整，2024 年行业 CR5 销量市占率已稳定在 90%以上，集中度水平与美国、欧洲等全球成熟市场基本接轨，但盈利水平的差距依然显著。即便是深耕中国市场的外资品牌，其盈利表现也未达母公司核心市场水准，本土头部企业的盈利空间仍有较大提升潜力。全球龙头“本土扎根—能力沉淀—向外扩张”的共性路径，为中国企业提供了明确的转型框架。当前中国啤酒行业已从规模扩张转向结构突围，头部企业通过高端化升级、场景深耕等动作持续优化经营，行业正进入多元博弈的新阶段。

（二）对于龙头企业：盈利提升的四维突破路径

第一，高端化是盈利核心抓手。构建“长期品牌投入+真实产品差异+渠道利润重构”体系，8-10 元性价比价位带成为竞争主战场。**第二，**优化品牌组合释放协同价值。聚焦 2-3 个核心品牌分层定位，激活收购品牌资产。**第三，**精益成本管控打开利润空间。关闭年产能低于 10 万千升的低效工厂，通过 3-5 年长期采购协议降本 10-15%，引入数字化工具提升分销效率。**第四，**持续优化费用结构。五大啤酒企业销售费用率持续下降，推动行业整体净利率从 2018 年的 3%-5%大幅提升至 2024 年的 12%-14%，验证了运营改善的巨大潜力。

（三）对于区域企业：全国化的三阶进阶策略

第一，筑牢区域堡垒是扩张基石。参考百威英博在巴西市场的做法，通过并购整合将份额从初始的 31%+23%提升至 68%，EBITDA 率从 18%跃升至 42%，巴西市场的高利润为其全球扩张提供了关键资金支持。区域企业需先将核心市场打造成“现金奶牛”，通过核心市场高端化及本地供应链优化，为扩张提供资金支撑。**第二，**优先渗透周边降低扩张风险。并购本土品牌而非新建产能，通过“核心品牌+本土子品牌”组合适配区域口味，共享生产基地提高产能利用率。**第三，**品牌与资本双轮驱动突破。聚焦体育赛事与数字化渠道建立全国曝光，在精酿、无酒精等细分赛道建立差异化优势，实现区域龙头到全国特色品牌的跨越。

3 多元化：锚定高景气度赛道，品类协同+渠道复用+品牌延展

成功的多元化需要三个关键要素：品类协同性、渠道复用性和品牌延展性。国际啤酒巨头的多元化实践显示，向烈酒、RTD、软饮料等相关品类扩张的成功率达 60%以上，新业务平均贡献 15-25%的收入和 20-30%的利润。而跨界进入食品、医药等非相关领域的成功率不足 20%，且往往拖累主业发展。多元化的核心价值在于四点：1）分散风险，在啤酒销量波动时通过其他品类补充增长；2）提升渠道效率，同一渠道承载多品类产品，有效摊薄仓储、物流与终端运营成本；3）增强议价能力，丰富的产品组合能提升对零售商、经销商的谈判筹码；4）满足全场景需求，为消费者提供一站式饮品解决方案，深化用户粘性。

3.1 国际巨头多元化实践：聚焦饮品核心，构建协同生态

表 1 各啤酒公司多元化措施及成效

公司名称	多元化业务	开始布局时间	布局方式	代表产品	2024 年非啤酒业务收入贡献	2024 年公司整体营业利润率
百威英博	低度酒/无醇酒	2016 年	自建+并购	Bud Light Seltzer	3%	18%
	烈酒	2018 年	并购	Cutwater Spirits	<1%	
喜力	低度酒/无醇酒	2017 年	自建+并购	Heineken 0.0、Amstel 0.0	7%	15%
	软饮料	2021 年	并购	本地区域饮料品牌	<1%	
嘉士伯	低度酒/无醇酒	2008 年	自建	Somersby Cider、Tuborg Ripped	2%	15%
	软饮料	2023 年	并购	Robinsons、J2O	2%	
莫尔森库尔斯	低度酒/无醇酒	2019 年	自建	Coors Edge、Blue Moon Light	2%	13%
	烈酒	2021 年	合作代理	Five Trail 威士忌	<1%	
	软饮料	2021 年	合作+自建	ZOA Energy	3%	
朝日	烈酒	1934 年	并购	Nikka 威士忌	3%	12%
	软饮料	1972 年	自建+并购	三矢汽水、Wonda、可尔必思、Schweppes、Monster	24%	
	食品	2000 年	自建+并购	和光堂、Mintia	6%	
麒麟	软饮料	1980 年	自建+并购	麒麟生茶、午後紅茶	29%	11%
	健康科学	1990 年	自建+并购	iMUSE 乳酸菌饮、Plasma 乳酸菌片	9%	
	医药	2008 年	并购	KM Biologics 疫苗	17%	
三得利	烈酒	1923 年	自建+并购	山崎、响、Beam	37%	11%
	软饮料	1971 年	自建+并购	Boss 咖啡、三得利天然水	44%	
	食品	1995 年	自建+并购	芝麻明 EX	8%	

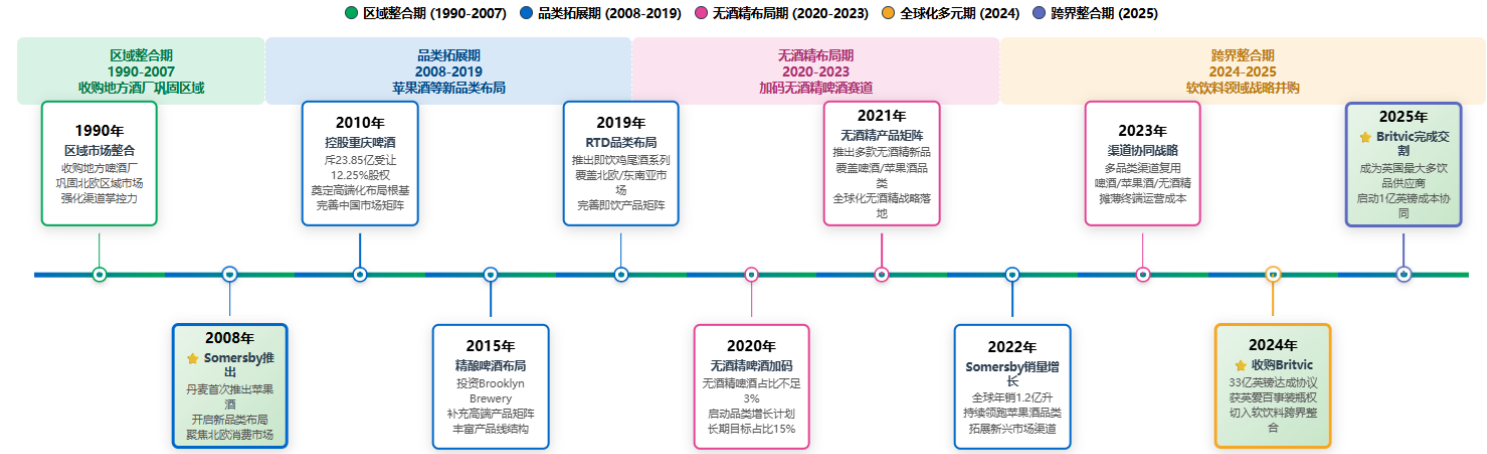
资料来源：公司公告，HTI

百威英博的 Beyond Beer 战略聚焦相关酒精饮料扩张。1）RTD 和硬苏打水布局：2018 年收购 Spiked Seltzer 进入硬苏打水市场；Bud Light Seltzer 自 2019 年推出后快速崛起，稳居美国硬苏打水市场头部阵营；收购 Cutwater Spirits（2019 年），成为美国最大 RTD 鸡尾酒品牌，年销售 3 亿美元；Mike's Hard 等品牌组合覆盖不同价位和口味。2）无/低酒精产品线：Budweiser Zero（2020 年推出）在 20 个国家销售；Stella Artois 0.0%在欧洲无酒精啤酒市场占 8%份额；2024 年无/低酒精产品销量保持高双位数增长，成为集团增长最快的品类之一。3）烈酒试探：与 Beam Suntory 合作分销，但自有烈酒品牌有限；专注于啤酒基础的创新而非纯烈酒。

喜力的多元化聚焦无酒精和苹果酒品类。1）无酒精啤酒领先地位：Heineken 0.0（2017 年推出）已进入超过 100 个市场，与 Amstel 0.0、Birra Moretti Zero 等组成无酒精产品矩阵，稳居全球无酒精啤酒头部阵营；其他品牌如 Amstel 0.0、Birra Moretti Zero 等形成矩阵。2）苹果酒和 RTD：Strongbow 苹果酒为全球苹果酒领域的标志性品牌，在欧洲、亚太等市场具备广泛的消费认知度；Desperados 龙舌兰啤酒在 35 个国家销售，年增长 8%；Pure Piraña 硬苏打水 2023 年在欧洲 5 国推出。3）软饮料尝试：与可口可乐合作在部分市场分销；但自有软饮料品牌发展有限。

嘉士伯通过并购 Britvic 大举进入软饮料市场。1）Britvic 收购详情：2024 年 7 月宣布以 33 亿英镑收购；获得 Robinsons、J2O、Fruit Shoot 等品牌；同时获得百事可乐在英国和爱尔兰的装瓶权；Britvic 在英国软饮料市场占 27%份额。2）之前的多元化尝试：Somersby 苹果酒（2008 年推出）在 45 个国家销售，年销售 8000 万升；Brooklyn Brewery 少数股权投资，进入精酿啤酒领域；无酒精啤酒占比 5%，目标提升至 15%。协同效应预期：3 年内实现成本协同 1 亿英镑；收入协同 1.5 亿英镑；利用啤酒渠道销售软饮料，提升渠道效率。3）多元化影响：预计完成整合后，Britvic 将贡献约 20%的集团收入，显著降低对啤酒单一品类的依赖

图 8 嘉士伯产品多元化时间轴



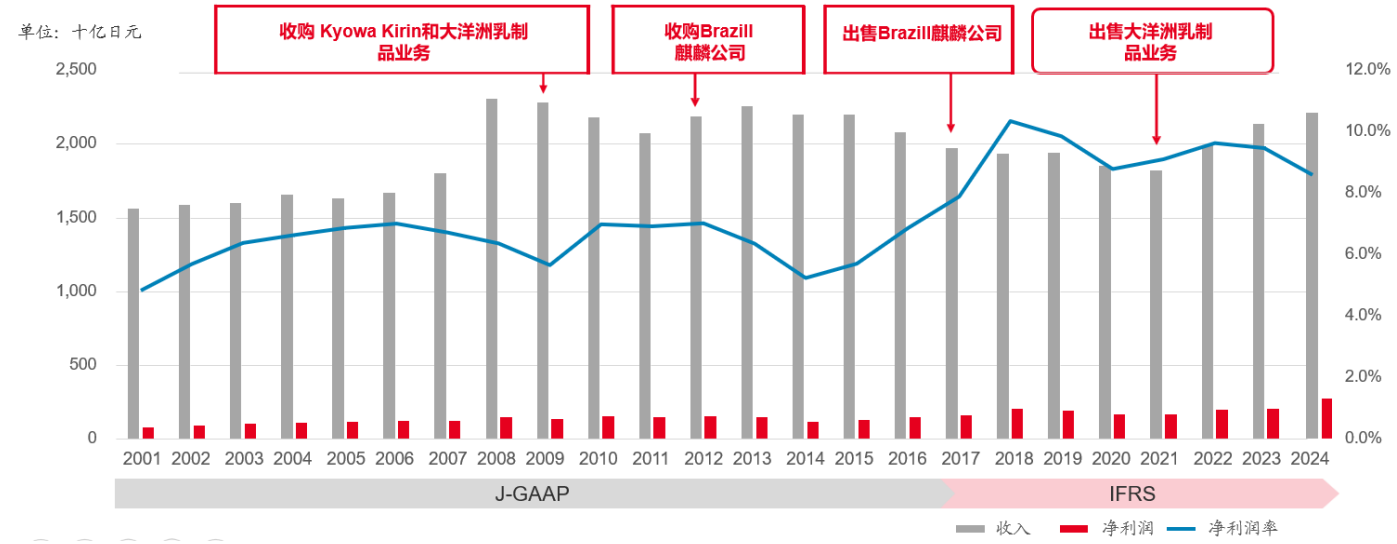
资料来源：公司公告，HTI

莫尔森库尔斯最激进的 Beyond Beer 转型。组织变革：2020 年从“Brewing Company”更名为“Beverage Company”；设立独立的 Beyond Beer 部门；目标 2025 年 Beyond Beer 收入达 10 亿美元。1）硬苏打水和 RTD：Simply Spiked Lemonade 2022 年上市后表现亮眼，快速成为美国主流商超热门即饮饮品；Vizzy、Coors Seltzer 等品牌组合占美国硬苏打水市场 12%；Zima 品牌复活，定位怀旧消费。2）烈酒业务：成立 Coors Whiskey Co.，推出 Five Trail 威士忌；与多家精酿酿酒厂合作推出啤酒基烈酒；3）能量饮料和大麻：与巨石强森合作 ZOA Energy，自推出后增长迅猛，2023 年已进入美国能量饮料市场前列；在加拿大通过 Truss 合资公司开发大麻饮料。

朝日从啤酒专注到饮料食品多元化的转型之路。啤酒黄金期（1960-1990）：Super Dry 成功后专注啤酒主业。1990 年啤酒业务占比 85%，其他业务仅 15%；软饮料布局（1990 至今）：1993 年接手“十六茶”品牌运营，成为健康茶饮领导品牌。2012 年收购 Calpis（可尔必思），获得乳酸菌饮料技术。2014 年收购印尼多家饮料公司；国际烈酒尝试（2010 至今）：2011 年收购新西兰 Independent Liquor；但烈酒业务始终未成规模。业务重组（2015-2024）：2017 年出售中国青岛啤酒股份；2022 年退出澳洲 CUB 部分业务；重新聚焦日本和欧洲核心市场。

麒麟多元化的激进扩张与战略收缩。早期专注期（1907-1990）：长期专注啤酒主业，1990 年啤酒占比超过 90%。激进多元化（1990-2010）：1990 年成立麒麟饮料，进入软饮料市场；1998 年进入医药行业，成立协和发酵工业；2006 年收购澳洲葡萄酒公司；2007 年与法国达能合资进入酸奶市场。过度扩张后果（2010-2020）：2011 年约 40 亿美元收购巴西 Schincariol 失败，6 年后以 7 亿美元出售给喜力，损失超过 80%；2015 年投资缅甸 Myanmar Brewery，2021 年因政变损失约 2 亿美元；战略反思与调整（2020-2024）：2020 年强化“CSV 经营”，聚焦核心业务；保留医药（协和麒麟）、饮料、啤酒三大板块；剥离非核心资产，退出海外亏损市场。

图 9 麒麟控股 2001 年至 2024 年收入和利润趋势



资料来源：公司公告，HTI

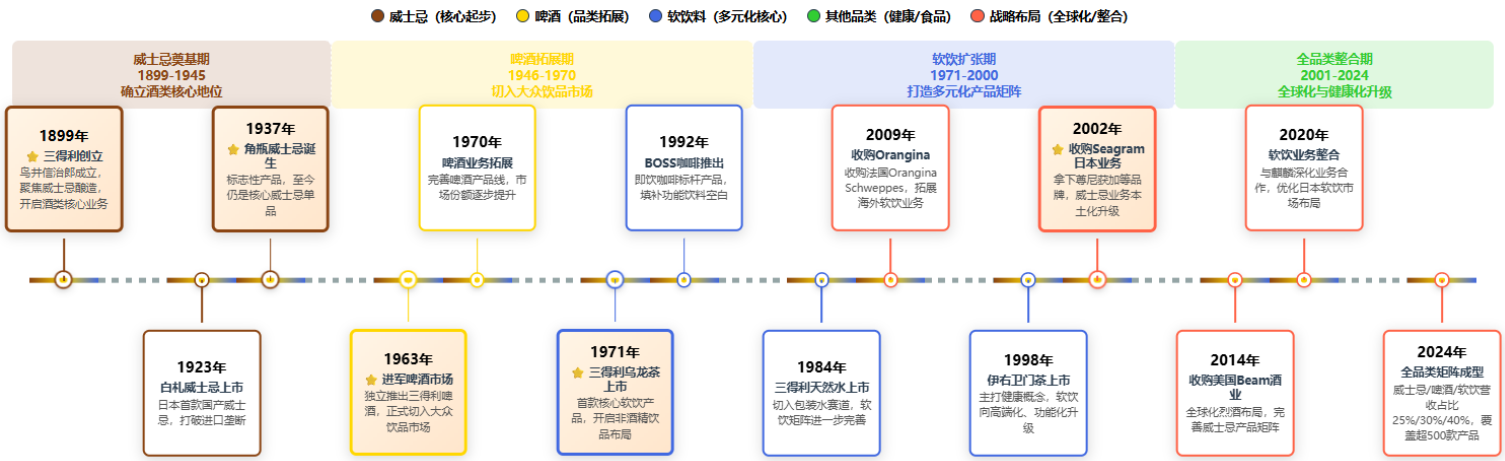
梳理全球啤酒龙头多元化实践，可总结三大核心结论：

- **赛道聚焦高协同品类，布局模式分类施策**：巨头多围绕烈酒、低度/无醇酒、软饮料展开多元化，日本企业虽延伸至食品、健康科学，但收入占比远低于饮料类。无醇啤酒等与主业技术关联强的品类以自研自产为主；烈酒、软饮料等跨品类业务则靠“自建+并购”破局，如嘉士伯收购 Britvic、三得利收购 Beam Inc.，快速获取资源。
- **多元化程度随区域特征差异，日企多元化布局更早更深入**：日本企业因本土啤酒业务低利，早启动且深布局，非啤酒收入占比通常超 30%（三得利达 83%）；欧美企业以啤酒为主业，近 10 年才开始布局非啤酒业务，收入占比仅 5%-10%，多元化仅作补充。

盈利与多元化程度无正相关，盲目扩张易亏损：契合能力圈的多元化可提盈利（如三得利烈酒毛利率 52%）；脱离核心的扩张则拖累业绩，麒麟早年跨界医药、海外市场致巨亏，股价跑输同业，后剥离非核心才修复盈利。

3.2 三得利多元化成功案例：创新驱动+长期深耕

图 10 三得利产品多元化时间轴



资料来源：公司公告，HTI

跨界啤酒：精准切入，差异化破局。三得利于1963年通过政府特许方式进入啤酒制造领域时，麒麟占据半壁江山，札幌、朝日等品牌分割剩余市场，头部企业凭借规模经济将单位成本压至行业下限。面对高资本壁垒与价格锁定，公司选择以“技术差异化+场景细分”施侧翼突破：其一，将威士忌低温控酵工艺迁移至啤酒产线，优化生啤发酵环节的风味稳定性，推出全程0-5℃冷链的生啤产品，降低杀菌带来的氧化副产物，提升新鲜口感；其二，采用350ml一次性铝罐包装，较633ml回收瓶减重55%，快速导热缩短冰镇时间，满足家庭渠道对“小规格+即饮”之需求。定价方面，新品上市较主流品牌折让约20%，但依托“生啤”概念形成质量溢价感知，避免卷入价格战。1966-1973年公司啤酒销量年复合增速达38%，市场份额由2%提升至5%，验证了差异化策略对初期渗透的拉动效应，也为后续多品类扩张奠定现金流与渠道基础。

跨界软饮料：创新驱动，场景深耕。1980年代末，日本劳动年龄人口峰值叠加加班文化，催生“通勤提神”刚性场景，但当时自动贩卖机以甜味碳酸与热茶为主，咖啡因摄入效率不足。三得利通过东京-大阪双线客流监测发现，7:00-9:00时段对“微苦、醇厚、可快速饮用”的热饮存在显著支付意愿。公司于1992年推出BOSS罐装咖啡，以深度烘焙巴西豆为基础，辅以0.1%焦糖色调，塑造“低糖、高咖啡因、烟熏回甘”的感官标识；同时采用190g矮胖铝罐与哑光黑漆设计，增强手持稳定性并传递“男性向”品牌调性，易拉环开启时的“咔嗒”声强化饮用仪式感，形成可记忆听觉符号。渠道端优先投放带保温仓的自动贩卖机，温度恒定于55℃，兼顾口感与安全性。1993年完成渠道规模化铺设后，首年即实现10亿罐销量，1992-2024年复合增速7.1%，市占率稳居日本即饮咖啡第一。

海外扩张：自建打磨+并购放大。2009年以约3亿欧元收购Orangina Schweppes Group，获得法、西、比、荷四国六条碳酸生产线及2.2万台冷饮设备，使乌龙茶与天然水出口欧洲后迅速完成冷柜渗透，2011-2014年海外软饮收入年复合增速达27%，显著高于行业4%的平均水平。2014年公司再以136亿美元收购Beam Inc.，获取Jim Beam、Maker’s Mark、Laphroaig等38个品牌及美、英、爱六座蒸馏厂，交易对应EBITDA倍数约14倍；协同后借助Beam在美1.2万家现饮终端反向导入BOSS罐装咖啡，2023年BOSS在美销量突破1亿罐，毛利率较本土高4.3pct，部分对冲收购溢价。通过并购，三得利将海外收入占比由2010年的18%提升至2024年的约50%，全球分销网络覆盖120余国，渠道复用率超70%，有效摊薄物流与营销固定成本，体现了资本杠杆对多元化生态的加速作用。

总结三得利的多元化成功核心逻辑：1）品类协同，集团始终以“饮品”为锚，威士忌、啤酒、软饮料及健康食品在消费场景、季节互补与终端冰柜方面高度重叠，渠道复用率逾七成，物流与促销费用摊薄效应显著；2）长期主义，乌龙茶、BOSS咖啡等单品自上市起持续迭代，历经数十年投入方沉淀为现金牛，有效平滑新品孵化期波动，形成时间复利；3）创新驱动，公司依托内部技术平台，将威士忌桶陈、低温发酵、PET轻量化等工艺跨品类迁移，围绕口味、包装、场景持续创造差异化卖点，避免陷入价格战泥潭；4）并购补短板，通过收购Orangina Schweppes、Beam Inc.等优质资产，快速获取成熟品牌、生产技术与全球分销网络，实现从“日本本土”到“美日欧三极”市场跃迁，并借助渠道杠杆反向导入新品，显著缩短市场教育周期，构建起难以复制的多元化生态护城河。

3.3 对国内啤酒企业的启示：规避红海，重视创新

（一）赛道选择：集中资源布局高景气度赛道

- 优先发力无/低酒精啤酒：参考喜力 Heineken 0.0 的成功经验，推出大众价位的无醇啤酒和低醇啤酒，依托现有啤酒经销商网络快速铺市。针对餐饮、便利店、即时零售三大渠道设计不同规格包装，如餐饮渠道主推 500ml 瓶装，即时零售主推 330ml 小瓶装，提升渠道适配性。
- 重点布局本土口味 RTD 鸡尾酒，适配露营、野餐、居家小聚等新兴场景。借鉴百威英博 Cutwater Spirits 的单品聚焦策略，先打造 1-2 款爆款，再逐步丰富产品线，避免盲目扩张。
- 聚焦软饮料差异化细分领域：国内软饮料赛道竞争激烈，需避开巨头主导的传统品类，选择细分场景或功能赛道突破。可开发低糖果味汽水、草本植物饮料等，针对运动、办公等场景推出便携装；或借鉴三得利的场景化创新思路，推出适配通勤、户外的特色产品，借助啤酒的商超、便利店渠道快速渗透。珠江啤酒的菠萝啤可升级为低糖、无醇版本，从区域特色产品拓展为全国性单品。

（二）实现路径：自主创新+精准并购，打造独树一帜的核心产品

- 自主创新：以差异化为核心，或在口味上贴合本土需求；或在功能与体验上形成亮点，突出零糖、低卡、添加天然成分等健康属性；或借鉴三得利的创意包装策略，设计具有社交传播属性的差异化包装，让产品自带话题度。软饮料赛道竞争激烈，缺乏特色的产品极易被市场淹没，独树一帜的产品是立足的核心。
- 精准并购：参考嘉士伯收购 Britvic 的模式，优先并购区域内有品牌基础、渠道互补的饮料企业，如华南的凉茶品牌、华东的果饮品牌，快速获得生产技术、本地渠道与用户资源。避免收购高门槛或低相关度资产，避免陷入“高投入、低回报”的陷阱。
- 组织保障：设立独立的“低酒精度与饮料事业部”，借鉴莫尔森库尔斯的组织变革经验，负责产品研发、品牌营销与渠道协同，避免与啤酒业务混淆导致资源分散，同时建立独立考核机制，保障新业务发展空间。

（三）能力建设：强化渠道复用、品牌延伸与成本控制

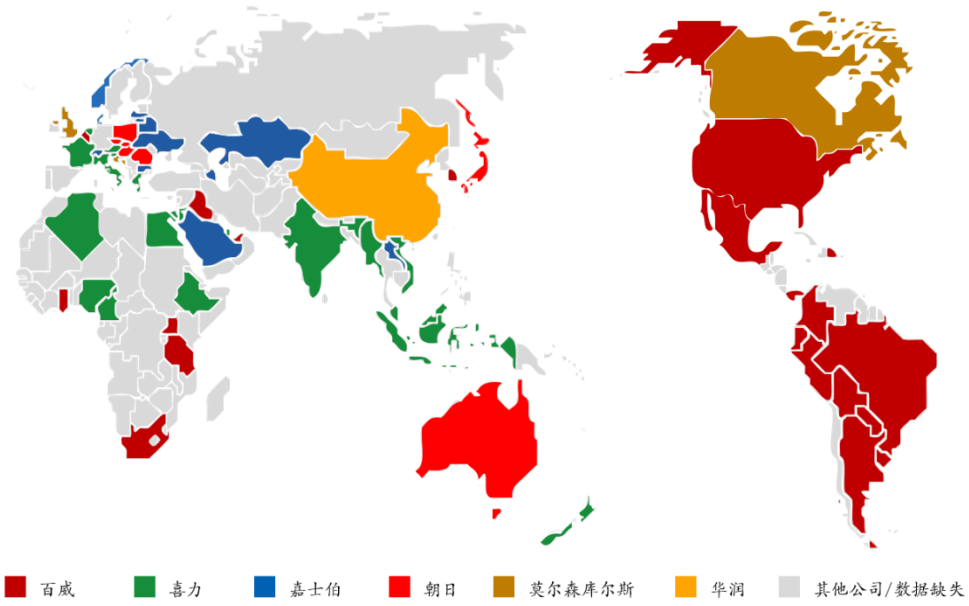
- 渠道端：推动“全渠道互通”，将啤酒经销商与新业务经销商整合，制定“啤酒+低酒精度饮品”组合铺货政策，鼓励经销商一次性进货两类产品，给予额外返利，最大化复用渠道资源；针对即时零售、社区团购等新兴渠道，优化产品包装规格与定价，提升渠道竞争力。

- 品牌端：采用“母品牌背书+子品牌差异化”策略，借助母品牌知名度快速建立信任，同时通过子品牌突出低酒精、健康、多元的属性，避免品牌形象混淆。可借鉴三得利的环保理念，通过轻量化包装、可持续原料等传递品牌价值，提升品牌辨识度。
- 成本端：共享供应链资源，低酒精度饮品与啤酒的原材料（麦芽、果汁、包装材料）可集中采购，降低3%-5%的采购成本；利用啤酒工厂的闲置产能进行代工生产，减少固定资产投入，提升资产利用率。

4 国际化：资本运作与品牌输出并行的全球布局

国际化是啤酒龙头企业突破本土市场天花板的必然选择。成功的国际化可带来三重价值：市场规模扩大 3-5 倍，分散单一市场风险，获得规模经济和最佳实践共享。国际化程度高的啤酒企业（海外收入占比超过 50%）平均 EV/EBITDA 估值倍数为 14-16 倍，而区域性企业仅 8-10 倍。国际化成功的关键在于：选择正确的进入模式（并购 vs 合资 vs 有机扩张）、实现本土化与标准化的平衡、建立全球供应链和品牌组合管理能力。

图 11 2024 年各国啤酒市场份额（按销量计）第一的公司



资料来源：欧睿，HTI
注：嘉士伯 2024 年出售俄罗斯 Baltika 业务，原为俄罗斯啤酒市场份额第一

4.1 欧美公司国际化布局：大型并购构建全球版图

百威英博通过四次改变行业格局的超级并购成为全球霸主。第一阶段-区域整合（2004 年）：Interbrew 与 AmBev 合并，整合后 InBev 在拉美市场份额从 42%升至 68%，欧洲从 8%升至 14%。第二阶段-美国突破（2008 年）：InBev 以 520 亿美元收购安海斯-布希，获得美国 48.9%市场份额和 Budweiser 全球品牌权。第三阶段-新兴市场（2013 年）：122 亿美元收购墨西哥 Grupo Modelo 剩余 50%股权；获得 Corona 品牌全球分销权（美国除外）和墨西哥 57%份额，利用 Modelo 分销网络，3 年内拉美市场份额提升 8pct。第四阶段-全球整合（2016 年）：1070 亿美元收购 SABMiller，为当时全球第四大并购；获得非洲 40%、哥伦比亚 71%、秘鲁 67%市场份额。

喜力“先占位、后深耕”的全球扩张策略。早期国际化（1950-1990）：1950 年代通过出口进入美国市场；1960 年代在非洲建立首批海外工厂；1980 年代通过许可协议进入亚洲。欧洲整合期（1990-2010）：1996 年收购意大利 Dreher，获得 24%市场份额；2003 年收购奥地利 BBAG，控制中东欧 7 国市场；2008 年 34 亿欧元收购 Scottish&Newcastle 50%股权，成为英国第二大啤酒商；通过 20 年整合，稳居西欧市场份额第一。新兴市场扩张（2010-2024）：2010 年收购墨西哥 FEMSA 啤酒分销业务，获 41%分销市场份额；2012 年收购新加坡 APB 剩余股份，进入东南亚市场；2015 年在非洲投资 20 亿欧元建设新产能；2024 年在 70 个国家市场份额排名前二，37 个国家第一。

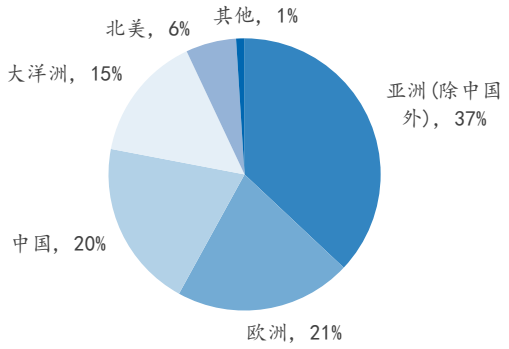
嘉士伯“堡垒市场+选择性扩张”的稳健国际化。北欧堡垒（1970-2000）：1970 年通过 Tuborg 合并控制丹麦 62%市场；1999-2000 年收购芬兰、挪威、瑞典啤酒厂；北欧四国平均份额 42%。东欧扩张（2000-2010）：2000 年 17 亿美元收购土耳其 Turk Tuborg；2008 年 38 亿美元收购俄罗斯 Baltika，获 38%市场份额；东欧 5 国投资超 30 亿欧元；俄罗斯业务巅峰期贡献 EBITDA 12 亿丹麦克朗。2022 年起启动俄罗斯业务剥离，2024 年 12 月完成 Baltika 出售。亚洲布局（2010-2024）：中国通过重庆啤酒合作，市场份额约为 4%；印度 2019 年获得完全控制权，投资 5 亿美元扩产；越南双品牌策略，市场份额 31%；亚洲市场 2024 年贡献收入 25%。

莫尔森库尔斯坚守北美的保守国际化策略。核心市场深耕成效显著，在美国啤酒市场占据 29%份额，位列行业前三，加拿大市场份额更高达 41%，稳居头部阵营。国际业务则以“低风险、高回报”为原则谨慎布局：英国市场通过合资公司运营，年营收达 8.2 亿美元，2024 年市场份额第一；中东欧地区依托许可协议模式，年创收 3.5 亿美元；日本市场与朝日合作开展进口业务，年销量稳定在 200 万箱。战略层面，集团将 80%资本支出投向北美市场，为本土业务升级与渠道深耕提供资金支持；同时为国际业务设定 ROIC（投入资本回报率）超 15%的严格门槛，主动退出中国、印度等回报不达预期的市场，聚焦高确定性的北美本土市场，平衡增长与风险。

4.2 亚太公司国际化探索：并购整合与有机增长并重

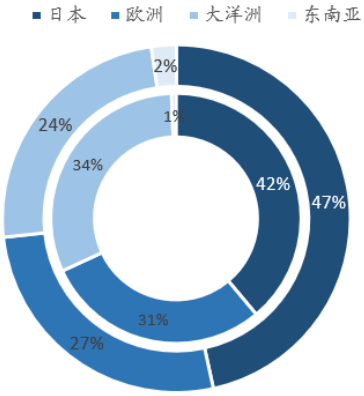
朝日集团“三极化”全球布局战略。欧洲收购（2016-2017）：2016 年 27 亿欧元收购 SABMiller 的 Peroni、Grolsch 品牌；2017 年 75 亿欧元收购中东欧业务；获得捷克（Pilsner Urquell 44%份额）、波兰（32%）等 5 国市场；中东欧 EBITDA 率 18%，年销售 320 万千升。大洋洲整合（2020 年）：160 亿澳元收购 Carlton & United Breweries；获得澳大利亚 48.5%、新西兰 12%市场份额；CUB 的 EBITDA 率 32%，为朝日最盈利区域；整合 VB、Carlton 等本土强势品牌。亚洲合作：中国通过青岛啤酒合资，但份额仅 3%；韩国 OB 啤酒合作，年销售 500 万箱；东南亚通过分销网络覆盖 5 国。国际化成效：海外收入占比 55%，从日本公司转型为跨国企业；海外业务 EBITDA 率从 12%提升至 16.5%；但欧洲业务整合仍在进行，文化融合挑战大。

图12 2024 年 Super Dry 海外地区销量构成



资料来源：公司公告，HTI

图13 2024 年朝日集团分地区营收和核心经营利润



资料来源：公司公告，HTI
注：外圈为营收，内圈为利润

三得利激进海外并购的成功整合。Beam Suntory 的教科书式整合：2014 年 136 亿美元收购 Beam Inc.，日本企业最大海外并购；保留美国管理团队，避免文化冲突；5 年内收入从 27 亿增至 45 亿美元；Jim Beam 销量从 650 万箱增至 770 万箱；美国威士忌市场份额从 18%升至 24%。全球烈酒帝国：拥有超过 200 个烈酒品牌；覆盖威士忌、干邑、龙舌兰、伏特加全品类；在美国烈酒市场排名第四，份额 9%；烈酒业务毛利率 52%，远超啤酒。软饮料国际化：Orangina Schweppes 控制法国 12%、西班牙 8%软饮市场；Lucozade 占英国运动饮料 35%份额；但软饮料国际化主要通过并购，有机增长有限。

麒麟国际化的失败教训。巴西惨败：2011 年 12 亿美元收购 Schincariol；5 年运营亏损 8 亿美元；2017 年 6 亿美元售予喜力，损失 50%；失败原因：高估协同效应，低估文化差异。缅甸撤退：2015 年数百万美元级别投资 Myanmar Brewery；2021 年政变后被迫撤出；损失约 2000 万美元及品牌声誉；失败原因：政治风险评估不足。中国困境：与华润合资，份额从 3%降至 1%以下；2024 年考虑完全退出；失败原因：本土化能力弱，品牌定位失误。战略反思：2020 年后聚焦亚洲中产阶级市场；通过少数股权投资降低风险；国际化收缩，专注日本本土。

4.3 中国啤酒公司国际化现状：起步晚，挑战大

中国啤酒企业的国际化进程显著落后于全球啤酒巨头，尚未形成规模化、体系化的海外布局，整体仍处于“产品出口为主、本土深耕优先”的初级阶段。当前中国啤酒国际化以“贸易出口”为核心，2024 年啤酒出口量仅占全国总产量的 2%，出口目的地集中于东南亚、非洲等发展中国家，产品以中低端为主，依赖价格竞争，缺乏品牌溢价能力。头部企业中，青岛啤酒的国际化走在前列，产品已出口至 120 个国家和地区，在美国、加拿大等地设有小规模生产基地，但海外收入占比仅 3%，更多承担品牌展示功能，尚未形成实质营收贡献。

制约中国啤酒国际化的核心因素集中在五方面：1）企业战略优先级差异，国内市场竞争激烈且仍有增长空间，企业短期内难以投入大量资源布局海外；2）体制与资金约束，国企决策流程复杂，海外投资审批周期长，同时资金实力与百威英博、喜力等国际巨头存在差距；3）品牌与人才短板，国际市场对中国啤酒品牌认知度低，缺乏支撑高端定位的品牌资产，且跨文化管理、国际化运营人才储备不足；4）本土化能力薄弱，在产品适配、渠道建设、营销推广等方面难以匹配海外市场需求；5）海外竞争壁垒高，全球啤酒市场已形成寡头垄断格局，后发企业难以突破既有市场格局。

5 战略启示与未来展望

分析以上问题，总结全球啤酒龙头的发展经验，我们认为对于当下中国啤酒公司：

运营效率提升是当前最可行路径。成本控制：推进工厂自动化，降低人工成本；优化产能布局，关闭低效工厂；集中采购，提升议价能力。费用优化：销售费用从 14%降至 10%的行业最佳水平；减少低效广告投放，聚焦精准营销；优化促销政策，减少价格战。数字化改造：建立数字化供应链，降低库存成本；B2B 平台直连终端，减少中间环节；大数据分析优化产品组合和定价策略。

产品创新聚焦本土化和健康化。本土化创新：开发中国特色口味如茶啤、枸杞啤酒；与中餐场景结合的专属产品；区域特色产品，如东北的高度啤酒、广东的清爽型。健康化产品：无糖、低卡路里产品线；添加益生菌、维生素等功能性成分；有机、纯天然定位的高端产品线。场景化开发：音乐节、电竞专属产品；一人饮、微醺等小容量包装；节日限定、城市限定等情感连接产品。

渠道策略差异化布局。守住基本盘：餐饮渠道通过独家合作锁定核心终端；传统零售通过陈列费用保证货架份额。拓展新渠道：电商平台建立官方旗舰店，掌控价格体系；社区团购、即时零售实现最后一公里覆盖；直播带货与头部主播建立长期合作。创新模式：发展 DTC（直接面向消费者）模式，提升毛利率；建立会员体系，增强用户粘性；开设品牌体验店，强化品牌形象。

多元化和国际化谨慎推进。多元化策略：聚焦相关品类，避免跨界冒险；通过少数股权投资试水，降低风险；重点发展 RTD、无酒精等高增长品类。国际化路径：先通过出口测试市场反应；与当地企业合资，借力本土资源；重点布局"一带一路"国家，政策支持力度大；避免激进并购，防止重蹈日本企业覆辙。

投资主线一：运营改善驱动的价值重估。标的特征：管理费用率高于行业平均的企业改善空间大；产能利用率低于 70%的企业有整合潜力；数字化程度低的企业转型红利明显。重点关注：青岛啤酒（国企改革潜力）、燕京啤酒（国企改革潜力）、重庆啤酒（嘉士伯持续赋能）。

投资主线二：结构升级的长期受益者。虽然高端化短期受阻，但长期趋势不变；重点关注品牌力强、渠道控制力强的龙头；华润啤酒、青岛啤酒具备长期配置价值。

投资主线三：新兴品类的先行者。关注率先布局 RTD、无酒精啤酒的企业；拥有创新基因和年轻化品牌形象的公司；但需警惕投入产出比，避免为创新而创新。

6 风险提示

1）宏观经济下行，消费复苏不及预期
2）原材料成本上涨
3）食品安全事件
4）市场竞争加剧
5）政策风险

APPENDIX1

Summary

The global beer industry is undergoing a profound transformation from cyclical fluctuations to structural changes. In 2024, global beer sales declined by 1%, with the total volume still below the pre-pandemic level in 2019. The awakening of health awareness and generational consumption shifts have become core driving factors: 49% of U.S. consumers plan to reduce alcohol consumption, and this proportion reaches as high as 65% among Generation Z. Craft beer and non-alcoholic beer are rising rapidly, continuously eroding the market share of traditional beer. Meanwhile, soft drink sales maintain steady growth, posing a sustained diversion effect on alcoholic beverages. The Chinese market faces unique challenges: the high-endization drive has entered an era of cost-performance competition; traditional channel models have become ineffective, highlighting pressures on expense control; cross-border competition has intensified, while the effectiveness of diversified layouts remains limited.

Dominance: Scale Integration and Efficiency Enhancement. The core of becoming a leading enterprise lies in establishing absolute advantages in the local market. European and American enterprises mainly rely on mergers and acquisitions (M&A): Anheuser-Busch InBev holds a 68% market share in Brazil, providing financial support for global M&A activities; Heineken laid the foundation for European expansion by integrating 45% of the Dutch local market share. Japanese enterprises, however, broke through via product innovation: Asahi Breweries leveraged its flagship product Super Dry to surge its market share from 9.6% to 39.8%, achieving a remarkable turnaround. For Chinese enterprises, the current focus should be on three key directions: 1) Improving the quality of high-end products and focusing on the cost-effective price range of RMB 8-10; 2) Optimizing expense structures to reduce costs and enhance efficiency through digitalization and production capacity integration; 3) Regional enterprises should first consolidate their local strongholds, then reduce expansion risks through peripheral penetration, and establish national brand recognition by leveraging niche segments and differentiated marketing.

Diversification: Focus on Synergy and Scenario Adaptation. Successful diversification requires meeting three core elements: category synergy, channel reusability, and brand extensibility. The success rate of expanding into related categories such as spirits, RTD (Ready-to-Drink) beverages, and soft drinks exceeds 60%. International giants have formed mature models: Anheuser-Busch InBev's Beyond Beer strategy focuses on RTD and hard seltzers; Heineken 0.0 holds over 20% of the global non-alcoholic beer market share, becoming the fastest-growing segment; Carlsberg acquired Britvic for £3.3 billion to quickly enter the soft drink track. Domestic leading enterprises should prioritize layout in high-growth tracks, focusing on non-alcoholic beer and locally flavored RTD products to create differentiated offerings, or acquire regionally complementary beverage brands. They should promote channel interoperability between beer and new businesses, share supply chain resources, and reduce expansion costs.

Internationalization: Model Selection and Risk Control. Internationalization is a key path to break through the ceiling of the local market, and enterprises with a high degree of internationalization enjoy a significant valuation premium. Anheuser-Busch InBev became a global hegemon through four key M&A deals; Heineken ranks among the top two in market share in 70 countries, with overseas revenue accounting for 78%. Asahi achieved 55% of its revenue from overseas through acquiring businesses in Europe and Australia; in contrast, Kirin suffered significant losses in investments in Brazil, Myanmar, and other regions due to insufficient localization and lack of political risk assessment. Chinese enterprises' internationalization is still in its initial stage, with beer exports accounting for only 2% of total output in 2024. In the future, a prudent strategy should be adopted: first test market reactions through exports, prioritizing layout in "Belt and Road" countries; adopt joint venture models to leverage local resources, set entry thresholds, and avoid aggressive M&A.

Investment Recommendations. Operational efficiency is the most feasible breakthrough point at present: enterprises need to narrow the profit gap with international giants through cost control, expense optimization, and digital transformation. Product innovation should focus on localization and healthiness, developing featured products adapted to Chinese food scenarios and emerging consumption demands, and strengthening scenario-based layout. Diversification and internationalization must adhere to the principles of "relevant synergy and controllable risks", avoiding blind cross-border expansion and prioritizing the development of high-growth, low-threshold related categories and markets. Future investments should focus on three main lines: value revaluation driven by operational improvements, long-term beneficiaries of structural upgrading, and pioneers in emerging categories.

Risks: Macroeconomic downturn, rising raw material prices, and intensified market competition.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我， 芮雯，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Raven Rui, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

我， 闻宏伟，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Hongwei Wen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

Compendium disclosure: For disclosures associated with each company mentioned herein, including disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation, if any, please refer to the full report on our website (equities.htisec.com).

国泰海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“国泰海通”）在过去 12 个月内参与了 000895.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、国泰海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、国泰海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、国泰海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Guotai Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Guotai Haitong") have a role in investment banking projects of 000895.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Guotai Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 000895.CH for which Guotai Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Guotai Haitong acted as lead-brokerage firm.

000895.CH 目前或过去 12 个月内是国泰海通的投资银行业务客户。

000895.CH is/was an investment bank clients of Guotai Haitong currently or within the past 12 months.

000568.CH, 603589.CH, 603198.CH, 600298.CH, 600600.CH, 000895.CH 及 000596.CH 目前或过去 12 个月内是国泰海通的客户。国泰海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

000568.CH, 603589.CH, 603198.CH, 600298.CH, 600600.CH, 000895.CH and 000596.CH are/were a client of Guotai Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

603589.CH 目前或过去 12 个月内是国泰海通的客户。国泰海通向客户提供非证券业务服务。

603589.CH is/was a client of Guotai Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

国泰海通在过去 12 个月中获得对 000895.CH 提供投资银行服务的报酬。

Guotai Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 000895.CH.

国泰海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 000895.CH 获得投资银行服务报酬。

Guotai Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 000895.CH.

国泰海通在过去的 12 个月中从 000568.CH, 603589.CH, 603198.CH 及 600600.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Guotai Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 000568.CH, 603589.CH, 603198.CH and 600600.CH.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称"HTI"）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

	截至 2025 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布			截至 2025 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布		
	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.3%	7.5%	0.2%	92.6%	7.2%	0.2%
投资银行客户*	3.3%	3.9%	0.0%	2.9%	4.1%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

	Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2025		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.3%	7.5%	0.2%	92.6%	7.2%	0.2%
IB clients*	3.3%	3.9%	0.0%	2.9%	4.1%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称"本公司"）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaim and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（"HTISGL"）的全资附属公司海通国际研究有限公司（"HTIRL"）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（"HTIJKK"）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（"SEBI"）监管的 Haitong Securities India Private Limited（"HTSIPL"）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（"BSE"）和 National Stock Exchange of India Limited（"NSE"）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（"HTISG"）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（"HTISG"）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJKK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项：海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称"SFO"）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项：本研究报告由 HTIRL，HSIPL 或 HTIJKK 编写。 HTIRL，HSIPL，HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（"Major U.S. Institutional Investor"）和「机构投资者」（"U.S. Institutional Investors"）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（"HTI USA"）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA，电话+1 212-

351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission（“SEC”）注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc.（“FINRA”）的成员。 HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL，HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL，HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
130 West 42nd Street, FL 18
New York, NY 10036
联系人电话：+1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations（“NI 31-103”）的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario)第 73.3(1)节所规定的「认可投资者」（“Accredited Investor”），或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」（“Permitted Investor”）。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（“HTISSPL”）于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001（“FAA”）定义的豁免财务顾问，可（a）提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议（b）发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”））第 61（1）条，第 17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5％。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）（统称为「印度交易所」）研究报告。

（条款链接：https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf）

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真:+91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人： Prasanna Chandwaskar； 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People’s Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

http://equities.htisec.com/x/legal.html