

# 百威英博 Anheuser-Busch InBev (BUD US)

## 首次覆盖: 北美市场销量承压, 股份回购仍在途中

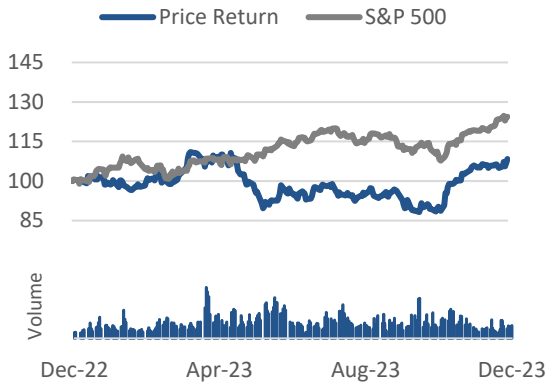
### Sales in the North American are Under Pressure, and Share Buybacks are on the Way: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

#### 首次覆盖中性 Initiate with NEUTRAL

评级	中性 NEUTRAL
现价	US\$64.50
目标价	US\$69.00
市值	US\$129.84bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$109.54mn
发行股票数目	1,737mn
自由流通股 (%)	100%
1 年股价最高最低值	US\$66.09-US\$52.54

注: 现价 US\$64.50 为 2023 年 12 月 22 日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	2.9%	14.3%	8.3%
绝对值 (美元)	2.9%	14.3%	8.3%
相对 S&P 500	-1.5%	4.2%	-16.1%

(US\$ mn)	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E
营业收入	57,788	60,260	63,643	65,918
(+/-)	6%	4%	6%	4%
净利润	5,969	5,493	7,137	7,941
(+/-)	28%	-8%	30%	11%
全面摊薄 EPS (US\$)	2.91	2.68	3.47	3.86
毛利率	54.5%	54.1%	55.3%	55.6%
净资产收益率	9.0%	8.4%	9.8%	10.1%
市盈率	22	24	19	17

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

**全球领先的啤酒酿造商, 业务优化缓解债务压力。**公司前期通过并购扩张实现了商业版图在全球市场的快速布局, 成为全球领先的啤酒酿造商、全球五大消费品公司之一。2022 年公司全球啤酒销量、零售额市占率高达 26.1%/24.6%, 领先第二大啤酒企业喜力两倍以上, 长期稳居行业首位。近年以来公司适当优化业务范围, 分别于 2020 年 6 月、2023 年 8 月和 12 月出售了澳大利亚子公司 CUB 啤酒厂、部分精酿啤酒业务以及在俄业务。

**疫后行业吨价恢复快于销量, 不同地区存在分化。**根据欧睿数据显示, 2022 年全球啤酒市场规模约为 7100 亿美元, 量/价增速 2.6%/6.8%。与 2019 年疫情前相比, 销量仍有缺口 (99.5%), 但在海外通胀、酒企提价以及消费升级的趋势下, 单价已恢复至 106.1%。分地区来看, 北美地区存量竞争格局稳定, 拉美地区量价齐升驱动增长, 亚太地区分化明显, 2016 至 2022 年菲律宾/越南/印度/中国/日本啤酒市场规模 CAGR 为 8.4%/8.0%/5.3%/4.4%/-4.1%。预计 2023 年后全球啤酒行业将继续以量增低单位数, 价增中低单位数的速度持续扩容。

**北美市场销量承压, 业绩符合前期指引。**前三季度公司实现营收 449.1 亿美元, 同比+4.2% (内生+8.3%)。销量/吨价同比-1.4%/+5.7%, 中国区增速亮眼, 量/价同比+5.7%/6.4%, 美国区因百威蓝销量滑坡以及提价背景下备货节奏差异, 估计量跌 12%。1-3Q 公司实现 EBITDA 151.0 亿美元, 同比+1.4% (内生+7.3%), 符合前期 4-8% 的指引区间; EBITDA margin 33.6%, 同比-0.9pct, 北美、欧洲中东及非洲造成拖累 (-4.9pct/-2.1pct), 主因销量下滑影响了固定成本摊销, 同时南非成本压力较大以及北美加大渠道费用和品牌营销投入。2023 Q2 公司净债务与 EBITDA 比率为 3.7x, 1-3Q 财务费用率 (8.3%) 高于同业, 债务压力仍在。

**多元化+数字化发展, 股份回购仍在途中。**公司在全球拥有 500 余个品牌, 业务遍布 150 多个国家, 因地制宜实施差异化的产品组合和营销策略, 合理高效配置资源。渠道方面, 公司持续推进数字化生态圈建设, 当前 BEES 平台已覆盖 25 个市场, 贡献总收入约 66%, 月活用户数量高达 340 万; 12 月 1 日公司与太古可口可乐的合作率先在安徽、湖北启动, 有望强化非现饮和下沉市场的渗透。10 月 31 日, 公司宣布了 10 亿美元的股份回购计划, 有望增强市场信心。截至 12 月 22 日, 公司已回购股份约 510 万股。

**投资建议与盈利预测。**我们预计公司 2023-2025 年营收为 602.6/636.4/659.2 亿美元, 归母净利润为 54.9/71.4/79.4 亿美元, 对应 2023-2025 年 EPS 分别为 2.68/3.47/3.86 美元。参考 2023 年可比公司估值 15.4x, 考虑到公司是全球啤酒市场龙头, 具备一定的估值溢价, 给予 2024 年 20x PE, 对应目标价 69 美元, 首次覆盖给予“中性”评级。

**风险提示。**行业竞争加剧, 高端化不及预期, 原材料成本上升

陈子叶 Susie Chen  
susie.zy.chen@htisec.com

闻宏伟 Hongwei Wen  
hongwei.wen@htisec.com

## 1. 全球化并购扩张，稳占业内霸主地位

### 1.1 发展历程：并购扩张进军新市场，快速实现版图扩张

百威英博（Anheuser-Busch InBev）总部位于比利时鲁汶，是全球领先的啤酒酿造商、全球五大消费品公司之一，通过横向并购和区域扩张，快速实现了商业版图在全球市场的不断壮大。2022 年公司啤酒销量、零售额全球市占率高达 26.1%/24.6%，领先第二大啤酒喜力份额的两倍以上，长期享有绝对龙头地位。公司先后在泛欧交易所（ABI），墨西哥证券交易所（ANB），南非证券交易所（ANH），纽约证券交易所（BUD）四地上市。

2004 年英特布鲁（Interbrew）与安贝夫（Ambev）合并成立英博集团（Inbev），雄居全球第一。合并前期，英特布鲁是比利时的啤酒龙头，欧洲业务贡献七成收入，旗下拥有时代（Stella Artois）、福佳白（Hoegaarden）、莱福（Leffe）、贝克（Beck's）等知名品牌。安贝夫是南美啤酒龙头，占据巴西市场 70%的啤酒份额和 40%的饮料份额。

2008 年英博集团利用杠杆斥资 520 亿美元收购啤酒巨头安海斯—布希（Anheuser-Busch），成立百威英博。此次收购公司斩获了全球啤酒知名品牌百威（Budweiser）和百威昕蓝（Bud Light），扩大了美国以及亚太地区的分销网络与市场份额。

2012 年公司以约 201 亿美元收购墨西哥啤酒龙头 Grupo Modelo，斩获高端啤酒品牌科罗娜。2016 年公司以超 1000 亿美元的对价收购全球第二大啤酒企业 SAB Miller，并购扩张来到顶峰时期。

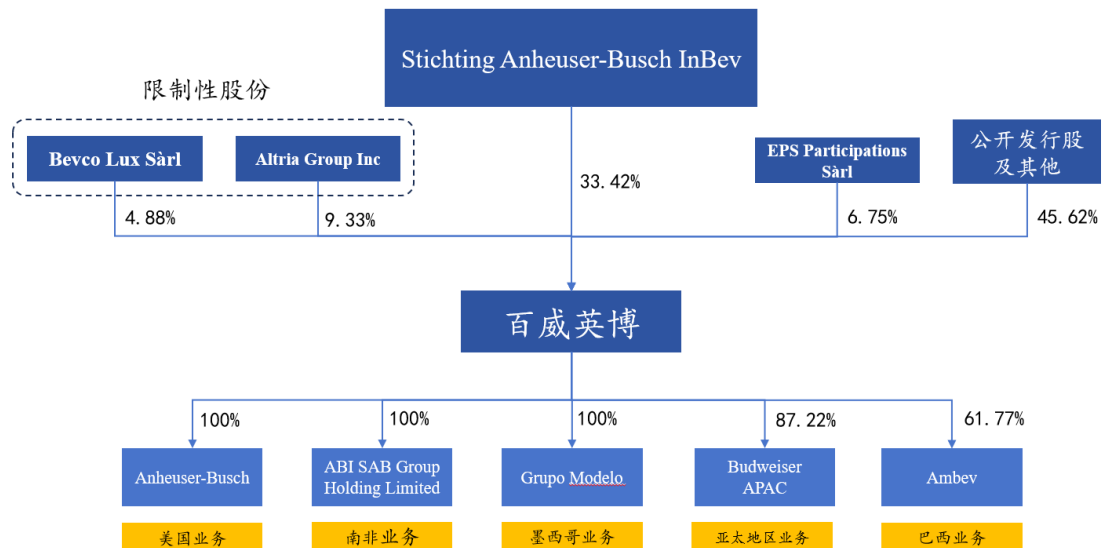
2020 年 6 月，公司以 160 亿澳元（约 108 亿美元）将其澳大利亚子公司卡尔顿联合啤酒厂（Carlton & United Breweries, CUB）出售给朝日集团，资金用于偿还债务。2023 年 8 月公司适当削减了部分精酿啤酒业务，宣布以现金对价 8500 万美元将旗下的 8 个精酿饮料品牌出售给加拿大公司 Tilray Brands，交易包括与品牌相关的现有员工、酿酒厂和自制酒吧。12 月 19 日，公司与土耳其酿酒商 Anadolu Efes 就出售俄罗斯合资企业百威英博埃菲斯公司（AB InBev Efes）的股份达成协议，支付金额将根据百威英博埃菲斯公司的年度现金流和监管限制来决定。

### 1.2 股权结构：股权集中稳定，管理团队经验丰富

公司控股股东为 3G 资本创始人，包括雷曼（Jorge Paulo Lemann）、贝托（Carlos Alberto Sicupira）和马塞尔（Marcel Herrmann Telles），通过控股 SABI（Stichting Anheuser-Busch InBev）实现对百威英博的控制。大股东通过独有的资本优势和并购整合能力，为公司的内生增长和外延扩张提供双轮驱动，持续释放新动能。截至 2022 年，SABI 持有公司股份 33.42%，股权集中稳定。SAB Miller 前股东 Altria 和 Bevco 持有限制性股份 9.33%和 4.88%，另有 45.62%为公开发行股份（为主）及其他股东持有。

雷曼与两位合伙人于 2004 年创立 3G 资本，机构募资主要来自于创始人以及美国、欧洲、拉丁美洲的顶级家族，资金灵活且投资限制低，聚焦于消费领域的控股并购。3G 资本通过对被收购公司植入高效的运营管理和成本协同战略，提升新公司的收入规模和盈利能力。全球化浪潮期间，3G 资本陆续打造了占全球啤酒销量 30%的饮料平台百威英博、全球第五大包装食品平台卡夫亨氏、全球第三大连锁餐饮平台 Restaurant Brands International。

图1 公司股权架构



资料来源：2022 年公司年报，wind，HTI

邓明潇（Michel Doukeris）1996 年加入公司，并于 2021 年 7 月起为百威集团首席执行官。他曾于 2010 年至 2012 年担任百威集团中国地区总裁，随后于 2012 年至 2016 年获晋升为百威集团亚太地区总裁。2016 年邓明潇调往美国担任全球销售总监职位，2018 年 1 月，担任百威集团北美地区业务的领导职务。多数高管在公司任职多年，专业经验丰富。整合并购后，管理团队积极推行成本管理和提供经营效率等治理方法，运用零基预算优化公司财务现金流，经营表现突出。

表1 公司核心管理团队

姓名	年龄	履历	职务
<a href="#">Michel Doukeris</a>	50	1996 年加入百威英博。2016 年移居美国，担任全球首席销售官。2018 年 1 月，领导安海斯-布希公司和北美业务。	首席执行官
<a href="#">Fernando Tennenbaum</a>	46	2004 年加入公司，曾在财务部门担任过多个职务。现担任 Ambev 财务副总裁（南美区）兼首席财务和投资者关系官。	首席财务官
<a href="#">Marcel Marcondes</a>	48	2005 年加入公司，2017 至 2021 年，担任 Anheuser-Busch 首席营销官，领导全球最大啤酒品牌的产品组合营销策略。此前在联合利华从事品牌管理工作七年。	首席市场官
<a href="#">David Almeida</a>	47	此前曾担任首席整合官和临时首席销售官，北美组织美国销售副总裁和财务副总裁。曾担任英博的并购主管，在 2008 年领导了与安海斯-布希的合并以及整合。	首席战略官、首席技术官
<a href="#">Nelson Jamel</a>	51	在百威英博工作 20 余年，从巴西的财务领导职位到多米尼加共和国，再到西欧和北美。近期担任北美区财务和技术副总裁。	首席人力资源官
<a href="#">Ricardo Tadeu</a>	47	1995 年加入 Ambev 并在商业领域担任要职。2005 年被任命为拉美裔业务部门总裁，2008 至 2012 年担任巴西业务部门总裁。2013 年起担任墨西哥区域总裁，直至合并完成后被任命为非洲区域总裁。	首席发展官、首席营销官
<a href="#">John Blood</a>	56	2009 年加入公司，担任法律、商业和并购副总裁。曾担任北美地区法律和公司事务副总裁，负责美国和加拿大的法律和公司事务议程。加入公司前，曾在帝业吉欧北美业务的法律团队工作。	首席法务官、公司秘书
<a href="#">Ezgi Barcenaz</a>	39	2013 年通过全球 MBA 课程加入公司，在公司事务和采购职能部门担任重要职务。	首席可持续发展官
<a href="#">Katherine Barrett</a>	53	2000 年加入 Anheuser-Busch，近期担任法律总顾问和劳工关系副总裁，负责监督美国区法律业务，包括商业、诉讼和监管事务以及劳工关系。加入公司前，曾在内华达州和密苏里州律师事务所从事私人执业工作。	法律总顾问

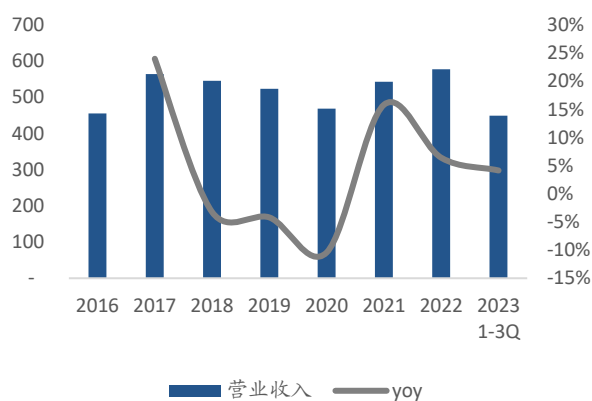
资料来源：公司年报，公司官网，HTI

### 1.3 业绩表现：立足北美开拓全球，疫后经营韧性强劲

2016 年公司与 SABMiller 完成业务合并后，营收/EBITDA 呈报增速小幅波动，2017 至 2019 年 CAGR 为-3.7%/-2.3%。若剔除汇率变动、收并购和会计处理等影响（如 2018 年对阿根廷区业务采用恶性通货膨胀会计处理），2017 至 2019 年经营业绩的内生增长均较亮眼（营收：5.1%/4.8%/4.3%；EBITDA：13.3%/8.0%/2.7%）。受疫情影响，2020 年营收大跌 10.4%，但因海外地区较早采取宽松的疫情防控或全面放开政策，公司营收、业绩快速回升，2020 至 2022 年期间增速为 11.0%/7.0%。

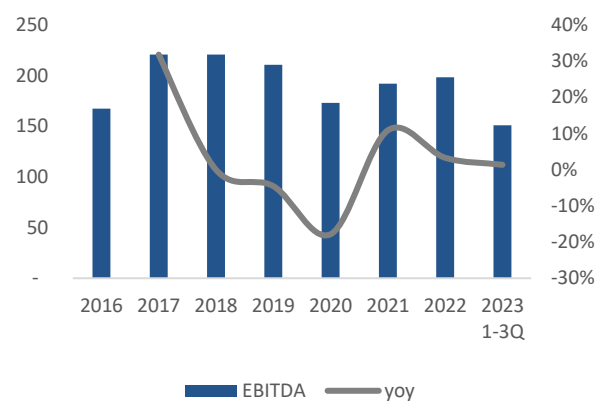
2023 年前三季度，公司累计实现营收 449.1 亿美元，同比增长 4.2%（内生 8.3%）；累计实现 EBITDA 151.0 亿美元，同比增长 1.4%（内生 7.3%）。业绩符合公司前期指引的 EBITDA 在 4-8% 增长区间，且营收较 EBITDA 增长更快。

图2 公司营业收入（亿美元）及增速



资料来源：彭博，HTI

图3 公司 EBITDA（亿美元）及增速



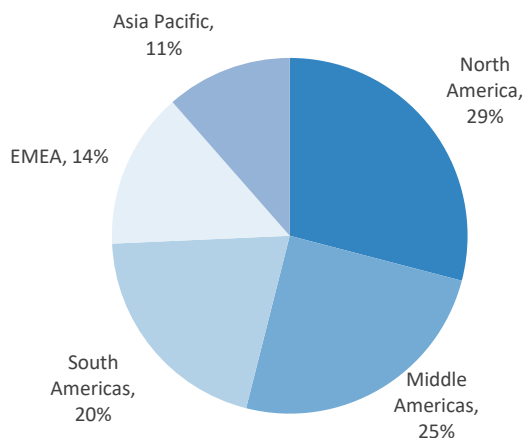
资料来源：彭博，HTI

业务拆分来看，公司近 75% 的收入来源于美洲地区，欧洲中东及非洲地区、亚太地区分别占 14% 和 11%。

2023 年前三季度，百威英博实现销量 4400 万千升，同比微跌 1.4%；单价 1020.7 美元/千升，同比增长 5.7%。分区域来看，亚太地区销量增速最为亮眼（+5.8%），中国区场景全面开放，在低基数的背景下，需求集中释放带动公司高端及超高端品类实现高增长。北美销量下滑最为严重（-11.2%），主因去年百威昕蓝争议性广告引起美国部分消费者的联名抵制，淡啤销量遭受重创；同时受去年 10 月提价的影响，渠道打款发货也存在节奏性差异。中美、南美和欧洲中东及非洲地区小幅波动（+0.7%/-1.4%/-0.9%）。

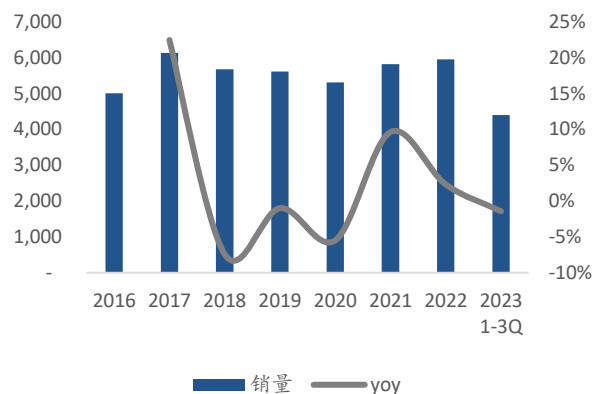
2016 至 2022 年期间，公司整体销量/吨价复合增速为 2.9%/1.1%。北美和中美地区价格贡献最为明显，期间增长中枢高于公司平均水平（+3.1%/+2.8%），欧洲中东及非洲、亚太地区亦有不错表现，二者增速均有 1.9%。南美地区吨价的期间增速为-1.2%，对整体略有拖累。

图4 2022年公司各地区收入占比



资料来源：彭博，HTI

图5 公司整体销量（万千升）及增速

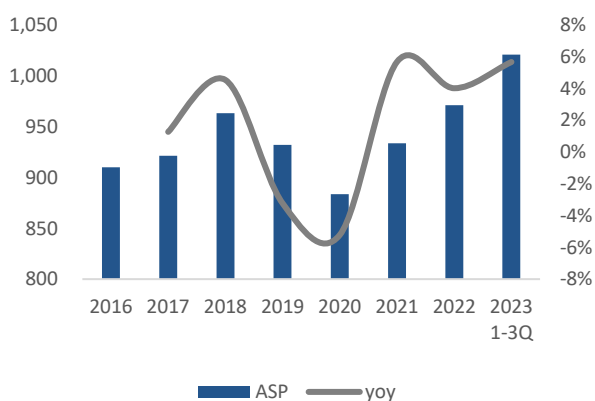


资料来源：彭博，HTI

2016至2019年，公司整体毛利率维持在61%-63%区间小幅波动。2020年受疫情影响，毛利率下滑3.0pct，主因各地啤酒的现饮消费需求严重受损，从而造成结构升级受阻，2020年公司ASP同比回落5.2%。受疫情期间封控限制，大宗原材料供应短缺导致价格大幅上涨，2020年公司吨成本同比增长2.0%。疫后期间，受制于原材料成本走高且快于吨价增速，公司毛利率仍有1-3个点的下行，2023年前三季度公司毛利率触及新低53.9%。

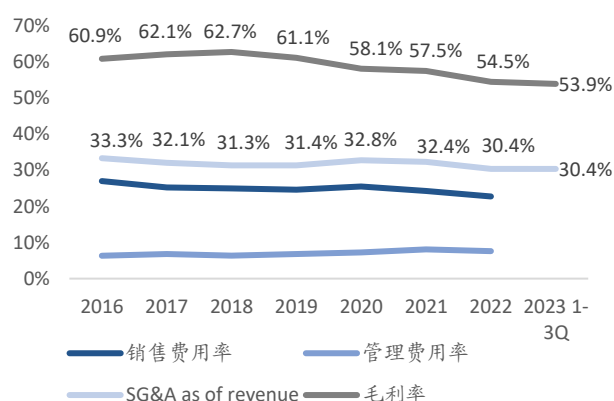
得益于公司精细化的成本控制和高效的运营效率，营销和管理费用率除了2020年存在跳升，近年来均有稳步下降，前三季度30.4%。拆分来看，2022年销售费用率为22.7%，较2016年降低4.3pct。管理费用率方面，2016-2020年公司长期保持在6%-7%的水平，2022年管理率费用为7.6%，较上一年减少0.5pct。

图6 公司整体吨价及增速（美元/千升）



资料来源：彭博，HTI

图7 公司毛利率及期间费用率变化

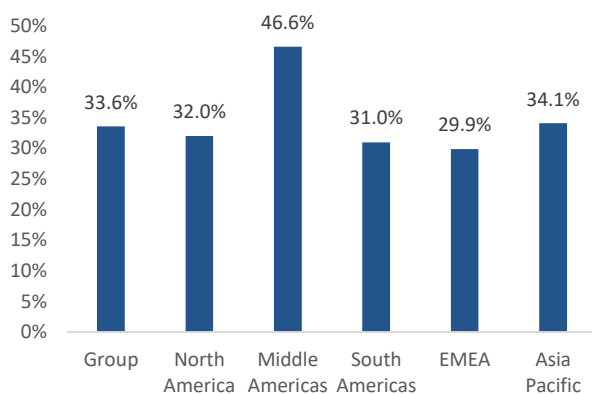


资料来源：彭博，HTI

盈利能力方面，2023 年前三季度公司 EBITDA margin 为 33.6%，同比下降 0.9pct。其中北美、欧洲中东及非洲地区拖累最为严重，分别同比下滑 4.9pct/2.1pct。北美地区主因部分产品市占率承压，影响固定成本摊销，此外公司加大了对渠道商、重点合作伙伴的费用支持力度和品牌营销投入。欧洲中东及非洲地区 EBITDA margin 的下滑主要是欧洲地区销量存在中个位数的下滑，同时南非地区存在大宗原材料成本上行和外汇压力导致。南美/中美/亚太地区 EBITDA margin 同比+1.1pct/+0.9pct/-0.9pct。

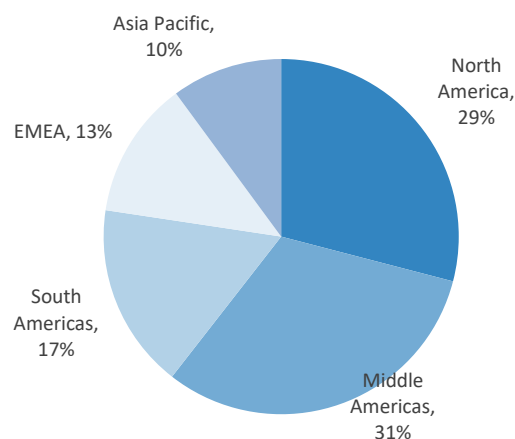
10 月 31 日，公司宣布了 10 亿美元的股份回购计划，有望增强市场信心。截至 12 月 22 日，公司已回购股份约 510 万股。

图8 2023 年前三季度公司各地区 EBITDA margin



资料来源：彭博，HTI

图9 2022 年公司各地区 EBITDA 占比



资料来源：彭博，HTI

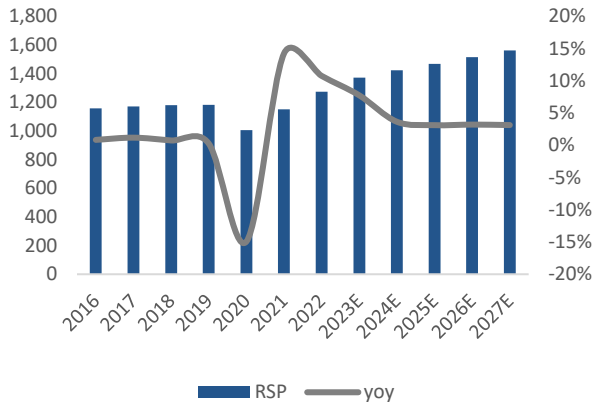
## 2. 疫后现饮需求回暖，消费升级趋势延续

### 2.1 北美市场：存量时代格局稳定，吨价迎来强劲修复

2016 至 2019 年，北美地区啤酒市场已处于存量时代，行业规模逐年以 0.7% 的增速小幅提升。2020 年受到疫情冲击，当地零售额大幅下滑 14.9% 至 1007 亿美元。2021 年疫情管控放松后，啤酒消费需求尤其是价格层面迎来强劲复苏，量/价恢复至 2019 年的 96.7%/100.5%，即便是考虑到通胀的因素（美国 CPI +4.7%），14.9% 的吨价涨幅依旧亮眼。2022 年北美地区啤酒市场容量约为 1274 亿美元，量价拆分来看，销量同比下降 0.9%，吨价大幅增长 11.7%（美国 CPI +8.0%）。据欧睿预测，2023-2027 年北美地区啤酒市场规模将继续呈现阶梯式上涨，预计仍以价格驱动为主（3% 左右），销量小幅波动。

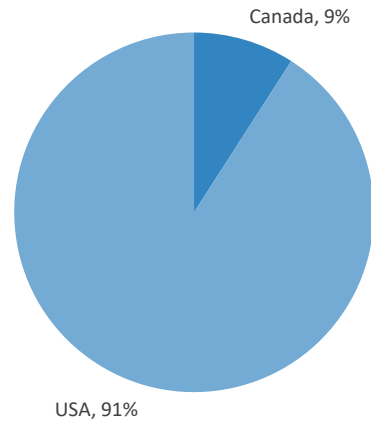
从区域划分来看，美国占据北美啤酒市场绝大多数份额（91%），加拿大仅为 9%，按百威英博市场成熟度划分，二者均为高成熟度地区。

图10 2008-2027E 北美地区啤酒市场规模



资料来源：欧睿，HTI

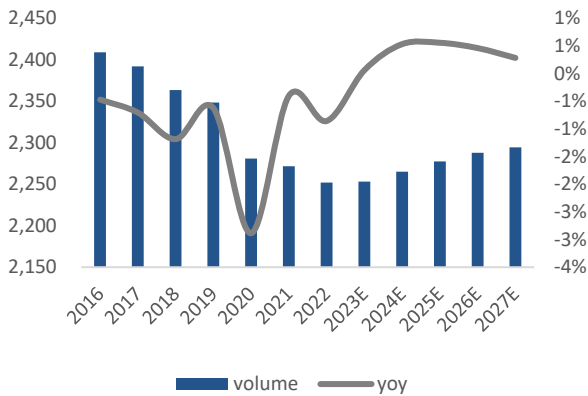
图11 2022 年北美地区不同国家啤酒市占率



资料来源：欧睿，HTI

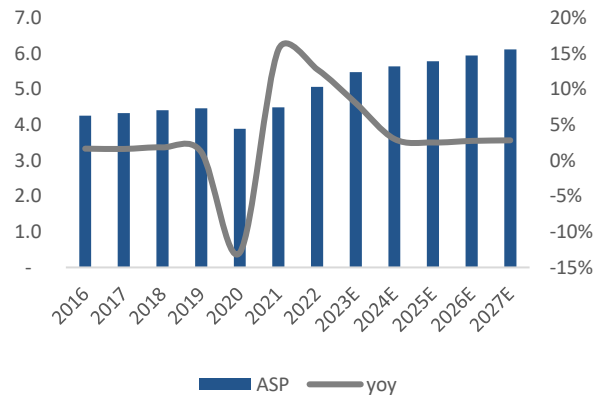
美国啤酒市场已告别野蛮式增长阶段，如今具备典型的存量竞争特征，市场份额内部此消彼长，且秩序基本维持良性。其中消费量遇到瓶颈，需求整体呈现为多元化、高端化趋势。2016 至 2022 年，美国啤酒市场销量的复合增速为-1.1%，吨价的复合增速为 2.9%。

图12 2016-2027E 美国啤酒销量变化（万千升）



资料来源：欧睿，HTI

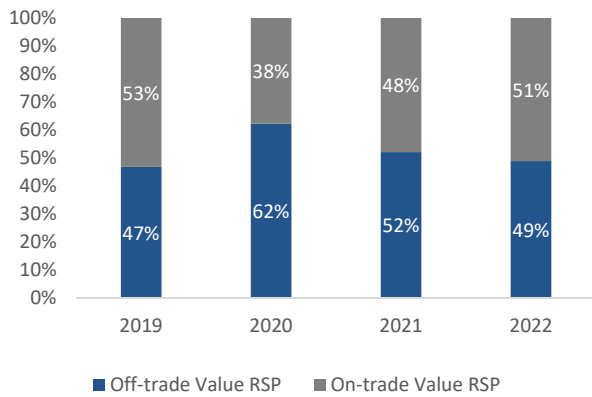
图13 2016-2027E 美国啤酒 ASP 变化（美元/升）



资料来源：欧睿，HTI

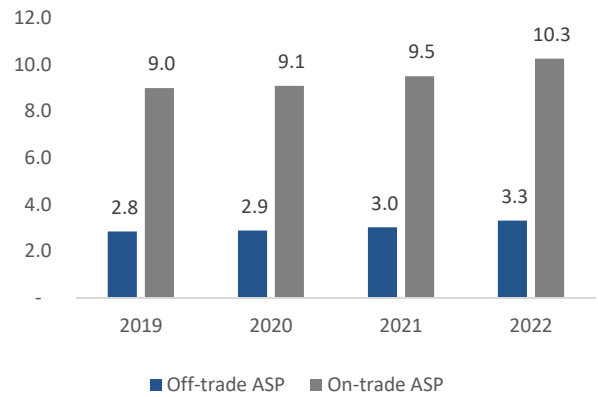
分渠道来看，除了 2020 年受疫情冲击，美国啤酒消费现饮渠道占比下降为不到四成，其他多数情况下，现饮的占比基本保持在 50%以上。由于现饮渠道消费对价格的敏感度更低，有利于酒企执行品牌溢价及高端化策略，长期以来，美国现饮渠道的吨价均为非现饮渠道的三倍以上。2022 年美国现饮/非现饮啤酒吨价为 10.3/3.3 美元/升。

图14 2019-2022 美国现饮/非现饮啤酒销售占比



资料来源：欧睿，HTI

图15 2019-2022 美国现饮/非现饮啤酒 ASP (美元/升)

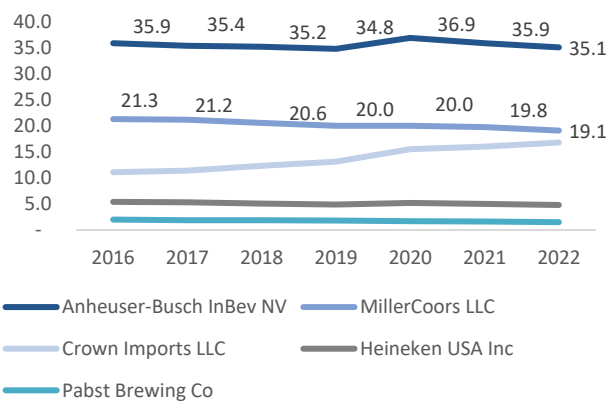


资料来源：欧睿，HTI

美国啤酒市场竞争格局基本保持稳定，百威英博和米勒库尔斯一直保持领先地位，近三年来，皇冠啤酒的市占率稳步提升，2022 年较 2019 年提升 3.7 个点，百威英博、米勒库尔斯+0.3 pct /-0.9pct。

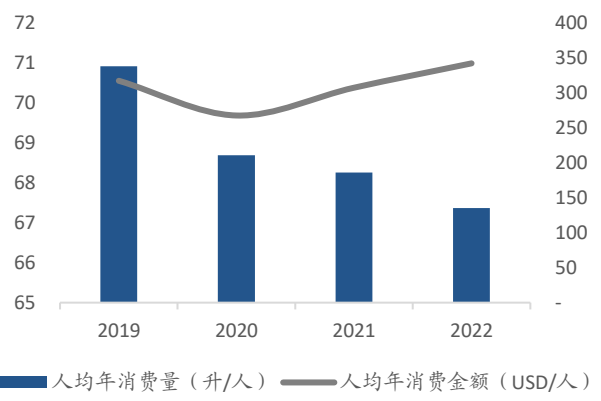
2022 年美国人均啤酒消费量为 67.4 升，较 2019 年降低 5.0%，人均消费金额为 341.5 美元，较 2019 年提升 7.9%。

图16 2016-2022 年美国 CR5 市占率 (%)



资料来源：欧睿，HTI

图17 2019-2022 年美国人均啤酒消费量及消费金额



资料来源：美国经济分析局，欧睿，HTI

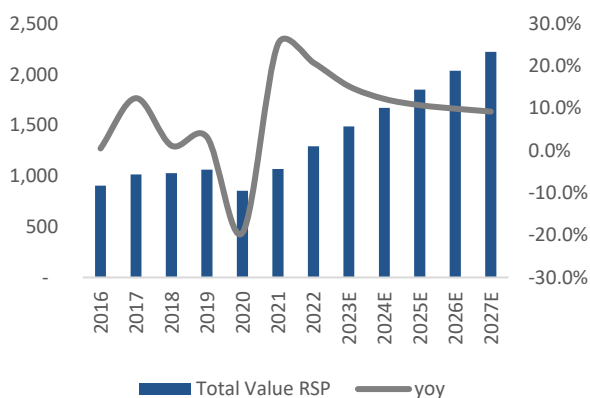


## 2.2 拉美地区：量价齐升驱动增长，啤酒市场空间广阔

拉丁美洲是全球啤酒消费的重要市场，产销量占据全球总体容量的 19%。其中巴西、墨西哥以 40%/26% 的份额占据主导地位，CR5 合计约为 83%。

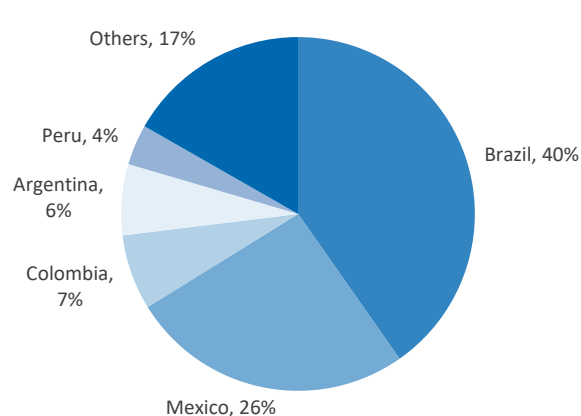
2016 至 2019 年，拉美啤酒市场仍处于增量发展阶段，销量、吨价复合增速为 2.1%/3.3%，量价齐升，行业规模的增长中枢位于 5.5% 附近。2020 年受到疫情冲击，拉美零售额大幅下滑 19.4% 至 855 亿美元。2020-2022 年期间，尽管受高通胀影响，拉美啤酒吨价大幅拉升 14.4%，但销量的迅速反弹也大幅驱动了行业规模的恢复性增长，期间销量复合增速为 7.5%。2022 年拉美地区啤酒市场容量约为 1293 亿美元。据欧睿预测，2023-2027 年该地区啤酒市场将继续迎来扩容机会，量价抬升空间分别为 3.5%/6.8%。

图18 2016-2027E 拉美地区啤酒市场规模



资料来源：欧睿，HTI

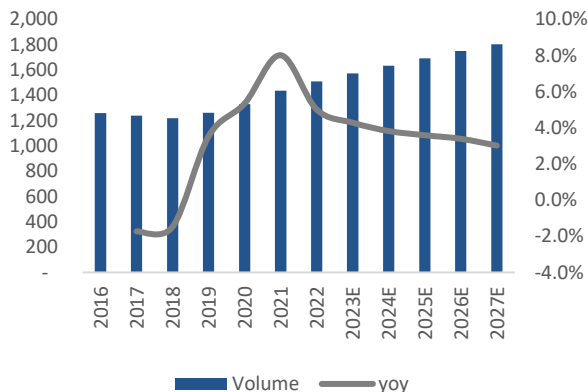
图19 2022 年拉美地区不同国家啤酒市占率



资料来源：欧睿，HTI

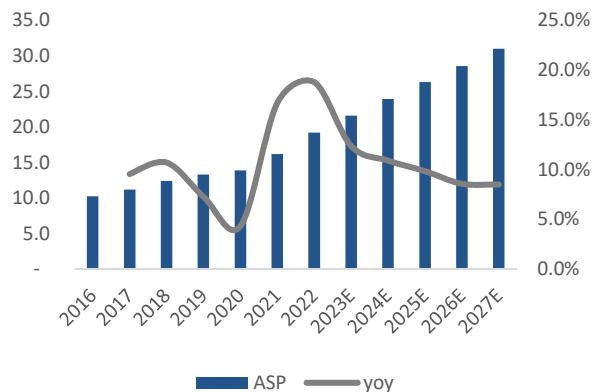
巴西是世界第三大啤酒产销大国，2016-2019 年疫情前处于量增阶段，且吨价提升幅度明显，期间复合增速分别为 2.4%/7.4%。2022 年巴西啤酒市场容量为 2902 亿巴西雷亚尔 (BRL，若以美元换算汇率 5.29 计算，约为 549 亿美元)，同比增长 14.5%，量、价增幅为 3.1%/11.1%。考虑到当地高通胀的影响 (2022 年 CPI 9.3%)，价格贡献依然明显。

图20 2016-2027E 巴西啤酒销量变化 (万千升)



资料来源：欧睿，HTI

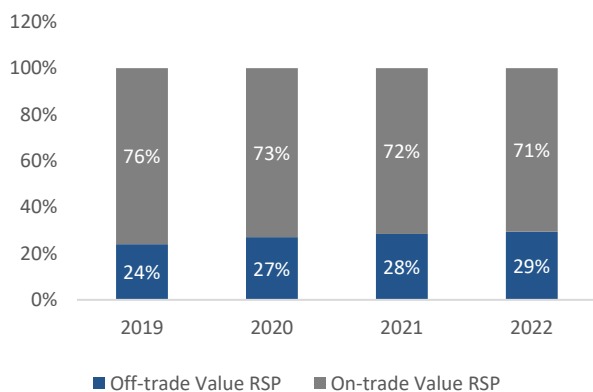
图21 2016-2027E 巴西啤酒 ASP 变化 (BRL/升)



资料来源：欧睿，HTI

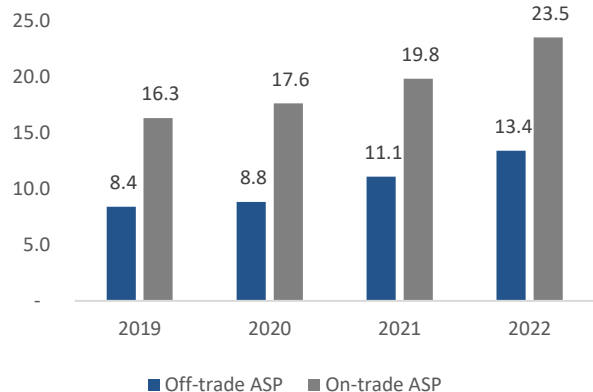
分渠道来看，2020年受疫情冲击，巴西现饮渠道占比下降3pct至73%。据欧睿数据显示，2020-2022年，当地现饮/非现饮渠道销量占比均为42:58，但因非现饮渠道吨价名义增速提升过快（现饮/非现饮复合增速为15.5%/23.2%），现饮零售额占比未见回升，稳定在70%附近。2022年巴西非现饮渠道的吨价为现饮的57%，二者差距较2020年收窄7个点。

图22 2019-2022年巴西现饮/非现饮啤酒销售占比



资料来源：欧睿，HTI

图23 2019-2022年巴西现饮/非现饮啤酒 ASP (BRL/升)

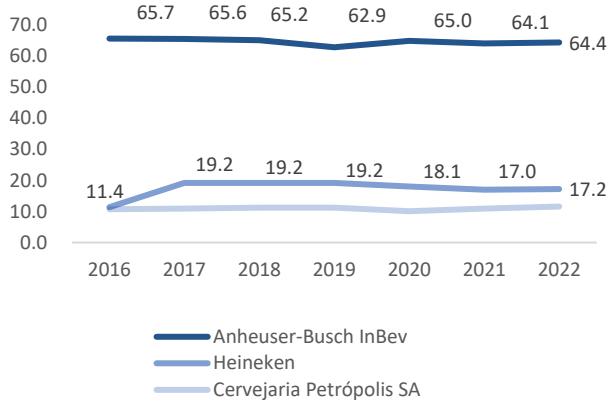


资料来源：欧睿，HTI

巴西啤酒行业处于阶段性稳定的三足鼎立竞争格局，百威以接近65%的份额占据绝对主导地位，是喜力市占率的三倍以上，CR3合计93.2%。

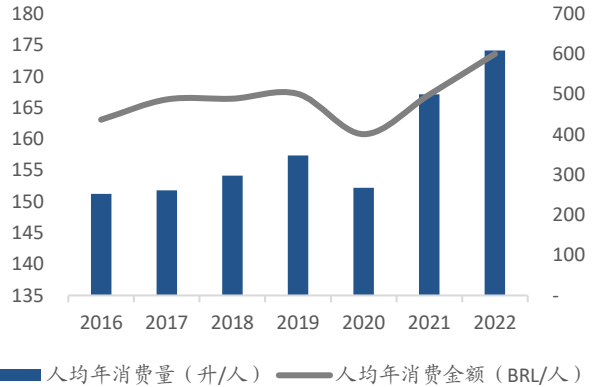
2022年巴西人均啤酒消费量为174.1升，较2019年疫情前水平提升10.6%，人均消费金额为600.6巴西雷亚尔，较2019年提升19.8%。

图24 2016-2022 年巴西 CR5 市占率 (%)



资料来源：欧睿，HTI

图25 2019-2022 年巴西人均啤酒消费量及消费金额



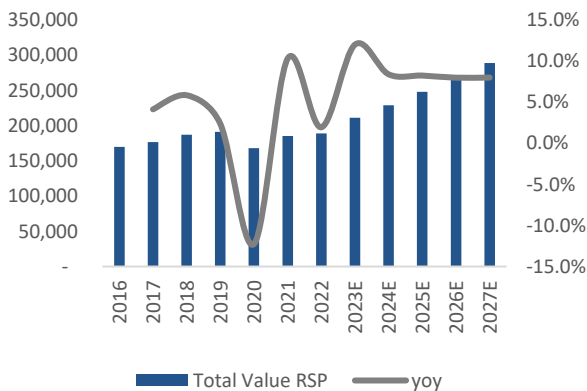
资料来源：联合国贸易和发展会议，欧睿，HTI

### 2.3 亚太地区：不同地区存在分化，结构有望逐步改善

亚太地区是全球规模最大的啤酒产销市场，占据全球啤酒份额的 33% 以上。其中，中国以 64% 的市占率稳居第一，日本、越南的份额贡献均在 7% 左右。

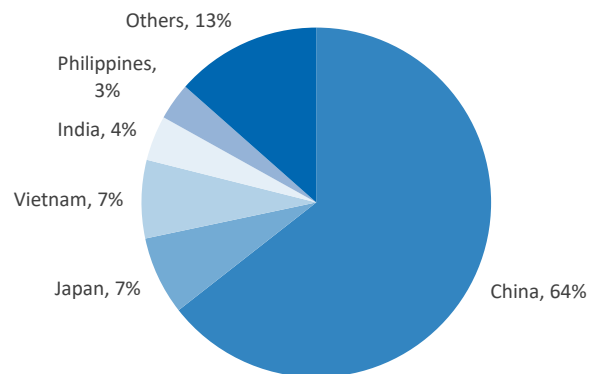
由于中国、日本啤酒产量已于 2013/1994 年见顶回落，行业进入存量竞争时代，亚太地区的啤酒量增也受到一定影响。2016 至 2019 年，亚太地区啤酒规模复合增速为 4.1%（量、价分别为 1.3%/2.7%），中国、日本的销量放缓或下滑是拖累量增的主要原因（期间增速为 0.2%/-3.1%），但越南、印度和菲律宾均迎来快速增长（期间增速高达 6.1%/4.6%/11.7%）。2020 年受到疫情冲击，当地零售额大幅下滑 12.3% 至 1668 亿美元。2021 年部分地区放开，市场规模迎来恢复性增长（+10.3%），但因中国开放时间较晚，2022 年亚太地区啤酒市场规模为 1886 亿美元，同比提升 1.8%。据欧睿预测，2023-2027 年亚太地区啤酒市场规模的增长中枢为 8%（量、价为维持中低个位数）。

图26 2008-2027E 亚太地区啤酒市场规模



资料来源：欧睿，HTI

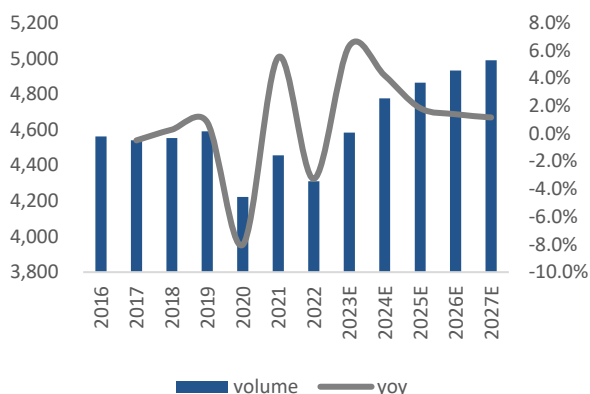
图27 2022 年亚太地区不同国家啤酒市占率



资料来源：欧睿，HTI

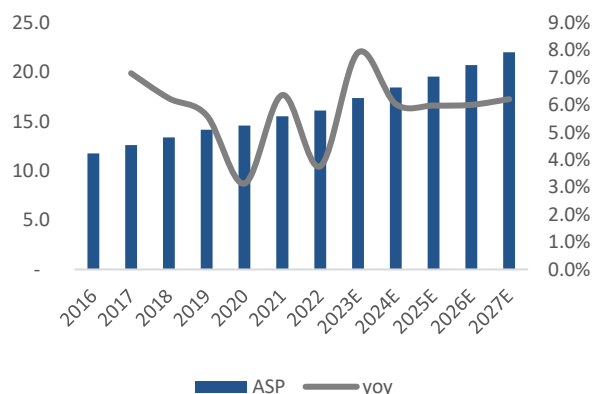
中国拥有全球最大啤酒市场，当前行业规模提升由量增向价增转变，消费升级驱动行业扩容式发展。2016至2022年，中国啤酒市场销量的复合增速为-0.9%，吨价的复合增速为5.4%。

图28 2016-2027E 中国啤酒销量变化（万千升）



资料来源：欧睿，HTI

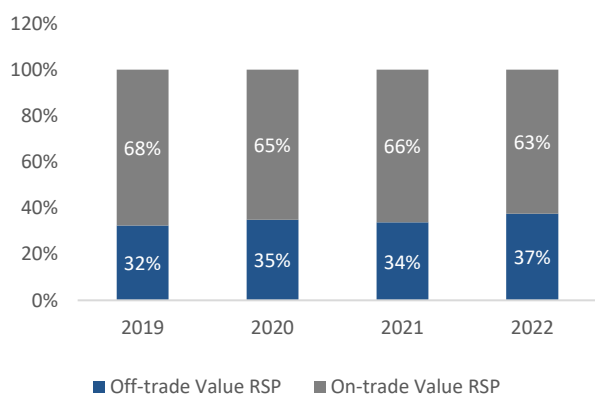
图29 2016-2027E 中国啤酒 ASP 变化（CNY/升）



资料来源：欧睿，HTI

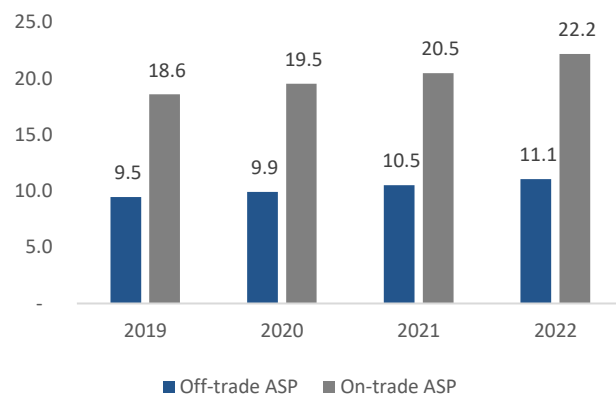
分渠道来看，中国啤酒市场现饮渠道的占比在2020年疫情爆发和2022年封控解除期间有3个点的下滑，其他时间内均在66%-68%之间。从不同消费场景的吨价表现来看，现饮渠道的吨价均为非现饮的两倍左右，2022年中国现饮/非现饮啤酒吨价为22.2/11.1元/升。

图30 2019-2022年中国现饮/非现饮啤酒销售占比



资料来源：欧睿，HTI

图31 2019-2022年中国现饮/非现饮啤酒 ASP（CNY/升）

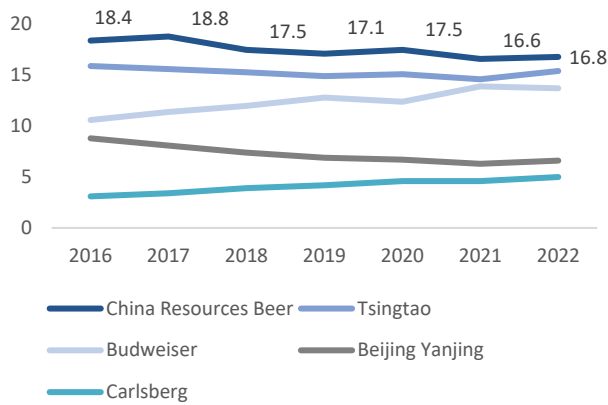


资料来源：欧睿，HTI

当前中国啤酒市场已形成五强争霸格局，华润啤酒略为领先（16.8%）。2016年起啤酒行业开启高端化改革，并在吨价层面逐步印证。百威亚太和重庆啤酒率先开启产品结构升级进程，2022年市占率较前期提升2.3/1.6pct，进一步挤压了华润啤酒、燕京啤酒的份额，二者下降了2.0/1.5pct。

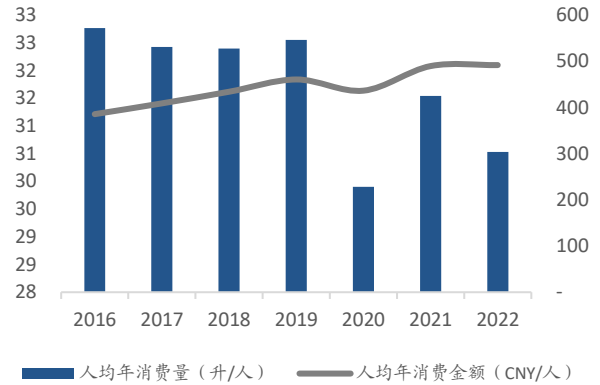
2022年中国人均啤酒消费量为31升，较2019年降低6.2%，人均消费金额为492元，较2019年提升6.8%。

图32 2016-2022 年中国 CR5 市占率 (%)



资料来源：欧睿，HTI

图33 2019-2022 年中国人均啤酒消费量及消费金额



资料来源：国家统计局，欧睿，HTI

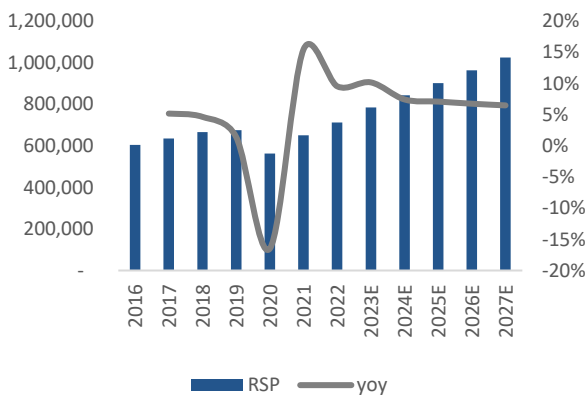
### 3. 规模扩张稳固龙头地位，高端化+多元化发展道路

#### 3.1 全球化：战略布局巩固优势，具备长期领导力

2022 年全球啤酒市场规模约为 7100 亿美元，同比增长 9.5%，量、价贡献约为 2.6%/6.8%。分阶段来看：1) 2016 至 2019 年疫情前，全球啤酒的产销量基本处于稳定阶段，复合增速为 1.3%，但鉴于不同地区的啤酒成熟度差异，结构提升趋势延续，期间吨价增长中枢为 2.4%。2) 2020-2022 年疫情期间，因现饮场景缺失且不同地区感染率的过峰节奏不同，2022 年整体市场产销量仍未恢复至 2019 年疫情前的水平（复合增速-0.2%），结合海外通胀背景下酒企的提价策略以及消费升级趋势，期间吨价复合增速为 2.0%。3) 展望 2023 至 2027 年，预计全球啤酒行业将继续以量增低单位数，价增中低单位数的增速持续扩容。

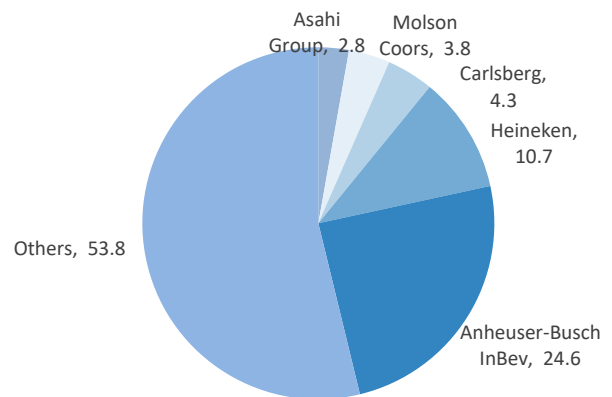
按零售口径计算，2022 年前五大啤酒企业的市占率约为 46.2%，其中百威英博具有绝对优势，市占率高达 24.6%，是第二大啤酒企业的份额两倍以上，喜力/嘉士伯/莫尔森库尔斯/朝日啤酒市占率分别为 10.7%/4.3%/3.8%/2.8%。

图34 2016-2027E 全球啤酒市场规模 (百万美元)



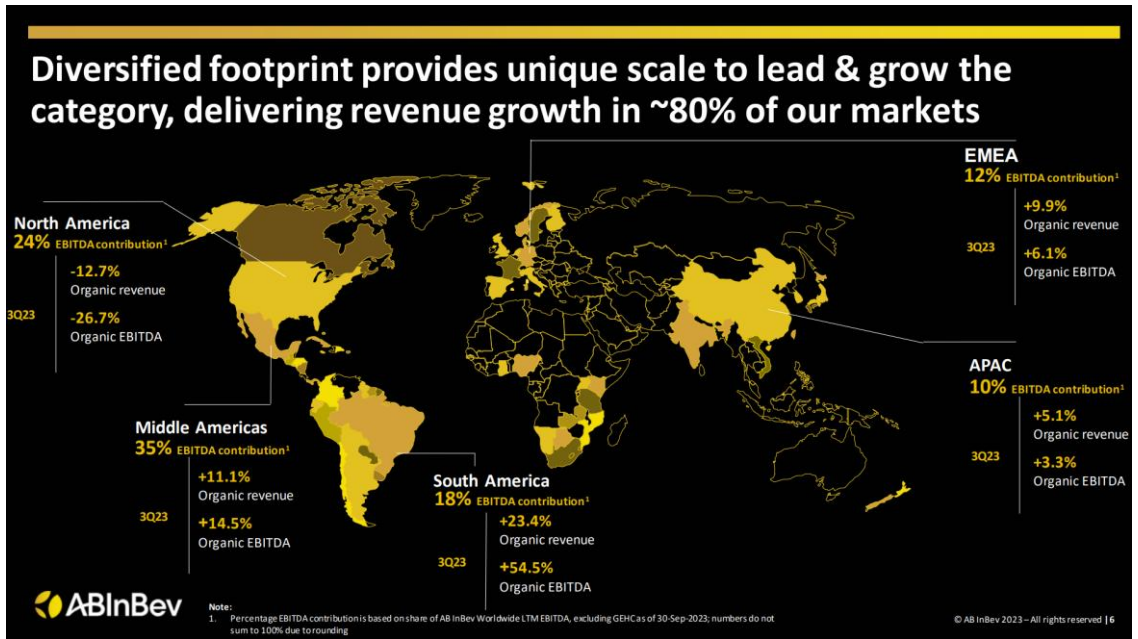
资料来源：欧睿，HTI

图35 2022 年全球头部啤酒企业市占率 (%)



资料来源：欧睿，HTI

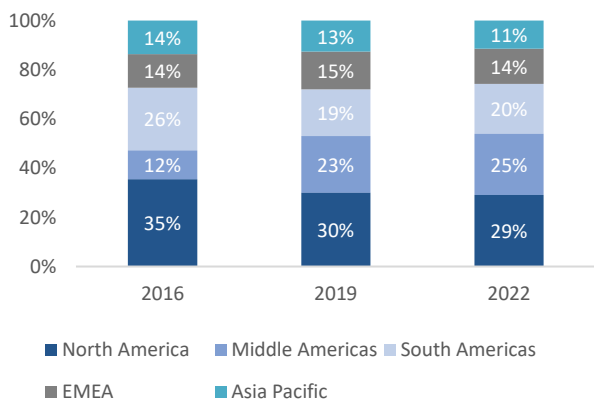
图36 2023Q3 公司全球业务分布



资料来源：公司官网，HTI

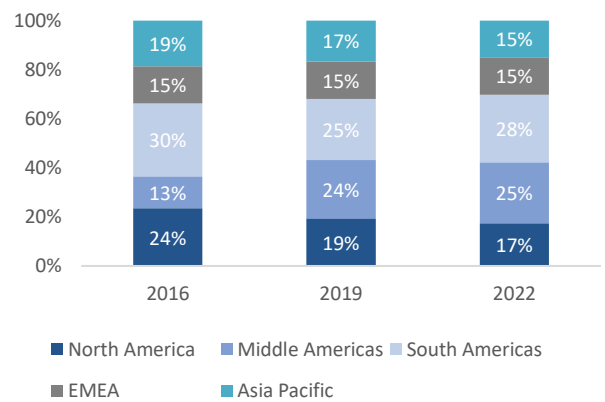
公司业务在全球版图中，美国收入占北美地区总收入约九成。作为啤酒高成熟度市场，当地产品在高端化层面已经触及行业天花板，近年吨价提升幅度与 CPI 增速相当。2022 年北美地区啤酒以不到 1/5 的销量贡献了公司接近 1/3 的营收。公司南美地区营收约七成由巴西业务组成，亚太地区营收里中国约占八成，巴西和中国的产品高端化依旧具备提升空间，因此南美区、亚太区业务在公司的整体体量中，销量占比较收入占比更大。中美、欧洲中东及非洲地区对公司整体规模的量增与价增贡献几乎相当。

图37 公司各地区收入占比



资料来源：彭博，HTI

图38 公司各地区销量占比



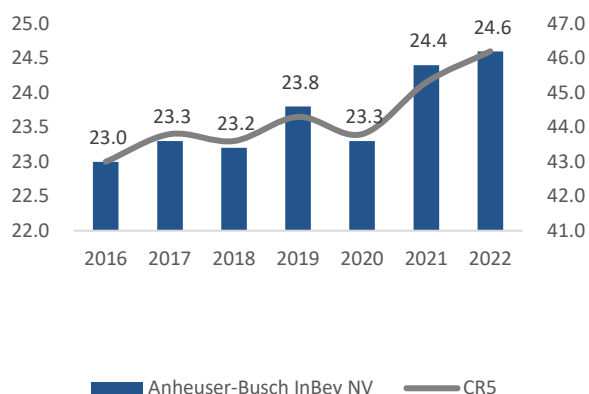
资料来源：彭博，HTI

据欧睿数据显示，以零售口径计算，近年来全球啤酒行业 CR5 长期保持在 43%以上，2022 年 CR5 为 46.2%，较 2016 年提升 3.2 个点，行业集中度稳步提升，为头部企业的高端化布局奠定基础。在此期间，百威英博的市场份额长期占据 CR5 的一半以上，2022 年较 2016 年增长 1.6 个点至 24.6%，龙头地位日益稳固。

目前公司业务遍布 150 多个国家，按市场规模估计，美国的营收占比在 25%以上，巴西和墨西哥次之，均在 10%以上，中国、哥伦比亚和南非在 5%上下。

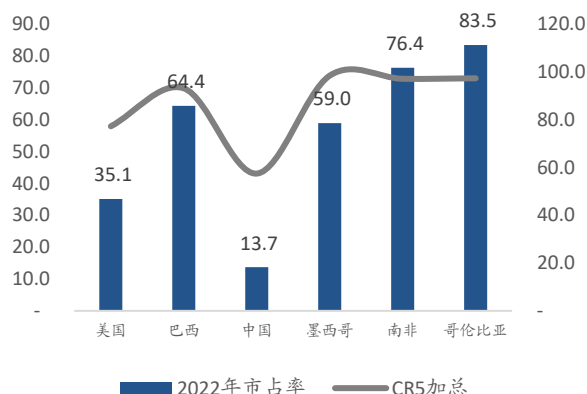
公司在巴西、墨西哥、南非和哥伦比亚等国家市场份额一家独大，市占率为 64.4%/59.0%/76.4%/83.5%，同业竞争者难以望其项背。美国啤酒市场 CR5 为 77.3%，公司市占率仍位居第一名（35.1%），遥遥领先第二名 Miller Coors（19.1%）、Crown Imports（16.8%），呈现三足鼎立局面。中国啤酒市场 CR5 为 57.5%，公司市场份额约为 13.7%，略落后于华润啤酒（16.8%）、青岛啤酒（15.4%），位居第三，整体市场呈多强并立格局。

图39 2016-2022 年百威英博全球市占率及 CR5



资料来源：欧睿，彭博，HTI，零售额口径

图40 2022 年百威英博在部分国家的市占率 (%)



资料来源：欧睿，彭博，巴西、墨西哥和哥伦比亚为 CR3，HTI

### 3.2 产品端：全品类多品牌扩张，多品牌高端化打造护城河

公司在全球拥有 500 余个品牌，包括世界知名品牌百威、科罗娜和时代，国际品牌如贝克、福佳白、乐飞、米凯罗，地方性品牌如鹰牌、南极洲、昕蓝、博浪、卡斯等，其中中国本土品牌包括哈尔滨、雪津、南昌啤酒和金世百等。公司针对不同地区的啤酒成熟度以及自身市占率，实施差异化的产品组合、价格定位、营销打法和渠道策略，对资源进行合理高效配置，满足了广大消费者多元化、个性化的消费需求，推动市场份额的有效提升。

产品创新方面，公司在比利时鲁汶设有独立的创新技术中心（GITEC）和技术孵化器，旨在从感官体验、高端化、便利性、可持续性等多个维度，为消费者提供更好的产品体验。创新技术中心涵盖包装、产品、工艺开发团队和实验啤酒厂、欧洲中心实验室、感官分析等。此外，公司的研发范围还包括旨在减少能源使用的工艺创新、包装轻量化、可回收、生产副产品的解决方案，为可持续发展蓄力。

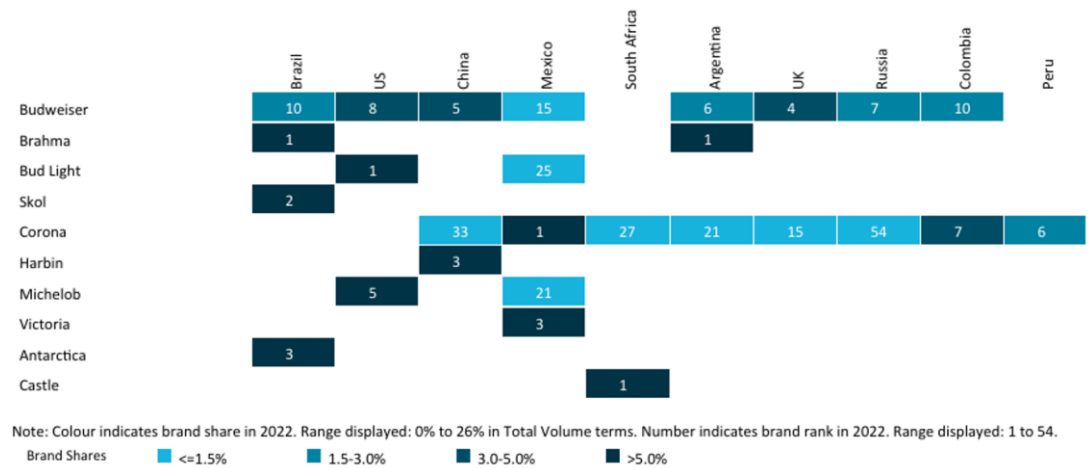
图41 公司产品矩阵



资料来源：公司官网，HTI

据 2022 年欧睿统计，公司依托众多的产品组合，在多个国家和地区均有排名前三的拳头产品，其中位居畅销榜首的品牌包括博浪（巴西、阿根廷），昕蓝（美国）、科罗娜（墨西哥）、城堡啤酒（南非）。

图42 2022 年公司不同品牌产品在不同国家的市占率及排名



资料来源：欧睿，HTI

借助丰富的产品线布局和广泛的价格带覆盖，百威英博前五大品牌的全球市场份额均超越或不低于同为全球啤酒前三的喜力、嘉士伯。



表2 2022 年全球前三大啤酒企业不同品牌市占率

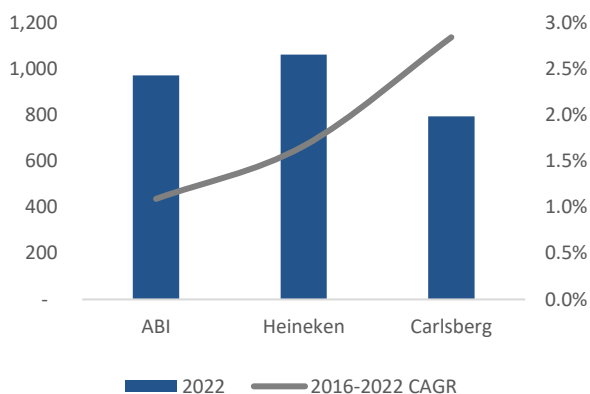
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Anheuser-Busch InBev</b>										
Budweiser	2.7	3.0	3.3	3.3	3.3	3.5	3.5	3.6	3.8	3.6
Corona	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.9	2.0	2.1	2.3	2.3
Brahma	1.7	1.7	1.5	1.5	1.6	1.4	1.6	1.6	1.7	2.1
Bud Light	2.7	2.6	2.8	2.7	2.5	2.3	2.2	2.2	2.1	1.9
Michelob	0.4	0.4	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9	1.2	1.3	1.4
<b>Heineken</b>										
Heineken	2.7	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	3.0	3.1	3.3	3.6
Tecate	1.1	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
Tiger	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.7
Kingfisher	-	-	-	-	-	-	-	-	0.5	0.6
Amstel	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
<b>Carlsberg</b>										
Tuborg	0.7	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
Carlsberg	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Kronenbourg	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
Wusu	-	-	-	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3
Baltika	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源：彭博，HTI

全球前三大啤酒企业中，喜力和百威英博吨价位列前二。百威英博、喜力和嘉士伯为全球市占率前三的啤酒企业，横向比较来看，2022 年三者吨价分别为 971.0/1061.3/793.3 美元/千升，2016 至 2022 年吨价复合增速为 1.1%/1.7%/2.8%。区别于百威英博的规模化扩张和成本领先战略，喜力集中资源打造高端化品牌，长期以来吨价表现均高于百威英博。同时，主销区的消费水平也有一定影响，喜力的美洲/西欧营收占比为 33%/40%，百威英博在北美/中美/南美地区的收入占比为 29%/25%/20%。

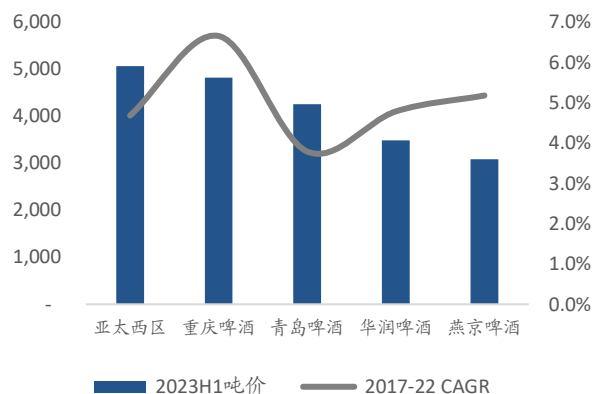
百威亚太作为在中国深度布局的外资啤酒巨头，最早享受国内啤酒高端红利，目前中国区的吨价表现仍旧领先多数竞品。为剔除不同头部酒企主销区比重的影响，我们综合比较了中国啤酒市场前五大啤酒企业的吨价表现（CR5=57.5%），2023H1 百威亚太西区（中国区为主）、重庆啤酒、青岛啤酒、华润啤酒和燕京啤酒的吨价分别为 5066/4822/4254/3484/3083 元/千升。由于国内啤酒在 2016 年后进入消费升级加速阶段，对手竞品在次高端以上价位均有布局、发力，因此国内啤酒吨价的增长中枢在近几年均有提升。但截至目前来看，百威英博的吨价表现依然稳居前列。

图43 头部啤酒企业整体吨价及增速比较



资料来源：彭博，企业年报，HTI

图44 中国啤酒市场头部酒企吨价比较



资料来源：wind，企业年报，HTI

### 3.3 品牌端：培育消费场景化属性，践行可持续发展道路

随着啤酒消费场景化属性的进一步强化，公司通过品牌营销积极探索多元化的结合，专属化培育自身的“啤酒+”场景。

在体育产业中，百威长期享有“体育之王”的称号。自 1986 年墨西哥世界杯以来，公司一直是国际足联与世界杯的官方赞助商，至今已 32 年，包括在 2022 年卡塔尔世界杯上，百威也拥有在比赛中独家销售啤酒的资格。公司与英超、西甲的合作开始于 2019 年 7 月，百威正式成为了二者的官方啤酒合作伙伴。同时，2020 年 2 月，英超官方宣布将联合百威推出“英超名人堂”，表彰自 1992 年以来在联赛中展现非凡才华的球员，名人堂的成员资格将是联赛授予球员的最高个人荣誉。

图45 百威英博体育项目赞助领地

体育项目	主要赞助
足球	FIFA、英超、西甲、尤文图斯、阿贾克斯、美国女足大联盟
橄榄球	职业橄榄球大联盟 (NFL)
棒球	美国职棒大联盟 (MLB)
篮球	NBA、WNBA 国家女子篮球联盟、NBA 发展联盟
冰球	国家冰球联盟 (NHL)
电竞	NBA 2K 联盟、守望先锋联赛 (OWL)
高尔夫	美巡赛 (PGA TOUR)

资料来源：公司官网，HTI

图46 2022 年世界杯赞助商



资料来源：公司官网，HTI

在音乐领域，公司将电音基因注入品牌文化深处，将节拍和音符都成为百威与年轻群体沟通、互动的桥梁。从签约 JW 和全球知名的 DJ Alok，到 Creamfields 奶油田电音节，再到称为“电音乌托邦”的国际顶级 Tomorrowland 音乐节。今年 7 月，公司再次携手 Tomorrowland，为电音爱好者打造了沉浸式的视听体验。特设 Bud Freedom Stage 全息投影舞台采用高科技 LED 集成、3D 装饰、机械效果以及标志性蝴蝶装饰等元素，让观众在声、光、影、电多维度氛围下体验感官盛宴，也让啤酒这一品类与年轻人紧密相连，百威的品牌形象也在年轻消费群体间更加具象、生动。

图47 2023 年百威 x Tomorrowland 电音节



资料来源：公司官网，HTI

公司的产品创意和研发创新持续受到社会认可，“科罗娜特选青柠”案例在 2023 戛纳狮子国际创意节上荣获具有“广告界最高成就”之称的“钛狮奖”。旨在表彰科罗娜创造的永续商业模式，生产高质量的青柠以支持四川的果农生计，同时为中国消费者提供科罗娜“青柠仪式”的独特体验。

在社会责任方面，公司积极推动守护水源、循环包装、智慧农业和气候行动等四大目标，践行可持续发展理念。11 月 30 日，《联合国气候变化框架公约》第二十八次缔约方大会（COP28）在阿联酋的迪拜召开，百威亚太采购及可持续发展副总裁杨凯再次强调了公司在 2018 年制定的 2025 可持续发展目标，并提出百威亚太在中国武汉和锦州拥有两家碳中和工厂，目前有 4 家工厂成功实现了 100%使用可再生能源；此外，公司在亚太地区已有 17 家工厂安装了太阳能光伏板，大大减少了二氧化碳排放。2025 年可持续发展目标内容包括：

- ✓ 智能农业：100%的百威英博签约种植者将具备相关技能、实现互联互通，并提升经济效益；
- ✓ 水资源管理：在用水高度紧缺的地区，100%社区在水供应及水质方面取得明显的改善；
- ✓ 包材使用：100%产品包装将是可回收的或大部分使用可循环材料生产；
- ✓ 气候保护：所购买的电力 100%来自可再生能源，二氧化碳排放降低 25%；
- ✓ 并于 2021 年进一步设定了 2040 年实现全价值链净零排放的宏伟愿景。

图48 COP28 大会公司携手价值链伙伴共同推进 2025 可持续发展目标

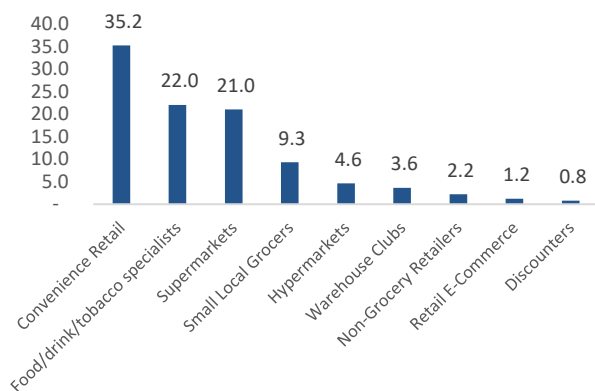


资料来源：公司官网，HTI

### 3.4 渠道端：完善数字化生态圈，推进多元化渠道发展

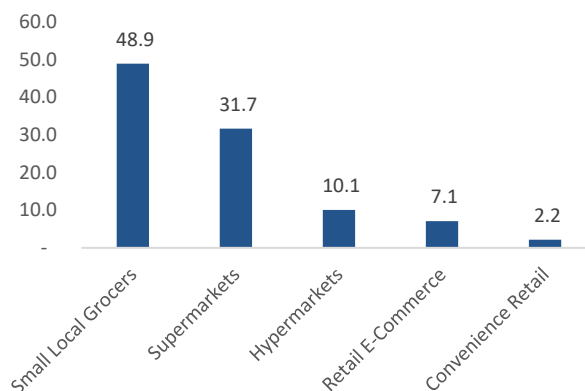
以美国和中国啤酒市场为例，二者餐饮和夜场渠道下的现饮占比分别为 25%/45%。非现饮渠道，美国地区渠道占比前三名为便利店、食品饮料零售商和超市，份额合计 78.2%；中国地区渠道占比前三名为小杂货店、超市和大卖场，合计占比 90.7%。

图49 美国市场啤酒非现饮渠道构成 (%)



资料来源：欧睿，HTI

图50 中国市场啤酒非现饮渠道构成 (%)



资料来源：欧睿，HTI

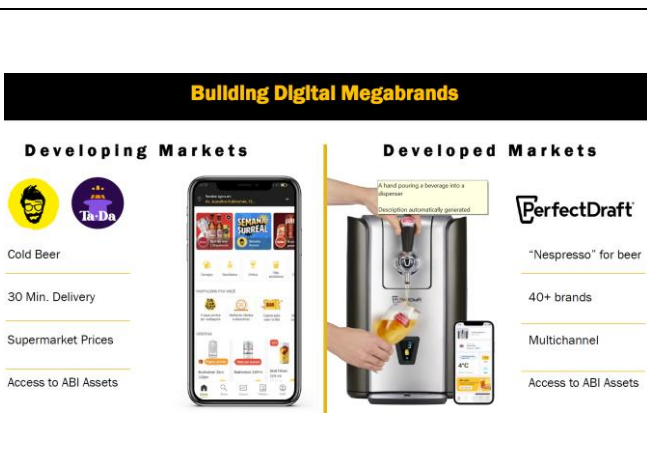
公司持续推进数位化与数字化生态圈建设，透过数位消费者、数位客户、数位供应链结合来展开一体化的成长。在数字化营销方面，截至今年 9 月，百威英博旗下 DTC 产品 Ze Delivery、Tada 和 PerfetDraft 目前已在全球 20 个市场上市，实现品牌与消费者的直接接触。

- ✓ Ze Delivery, 诞生于 2016 年, 主要辐射巴西地区, 目前覆盖了 60% 以上的消费者, 以 300 余个 SKU 每年为 800 多万消费者提供服务, 产品涵盖烈酒、软饮料、零食、木炭等各种类别, 以便让这些客户在访问其位于巴西的自有商店时获得更个性化的体验。
- ✓ TaDa, 借助 Ze Delivery 在巴西的成功经验, 通过 TaDa 品牌复制到全球其他地区, 主要辐射拉美和南非地区。目前墨西哥是 TaDa 最大的市场, 2023 年上半年成交订单 180 万单并获得 4.8 的推荐评级。
- ✓ PerfetDraft, 类似于“Nespresso 啤酒”的家庭式生啤酒机器, 消费者通过在网上或实体店购买小桶, 在家享受来自 40 多个不同啤酒品牌的生啤体验, 仅需支付市面上生啤售价的一半左右。目前主要辐射西欧的 7 个国家, 多在英国、法国等酒吧使用。

BEES 电子商务平台是百威英博建立的一个旨在帮助中小型零售商下订单、安排送货和管理发票的应用程序。该平台最初于 2019 年推出, 目前在 25 个市场拥有约 340 万月度活跃用户, 为数亿甚至数十亿消费者提供服务, 交易金额超过 350 亿美元。平台也通过第三方产品扩大了产品范围 (占 35%), 逐渐成为全球超级品牌。

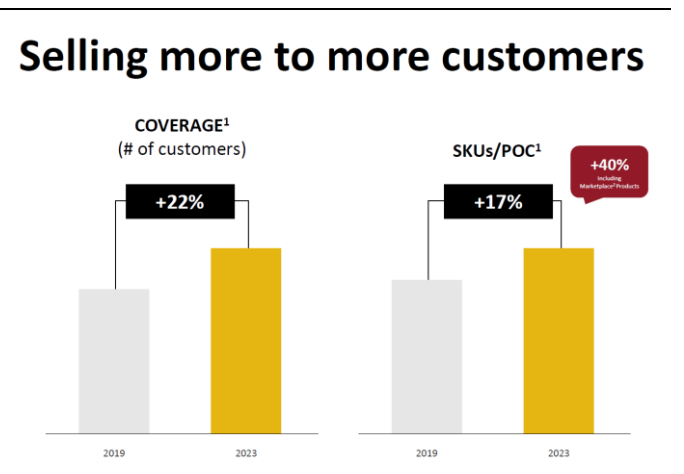
目前 BEES 在中国地区已扩展超过 220 个城市, 收入贡献达 45% 以上。截至 9 月, BEES 平台的消费者数量较 2019 年提升 22%, SKU 数量提升 17%。2023 年前三季度, BEES 平台已覆盖 25 个市场, 贡献公司总收入约 66%, 单三季度活跃用户数量和商品交易总额 GMV 分别较前一季度增长 11%/27%。

图51 DTC 旗下 Ze Delivery、Tada 和 PerfetDraft



资料来源：2023 年公司投资者日, HTI

图52 2023 年 BEES 电子商务平台覆盖率



资料来源：2023 年公司投资者日, HTI

2020 年以来中国地区受疫情反复影响, 现饮场景尤其是各大娱乐场所遭受巨大冲击, 夜场作为百威核心的优势渠道, 高端化进程受到拖累。与此同时, 在当前国内居民消费偏谨慎且餐饮消费有所回暖的市场环境下, 公司逐步加强了对餐饮及传统流通等非夜场渠道的重视度, 推动更多元的渠道发展, 提升下沉市场渗透率。

12 月 1 日, 公司与太古可口可乐正式签署经销合同, 将安徽、湖北两个省份的主要渠道百威公司系列产品经销权归为太古可口可乐所有, 在渠道创新与升级下, 寻找新的增长机遇。太古可口可乐通过位于大中华地区和美国的 36 所厂房, 生产超过 60 个饮料品牌并送达 8.82 亿消费者, 并在中国内地维护 200 万+线下终端。据太古可口可乐官网信息, 在湖北和安徽两省, 公司覆盖约 1.2 亿消费者, 拥有员工约 2900 名, 在零售网点具备渠道赋能的绝对优势。百威作为高端啤酒的先行者, 拥有领先的国际和本地品牌组合及营销经验, 双方联合也有利于增厚太古可口可乐的整体利润。

#### 4. 投资建议与盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年营收为 602.6/636.4/659.2 亿美元，归母净利润为 54.9/71.4/79.4 亿美元，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 2.68/3.47/3.86 美元。参考 2023 年可比公司估值 15.4x，考虑到公司是全球啤酒市场龙头，具备一定的估值溢价，给予 2024 年 20x PE，对应目标价 69 元，首次覆盖给予“中性”评级。

表3 分项收入分析 (百万美元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	57,788	60,260	63,643	65,918
yoy	6%	4%	6%	4%
总销量 (万千升)	5,951	5,875	5,993	6,085
yoy	2%	-1%	2%	2%
单价 (美元/千升)	971	1,026	1,062	1,083
yoy	4%	6%	4%	2%
北美	16,566	15,431	16,070	16,483
yoy	2%	-7%	4%	3%
中美	14,180	16,153	17,540	18,388
yoy	13%	14%	9%	5%
南美	11,599	12,476	13,341	13,912
yoy	22%	8%	7%	4%
欧洲中东及非洲	8,120	8,552	8,923	9,181
yoy	1%	5%	4%	3%
亚太	6,532	6,944	7,128	7,359
yoy	-5%	6%	3%	3%
其他	791	703	640	596
yoy	-30%	-11%	-9%	-7%

资料来源：彭博，HTI

#### 5. 风险提示

行业竞争加剧，高端化不及预期，原材料成本上升

表4 可比上市公司估值预测

上市公司	证券代码	收盘价	EPS (美元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
喜力	HEIA.AS	92	5.31	6.01	6.67	18.9	16.7	15.0
安贝夫	ABEV.N	3	0.19	0.20	0.21	14.8	13.9	13.3
嘉士伯	CARLB.CO	845	7.80	8.40	9.34	15.9	14.7	13.2
朝日啤酒	2502.T	5336	2.34	2.64	2.86	16.0	14.1	12.9
华润啤酒	0291.HK	33	0.23	0.28	0.33	18.5	15.2	12.8
青岛啤酒	600600.SH	71	0.45	0.54	0.61	22.5	19.0	16.7
平均值						15.4	16.6	

资料来源：彭博，HTI

注：收盘价为 2023 年 12 月 22 日，盈利预测来源于彭博一致预期，以上公司股价分别以欧元、美元、丹麦克朗、日元、人民币、人民币计量。EPS 单位均为美元。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标 (美元)					净利润	7,597	7,456	9,241	10,143
每股收益	2.91	2.68	3.47	3.86	折旧摊销	5,078	5,213	5,425	5,591
每股净资产	41.03	43.27	45.95	48.73	营运资本变化	-346	718	785	569
每股经营现金流	6.47	6.72	7.66	8.04	其他	969	413	297	245
每股股利	0.75	1.00	1.25	1.50	经营活动现金流	13,298	13,800	15,749	16,548
价值评估 (倍)					收购投资	-70	0	0	0
P/E	22.20	24.11	18.57	16.71	资本性支出	-5,160	-4,881	-5,410	-6,130
P/B	1.57	1.49	1.40	1.32	其他	610	0	0	0
P/S	2.29	2.20	2.08	2.01	投资活动现金流	-4,620	-4,881	-5,410	-6,130
股息率%	1.2%	1.6%	1.9%	2.3%	借款变动	-7,265	0	0	0
盈利能力指标 (%)					其他	-3,355	-4,299	-4,941	-5,574
毛利率	54.5%	54.1%	55.3%	55.6%	融资活动现金流	-10,620	-4,299	-4,941	-5,574
净利润率	10.3%	9.1%	11.2%	12.0%	净现金流	-1,942	4,620	5,399	4,844
净资产回报率	9.0%	8.4%	9.8%	10.1%					
投资回报率	6.4%	7.2%	7.7%	8.0%	资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利增长 (%)					流动资产	23,186	28,278	34,500	39,949
营业收入增长率	6.4%	4.3%	5.6%	3.6%	现金及现金等价物	9,973	14,593	19,992	24,836
EBIT 增长率	2.3%	4.6%	9.2%	5.2%	存货	6,612	6,870	7,319	7,646
净利润增长率	27.8%	-8.0%	29.9%	11.3%	应收账款及票据	5,330	5,544	5,919	6,196
资产负债率	60.4%	59.2%	57.8%	56.4%	其他	1,271	1,271	1,271	1,271
					非流动资产	189,757	189,456	189,472	190,043
					固定资产	26,671	26,339	26,324	26,863
					商誉	113,010	113,010	113,010	113,010
					无形资产	40,209	40,209	40,209	40,209
					联营公司投资	4,656	4,686	4,718	4,751
					递延所得税	2,300	2,300	2,300	2,300
					其他	2,911	2,911	2,911	2,911
					总资产	212,943	217,733	223,972	229,993
					流动负债	34,383	35,573	37,182	38,356
					应付账款及票据	26,349	27,539	29,148	30,322
					金融负债	5,308	5,308	5,308	5,308
					短期借款	1,029	1,029	1,029	1,029
					应付税款	1,438	1,438	1,438	1,438
					其他	259	259	259	259
					非流动负债	94,282	93,322	92,362	91,402
					长期借款	78,880	78,270	77,660	77,050
					养老金固定收益	1,534	1,534	1,534	1,534
					递延所得税	11,818	11,818	11,818	11,818
					其他	2,050	1,700	1,350	1,000
					股本	1,736	1,736	1,736	1,736
					储备	71,662	75,785	80,948	86,329
					股东权益 (不含少数股东权益)	73,398	77,521	82,684	88,066
					少数股东权益	10,880	11,317	11,744	12,169
					负债及所有者权益	212,943	217,733	223,972	229,993

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 12 月 22 日; (2) 以上各表均为简表, 单位美元  
资料来源: 公司年报 (2022), HTI

**APPENDIX 1****Summary**

Global leading beer brewer, optimizing business to alleviate debt pressure. In the early stage, the company achieved a rapid expansion of its business in the global market through mergers and acquisitions, becoming a leading beer brewer and one of the top five consumer goods companies in the world. In 2022, the company's global beer sales and retail market share reached 26.1%/24.6%, more than twice the share of the second largest beer company, Heineken, and maintaining a long-term position as the industry leader. In recent years, the company has appropriately optimized its business scope by selling its Australian subsidiary CUB Brewery, some craft beer business, and Russia business in June 2020, August 2023, and December 2023, respectively.

After the epidemic, the recovery of industry ton prices is faster than sales, and there is differentiation in different regions. According to Euromonitor data, the global beer market size in 2022 is approximately \$710 billion, with a volume/price growth rate of 2.6%/6.8%. Compared to before the 2019 pandemic, there is still a gap in sales (99.5%), but due to overseas inflation, product price increases and consumption upgrades, the ASP has recovered to 106.1%. From a regional perspective, competitive landscape in North America is stable. The beer industry in Latin America is experiencing a simultaneous increase in volume and price. But there is a significant differentiation in the Asia Pacific region. From 2016 to 2022, the CAGR of the beer market size in the Philippines/Vietnam/India/China/Japan was 8.4%/8.0%/5.3%/4.4%/-4.1%. It is expected that the global beer industry will continue to expand at a rate of increasing sales by a low digit and increasing price by a medium-low digit from 2023 to 2027.

The sales in the North American market are under pressure, but the performance met the previous guidance. In 9M23, the company achieved a revenue of 44.9 billion US dollars, a yoy increase of 4.2% (organic growth of 8.3%). The sales volume/ton price was -1.4%/+5.7% yoy, with a remarkable growth rate in the China region and volume/price ratio of +5.7%/+6.4% yoy. In the US region, due to the decline in sales of Bud light and differences in stocking pace under the background of price increases, the estimated volume has dropped by 12%. In 9M23 company achieved an EBITDA of 15.1 billion US dollars, a yoy increase of +1.4% (organic growth of 7.3%), in line with the previous guidance of 4-8%. The EBITDA margin was 33.6%, with a yoy decrease of -0.9pct. North America and EMEA caused a drag (-4.9pct/-2.1pct), mainly due to the decline in sales, which affected fixed cost amortization. At the same time, South Africa faced significant cost pressure and North America increased channel expenses and brand marketing investment. The ratio of net debt to EBITDA in Q2 2023 was 3.7x, and the financial expense ratio (8.3%) in 9M23 was higher than that of peers, indicating that debt pressure is still ongoing.

With diversification and digital development, share buybacks are still on the way. The company has over 500 brands worldwide and operates in over 150 countries. It implements differentiated product combinations and marketing strategies tailored to local conditions, and efficiently allocates resources. In terms of channels, the company continues to promote the construction of a digital ecosystem. Currently, the BEES platform has covered 25 markets and contributed approximately 66% of total revenue. On December 1st, the cooperation between the company and Taikoo Coca Cola was first launched in Anhui and Hubei in China, and the company's penetration into off-trade channels and downstream markets is expected to strengthen. On October 31st, the company announced a \$1 billion share buyback plan, which is expected to enhance market confidence. As of December 22, the company has repurchased approximately 5.1 million shares.

Investment advice and earnings forecasts. We expect the company's revenue from 2023 to 2025 to be 60.3/63.6/65.9 billion US dollars, and profit attributable to the parent company will be 5.5/7.1/7.9 billion US dollars, corresponding to EPS of \$2.68/3.47/3.86. Referring to the valuation of comparable companies in 2023 at 15.4x, considering that the company is a leader in the global beer market with a certain valuation premium, we give it a valuation of 20x PE for 2024, corresponding to a target price of \$69. We initiate coverage with a NEUTRAL rating.

Risks: Intensified industry competition, lower than expected high-end, and rising raw material costs



## 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，陈子叶，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 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Susie Chen, 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 3 business 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 3 个工作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 3 business 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).

香港华润(集团)有限公司上海代表处目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

香港华润(集团)有限公司上海代表处 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

### 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

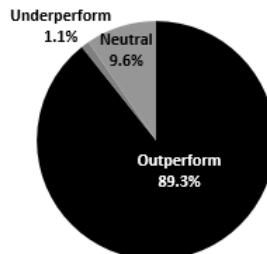
各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

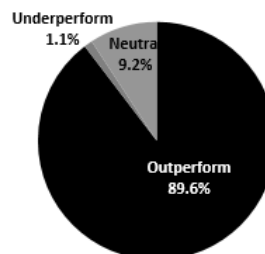
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its

### 评级分布 Rating Distribution

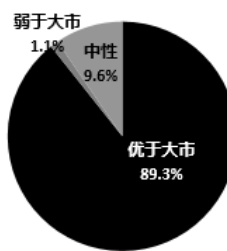
Most Recent Full Quarter



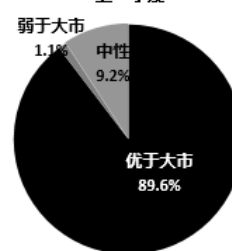
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



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 2023 年 9 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
海通国际股票研究覆盖率	89.3%	1.1%	9.6%
投资银行客户*	3.9%	5.8%	10.0%

\*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, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.3%	1.1%	9.6%
IB clients*	3.9%	5.8%	10.0%

\*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了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**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。海通证券（600837.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，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 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. Haitong Securities (HS; 600837 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 HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS 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 HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款:** 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 盟浪并不因此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 disclaimer 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、HTISGL 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

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](http://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](http://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 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。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.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话: (212) 351 6050

## 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 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. 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.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**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”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“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》(第 289 章) 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  
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623  
电话: (65) 6536 1920

**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](http://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。

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](mailto: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") (Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("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 (Cap. 289). 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) 6536 1920

**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](http://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”).

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](mailto: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>

---