

# 朝日集团 Asahi Group Holdings (2502 JP)

## 首次覆盖: 本土业绩有支撑, 海外份额或提升

### Positive factors emerged in Japan, expecting overseas market share gain: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

#### 首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	¥5,473
目标价	¥6,648
市值	¥2,775bn / US\$17.95bn
日交易额 (3个月均值)	US\$67.98mn
发行股票数目	507.00mn
自由流通股 (%)	94%
1年股价最高最低值	¥5,950-¥5,010

注: 现价 ¥5,473 为 2024 年 4 月 22 日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-1.1%	-1.5%	11.7%
绝对值 (美元)	-3.5%	-5.6%	-2.7%
相对 Topix	3.5%	-6.1%	-17.0%

(¥bn)	Dec-23A	Dec-24E	Dec-25E	Dec-26E
营业收入	2,769	2,961	3,043	3,106
(+/-)	10%	7%	3%	2%
净利润	164	200	215	230
(+/-)	8%	22%	7%	7%
全面摊薄 EPS (¥)	324	396	424	454
毛利率	36.1%	37.1%	37.4%	37.6%
净资产收益率	6.7%	7.7%	7.9%	8.0%
市盈率	17	14	13	12

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

**百年啤酒品牌, 优秀的管理能力支撑公司穿越本土行业周期, 开拓海外第二成长曲线。**朝日啤酒自 1889 年成立之初便是日本啤酒市场的三大龙头之一, 二战后由于品牌老化、家庭渠道扩张缓慢等问题, 市占率一度跌至 10%。经过大规模市场调研和产品研发实验, 1987 年推出的大单品 Super Dry 带领公司重回巅峰。品牌市占率长期稳定在 40% 以上, 是日本销量排名第一的啤酒。受制于本土消费环境和高酒税影响, 公司从 90 年代起便探索软饮料、食品以及海外业务。2016 年/2020 年相继收购欧洲/澳洲地区啤酒公司, 股价涨幅引领东证食品指数。公司以管理改革为基础, 目标在 2030 年成为国际啤酒龙头公司之一。2023 年, 朝日集团超半数收入来自海外市场, 超半数员工为非日本裔。

**啤酒高端化、品牌全球化、品类创新化。**公司通过全球品牌和啤酒高端化推动现有业务地区的增长, 并拓展新市场; 抓住消费者健康意识增强等趋势带来的需求, 发展无酒精啤酒、预调酒等啤酒接近品类。同时, 积极寻找海外的并购机会。全球化方面, 扩张五大高端全球品牌以及在各地收购的本土品牌。截止 2023 年, 公司在澳大利亚、罗马尼亚、捷克、波兰等国家啤酒市占率排名第一。高端化方面, 2023 年公司在全球范围内的啤酒均价同比增长约 10%, 五大高端全球品牌的海外销量同比增长约 4%。

**2023 年业绩基本符合预期, 海外销量显韧性。**2023 年公司营收/核心营运利润同比 +6.8%/+3.9%, 分地区来看, 日本/欧洲/大洋洲营收分别同比 +4.7%/+8.3%/+9.1%, 核心营运利润分别同比 +9.8%/-1%/+0.8%。2023 年海外通胀高企, 各国际啤酒龙头公司业绩均有不同程度承压。受益于良好的成本费用管控能力、有效的营销和提价策略、全球品牌的影响力扩张, 公司业绩展现出相对韧性。在日本、欧洲和大洋洲, 公司的啤酒销量增速均优于行业水平。

**展望 2024 年, 我们认为公司在本土和大洋洲的核心营运利润将持续改善, 欧洲业绩不确定性强, 但市场份额有望稳步提升。**根据公司指引, 2024 年预计营收/核心营运利润同比 +3.6%/+4.2%, 分地区来看, 日本/欧洲/大洋洲营收分别同比 +2.0%/+7.5%/+6.8%, 核心营运利润分别同比 +1.9%/+1.3%/+9.9%。日本市场今年一季度啤酒销售数据反馈 Super Dry 增长强劲, 软饮料提价也有望弥补原材料成本上涨。欧洲地区啤酒高频数据表现良好, 公司市占率有望提升, 但原材料、能源、工资等成本不确定性仍然较强。

**投资建议与盈利预测。**我们预计公司 2024-2026 年营收为 29609/30427/31058 亿日元, 归母净利润为 2005/2150/2301 亿日元, 对应 2024-2026 年 EPS 分别为 396/424/454 日元。公司目前仍然处于全球化扩张期, 受益于欧洲、大洋洲地区的啤酒高端化, 归母净利率仍有一定提升空间, 且公司积极寻找海外收并购机会, 成长可期。参考国际啤酒可比公司估值, 给予 2024 年 16.8x PE, 对应目标价 6648 日元, 首次覆盖给予“优于大市”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。

芮雯 Raven Rui  
raven.w.rui@htisec.com

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

闻宏伟 Hongwei Wen  
hongwei.wen@htisec.com

## 1. 公司介绍：品牌长青，管理常新，出海开启下一个百年

### 1.1 发展历程：日本啤酒龙头，内生外延穿越行业周期

**1889-1949 年：**公司的前身大阪麦酒是日本啤酒行业萌芽期的三大龙头之一。19 世纪中后期，明治维新使日本民众的生活习惯逐渐西化，对啤酒的需求开始增加。最初日本的啤酒消费以进口为主，价格昂贵，日本政府通过出资设厂和关税保护等方式扶植国产啤酒发展。1889 年，朝日啤酒的前身大阪麦酒酿造公司正式成立，同时期成立的还有日本麦酒（生产惠比寿啤酒，后并入札幌啤酒）和札幌麦酒（札幌啤酒前身），标志着日本啤酒行业的起步。

1906 年，为避免国内过度竞争，三者合并成立大日本麦酒株式会社，市场份额达近 7 成。1949 年，由于反垄断法的推出，大日本麦酒按照 50%/50% 的比例分拆为以日本西部为主要销售地区的朝日啤酒，和以日本东部为主要销售地区的札幌啤酒，市占率各为 36% 左右，另一啤酒巨头麒麟啤酒的市占率约为 27%。同年 9 月，朝日啤酒在东京证券交易所上市。

图 1 1892 年，大阪麦酒在吹田设厂生产朝日品牌啤酒



资料来源：公司官网，HTI

图 2 朝日品牌获得多个国际奖项

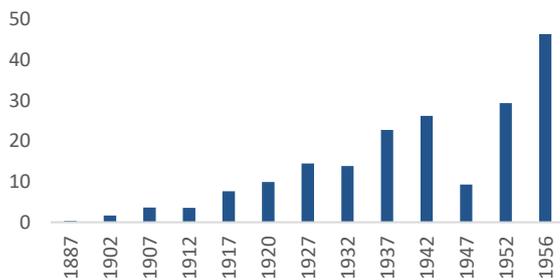


1893 年，“朝日啤酒”在芝加哥世博会上获得最优奖项

1900 年，“朝日生啤酒”在巴黎世博会上斩获金奖

资料来源：公司官网，HTI

图 3 日本啤酒产量（万千升），1887-1956 年



资料来源：Jeffrey W. Alexander 《Brewed in Japan》，HTI

表 1 1901 年和 1949 年日本国内主要啤酒生产商年产量

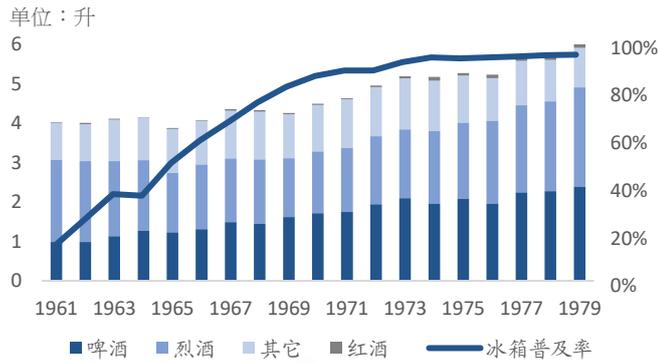
品牌	朝日啤酒	麒麟啤酒	惠比寿啤酒	札幌啤酒
公司	大阪麦酒	日本啤酒	日本麦酒	札幌麦酒
总部所在地	大阪	横滨	东京	札幌
1901 年产量 (千升)	5359	2850	5945	2451
1949 年产量 (千升)	92901	71254	90375	

资料来源：Jeffrey W. Alexander 《Brewed in Japan》，HTI

**1950-1986 年：**日本啤酒行业飞速发展，面对渠道变革和竞争加剧，朝日市占率一度降至 10%。战后随着日本经济发展和城市化率提高，啤酒成为大众化的消费品。电冰箱的普及推动啤酒的消费场景从餐饮场所扩散到家庭消费，由于酒类销售许可的限制，这一时期日本啤酒分销渠道主要为餐饮店、酒类专卖店及宅配到家。

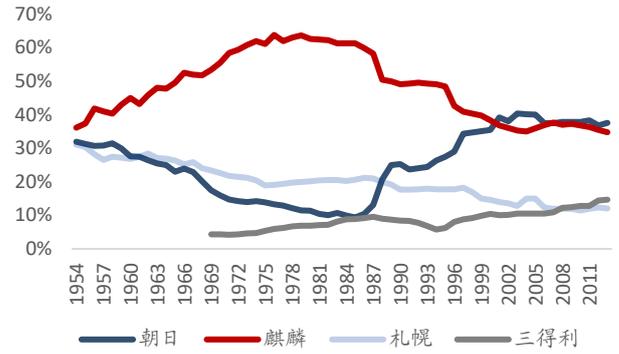
竞争格局上，1963 年威士忌生产商三得利入局啤酒，行业变为四大寡头垄断。其中，麒麟啤酒率先抢占家庭渠道，并在 60 年代以平均每年增设一个酿酒厂的速度在全国进行产能扩张，市占率曾一度高达 60% 以上。80 年代中期，百威、喜力等国际品牌进入日本市场，但由于售价昂贵，分销受阻，市占率总和不超过 3%。在行业的快速成长期，各大啤酒厂商涨价步调基本一致，主要依靠口感和包装创新提供差异化产品，例如，三得利 1967 年推出日本首款纯生啤酒，引领了日本啤酒偏好向口味较淡的生啤酒的转变，到 1985 年，生啤酒占日本啤酒市场份额的 41%。

图 4 日本人均酒精消耗量(左轴)与冰箱普及率(右轴), 1961-1979 年



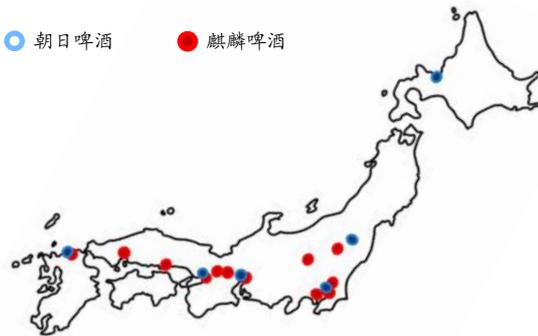
资料来源：世界卫生组织，日本统计局，HTI  
注：人均酒精消耗量以纯酒精量计

图 5 日本四大啤酒厂商市场份额变化, 1954-2013 年



资料来源：公司 2013 年年报，HTI

图 6 1980 年朝日啤酒和麒麟啤酒在日本产能分布



资料来源：公司公告，麒麟官网，HTI

图 7 公司引领日本啤酒容器创新



1958 年，朝日啤酒推出日本首个罐装啤酒产品

1971 年，朝日啤酒推出日本首个铝罐装啤酒产品

资料来源：公司官网，HTI

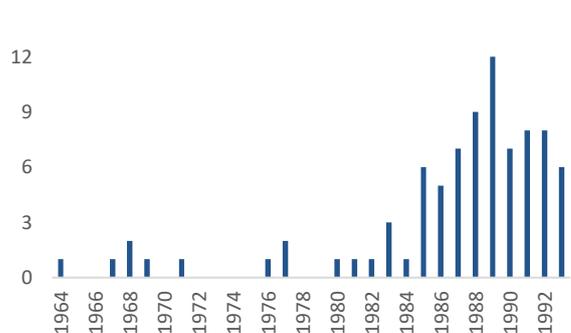
**1987-2001 年：日本啤酒行业逐渐进入存量竞争时代，朝日凭借大单品 Super Dry 绝地反击，引领行业创新变革。**80 年代，消费者世代更迭，女性饮酒者增加，同时，随着便利店和自动贩卖机的兴起，购买啤酒变得更为便捷。1982 年，曾领导马自达重建的住友银行副行长村井勉应邀担任朝日啤酒社长进行改革，他敏锐察觉到消费者口味的变化，组织大规模的市场调研和实验，研发具有全新口感的啤酒。1987 年 3 月，公司推出干啤“Super Dry”，一经上市便供不应求，首年销量超 1350 万箱，创下行业记录，公司当年销售额同比增长 33%。由于 Super Dry 颠覆性的成功，各大品牌纷纷效仿，加大产品创新力度。1964-1984 年，日本啤酒行业平均每年推出 0.76 个新品；1985 年-1993 年，行业平均每年推出 7.56 个新品。

图 8 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  
注：市场份额以占传统啤酒销量比重计算

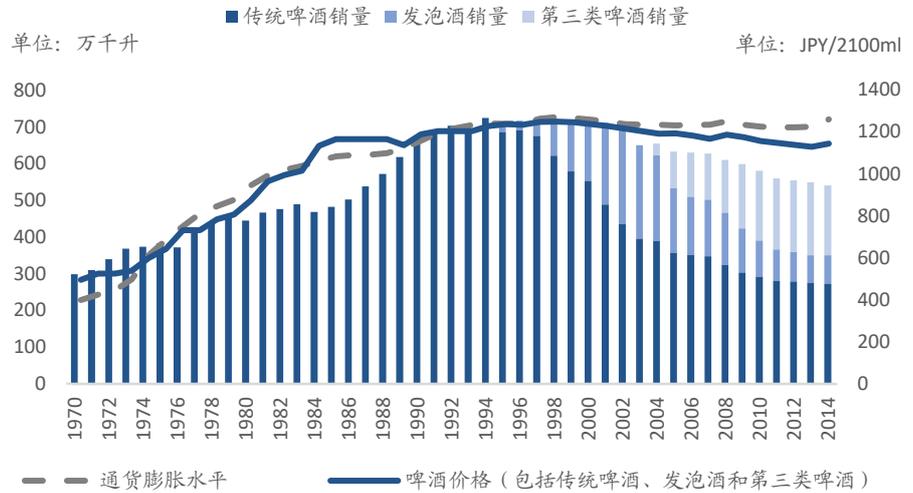
图 9 日本啤酒行业每年推出新品数量, 1964-1993 年



资料来源：Jeffrey W. Alexander 《Brewed in Japan》，HTI

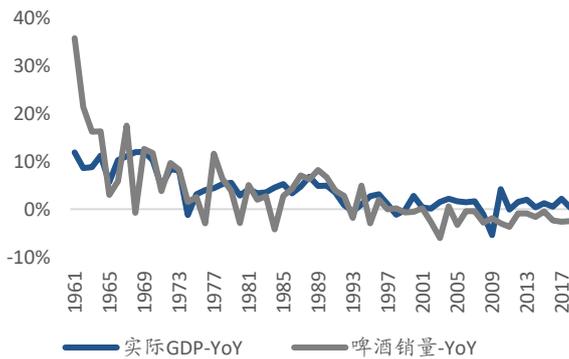
随着经济放缓和人口老龄化，日本啤酒销量在 1994 年左右见顶。1961-1994 年，日本啤酒销量 CAGR 约为 4.3%，价格方面，除了 90 年代末期酒类销售许可放开，大众零售商低价促销啤酒而爆发价格战之外，行业涨价幅度基本与整体 CPI 水平步调一致；1994-2018 年，日本啤酒销量 CAGR 约为 -0.7%，且均价下滑较为显著。一方面，长期通缩使消费者对价格更为敏感，啤酒厂商难以提价。另一方面，日本政府对啤酒按麦芽含量征税，传统啤酒的税负率高达 40%，1994 年起行业陆续研发出低麦芽含量的发泡酒和不含麦芽的第三类啤酒避税，拉低了整个啤酒品类的均价。

图 10 日本啤酒销量(左轴)及均价(右轴)，1970-2014 年



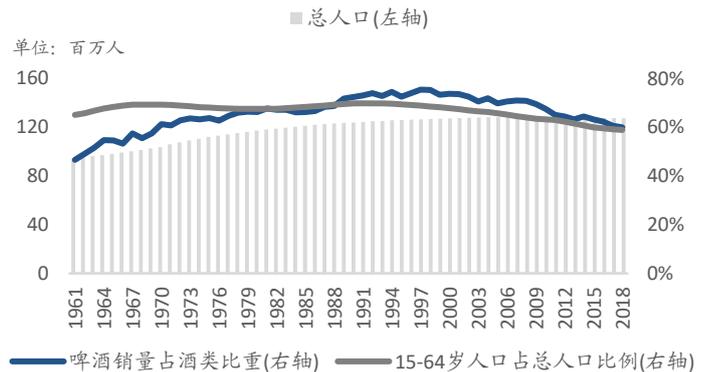
资料来源：日本国税厅，日本统计局，世界银行，公司公告，HTI

图 11 日本实际 GDP 增速和啤酒销量增速，1961-2018 年



资料来源：美联储经济数据，日本国税厅，HTI

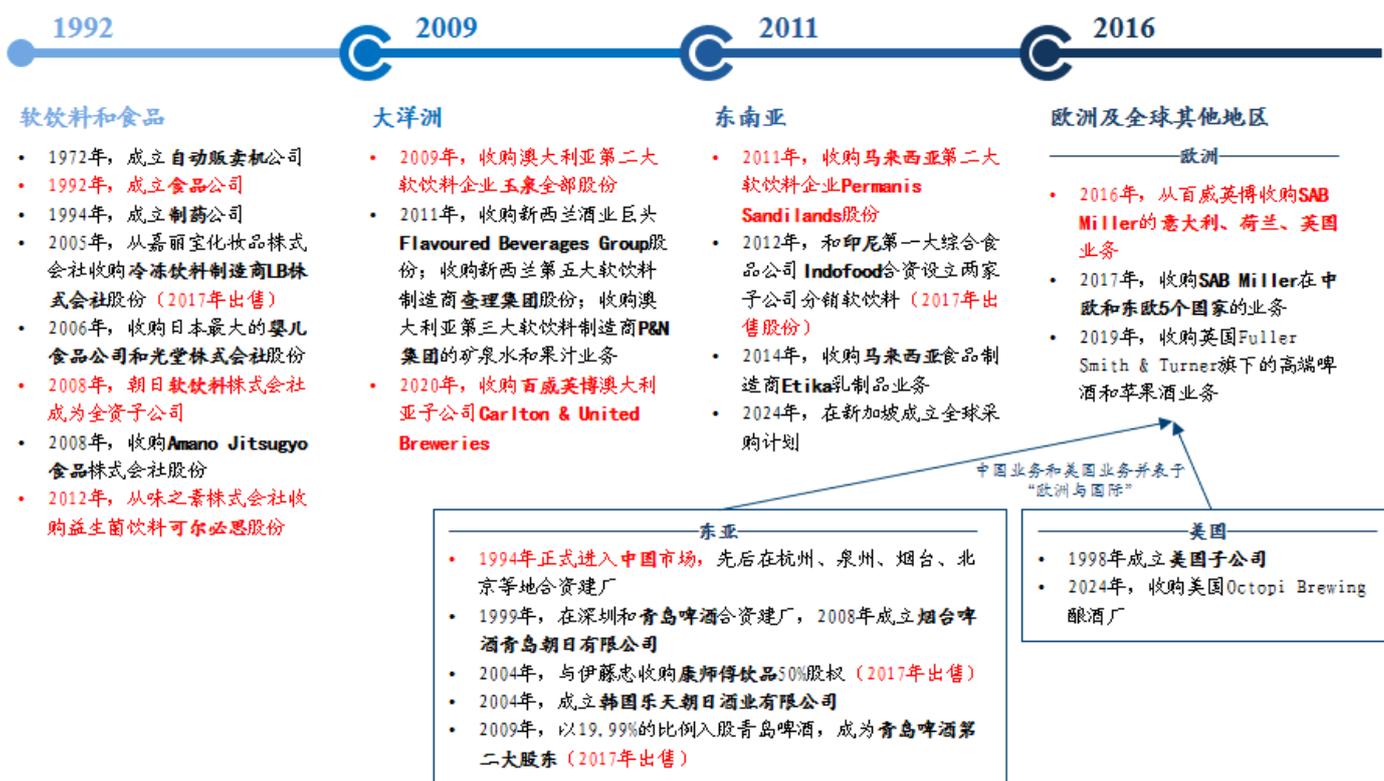
图 12 随着日本人口老龄化，啤酒销量占酒类比重降低



资料来源：世界银行，日本国税厅，HTI

**2001 年至今：日本啤酒市场逐渐萎缩，朝日探索多元化与国际化发展。**从 90 年代开始，公司先后在食品、软饮料和国际市场布局，凭借良好的经营管理能力，自 2001 年初至今年 3 月，公司股价约上涨 540%，同期东证食品指数约上涨 186%。公司还曾涉足过房地产、金融等领域，但 2012 年剥离相关业务，专注于食品饮料行业的发展。2000 财年，公司本土酒精饮料收入占总营收的约 80%，而 2023 财年，海外业务收入占总营收的约 50.8%，本土软饮料和食品业务收入占总营收的约 20%。今年 2 月，管理层表示正在非洲、亚洲、南美洲等地区寻找收购目标，目标到 2030 年将 Super Dry 的海外销量翻四番。

图 13 公司多元化及国际化业务布局的重要事件



资料来源: 公司公告, 新闻整理, HTI

## 1.2 企业治理: 打造高效开放的国际化组织

公司的董事会成员经验丰富, 背景多元。截止 2023 年底, 董事会 8 位成员中包含 4 位内部董事, 均为在公司供职 35 年以上, 具有深厚经验的高级管理人才; 4 位外部董事, 均为具有一定社会影响力的政治、商业、学术和传媒界人士。2023 年外部董事占比由 2022 年的 37.5% 提升至 50%, 董事会更具多样性和独立性, 公司致力于持续提升外部董事占比, 以提高国际视野和治理水平。

表 2 朝日集团董事会成员主要工作经历, 截止 2023 年 12 月 31 日

小路明善	勝木敦志	谷村圭造	崎田薫
<b>董事会主席</b>	<b>总裁兼首席执行官、代表董事</b>	<b>董事执行副总裁首席人力资源官</b>	<b>董事执行副总裁首席财务官</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>1975年4月加入公司</li> <li>2003年3月起任朝日软饮料企划部高级总经理</li> <li>2011年7月起任朝日啤酒总裁及代表董事</li> <li>2016年3月起任集团总裁、代表董事、COO</li> <li>2018年3月起任集团总裁、代表董事、CEO</li> <li>2021年3月至今任董事会主席</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1984年4月加入朝日下属威士忌子公司, 2002年9月转入总公司</li> <li>2011年7月起任业务开发部总经理</li> <li>2014年4月起任朝日澳大利亚有限公司董事、Group CEO</li> <li>2019年3月起任集团常务执行官、CFO</li> <li>2021年3月至今任集团总裁、代表董事、CEO</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1989年4月加入公司</li> <li>2017年3月起任人力资源部总经理</li> <li>2020年3月起任首席人力资源官</li> <li>2023年3月至今任董事执行副总裁兼首席人力资源官</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1988年4月加入公司</li> <li>2018年3月起任采购部总经理</li> <li>2020年4月起任采购部部长</li> <li>2023年3月至今任董事执行副总裁兼首席财务官</li> </ul>

(接上页)

Christina L. Ahmadjian	佐々江賢一郎	大橋徹二	松永真理
<b>外部董事</b>	<b>外部董事</b>	<b>外部董事</b>	<b>外部董事</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢1995年1月起任哥伦比亚商学院助理教授</li> <li>➢2004年1月起任一桥大学国际企业战略研究生院教授</li> <li>➢2010年4月起任一桥大学国际企业战略研究生院院长</li> <li>➢2018年4月起任一桥大学商业管理研究生院教授</li> <li>➢2019年3月至今任集团董事</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢1974年4月加入日本外务省</li> <li>➢2002年3月起任日本外务省经济局局长</li> <li>➢2005年1月起任日本外务省亚洲大洋洲局局长</li> <li>➢2010年8月起任外务事务次官</li> <li>➢2012年9月起任日本驻美国大使</li> <li>➢2020年12月至今任日本国际问题研究所理事长</li> <li>➢2022年3月至今任集团董事</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢1977年4月加入小松制作所株式会社</li> <li>➢2004年1月起任小松制作所美国总裁及COO</li> <li>➢2013年4月起任小松制作所总裁、代表董事及CEO</li> <li>➢2019年4月至今任小松制作所董事会主席</li> <li>➢2022年3月至今任集团董事</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢1977年4月加入Recruit Holdings Co., Ltd.</li> <li>➢1986年7月起任《就职》杂志主编</li> <li>➢1997年7月起任NTT DOCOMO网关事业部企划室主任</li> <li>➢2000年4月设立松永真理事务所，任代表</li> <li>➢2023年3月至今任集团董事</li> </ul>

资料来源：公司公告，HTI

**持续优化企业治理结构以促进国际化和可持续发展。**公司每年在第三方机构的协助下对董事会、审计及监事会和各委员会进行绩效评估，以提升决策有效性。同时，对内部董事实施股权激励，据2023年公司发布的企业治理报告，公司总裁年收入中35%为固定薪酬，50%为奖金，15%为股票报酬。奖金的考核指标为核心营业利润等短期财务指标，以及社会价值等中期可持续发展指标。

表3 公司董事奖金和股票激励机制

	年度奖金	中期奖金	股票报酬
<b>考核时间段</b>	每个财年	每3年	每3年
<b>支付方式</b>	现金	现金	股票
<b>支付时间</b>	每年3月	考核期结束后的下一年3月	退休后
<b>考核 KPI</b>	核心营运利润占比 50%， 归母净利润占比 50%	财务指标占比 60%， 可持续发展指标占比 40%	无
<b>扣减和追回 (激励报酬返还)</b>	不适用	适用	适用

资料来源：公司公告，HTI

**打造国际化组织被列为公司中长期管理政策的战略支柱之一。**2018年起，公司将董事会主席与CEO职能分离，以制衡监督和运营权力。人力资本方面，倡导“多样、平等、包容”的企业文化，截止2023年，超半数的员工为非日本裔。公司致力于促进管理层背景的多元化，2023年，公司女性管理层比例为27%，目标在2030年之前将女性管理层的比例提升至40%，领先全球平均水平。

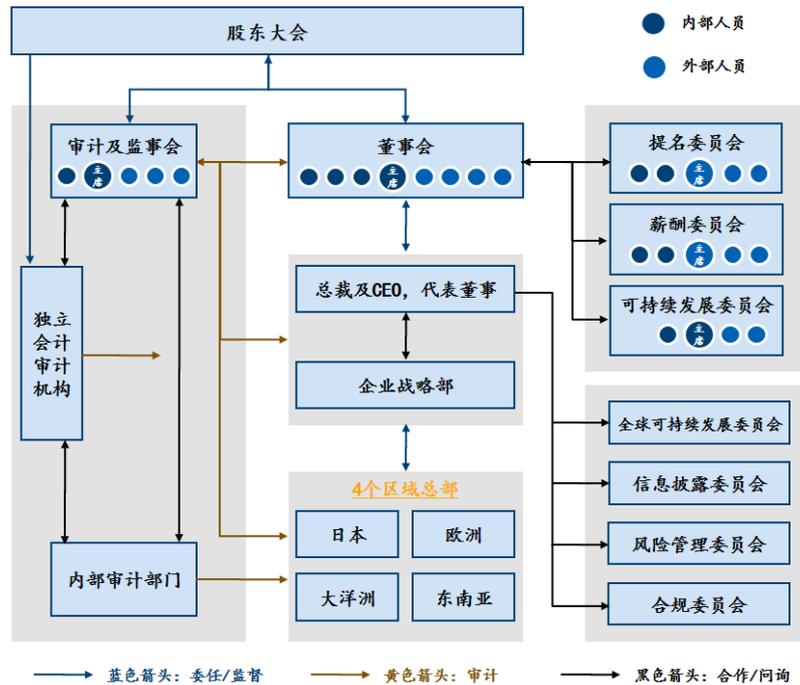
**今年3月26日举行年度股东大会后，集团新增三位董事会成员。**包括一位内部董事，西中直子女士（现任公司审计与监事会成员）；和两位外部董事，Melanie Brock女士（现任Melanie Brock咨询公司CEO）和佐藤千佳女士（现任日本电气首席多元化官）。同时，公司组织架构也有一定调整，设立执行委员会和集团CxO职位，将各区域总部的CEO纳入集团执行领导团队。

表4 集团执行委员会构成，2024年4月1日起生效

集团 CxO						区域 CEO			
<b>首席执行官</b> 勝木敦志	<b>首席人力官</b> 谷村圭造	<b>首席财务官</b> 崎田薫	<b>首席增长官</b> 朴泰民	<b>首席可持续发展官</b> Drahomira Mandikova	<b>首席研发官</b> 佐見学	<b>日本 CEO</b> 濱田賢司	<b>欧洲 CEO</b> Paolo Lanzarotti	<b>大洋洲 CEO</b> Amanda Sellers	<b>东南亚 CEO</b> Erwin Selvarajah

资料来源：公司公告，HTI

图 14 朝日集团企业治理结构示意图，截止 2023 年 12 月 31 日



资料来源：公司公告，HTI

不断调整运营架构以适应业务发展。2011 年，随着多个并购项目的落地，朝日啤酒株式会社变更为朝日集团控股有限公司，是一家纯控股公司，旗下业务划分为酒精饮料、软饮料、食品和海外业务四大板块。2022 年初，由于海外业务不断壮大，公司将运营架构重新按地区划分，在 4 个主要市场分设区域总部，全球总部制定战略计划，各区域总部依当地情况执行并向总部汇报，管理上更具灵活性。

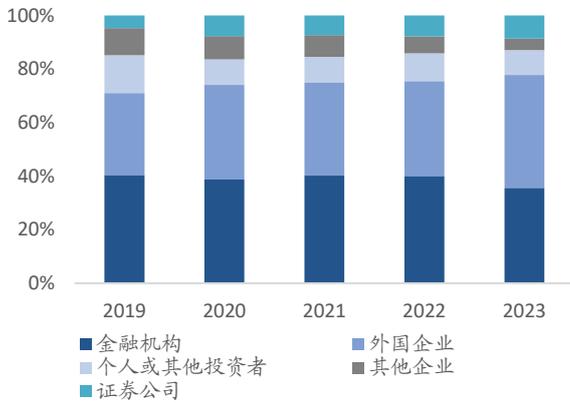
图 15 朝日集团主要子公司，截止 2023 年 12 月 31 日

朝日集团控股有限公司 (Asahi Group Holdings, Ltd.)				
日本	欧洲	大洋洲	东南亚	其他
<p><b>区域总部</b> 朝日集团日本有限公司 (Asahi Group Japan, Ltd.)</p> <p><b>酒精饮料业务</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•Asahi Breweries (生产啤酒)</li> <li>•The Nikka Whisky Distilling(生产烈酒)</li> <li>•Enoteca(生产红酒)</li> <li>•Asahi Draft Marketing (现饮瓶装生啤的行销)</li> <li>•Asahi Beer Malt (上游-生产麦芽)</li> <li>•ASAHI BEER FEED (下游-废弃物饲料加工)</li> </ul> <p><b>食品业务</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•Asahi Group Foods</li> </ul> <p><b>软饮料业务</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•Asahi Soft Drinks (生产软饮料)</li> <li>•Calpis (可尔必思)</li> </ul> <p><b>其他业务</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•Asahi Logistics</li> <li>•East Japan AB Cargo</li> <li>•West Japan AB Cargo (以上为物流公司)</li> <li>•Asahi YOU.US (ESG倡议)</li> <li>•NADAMAN (餐厅)</li> </ul>	<p><b>区域总部</b> 朝日欧洲及国际有限公司 (Asahi Europe &amp; International Ltd.)</p> <p><b>中欧及东欧地区</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•Kompania Piwowarska (波兰)</li> <li>•Plzeňský Prazdroj (捷克)</li> <li>•Plzeňský Prazdroj Slovensko (斯洛伐克)</li> <li>•Ursus Breweries (罗马尼亚)</li> <li>•Dreher Sörgyárok (匈牙利)</li> <li>•Birra Peroni (意大利)</li> </ul> <p><b>西欧及世界其他地区</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•Koninklijke Grolsch (荷兰)</li> <li>•Asahi UK (英国)</li> <li>•Asahi Beer U.S.A. (美国)</li> <li>•Asahi Beer(China)Investment(中国)</li> <li>•ASAHI BEER TAIWAN (中国台湾)</li> </ul>	<p><b>区域总部</b> 朝日饮料私人有限公司 (Asahi Beverages Pty. Ltd.)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Carlton &amp; United Breweries (澳大利亚啤酒)</li> <li>• Asahi Beverages (澳大利亚啤酒、苹果酒、烈酒软饮料等)</li> <li>• Asahi Beverages (New Zealand) (主营新西兰地区，包含啤酒、苹果酒、软饮料等)</li> </ul>	<p><b>区域总部</b> 朝日控股东南亚有限公司 (Asahi Holdings Southeast Asia Sdn. Bhd.)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Etika Beverages (软饮料)</li> <li>• Etika Dairies (乳制品)</li> </ul>	<p><b>不归于区域总部</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Asahi Quality &amp; Innovations (产品研发)</li> <li>• Asahi Biocycles (为畜牧、农业等提供微生物解决方案)</li> <li>• Asahi Group Beverages &amp; Innovation (初创企业投资基金)</li> <li>• Asahi Global Procurement (全球采购计划)</li> </ul>

资料来源：公司公告，HTI

公司的主要股东为信托、保险等金融机构，2023 年外国投资者比例显著提升。2023 年 11 月，公司面向境外机构投资者进行二次发行，股东中的外国企业比例从 2022 年的 35.4% 提升至 42.1%，其中，新加坡政府投资公司（GIC Private Limited-C）和 JP 摩根大通银行（JP Morgan Chase Bank 385781）成为公司 2023 年新增的主要股东。

图 16 朝日集团股东构成，2019-2023 年



资料来源：公司公告，HTI

表 5 朝日集团主要股东，截止 2023 年 12 月 31 日

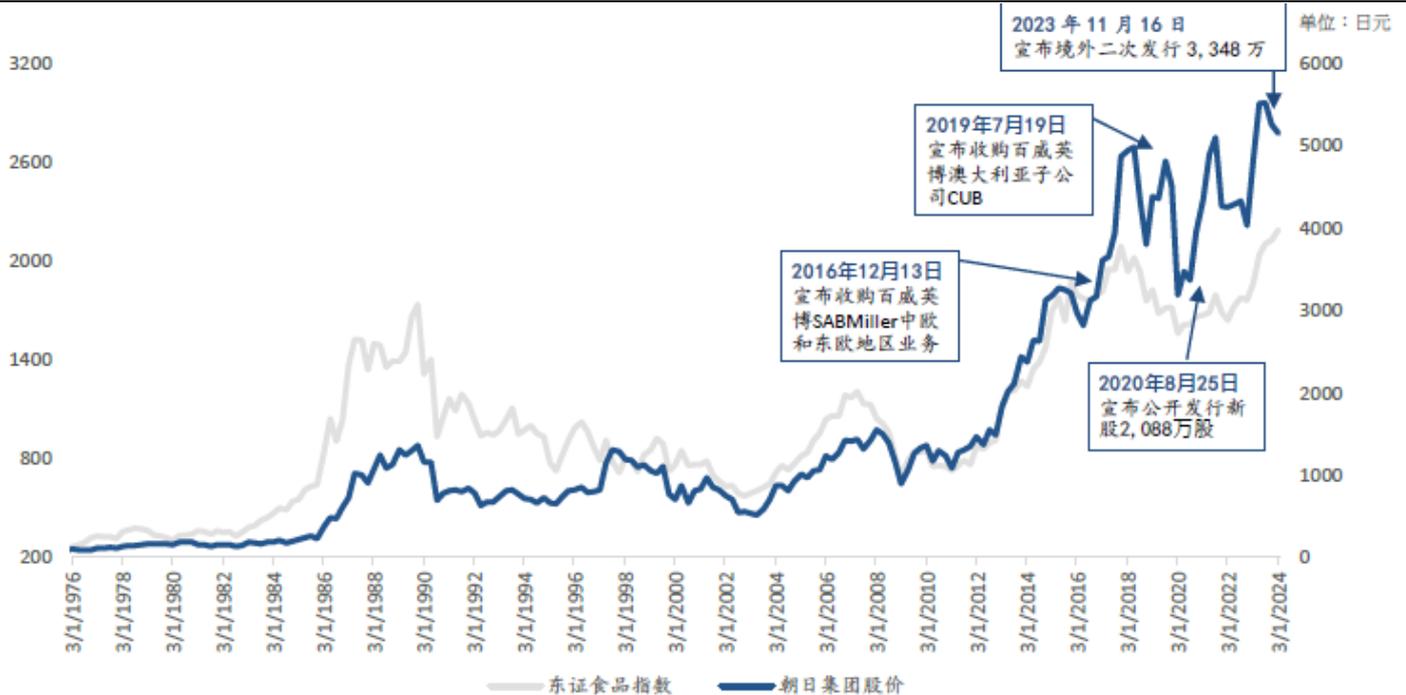
股东名称	持有股份数量	投票权比例
日本 Master Trust 信托银行 (MTBJ 信托账户)	94,896,000	18.7%
日本信托银行(CBJ 信托账户)	33,099,300	6.5%
SMBC 日兴证券	17,106,400	3.4%
第一生命保险株式会社	11,200,000	2.2%
富国相互人寿保险公司	10,000,000	2.0%
STATE STREET BANK WEST CLIENT - TREATY 505234	9,429,300	1.9%
SSBTC CLIENT OMNIBUS ACCOUNT	7,903,000	1.6%
新加坡政府投资公司-C	7,463,800	1.5%
JP 摩根大通银行 385781	6,802,300	1.3%
CEP LUX-ORBIS SICAV	5,727,700	1.1%
<b>总计</b>	<b>203,628,100</b>	<b>40.2%</b>

资料来源：公司公告，HTI

### 1.3 股价表现：2016 年全面国际化以来领跑东证食品指数

公司是东证食品指数的第三大权重股。随着股价表现一路向好，公司在东证食品指数中的权重从 2001 年 3 月 1 日的约 6.6% 提升至 2024 年 3 月 1 日的约 10%。尤其是 2016 年以后，公司股价涨幅显著领先于东证食品指数，主因在欧洲、澳洲收购海外高端化啤酒业务，并改革企业治理结构，业绩和估值均有较快提升。

图 17 公司股价表现 (右轴) 和东证食品指数表现 (左轴)，1976 年 3 月 1 日至 2024 年 3 月 1 日



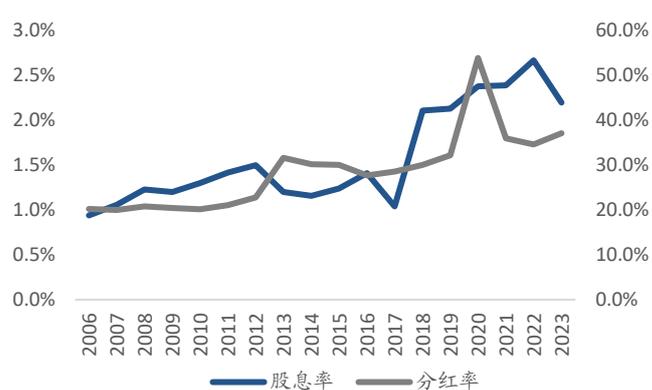
资料来源：彭博，公司公告，路透社，HTI

图 18 公司核心营运利润(左轴)和 EV/EBITDA(右轴), 2003-2023 年



资料来源: 彭博, 公司公告, HTI

图 19 公司股息率(左轴)和分红率(右轴), 2006-2023 年



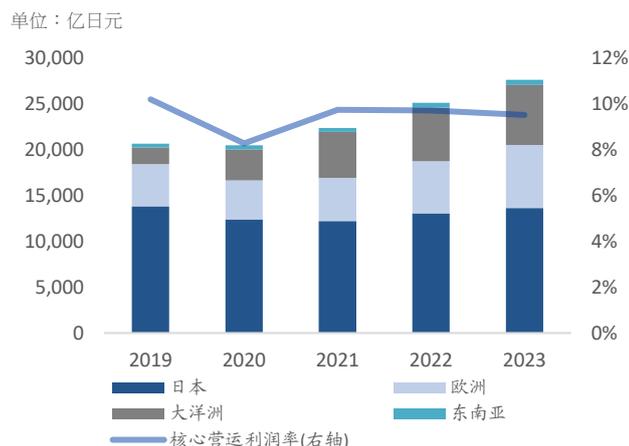
资料来源: 彭博, 公司公告, HTI

稳步增加派息以加强股东回报, 预计到 2025 年将分红率提升至 40%。2005 年, 公司首次提出将分红率稳定于 20%, 2012 年起, 又进一步将分红率提升至 30%, 且开始实施累计 1000 亿元的股票回购计划以优化股东回报。目前公司分红率稳定在 35% 左右, 并计划在 2025 年提升至 40%。同时, 股息率也从 2005 年的 1% 左右提升至 2023 年的 2.5% 左右。

#### 1.4 财务指标: 对标国际啤酒龙头仍有一定成长空间

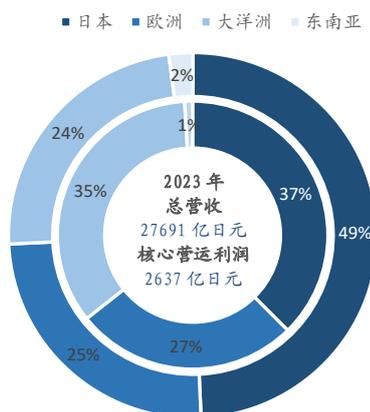
2023 年, 公司总营收同比增长 6.8%, 核心营运利润同比增长 3.9%, 基本符合预期。核心营运利润的增长主要来自于各地区啤酒业务的高端化, 以及成本效率的提升。2024 年, 公司预计总营收将同比增长 3.6%, 核心营运利润率将同比增长 4.2%。公司持续推进中长期战略, 扩大品牌影响力, 促进可持续发展。

图 20 公司分地区营收和整体核心营运利润率, 2019-2023 年



资料来源: 彭博, 公司公告, HTI

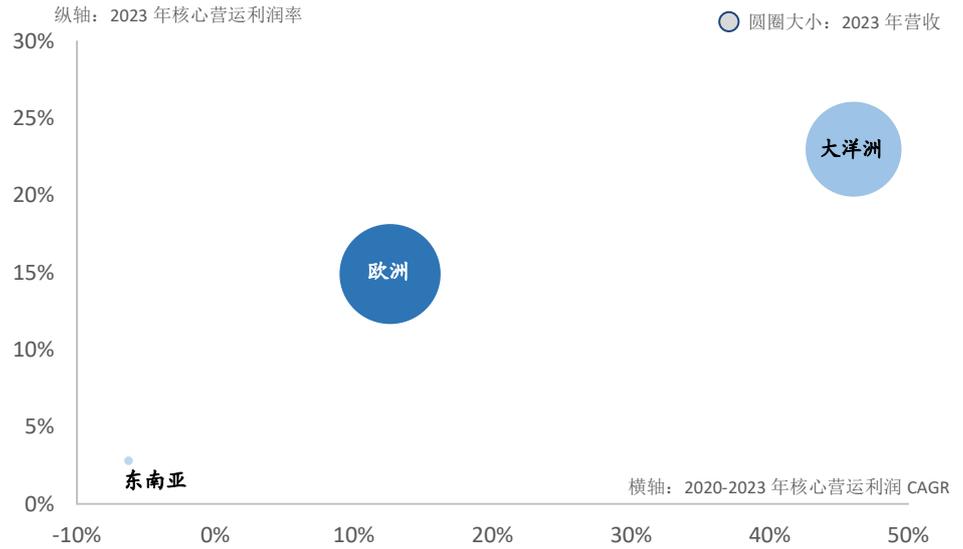
图 21 2023 年公司分地区营收和核心经营利润



资料来源: 公司公告, HTI

2023 年公司实现总营收 27691 亿日元 (约 183 亿美元), 核心营运利润 2637 亿日元 (约 17 亿美元)。其中, 日本/欧洲/大洋洲/东南亚收入占比分别为 49%/25%/24%/2%, 核心营运利润率分别为 11.3%/14.9%/23%/2%。大洋洲区域与欧洲区域由于啤酒高端化进展顺利, 2020-2023 年核心营运利润 CAGR 有较快增长。

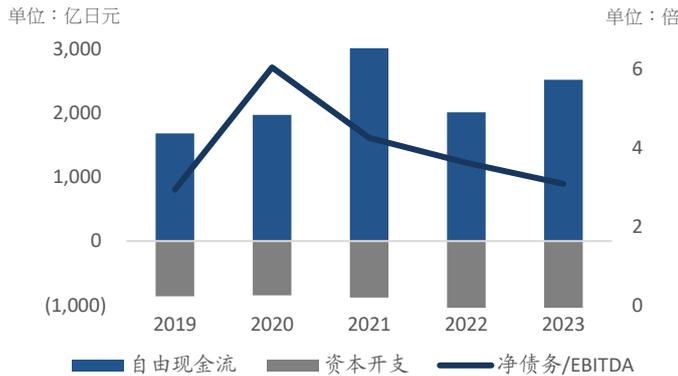
图 22 2023 年公司 4 大区域总部营收和利润情况



资料来源：公司公告，HTI

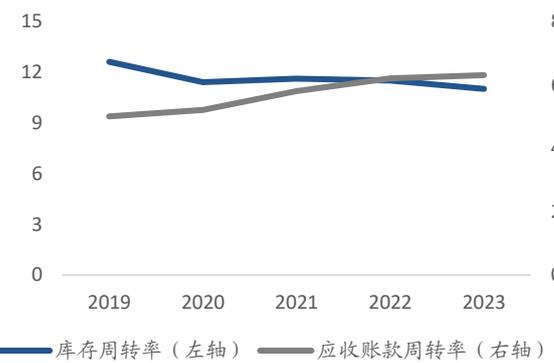
**现金流增长稳健，逐步降低债务负担。**2023 年，公司产生自由现金流 2520 亿日元，高于原本预期的 2000 亿日元。公司优先将自由现金流分配至偿还债务，2023 年净债务/EBITDA 已降至 3.1 倍，预计 2024 年将降至 2.7 倍。剩余自由现金流将主要用于增加股东回报，以及当合适机会出现时用于战略投资。公司的库存周转率和应收账款周转率较高且稳定，营运效率良好。

图 23 公司自由现金流、资本开支和债务情况，2019-2023 年



资料来源：公司公告，HTI  
注：2020 年公司收购百威英博澳大利亚子公司 CUB

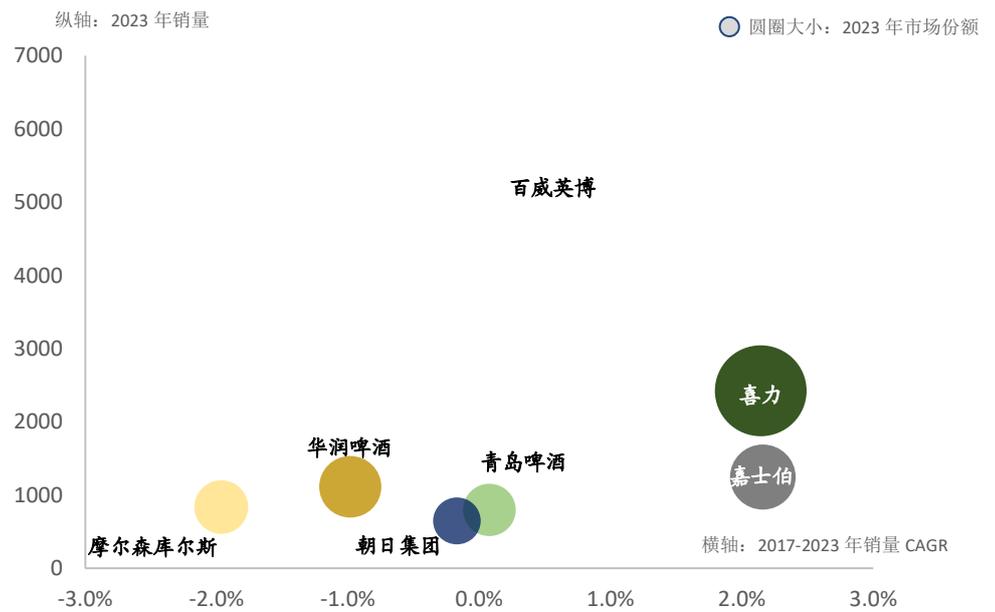
图 24 公司库存周转率和应收账款周转率，2019-2023 年



资料来源：公司公告，HTI

**对标国际啤酒龙头，朝日集团在市场份额、利润率和估值等方面均有一定提升空间。**根据各啤酒公司年报，2023 年百威英博以超 20% 的市占率和超 5000 万千升的年销量领先于其他啤酒公司，喜力和嘉士伯 2023 年销量约为 2400 万千升和 1200 万千升。国内龙头华润啤酒、青岛啤酒 2023 年销量分别为 1115/801 万千升，全球市占率约为 4.5%/3.3%。朝日集团 2023 年销量约为 650 万千升，市占率仍有一定提升空间。与国际啤酒龙头相比，公司股息率较高，但利润率和估值相对较低。

图 25 全球主要啤酒公司市场份额及销量对比



资料来源: 各公司公告, HTI

表 6 全球主要啤酒上市公司 2023 年财务指标对比

股票代码	公司名称	股息率	5年营收CAGR	毛利率	营运利润率	ROE	5年平均PE	负债权益比
日本								
2502.T	朝日集团	~1.5%	~1.5%	~55%	~15%	~15%	~15	~0.5
2503.T	麒麟集团	~1.5%	~1.5%	~55%	~15%	~15%	~15	~0.5
亚洲								
0291.HK	华润啤酒	~1.5%	~1.5%	~55%	~15%	~15%	~15	~0.5
600600.SS	青島啤酒	~1.5%	~1.5%	~55%	~15%	~15%	~15	~0.5
美国								
TAP.N	摩尔森库尔斯	~1.5%	~1.5%	~55%	~15%	~15%	~15	~0.5
STZ	星座品牌	~1.5%	~1.5%	~55%	~15%	~15%	~15	~0.5
欧洲								
HEIN.AS	喜力	~1.5%	~1.5%	~55%	~15%	~15%	~15	~0.5
CARLb.CO	嘉士伯	~1.5%	~1.5%	~55%	~15%	~15%	~15	~0.5
BUD	百威英博	~1.5%	~1.5%	~55%	~15%	~15%	~15	~0.5

资料来源: Refinitiv, 各公司公告, HTI

原材料成本方面，预计2024年压力有所缓和。公司原材料成本占比中比较大的是铝罐、玻璃瓶、麦芽、塑料罐等。由于大宗商品价格上涨，2023年可变成成本增加近950亿日元，随着通胀压力减轻，大宗商品价格回落，预计2024年可变成成本增加200亿日元左右。根据我们的调研反馈，公司积极通过锁价对冲原材料价格上涨的风险，24年1季度有80%-90%的成本都已进行锁价。未来3-4年大麦和铝都采取了锁价措施，受市场影响减轻。

表7 2023年和2024年公司可变成成本主要变动项

日本		欧洲		澳洲	
2023年	2024年	2023年	2024年	2023年	2024年
➢ 铝	➢ 铝	➢ 麦芽/大麦	➢ 物流	➢ 海运	➢ 海运
➢ PET树脂	➢ PET树脂	➢ 玻璃瓶	➢ 电/气	➢ 物流	➢ 物流
➢ 麦芽/大麦	➢ 麦芽/大麦	➢ 铝		➢ 铝	➢ 电/气
➢ 糖/高果糖	➢ 果汁	➢ 物流			➢ 糖
玉米糖浆		➢ 电/气			➢ 玻璃瓶

资料来源：公司公告，HTI

优化产能布局，2023年日本关闭2个酿酒厂，2024计划关闭2个生产分销基地。为促进啤酒业务的全球化，2023年公司关闭本土两个啤酒厂，转而在意大利、新西兰建厂。2024年，公司计划关闭位于日本西宫市的两个生产/分销中心，将RTD生产集中到吹田市。通过在全国工厂内采用统一的高效生产模型并运用AI进行供应链管理，提高生产和分销效率。

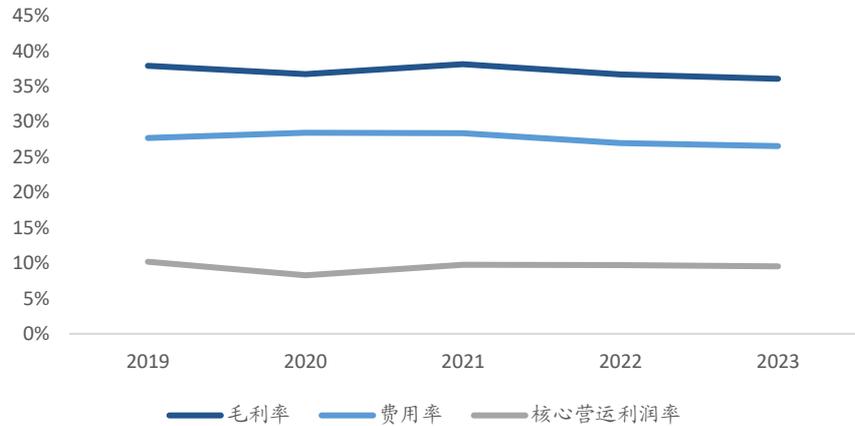
表8 公司全球产能分布，截止2023年12月31日

各国工厂数量、生产品类及与2022年底相比变化									
日本	日本	日本	日本	日本	日本				
	啤酒类	酒类(除啤酒外)	非酒精饮料	食品	其他				
	6个 (-2)	8个	7个	7个	3个				
欧洲	意大利	意大利	荷兰	波兰	捷克	斯洛文尼亚	罗马尼亚	匈牙利	英国
	酒类	其他	酒类	酒类	酒类	酒类	酒类	酒类	酒类
	3个	1个 (+1)	1个	3个	3个	1个	3个	1个	2个
大洋洲	澳大利亚	澳大利亚	澳大利亚	新西兰					
	酒类	非酒精饮料	其他	酒类					
	5个	6个	1个	1个 (+1)					
东南亚	马来西亚	印度尼西亚	缅甸						
	软饮料及乳制品	软饮料及乳制品	非酒精饮料						
	2个	2个	1个						
其他	美国								
	其他								
	1个								

资料来源：公司公告，HTI

公司的成本费用控制能力良好。预计2024年销售费用率保持在10%左右。2024年，尽管公司在日本、欧洲、大洋洲各市场均有增加营销费用的计划，但从以往的表现来看，公司的营销效率较高，收入基本与费用成正比。根据我们的公司调研反馈，预计2024年销售费用率仍然维持在10%左右，其余费用预计变动不大。公司的成本费用控制能力较好，2019-2023年，尽管面临通货膨胀、供应链扰动、澳大利亚子公司收购后管理承接等挑战，公司的毛利率及核心营运净利率均维持稳定。

图 26 公司毛利率、SG&A 费用率及核心营运利润率，2019-2023 年



资料来源：公司公告，HTI

## 2. 中长期战略：聚焦啤酒，谋求创新，着眼长远步履稳健

2022年，公司发布中长期管理政策。业务组合上，通过全球品牌和高端化推动在现有业务地区增长，并拓展新市场；同时，抓住消费者健康意识增强等趋势带来的需求，发展无酒精啤酒、预调酒等啤酒邻近品类。公司的核心战略是追求长期的可持续发展，具体措施包括组织改革、数字化转型、R&D，以及支持社会和环境可持续发展等，通过人力资本和企业治理结构的完善，打造国际化集团。

表 9 公司中期业绩指引和目前进度

	中期指引	目前进度
核心营运利润	2022-2024 年高单位数 CAGR	预计 2022-2024 年 CAGR 为 4.9%
调整后 EPS	2022-2024 年高单位数 CAGR	预计 2022-2024 年 CAGR 为 4.4%
自由现金流	平均每年 2000 亿日元或以上	预计 2022-2024 年平均每年 2260 亿
债务偿还	2024 年净债务/EBITDA 降至 3 倍	2023 年 3.08 倍，预计 2024 年 2.7 倍
股东回报	稳步提升股息，分红率稳定在 35% 左右，到 2025 年分红率提升至 40%	2023 年 37%，预计 2024 年 38%

资料来源：公司公告，HTI

### 2.1 啤酒业务：五大品牌驱动全球化和高端化

公司在日本、大洋洲、以及中东欧啤酒市场享有较高的市场份额。2023 年，朝日集团在日本、澳大利亚、罗马尼亚、捷克、波兰等国家啤酒市占率排名第一，在英国、意大利等西欧国家市占率有所提升。

表 10 公司啤酒业务主营国家一览

	亚洲	欧洲				大洋洲		
	日本	英国	意大利	罗马尼亚	捷克	波兰	澳大利亚	新西兰
主要品牌	Super Dry	Peroni Super Dry London Pride	Peroni	Ursus Timisoreana Ciucas	Pilsner Urquell Kozel Birell	Tyskie Zubr Lech	Carlton Draught Great Northern Victoria Bitter	Super Dry Peroni
公司份额 (按销量计)	34%	5%	19%	39%	49%	36%	46%	7%
市场规模 (万千升)	420	471	228	170	159	367	183	29
近5年市场规模 CAGR	-1%	0%	3%	-2%	0%	0%	-1%	0%
2023年销售额 (亿美元)	40	5	5	6	10	10	23	0.7

资料来源：公司公告，欧睿，HTI

注：除新西兰市场数据来源为欧睿外，其余均为公司口径。日本啤酒市场规模包括了普通啤酒、发泡酒及新型啤酒等。

通过啤酒高端化和全球化策略驱动收入增长。一方面，提高单位销售价格，改善价格组合。2023 年，公司啤酒单位销售价格整体提升 9.5%，其中日本市场价格提升 8.1%，欧洲市场提升 14.9%，大洋洲市场提升 4.2%。另一方面，扩张旗下高端全球品牌的销量。2023 年，公司的五大全球品牌在各自本土市场外的销量合计约为 92 万千升，未来销量年复合增长率目标约为 10%，到 2030 年，全球品牌在各自本土市场外的销量有望突破 180 万千升，公司啤酒总销量有望突破 800 万千升。

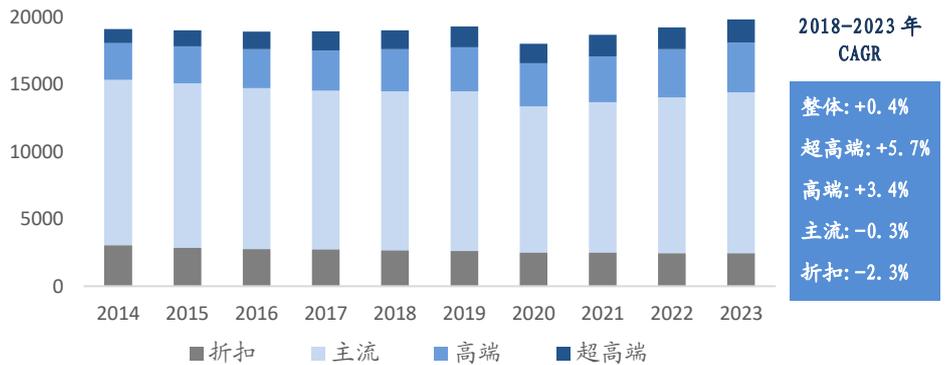
表 11 公司旗下部分高端啤酒品牌



资料来源：公司公告，公司官网，HTI

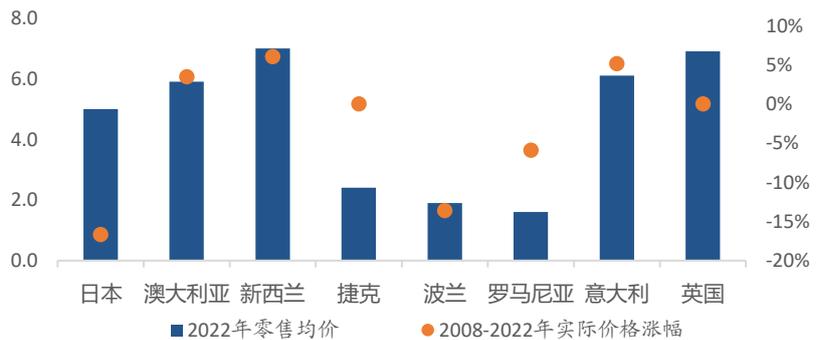
全球啤酒高端化进行时，公司主营的海外市场高端化前景广阔。根据公司公告的数据，2023 年全球啤酒销量中，9%为超高端价格带，19%为高端价格带。2018 年至 2023 年，超高端价格带销量 CAGR 为 5.7%，高端价格带 CAGR 为 3.4%，远高于市场整体增速。在公司主营的啤酒市场中，大洋洲和西欧地区均价较高，且相比 2008 年价格涨幅明显。

图 27 全球啤酒市场分档次销量（万千升），2014-2023 年



资料来源：公司公告，HTI

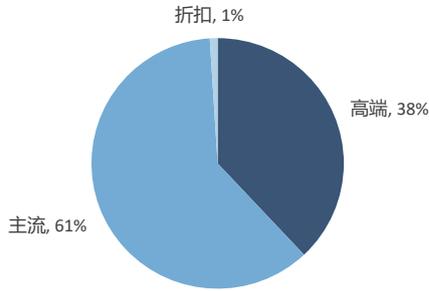
图 28 公司主营啤酒市场 2022 年零售均价（美元/升）及 2008-2022 年实际价格涨幅



资料来源：欧睿，HTI

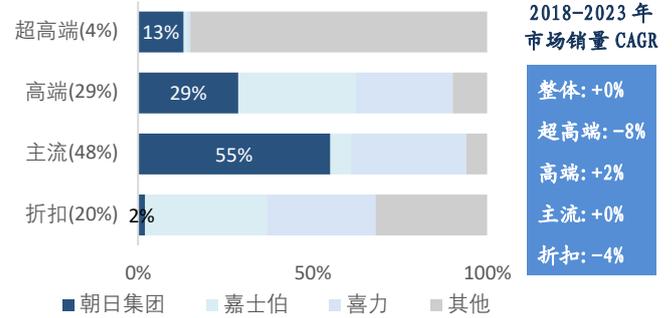
公司在欧洲主要营运国家的高端市场份额仍有提升空间。根据我们的调研，公司的高端产品价格相比主流产品高出 30%-50%左右，利润预计高出 15%左右。2023 年，公司在欧洲 38%的收入来自高端价格带啤酒，在欧洲 8 个主要营运国家的销量市占率达 26.8%，同比提升 0.7pct。与 2021 年相比，市占率提升 2.0pct，其中高端价格带市占率提升 2.1pct，主流价格带市占率提升 2.3pct。

图 29 2023 年公司在欧洲市场的收入构成，按价格带划分



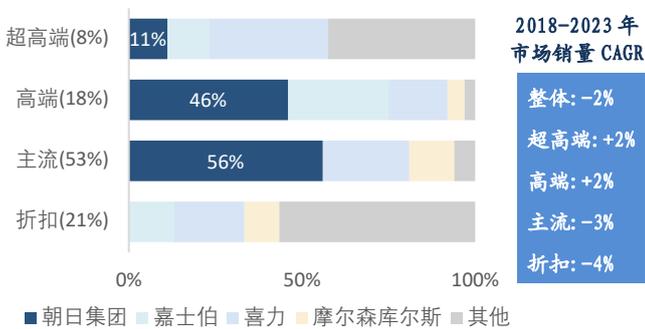
资料来源：公司公告，HTI

图 30 2023 年公司在波兰啤酒市场份额



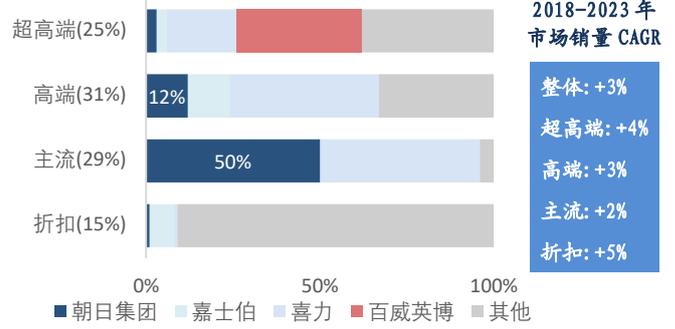
资料来源：公司公告，HTI

图 31 2023 年公司在罗马尼亚啤酒市场份额



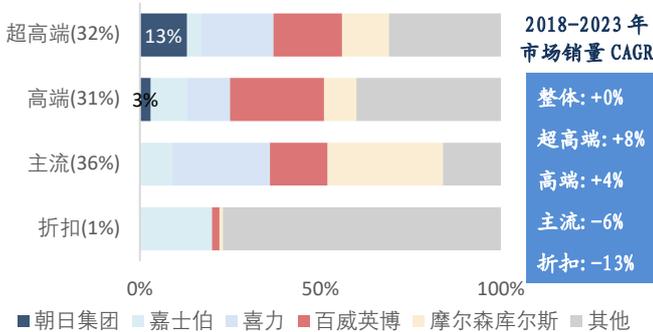
资料来源：公司公告，HTI

图 32 2023 年公司在意大利啤酒市场份额



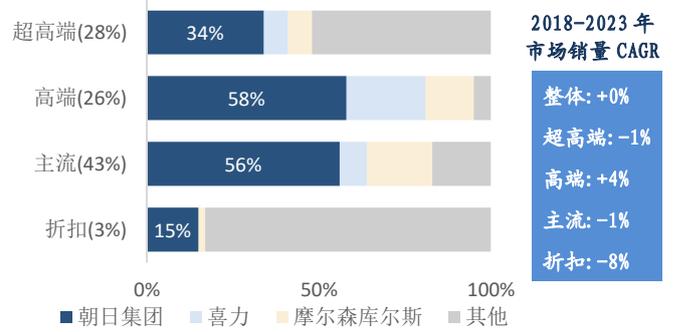
资料来源：公司公告，HTI

图 33 2023 年公司在英国啤酒市场份额



资料来源：公司公告，HTI

图 34 2023 年公司在捷克啤酒市场份额



资料来源：公司公告，HTI

表 12 欧洲、大洋洲市场主要啤酒品牌超市瓶装零售均价（每升）

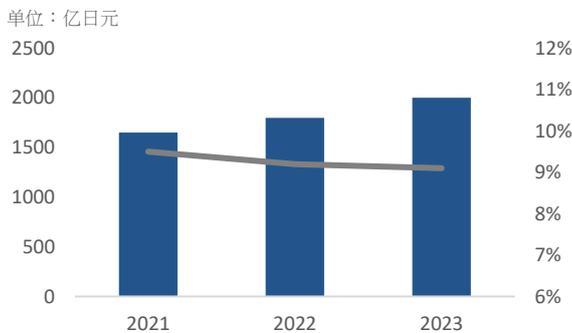
	欧洲 (EUR)	大洋洲 (AUD)
Asahi Super Dry	4.5	7.8
Peroni Nastro Azzurro	4.5	7.7
喜力经典	3.2	6.4
百威经典	2.8	8.5
科罗娜	3.4	8.2
Stella Artois	3.0	7.3

资料来源: Tesco 英国网站、Woolworths 澳大利亚网站、HTI

通过广告营销提升超高端品牌的全球影响力。2021 至 2023 年,公司的广告营销投入逐年上升,而营销费用率则稳中有降。在营销策略上,公司主推 Super Dry 和 Peroni 两个全球超高端品牌,通过与体育竞技领域的赛事、明星团队及品牌合作,触达全球消费者。在 2023 年 9 月举行的橄榄球世界杯中,Super Dry 作为官方啤酒,第三季度销量同比增长 60%,第四季度销量同比增长 26%,全年销量同比增长 35%。

自 2022 年起,Super Dry 与城市足球集团 (CFG) 达成长期官方合作伙伴关系,品牌延伸至曼城等球队的广大球迷。Peroni 自 2021 年与阿斯顿马丁 F1 赛车队合作,2024 年起将与法拉利赛车队展开新合作。在澳洲市场,Peroni 自 2021 年起便是澳大利亚网球公开赛的官方啤酒,2024 年已确认续约。受益于强大的营销能力,到 2030 年,公司高端及超高端啤酒品牌在全球知名度有望提升至新的台阶。

图 35 公司广告营销费用及费用率, 2021-2023 年



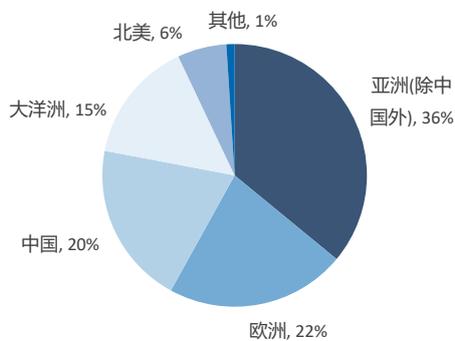
资料来源: 公司公告, HTI

图 36 公司部分广告营销活动



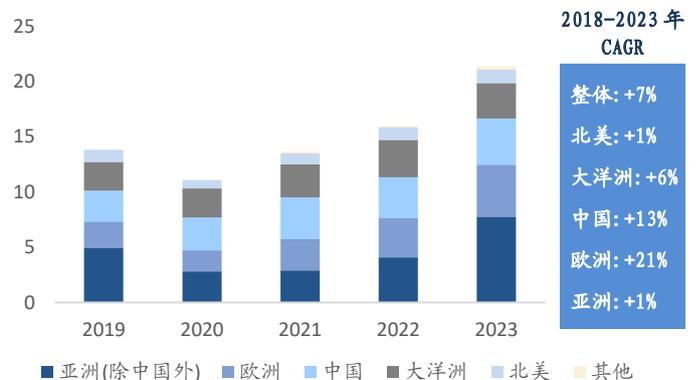
资料来源: 新闻媒体, 公司官网, HTI

图 37 2023 年 Super Dry 海外地区销量构成



资料来源: 公司公告, HTI

图 38 Super Dry 海外销量 (万千升), 2019-2023 年



资料来源: 公司公告, HTI

2.2 创新品类：顺应健康化趋势，积极投资新成长曲线

随着饮酒人群和场景的多样化，消费者对健康的关注，以及社会可持续发展的需要，无酒精及低酒精酒类市场规模日渐壮大。欧美发达国家的饮酒建议逐渐由理性饮酒（“Responsible Drinking”）过渡为明智饮酒（“Smart Drinking”），对于酒精量的摄入更为克制。国际啤酒巨头百威英博、喜力等纷纷发起明智饮酒倡议。根据欧睿预测，2020年至2027年，无酒精啤酒销量的年复合增长率约为7%，无酒精预调酒销量的年复合增长率约为13%，无酒精品类的渗透率逐步提升。

图 39 全球无酒精啤酒销量，2020年-2027E

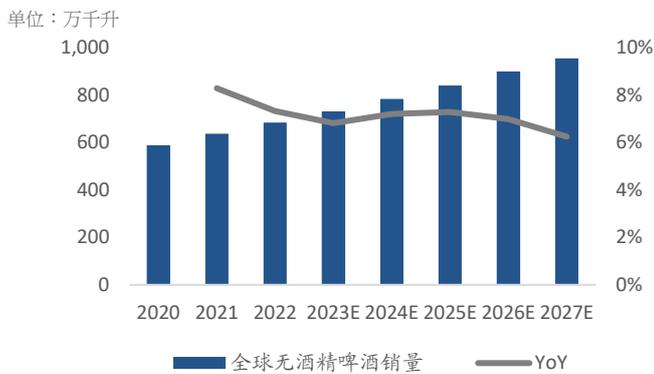
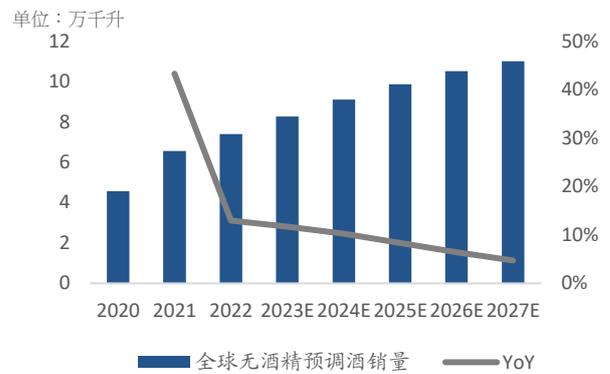


图 40 全球无酒精预调酒销量，2020年-2027E



资料来源：欧睿，HTI

资料来源：欧睿，HTI

截止 2022 年，公司的无酒精&低酒精酒类收入约占整体酒类收入的 10%左右，目标到 2030 年将该比例提升至 20%左右。在日本市场，公司推出 Super Dry 的无酒精系列和多个预调酒系列。在欧洲市场，公司旗下的 Peroni、Birell 等品牌的无酒精啤酒已有一定消费者基础。在大洋洲市场，公司的低度预调酒具有较高市占率。2023 年，公司在美国成立初创投资基金，专注投资于啤酒相关品类的创新公司。

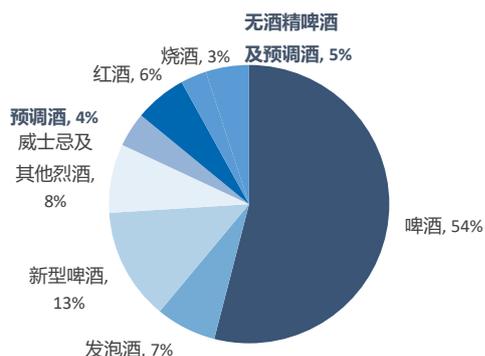
表 13 公司部分无酒精或低酒精酒类产品

日本		欧洲			大洋洲		
Dry Zero	未来柠檬酸	Peroni 0.0%	Birell	Lech 0.0%	Vodka Cruiser	Major Major	Long White
无酒精啤酒	RTD预调酒	无酒精啤酒	无酒精啤酒	无酒精啤酒	RTD预调酒	RTD预调酒	RTD预调酒

资料来源：公司官网，HTI

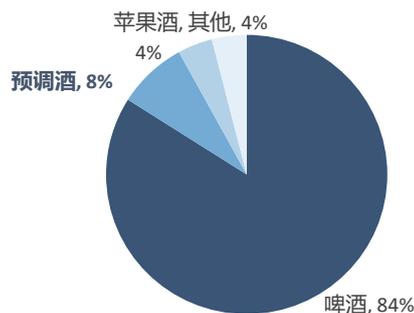
2023 年，公司的无酒精品类增速快于普通啤酒增速。在日本市场，2023 年公司无酒精啤酒及无酒精预调酒的营收同比增长 6.9%，高于啤酒 3.0%和预调酒 2.9%的增速。在欧洲市场，公司无酒精啤酒销量同比增长 1%，高于啤酒类整体（包括啤酒和无酒精啤酒）销量-2.1%的增速。

图 41 2023 年公司日本市场酒类业务营收构成



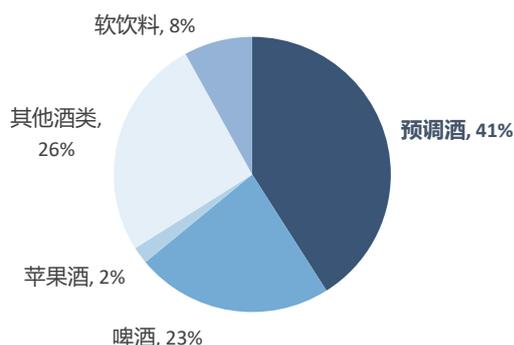
资料来源：公司公告，HTI

图 42 2023 年公司澳大利亚市场酒类业务营收构成



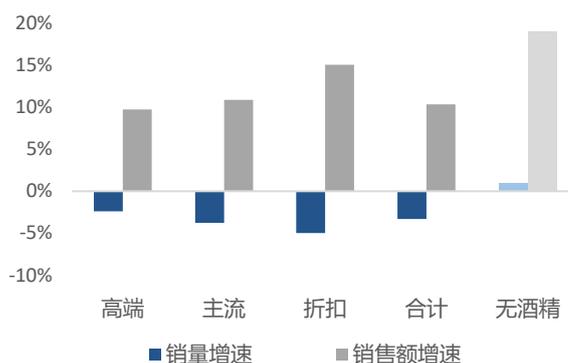
资料来源：公司公告，HTI

图 43 2023 年公司新西兰市场营收构成



资料来源：公司公告，HTI

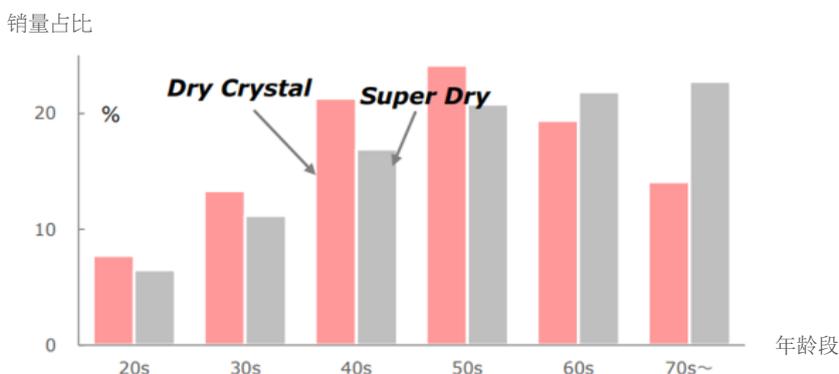
图 44 2023 年公司欧洲市场啤酒销量及销售额增长



资料来源：公司公告，HTI

2023 年 10 月，公司在日本市场推出的低度啤酒 Dry Crystal 广受好评，助力进一步开拓低酒精啤酒市场。Dry Crystal 是 Super Dry 系列新推出的酒精含量为 3.5% 的低度啤酒，上市一周便售出超 100 万箱。据 Intage 的调研数据，Dry Crystal 的消费者画像相较原版 Super Dry 的消费者画像更为年轻。创新品类的推出有望助公司触达新的消费群体。

表 14 2023 年 10 月至 2024 年 1 月购买 Dry Crystal 和 Super Dry 的消费者年龄分布



资料来源：Intage SCI, HTI

### 2.3 核心战略：可持续发展+数字化转型+R&D 夯实组织根基

可持续发展方面，计划在 2030 年之前投入约 500 亿日元促进碳减排。公司致力于在所有生产基地 100% 使用可再生能源电力，并探索可再生能源供热以及碳捕获等脱碳技术，在碳减排方面取得了稳步进展。同时，公司还发行了绿色债券，收益用于可再生能源推广等。今年 2 月，公司修改了“朝日集团 2050 年环境展望”，预计将提前 10 年，即到 2040 年实现全价值链的范围一、二、三零碳净排放。

提高各地区的经营管理效率以及集团内部的协同效应。今年 1 月，新加坡子公司 AG Pro 成立，作用是促进集团的全球采购成本协同效应，在与全球供应商谈判时更具有规模优势，以此节约成本。从 2024 年起的五年，平均每年可以减少 1 亿美元的成本，2024 年大概能实现 7000-8000 万美元的成本节约，节约的成本会用于投资可持续发展和数字化转型，短期上对业绩的贡献有限，但长期来看有益于提高盈利水平。

数字化转型方面，计划在 2025 年之前投入约 500 亿日元促进个性化营销和提高组织运营效率。数字化转型主要包括打造数字化驱动的商业模型以及组织模型，具体项目包括：与科技公司合作，在酒吧、餐厅等场所创建系统，利用人工智能图像处理技术获取数据；开发可视化酒精摄入量 app，通过可穿戴设备监测并提醒饮酒者；建立全球各分部统一的绩效指标、IT 系统以及全球化采购系统等，提升管理效率。

R&D 方面，在四个关键领域开展研究，吸收并培养优秀人才。公司短期的产品研发项目由负责该产品的营运子公司下的 R&D 部门进行，而与可持续发展相关的长期 R&D 课题则由单独成立的研发子公司 Asahi Quality & Innovations, Ltd. (AQI) 负责。2021 年，“酒精”、“健康与保健”、“可持续发展”和“新业务扩展”被定义为公司研发战略的四个关键领域。除了培养内部研发人员，开展科研项目，公司还积极与外部组织合作，投资有潜力的新创公司。

图 45 公司在可持续发展方面的部分工作成果



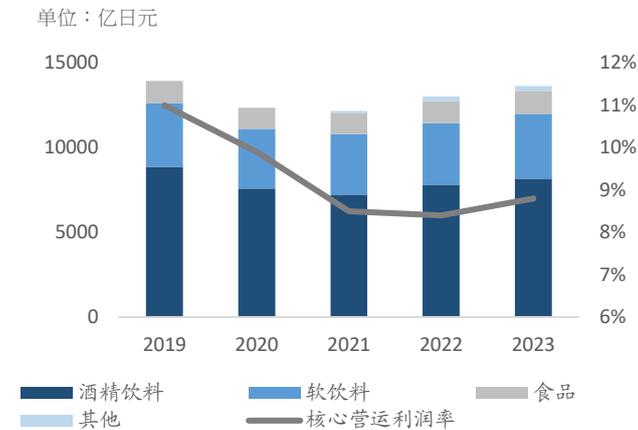
资料来源：公司官网，HTI

### 3. 本土业绩有支撑，海外市场份额或提升

#### 3.1 日本市场：走出通缩+酒类产品结构升级，利润改善可期

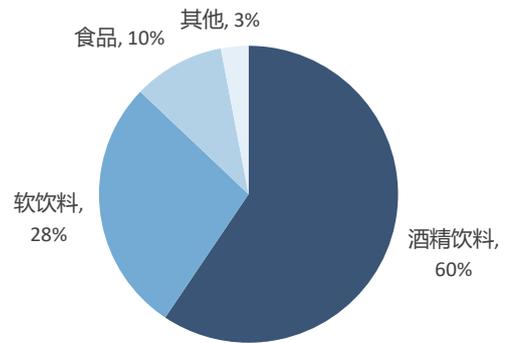
公司在日本业务主要由酒类/软饮料/食品组成，疫情后酒类收入占比下降，利润率受损。2023 年酒类/软饮料/食品的收入贡献分别为 60%/28%/10%，酒类业务收入同比增长 3.2%（其中啤酒收入同比增长 6.3%），软饮料收入同比增长 4%，食品业务同比增长 3.5%。

图 46 公司在日本营收构成及核心营运利润率，2019-2023 年



资料来源：公司公告，HTI

图 47 2023 年公司在日本各业务板块收入占比



资料来源：公司公告，HTI

今年 3 月 19 日，日本央行宣布将基准利率从 -0.1% 上调至 0-0.1% 区间，时隔 17 年首次加息。日本央行的声明指出，日本经济已适度复苏，企业利润持续改善。今年“春斗”过后，各行业工资涨幅同比显著提高，工资和物价之间的良性循环更加稳固，核心 CPI 有望逐渐增加。2022 年以来，消费者信心指数持续复苏。展望 2024 年，日本消费行业整体已出现一定的积极因素支撑。

图 48 自 2022 年初以来，日本 CPI 增速保持在 2% 以上



资料来源：CEIC，HTI

图 49 日本消费者信心指数逐渐恢复至疫情前水平



资料来源：CEIC，HTI

2023 年日本酒精饮料业绩超预期，2024 年公司指引较为保守。2023 年公司日本业务收入同比增长 4.7%，核心营运利润同比增长 9.8%，其中酒类业务核心营运利润同比增长 18.2%，主要由提价及管理效率提高带动。2024 年，公司预计日本收入将同比增长 2%，核心营运利润同比增长 1.9%，其中酒类业务预计收入低单位数增长，核心营运利润高单位数增长。

3.1.1 啤酒：酒税改革受益者，Super Dry 量价稳步提升

2023 年，啤酒类产品收入约占公司本土酒类收入的 74%。公司的啤酒类产品主要包括普通啤酒、麦芽含量较低的发泡酒、以及不含麦芽的新型啤酒，代表产品分别为 Super Dry、Style Free 和 Clear Asahi。公司的啤酒基本盘是以 Super Dry 为代表的普通啤酒，在本土市场常年位居市占率第一。2020 年后，随着现饮渠道的恢复，以及日本酒税政策的调整，普通啤酒收入占比逐渐提高，带动酒类业务利润率的改善。

图 50 日本市场酒类营收构成及核心营运利润率，2019-2023 年

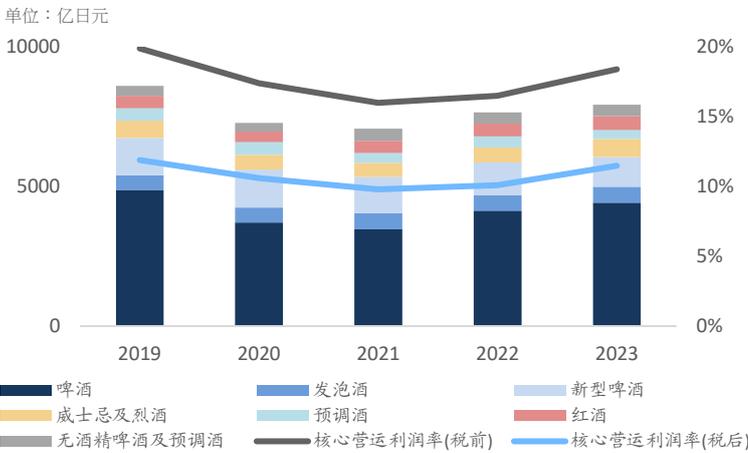
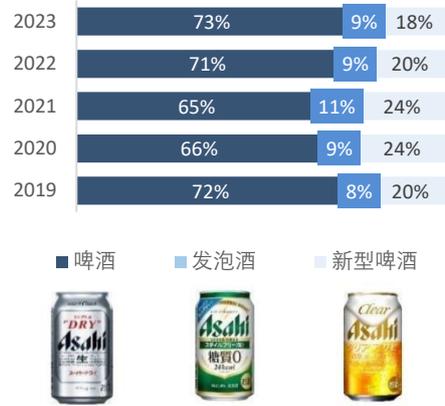


图 51 公司日本市场啤酒营收构成，2019-2023 年



资料来源：公司公告，HTI

资料来源：公司公告，HTI

日本新酒税政策使得消费者偏好由新型啤酒向普通啤酒转移。日本政府从 2020 年开始分三个阶段对啤酒征税额进行调整，调低普通啤酒税额，调高新型啤酒税额，最终到 2026 年 10 月使得每 350ml 的三类啤酒征收同样 54.25 日元的税款（不含消费税）。2023 年 10 月进行第二次调税后，发泡酒和新型啤酒的终端零售价已几近相同。根据公司调研，由于价格的调整，更多消费者从新型啤酒转而选择性价比更高的普通啤酒。

图 52 日本新酒税政策下 350ml 容量的各类啤酒所征收的税额

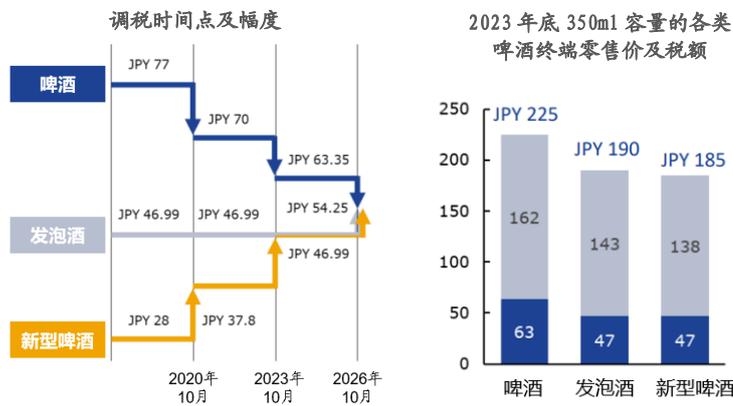


图 53 公司对日本消费者啤酒偏好发起市场调研



资料来源：公司公告，HTI

资料来源：公司公告，HTI

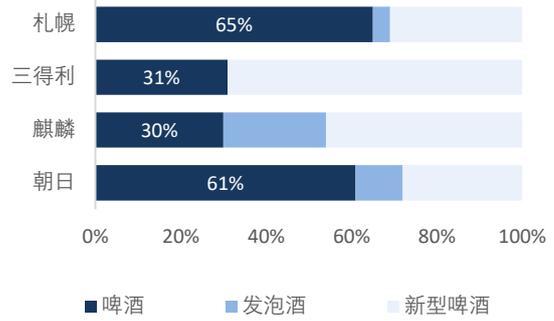
Super Dry 作为日本啤酒市占率第一，或成为酒税调整的主要受益者。根据日本酿造协会的预测，未来日本啤酒市场规模仍将持续以低单位数的速度下滑，其中普通啤酒规模稳中微升，发泡酒基本稳定，而新型啤酒市场规模则萎缩较为严重。相比本土其他竞争对手，朝日集团普通啤酒的市占率及营收贡献均较高，且近年来产品升级、营销投放等工作获得了较好的品牌势能，公司或将成为酒税改革的主要受益者。

图 54 日本啤酒市场规模 (万千升), 2018-2030E



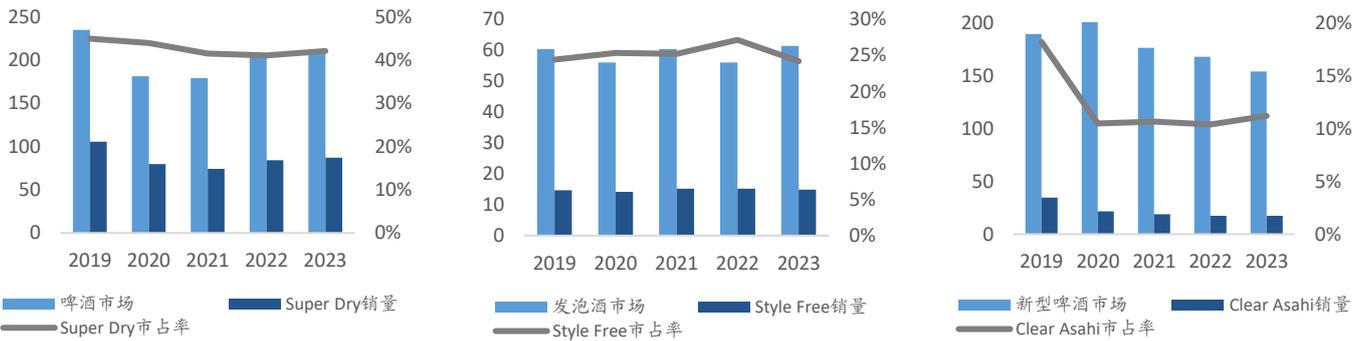
资料来源: 日本酿造协会, 公司公告, HTI

图 55 日本主要啤酒公司 2022 年啤酒销量构成



资料来源: 日刊经济通信社, HTI

图 56 公司三类啤酒主推产品的销量 (万千升) 及市占率, 2019-2023 年



资料来源: 日本酿造协会, 公司公告, HTI

产品升级+营销投放, Super Dry 品牌影响力进一步提升, 今年 1-2 月份销量数据维持强劲。2022 年 3 月, 公司对 Super Dry 的包装及口感进行改造, 并加强了营销投入, 吸引 20 代年轻消费者, 随后本土 Super Dry 销量持续攀升, 2022 年 8 月销量同比增长近 100%。2023 年全年, Super Dry 本土销量同比增长 4%。根据日本电视广告综合研究社的统计, 自 2020 年起, 朝日啤酒电视广告的观众好感度每年均排名前十, 品牌具有良好的消费者基础。

图 57 Super Dry 本土月度销量 (万箱), 2021 年 2 月至 2024 年 2 月



资料来源: 公司公告, HTI

公司通过推出高附加值的新品以及有策略地提价来改善价格组合。自2021年4月以来，公司推出的多个创新性产品大获成功，其中全开盖自发泡设计的 Super Dry 极泡罐和新垣结衣代言的 Maruefu 生啤酒上市后供不应求，一度停产。同时，公司在2022年第三季度和2023年第三季度分别进行两次提价，到2023年底，公司啤酒类产品的价格组合相较2019年底提升约20%，预计未来啤酒价格组合将进一步改善。

图 58 公司近三年来啤酒类产品均价变化

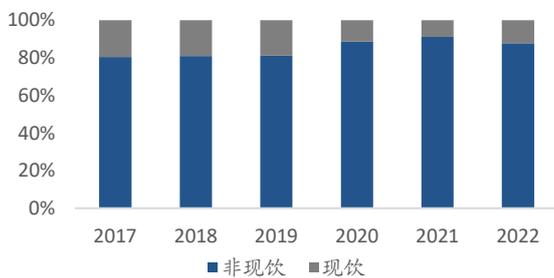


资料来源：公司公告，HTI

自今年3月起在全国范围内上市多个新品，进一步优化产品组合。高端生啤酒“食彩”以五种啤酒花和极致绵密气泡为特色，今年将在日本和韩国全面上市。零酒精啤酒 Asahi Zero 去年4季度试销期间，获得75.1%的复购率和86.3%的满意度，今年4月将在日本全国上市。同时，继 Super Dry 升级换代大获成功后，公司考虑未来对其他本土啤酒产品有选择性地升级。

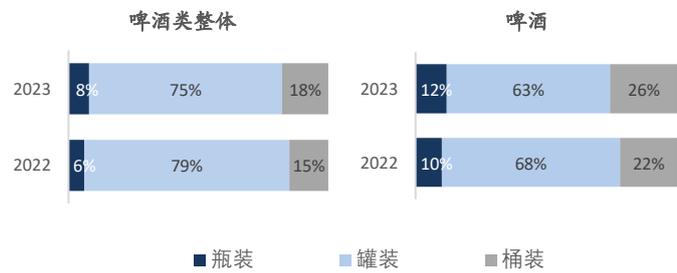
现饮渠道比例提升利润改善。日本啤酒消费以非现饮渠道为主，根据欧睿数据，疫情前现饮渠道按销量计占比约为20%，疫情期间跌至10%左右，自2022年封控放开后逐渐反弹。相比本土其他竞争对手，公司在现饮渠道的份额更高，因此更多受益于现饮复苏。但由于人口老龄化和消费习惯的改变，现饮比例长期难有显著提升。

图 59 日本啤酒现饮和非现饮渠道占比，2017-2022 年



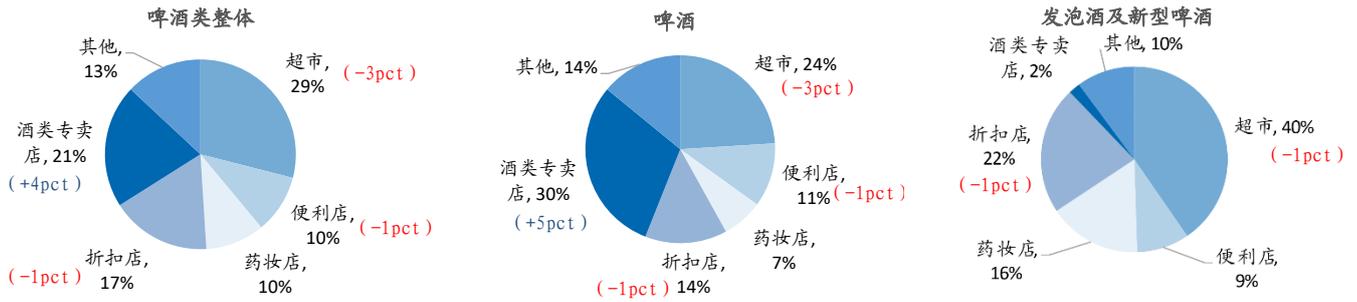
资料来源：欧睿，HTI

图 60 2023 年公司啤酒类产品收入按容器划分，2022-2023 年



资料来源：公司公告，HTI

图 61 2023 年公司啤酒类产品收入按渠道划分，括号内为与 2022 年相比变动

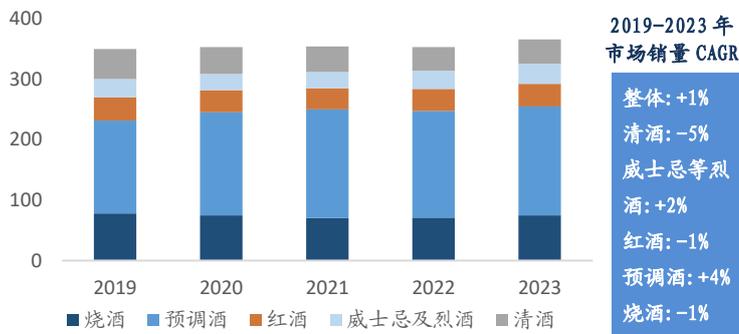


资料来源：公司公告，HTI

### 3.1.2 其他酒类：着力发展无酒精啤酒和预调酒，产品组合优化

日本酒类市场规模基本稳定，预调酒、烈酒及无酒精啤酒增速较快。2019 至 2023 年，预调酒/烈酒/无酒精啤酒市场规模年复合增长率分别为+4%/+2%/+2%，其余酒类则呈负增长。根据公司数据，2023 年按销售额计，公司在本土各酒类市场的份额分别为，烧酒 6%，预调酒 8%，红酒 5%，威士忌等烈酒 20%。据我们测算，公司在本土无酒精啤酒市场的份额按销售额计约为 20%。公司在增长较快的预调酒、烈酒、无酒精啤酒品类拥有相对较高的市场份额。

图 62 日本除啤酒外其他主要酒类市场规模 (万千升)



资料来源：公司公告，HTI

图 63 日本无酒精及低酒精啤酒市场规模 (万千升)



资料来源：欧睿，HTI

公司的酒类产品组合日益完善。以 Super Dry 啤酒和 NIKKA 威士忌作为基本盘，公司近年来不断推出顺应消费趋势以及高附加值的新品来完善产品组合。预调酒方面，先后推出极上柠檬酒、高端线未来柠檬酸等产品，主打清爽新鲜的口感。零酒精啤酒方面，推出 Dry Zero、高端线 Asahi Zero；零酒精预调酒方面，推出口味多样的 Style Balance 系列，以及高端线 Berry。同时，公司还在现饮场所积极推广高端全球品牌 Peroni、Pilsner Urquell 等。

图 64 公司酒类产品组合示意图，截止 2024 年 3 月



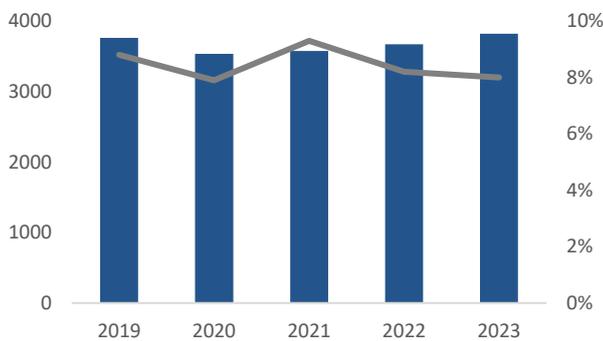
资料来源：公司公告，HTI

2023 年 12 月，公司宣布将对旗下烈酒 68 个 SKU 提价。在 2023 年 11 月继三得利宣布对旗下部分威士忌品牌提价后，公司宣布将对 NIKKA 系列威士忌提价，主要原因是原材料成本的上涨。另一方面，新酒税政策将对红酒、预调酒和清酒的税额作出调整，到 2026 年 10 月，三者的税额将统一为每 350 毫升 35 日元。威士忌和烧酒的征税政策暂无任何调整。

3.1.3 软饮料：23 年咖啡承压，今年一季度软饮料提价

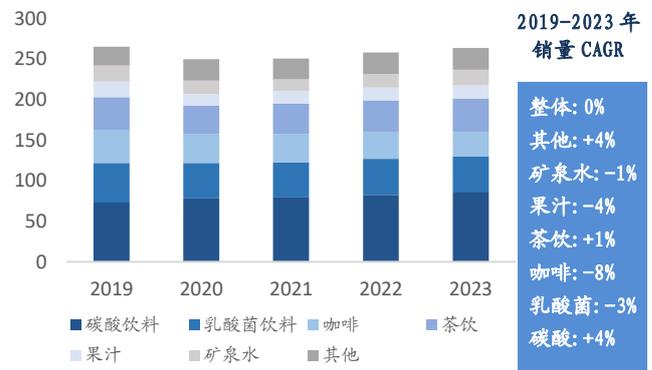
公司本土软饮料业务营收及利润率相对稳定，今年一季度提价。日本软饮料市场规模及竞争格局已基本定型，公司拥有可尔必思、三矢苏打、Wilkinson 等国民品牌，按销量计公司在软饮料的市占率约为 10% 左右。其中，于 2012 年收购的可尔必思在本地乳酸菌饮料市场的市占率高达 40%，且与麦当劳多次合作推出联名产品可尔必思奶昔，海外知名度进一步提升。近几年公司迎合健康趋势，主推 Wilkinson 碳酸水，研发出多种无糖口味，在本地碳酸饮料市场的份额进一步提升。2024 年，为庆祝三矢苏打水和 Wilkinson 的周年纪念，将对产品进行换代更新。根据我们的公司调研，一季度公司对软饮料进行提价，预计全年收入中低单位数增长。

图 65 公司本土软饮料营收(亿日元)及核心营运利润率



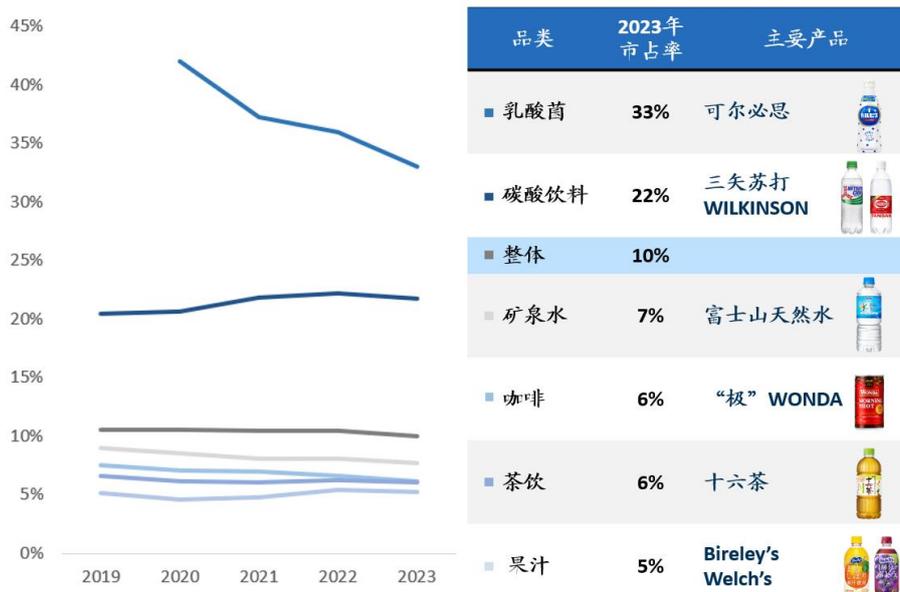
资料来源：公司公告，HTI

图 66 公司本土软饮料业务销量构成(万千升)，2019-2023 年



资料来源：公司公告，HTI

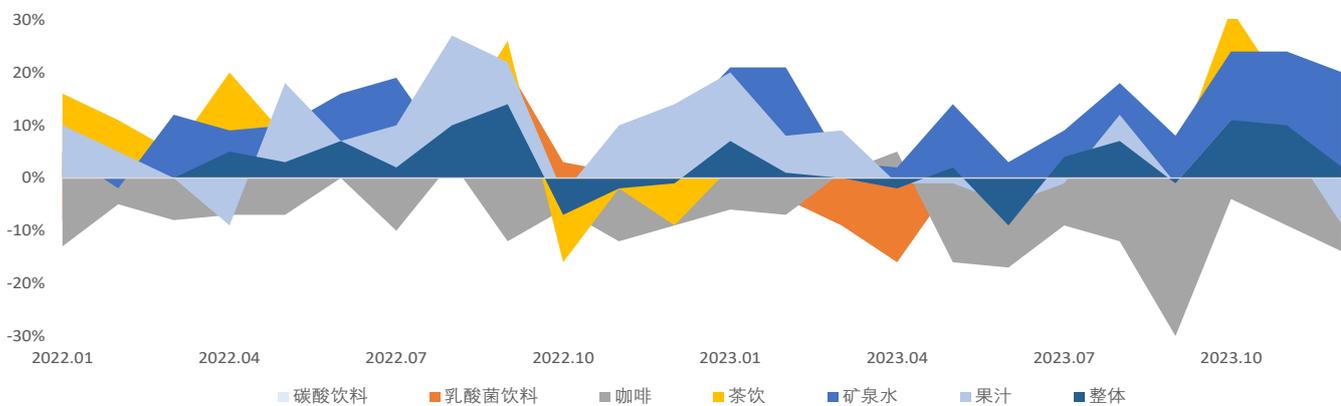
图 67 公司本土软饮料各品类市场份额及主要产品



资料来源：欧睿，公司官网，HTI

咖啡销量承压，矿泉水、果汁和碳酸饮料增长较快。公司的咖啡品类近两年来销量持续承压，2022 年销量同比下降 7%，2023 年销量同比下降 10%。而矿泉水、果汁和碳酸饮料销量则增长较快，2022 年分别同比增长 9%/9%/3%，2023 年分别同比增长 13%/3%/5%。公司的主要咖啡产品“极”黑咖啡销量承压，是日本 RTD 咖啡市场规模下滑，竞争对手推出新品，以及公司在 2023 年 5 月对“极”黑咖啡提价等多重原因叠加导致的。包装方面，公司致力于提高 PET 塑料瓶容器的比例，以提升软饮料利润率。

图 68 公司软饮料月度销量同比增长率，2022 年 1 月至 2023 年 12 月

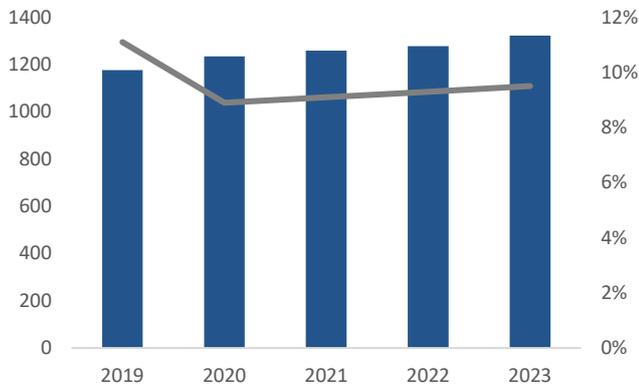


资料来源：公司公告，HTI

### 3.1.4 食品：探索酵母和乳酸菌等新业务

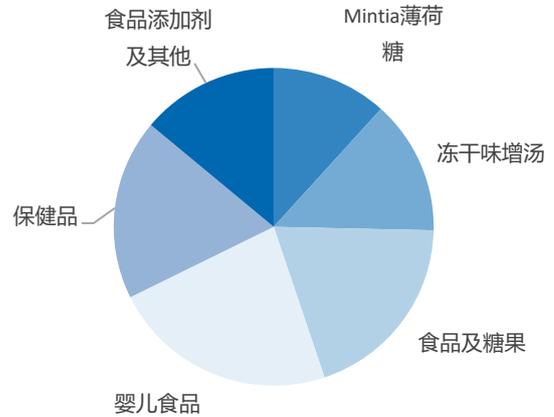
**食品业务布局多元且均衡。**公司的食品业务多来自 2000 年前后收购的品牌。除了面向消费者销售的 Mintia 薄荷糖，冻干味增汤，食品及糖果，婴儿食品以及保健品外，公司还向企业销售食品添加剂及其他产品。其中，Mintia 薄荷糖 2023 年收入同比增长 23%，表现亮眼。近年来公司加大酵母及乳酸菌方面的研发投入，希望能够契合健康化趋势，开拓新的业务领域。由于公司目前的业务重心集中在酒类及软饮料，食品今年无扩张计划，预计收入继续保持稳定。

图 69 公司本土食品营收(亿日元)及核心营运利润率



资料来源：公司公告，HTI

图 70 2023 年公司本土食品营收构成

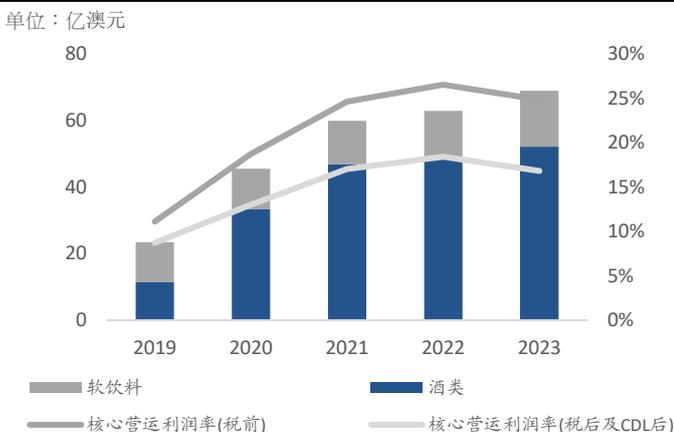


资料来源：公司公告，HTI

### 3.2 大洋洲市场：多元产品组合是竞争优势，24 年利润有望显著改善

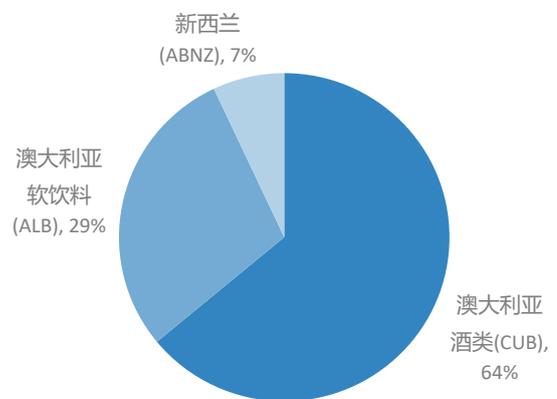
**2023 年啤酒收入贡献约为 55%，软饮料和预调酒占比有提升趋势。**2020 年，公司以 110 亿美元的金额收购澳大利亚第一大啤酒厂商 CUB，此后收入增长迅速，酒精饮料收入占比也从 2019 年的不到 50% 提升至 2023 年的 75% 左右，其中啤酒占酒精饮料收入的超 80%。软饮料方面，收入主要来自于 2010 年前后在澳大利亚收购的玉泉品牌，以及百事可乐的经销权。

图 71 公司在大洋洲营收构成及核心营运利润率，2019-2023 年



资料来源：公司公告，HTI

图 72 2023 年公司在大洋洲营收构成，按子公司划分



资料来源：公司公告，HTI

**澳大利亚经济增长放缓，啤酒需求短期内略显疲软。**自疫情以来，澳大利亚实际GDP增速放缓，且通胀居高不下，对居民消费情绪有一定影响。澳大利亚的啤酒税根据通货膨胀率每年调整两次，经过疫情三年连续提税，到2023年10月，啤酒税已与日本接近，税率高达40%。今年2月起，澳大利亚酒精税再次上调，对中小酿酒厂商造成一定压力。朝日集团在澳大利亚啤酒市场份额稳固，2023年在市场整体疲软的情况下，公司啤酒销量仍有微增。随着加息周期结束，消费环境或将转好。

图 73 2023 年公司在大洋洲营收构成，按品类划分

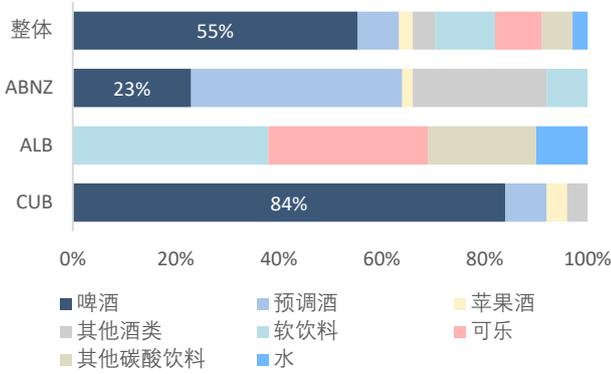


图 74 澳大利亚实际 GDP 和 CPI 增速，2019-2023 年



资料来源：公司公告，HTI

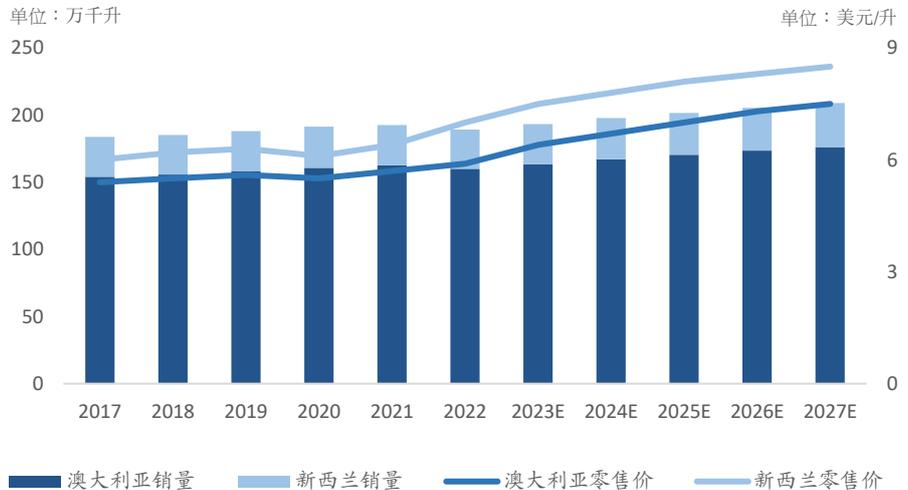
资料来源：CEIC，HTI

据公司指引，2024 年大洋洲核心营运利润将同比增长 9.9%。2023 年，大洋洲收入同比增长 9.1%，核心营运利润同比增长 0.8%。预计 2024 年营收同比增长 6.8%，核心营运利润率从 23% 提高到 24%。公司将通过一系列措施改善利润率，包括推进啤酒高端化，优化酒类产品组合，发展高附加值的精酿啤酒和预调酒，精简 SKU，提高工厂和供应链效率，提高库存管理水平等。

**3.2.1 啤酒：澳大利亚市占率第一，引领高端价格带**

大洋洲啤酒市场销量增长缓慢，而 ASP 提升较快。大洋洲人均啤酒消耗量已趋近平稳，未来随着人口增长，欧睿预计到 2027 年，澳大利亚啤酒市场总销量将以 2% 的年复合增长率稳定提升，而受益于高端化，ASP 则以 5% 的年复合增长率提升。新西兰情况类似，预计到 2027 年，销量年复合增长率为 2%，ASP 年复合增长率为 4%。

图 75 大洋洲啤酒市场规模（左轴）及零售均价（右轴），2017-2027E



资料来源：欧睿，HTI

2023年，公司在澳大利亚啤酒市场的市占率为46%，排名第一。自收购CUB后，朝日集团成为澳大利亚啤酒市场龙头，且在高端市场拥有较高的市占率。根据公司数据，2018-2023年，澳大利亚高端啤酒市场销量CAGR为+2%，快于整体销量-1%的增速。2023年，公司在澳大利亚高端啤酒的市占率约为39%。新西兰啤酒市场，公司主要销售进口品牌Asahi Super Dry、Peroni、嘉士伯等，市占率较低。

图 76 2023 年澳大利亚啤酒分价格带市场份额，按销量计

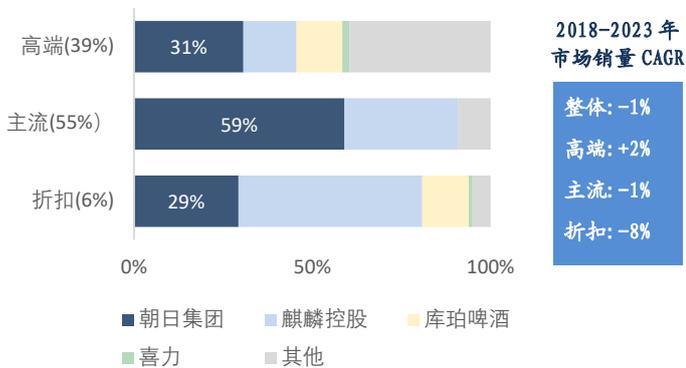
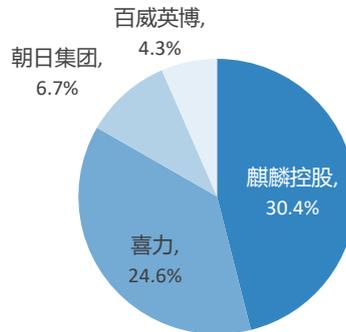


图 77 2022 年新西兰啤酒市场份额，按销量计



资料来源：公司公告，HTI

资料来源：欧睿，HTI

公司在澳大利亚销售的啤酒产品组合丰富，兼具当代与传统，本土与进口。澳大利亚啤酒消费者的偏好逐渐分化，一部分人更偏好于口味较重的本土传统啤酒，而年轻人或女性则更偏好于口味较淡的当代啤酒。公司在澳销售啤酒产品既包括 CUB 拥有的本土品牌，又包括母公司旗下的全球品牌，受益于多元化的产品组合，在市场需求整体疲软的情况下，公司的市占率维持稳中有升态势。

图 78 2023 年公司在澳大利亚啤酒收入构成，按类型划分

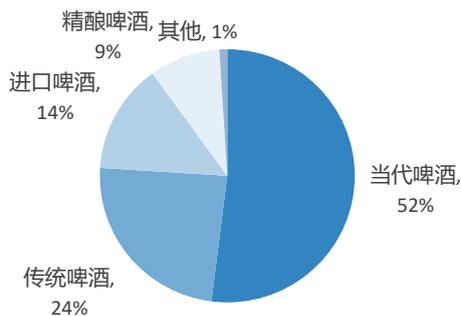
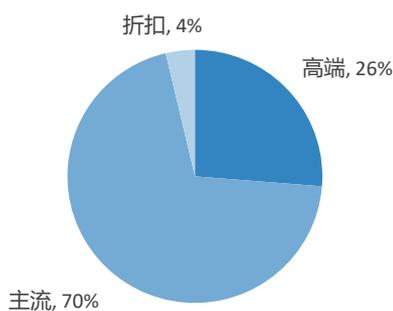


图 79 2023 年公司在澳大利亚啤酒销量构成，按价格带划分



资料来源：公司公告，HTI

资料来源：公司公告，HTI

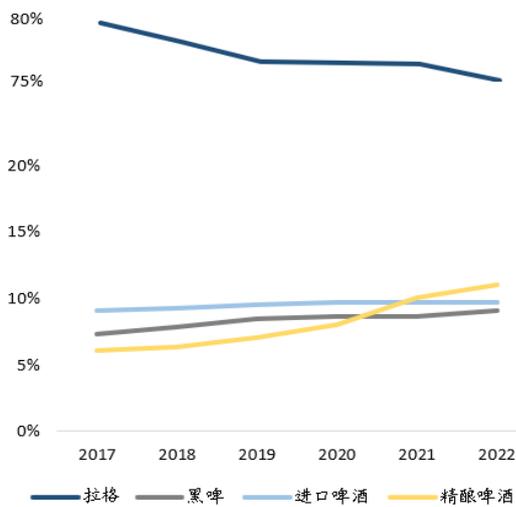
图 80 公司在大洋洲啤酒产品组合

澳大利亚本土品牌					新西兰本土品牌			进口品牌	
Great Northern	Carlton	Victoria Bitter	Pure Blonde	Mountain Goat	NZ Lager	Ranfurly	BRB	Super Dry	Peroni
									
当代拉格	传统拉格	传统拉格	当代拉格	精酿艾尔	传统拉格	传统拉格	精酿艾尔	超高端拉格	超高端拉格

资料来源：公司官网，HTI

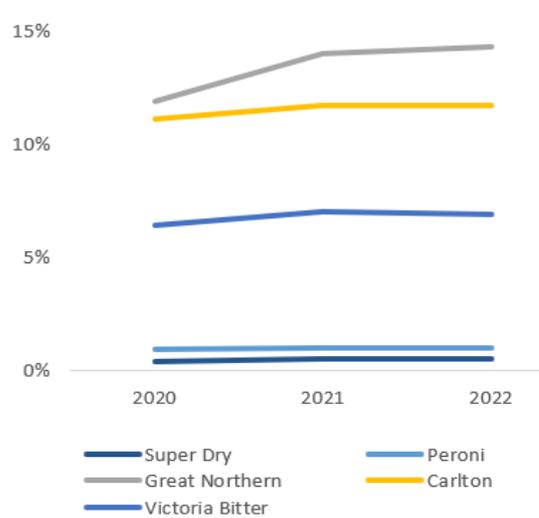
自 2020 年公司收购 CUB 后，Great Northern 市场份额进一步提升。根据欧睿数据，2022 年澳大利亚啤酒市场份额最高的 4 个品牌中有 3 个为朝日集团旗下品牌，其中全国销量排名第一的品牌 Great Northern 市场份额约为 15%。近年来澳大利亚各地区特色的精酿啤酒品牌涌现，挤压了一部分工业拉格的市场份额。另外，进口高端啤酒和传统黑啤酒的市占率也有略微提升。而 Great Northern 受益于公司有效的管理和营销，2023 年销量相比 2019 年收购前增长 40.3%。市场份额逆势增长。

图 81 澳大利亚市场不同类型啤酒市占率，按销量计



资料来源：欧睿，HTI

图 82 公司在澳大利亚主要啤酒品牌市占率，按销量计

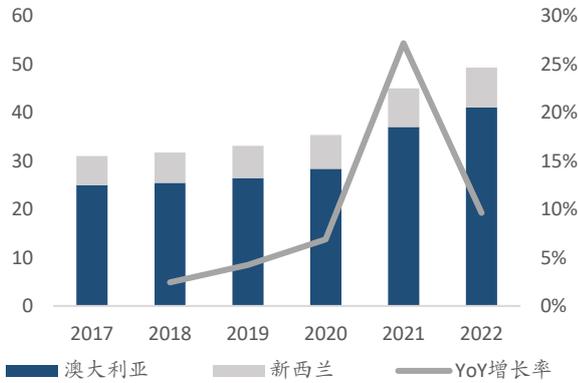


资料来源：欧睿，HTI

3.2.2 预调酒：市场前景广阔，公司在澳大利亚市占率持续提升

大洋洲预调酒市场维持中高单位数增长。2021年，预调酒市场销量激增，可能是由于疫情影响现饮场景所导致。疫情后，虽然现饮场景有所恢复，但预调酒的便利性、消费者偏好的多样化使得预调酒市场继续壮大，预计2023-2028年大洋洲预调酒销量维持中高单位数的年复合增长率。公司在大洋洲主营以伏特加、波本为基底的预调酒，品牌市占率靠前。

图 83 大洋洲预调酒市场销量规模（万千升）



资料来源：欧睿，HTI

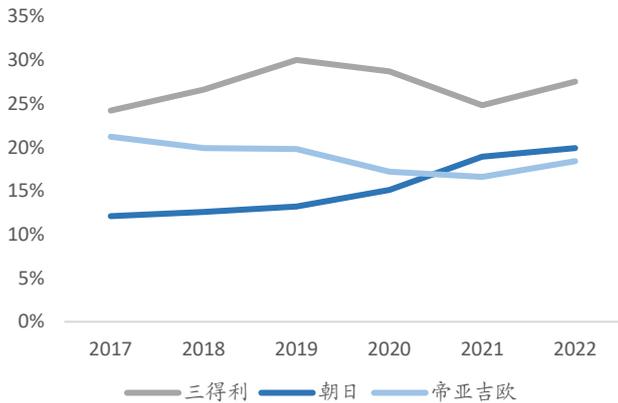
图 84 公司在大洋洲主要预调酒产品



资料来源：公司官网，欧睿，HTI

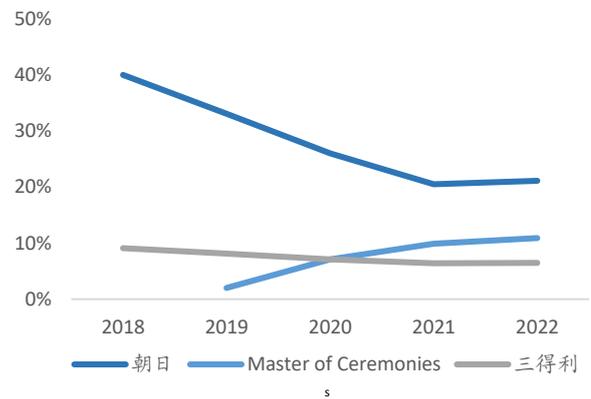
公司在澳大利亚预调酒市场占有率持续提升。根据欧睿数据，2022年公司在澳大利亚预调酒市场的份额约为20%，仅次于三得利，且近年来有显著提升。而在新西兰预调酒市场，由于面临本土品牌的强势竞争，公司市场份额则下滑明显，从2018年的40%下降至2022年的20%左右。

图 85 澳大利亚预调酒市场排名前三公司的份额变化



资料来源：欧睿，HTI

图 86 新西兰预调酒市场排名前三公司的份额变化

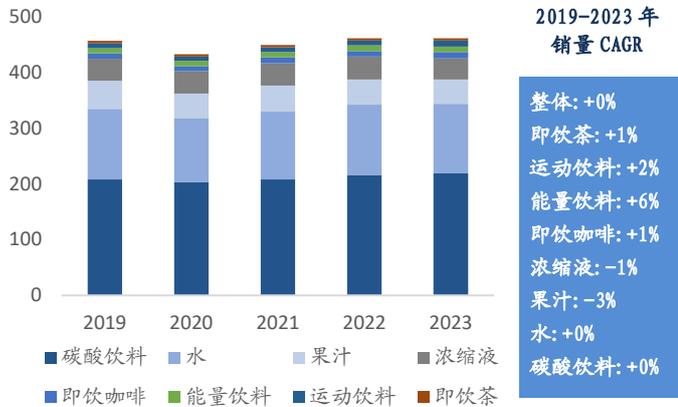


资料来源：欧睿，HTI

3.2.3 软饮料：品牌基础强韧，预计 2024 年收入高单位数增长

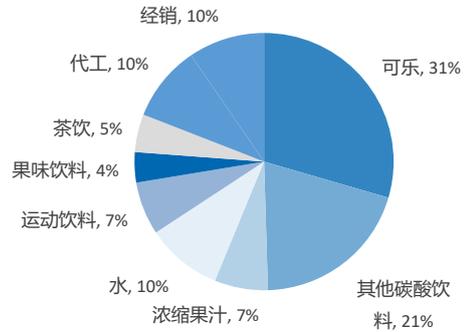
公司在澳大利亚销售的软饮料以可乐等碳酸饮料为主。2023 年，可乐和其他碳酸饮料收入占公司澳大利亚软饮料收入的 52%。公司在澳大利亚软饮料市场的市占率为 29%，仅次于可口可乐。在碳酸饮料市场，公司和可口可乐分别拥有 39%/58% 的市场份额。2023 年大洋洲软饮料收入同比增长 11.4%，根据公司指引，预计 2024 年该板块收入仍将保持高单位数增长。

图 87 澳大利亚软饮料按销量计（万千升）市场规模



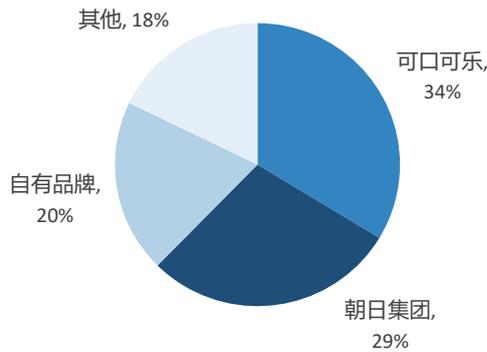
资料来源：公司公告，HTI

图 88 2023 年公司澳大利亚软饮料收入构成



资料来源：公司公告，HTI

图 89 2023 年澳大利亚软饮料市场份额，按销量计



资料来源：公司公告，HTI

图 90 公司在大洋洲销售的主要软饮料品牌



资料来源：公司公告，HTI

3.3 欧洲市场：销量显韧性，持续推进高端化

公司在欧洲收入均来自于啤酒类产品。2023 年，公司的欧洲收入同比增长 9.1%（以欧元计），主要由提价和高端化策略带动；核心营运利润同比下降 1%，主要由于通胀居高不下，可变成本增加导致。公司在欧洲的主要运营国家为捷克、斯洛伐克、波兰、罗马尼亚、意大利、英国、匈牙利、荷兰等。除了这 8 个主要国家外，全球其他地区的收入也计入欧洲及国际区域总部，但公司在美国、中国等其他市场目前市占率仍然较低，收入贡献较小。根据我们的公司调研，2023 年中国收入仅占集团总营收的 1%左右，利润率水平适中，随着未来规模扩大，利润率仍有提升空间。

图 91 公司在欧洲净销售额和核心营运利润率，2019-2023 年

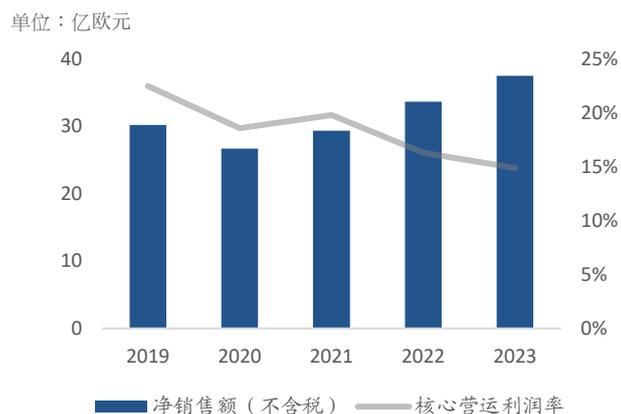
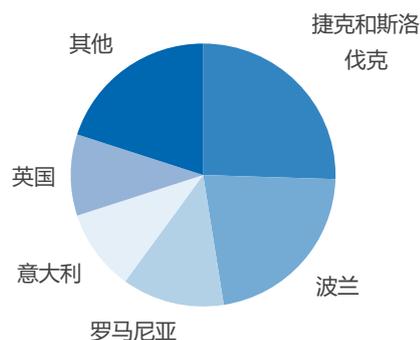


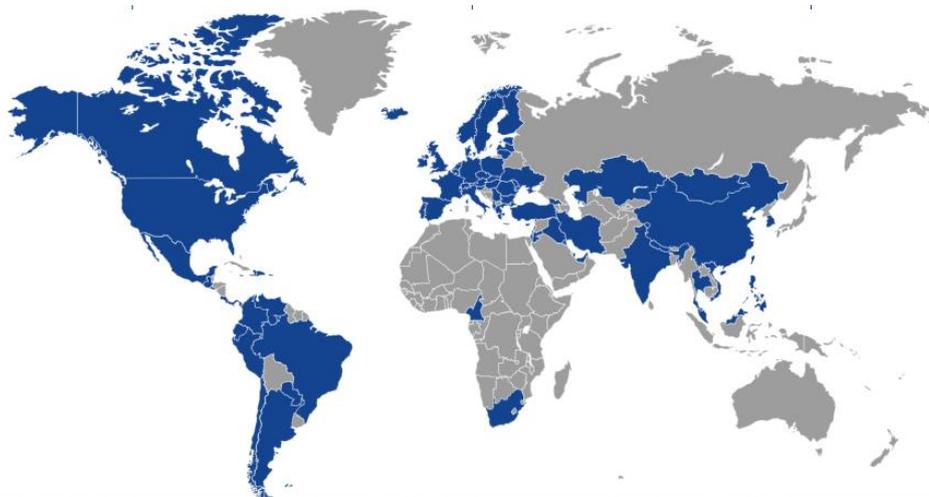
图 92 公司 2023 年欧洲收入构成，按国家划分



资料来源：公司公告，HTI

资料来源：公司公告，HTI

图 93 公司欧洲及国际区域总部销售覆盖地区

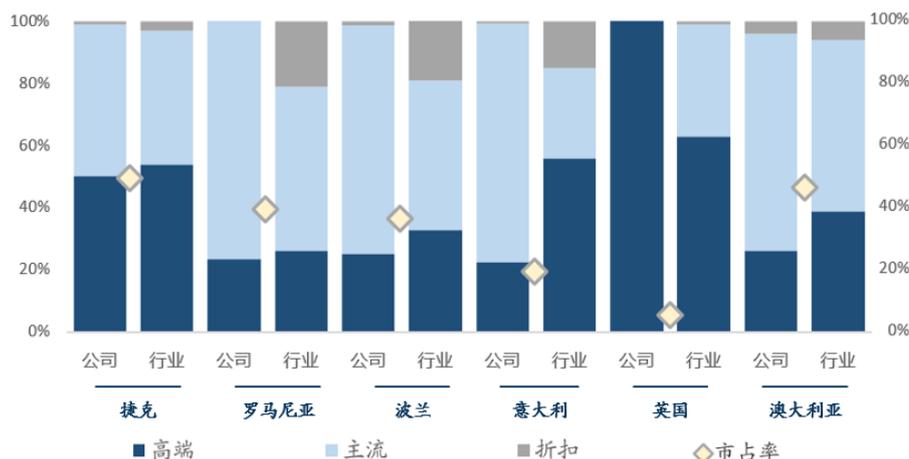


资料来源：公司公告，HTI

**2023 年欧洲消费环境较为严峻，但公司业绩相对展现出韧性。**欧洲持续高通胀对消费者可支配收入、消费情绪和公司的可变成本造成较大负面影响。2023 年欧洲啤酒行业整体销量下降约 3%。各国际啤酒巨头的 2023 年报显示，喜力在欧洲销量下降约 6%，嘉士伯在欧洲销量下降约 3%。公司的欧洲啤酒业务受益于有效的提价策略以及营销活动，销量仅下滑 2.1%，好于行业平均水平。

**2024 年公司指引核心营运利润同比增长 1.3%。**公司指引 2024 年欧洲营收同比增加 7.5%，核心营运利润同比增加 1.3%，尽管预计今年在营销费用、工资、物流等方面仍然将有较大开支，但随着高端化推进和全球品牌扩张，产品结构将继续改善，从而提升盈利能力。对比 2023 年朝日集团在几个主要国家的高端销量贡献以及当地行业整体高端化水平，我们认为公司的产品结构和市场份额都尚有提升空间。

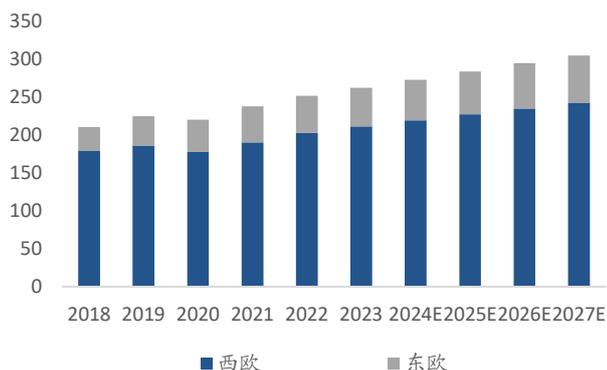
图 94 2023 年公司在各国产品销量结构和当地行业各价格带销量占比



资料来源：公司公告，HTI

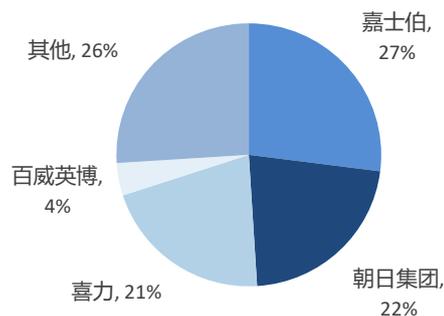
**公司着重在欧洲市场推广无酒精啤酒。**欧洲的啤酒市场已非常成熟，消费者更加注重产品的个性化和健康化。根据欧睿数据，2018-2023 年欧洲无酒精/低酒精啤酒销量年复合增长率约为 4%，预计到 2027 年，仍将以 4% 的复合增长率继续提升，增速高于啤酒行业整体，其中无酒精啤酒的增速高于低酒精啤酒。2023 年欧洲无酒精/低酒精啤酒销量已达到 250 万千升，初具规模。相比欧洲其他无酒精/低酒精酒类，例如预调酒等，无酒精啤酒已具备良好的市场基础。公司 2022 年 4 月在欧洲推出无酒精版 Peroni，2023 年 1 月推出无酒精版 Super Dry，目前在中东欧地区的无酒精啤酒市场已占据一定的市场份额。

图 95 欧洲无酒精及低酒精啤酒市场销量规模 (万千升)



资料来源：欧睿，HTI

图 96 2022 年中东欧地区无酒精啤酒市场份额



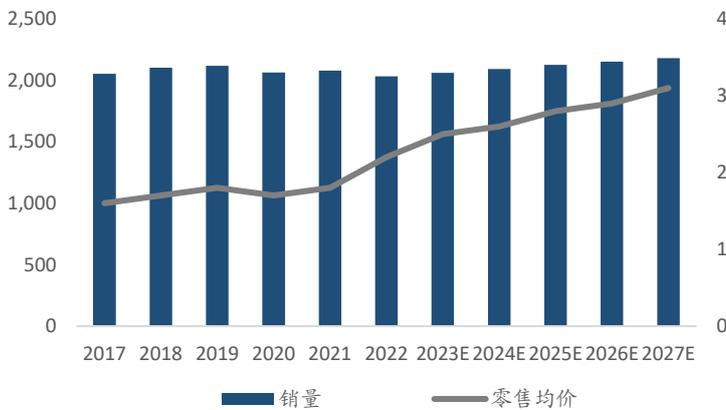
资料来源：欧睿，HTI



3.3.2 中欧及东欧：基本盘稳固，非现饮比例较高

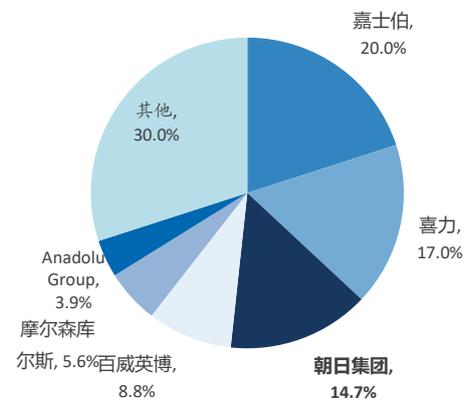
中东欧啤酒市场销量及价格增速略快于西欧，2022 年公司市占率排名第三。东欧地区啤酒市场相比西欧仍有一定扩张空间，根据欧睿数据，东欧啤酒市场销量每年低单位数增长，零售均价不足西欧的一半，预计到 2027 年以 7% 的年复合增长率提升均价。2022 年，公司在中东欧啤酒市场按销量计的市占率约为 14.7%，排名第三。

图 101 中东欧地区啤酒市场销量(万千升)及零售均价(美元/升)



资料来源：欧睿，HTI

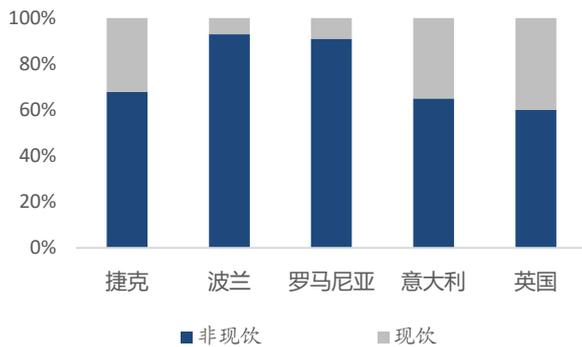
图 102 2022 年中东欧地区各啤酒公司市场份额



资料来源：欧睿，HTI

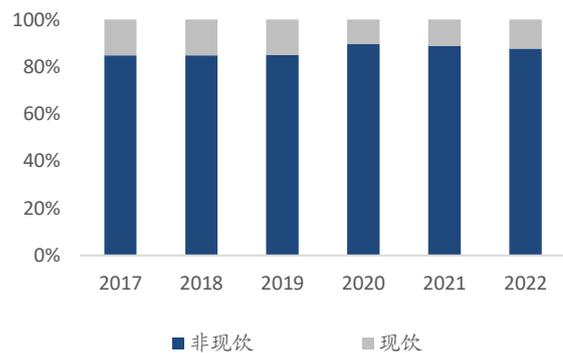
中东欧地区现饮渠道占比较低，2023 年公司家庭渠道收入同比增加 2%。与西欧地区相比，中东欧地区啤酒非现饮渠道比例较高，疫情前便稳定在 80% 左右。由于非现饮渠道定价较低，受通胀影响相对较小，因此中东欧市场表现相对稳健。根据我们的公司调研反馈，2023 年公司在欧洲家庭渠道收入同比增加 2%。

图 103 2022 年各主要运营市场的现饮/非现饮渠道比例



资料来源：欧睿，HTI

图 104 中东欧地区现饮/非现饮渠道比例，2017-2022 年



资料来源：欧睿，HTI

#### 4. 投资建议与盈利预测

由于日本、欧洲、大洋洲的啤酒和软饮料市场已较为成熟，尽管公司市场份额有逐步提升的迹象，但销量难有显著提高。受益于高端化、品牌影响力以及公司管理效率的提升，叠加 24 年原材料、包材等成本下行，我们预计 2024 年公司收入中低单位数增长，核心营运利润中高单位数增长，预计 2022-2024 年核心营运利润 CAGR 为 5.5%，基本符合公司中期指引。

表 15 2024-2026 年盈利预测假设

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>日本</b>				
收入增速	4.7%	3.4%	2.3%	1.7%
<b>酒类收入增速</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>
啤酒收入增速	3%	4%	2%	1%
销量增速	-2%	0%	-1%	-1%
均价增速	5%	4%	3%	2%
其他酒类收入增速	9%	3%	3%	2%
<b>软饮料收入增速</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>3%</b>
销量增速	2%	1%	0%	0%
均价增速	2%	3%	2%	2%
<b>食品收入增速</b>	<b>3%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>
核心营运利润增速	9.7%	6.4%	4.0%	3.9%
核心营运利润率	8.8%	9.0%	9.2%	9.4%
<b>欧洲</b>				
收入增速	8.2%	4.9%	3.0%	2.0%
啤酒销量增速	-2%	-1%	-1%	-1%
啤酒均价增速	11%	6%	4%	3%
核心营运利润增速	-1.1%	4.6%	4.8%	3.1%
核心营运利润率	12.3%	12.3%	12.5%	12.7%
<b>大洋洲</b>				
收入增速	7.3%	4.6%	3.3%	2.7%
<b>酒类收入增速</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>
销量增速	-4%	-1%	-1%	-1%
均价增速	10%	4%	3%	3%
<b>软饮料收入增速</b>	<b>11%</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>
核心营运利润增速	0.8%	9.3%	5.1%	4.0%
核心营运利润率	17.0%	17.4%	17.7%	17.9%
<b>整体</b>				
收入增速	6.8%	4.1%	2.7%	2.0%
核心营运利润增速	3.9%	7.3%	4.6%	3.7%
核心营运利润率	9.5%	9.9%	10.2%	10.4%

资料来源：公司公告，HTI

注：以上增速均为有机增速，利润率为税后利润率

根据我们测算，2023 年日元持续贬值对公司年报收入/核心营运利润增速的影响约为+3.5/+4.2pct。我们以 2024 年 1 欧元=158 日元，1 澳元=98 日元作为基准情景进行盈利预测，欧元/日元汇率每变动 5 日元或澳元/日元汇率每变动 2 日元，将对全年核心营运利润产生 1% 的影响。

表 16 公司 2024 年核心营运利润率敏感性分析

欧元/日元汇率	核心营运利润变动	澳元/日元汇率	核心营运利润变动
148	-2%	94	-2%
153	-1%	96	-1%
158	0%	98	0%
163	+1%	100	+1%
168	+2%	102	+2%

资料来源: HTI

综上,我们预计公司 2024-2026 年营收为 29609/30427/31058 亿日元,归母净利润为 2005/2150/2301 亿日元,对应 2024-2026 年 EPS 分别为 396/424/454 日元。我们认为公司目前仍然处于全球化扩张期,受益于欧洲、大洋洲地区的啤酒高端化,归母净利率仍有一定提升空间,且公司积极寻找海外收并购机会,成长可期。参考国际啤酒可比公司估值,给予 2024 年 16.8x PE,对应目标价 6648 日元,首次覆盖给予“优大于市”评级。

表 17 可比上市公司估值预测

上市公司	证券代码	市值 (亿美元)	EPS (美元)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
百威英博	BUD US	1158	2.65	3.35	3.85	22.2	17.5	15.2
喜力	HEIA NA	558	4.42	5.21	6.09	21.9	18.6	15.9
嘉士伯	CARLB DC	189	-43.50	7.85	8.76	NA	17.2	15.4
华润啤酒	291 HK	139	0.22	0.26	0.30	19.0	16.4	14.2
麒麟控股	2503 JP	134	0.99	1.05	1.13	14.8	14.0	13.0
青岛啤酒	600600 CH	122	0.44	0.51	0.58	24.5	21.2	18.7
平均值							17.5	15.4

资料来源: 彭博, HTI

注: 市值截止 2024 年 4 月 22 日, 盈利预测来源于彭博一致预期。

## 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。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表(亿日元)	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)					EBITDA	3,930	4,287	4,438	4,583
每股收益	324	396	424	454	财务费用/收入	(97)	(81)	(64)	(49)
每股净资产	4,856	5,121	5,405	5,682	所得税	(758)	(744)	(804)	(860)
每股经营现金流	686	725	725	739	营运资本变化	261	214	108	76
每股股利	121	132	170	182	其他	139	(5)	(5)	(5)
价值评估 (倍)					经营活动现金流	3,475	3,672	3,674	3,745
P/E	16.9	13.8	12.9	12.1	资本性支出	(1,064)	(1,067)	(1,096)	(1,296)
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0	固定资产开支	(896)	(967)	(996)	(1,196)
P/S	1.0	0.9	0.9	0.9	无形资产开支	(168)	(100)	(100)	(100)
EV/EBITDA	10.5	9.2	8.4	7.8	其他	(113)	283	280	277
股息率%	2.2%	2.4%	3.1%	3.3%	投资活动现金流	(1,177)	(784)	(817)	(1,019)
盈利能力指标 (%)					借款变动	(865)	(1,200)	(1,200)	0
毛利率	36.1%	37.1%	37.4%	37.6%	股票回购	(0)	0	0	0
核心营运利润率	9.5%	9.9%	10.2%	10.4%					
净资产回报率	6.7%	7.7%	7.9%	8.0%	资产负债表(亿日元)	2023A	2024E	2025E	2026E
投资回报率	3.8%	4.7%	5.0%	5.3%	流动资产	8,470	9,250	10,043	11,756
盈利增长 (%)					现金及现金等价物	599	1,365	2,094	3,761
营业收入增长率	10.3%	6.9%	2.8%	2.1%	存货	2,673	2,759	2,823	2,869
EBIT 增长率	12.9%	14.9%	5.9%	4.8%	应收账款及票据	4,656	4,586	4,586	4,586
核心营运利润增长率	8.1%	11.3%	5.7%	4.6%	其他	541	541	541	541
					非流动资产	44,390	43,990	43,635	43,478
					固定资产	8,881	8,760	8,680	8,794
					商誉及无形资产	32,839	32,556	32,277	32,000
					联营公司投资	111	115	120	125
					递延所得税	485	485	485	485
					其他	2,073	2,073	2,073	2,073
					总资产	52,859	53,240	53,678	55,234
					流动负债	13,970	13,799	13,971	14,093
					应付账款及票据	7,148	7,377	7,549	7,672
					债券及短期借款	3,898	3,498	3,498	3,498
					应付税款	263	263	263	263
					其他	2,661	2,661	2,661	2,661
					非流动负债	14,232	13,432	12,232	12,232
					债券及长期借款	10,210	9,410	8,210	8,210
					递延所得税	2,332	2,332	2,332	2,332
					其他	1,690	1,690	1,690	1,690
					实收资本	11,781	11,781	11,781	11,781
					留存收益	12,824	14,166	15,606	17,012
					股东权益 (不含少数股 东权益)	24,605	25,947	27,387	28,793
					少数股东权益	52	63	88	116
					负债及所有者权益	52,859	53,240	53,678	55,234
利润表(亿日元)	2023A	2024E	2025E	2026E					
营业收入	27,691	29,609	30,427	31,058					
营业成本	(17,702)	(18,619)	(19,049)	(19,366)					
营业毛利	9,989	10,989	11,378	11,692					
SG&A 费用	(7,353)	(8,054)	(8,276)	(8,447)					
销售费用	(2,105)	(2,369)	(2,373)	(2,423)					
管理费用	(4,320)	(4,678)	(4,807)	(4,907)					
研发费用	(175)	(178)	(183)	(186)					
核心营业利润	2,637	2,935	3,102	3,245					
其他收益净额	(187)	(120)	(120)	(120)					
EBITDA	3,930	4,287	4,438	4,583					
折旧及摊销	(1,480)	(1,471)	(1,456)	(1,458)					
EBIT	2,450	2,815	2,982	3,125					
应占联营公司溢利	9	9	10	10					
财务费用	(181)	(166)	(150)	(140)					
所得税	(758)	(744)	(804)	(860)					
净利润	1,660	2,015	2,176	2,329					
净利润 (未含少数股 东损益)	1,641	2,005	2,150	2,301					
股本('000)	506,701	506,701	506,701	506,701					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 4 月 22 日; (2) 以上各表均为简表, 单位日元  
资料来源: 公司年报 (2023), HTI

**APPENDIX 1****Summary**

Asahi Breweries, the precursor of Asahi Group Holdings, is a century-old Japanese beer brand with excellent management capabilities that have helped the company to weather the industry cycle and develop new business overseas. Asahi Breweries has been one of the three leaders in the Japanese beer market since its establishment in 1889, but its market share once dropped to 10% after World War II due to the aging of the brand and slow expansion in home channels. After large-scale market research and product development experiments, the launch of Super Dry in 1987 led the Company back to the top. The brand's market share has remained stable above 40% since then, and it is the top-selling beer in Japan at present. Constrained by the local consumption environment and high alcohol taxes, the Company has been exploring soft drinks, food, and overseas business since the 1990s. The acquisition of European/Australian breweries in 2016/2020 drove the Company's share price to outperform the TOPIX Food Index. Asahi Group Holdings is aiming to become one of the leading international beer companies by 2030, with the foundation of management reforms. In 2023, more than half of Asahi Group's revenue comes from overseas markets, and more than half of its employees are of non-Japanese nationalities.

Premiumization, brand globalization, and category innovation to drive future growth. The Company is driving growth in existing business regions and expanding into new markets through globalization of brands and premiumization; it is seizing the demand created by trends such as increased consumer health awareness to develop innovative categories such as non-alcoholic beer and RTDs. At the same time, the Company is actively seeking overseas M&A opportunities. In terms of globalization, it is expanding its five premium global brands as well as local brands acquired in various regions. As of 2023, the Company ranked first in beer market share in Australia, Romania, Czech Republic, Poland, etc.. The Company's beer ASP grew by about 10% YoY in 2023 globally, and overseas sales of its five premium global brands grew by about 4% YoY.

FY2023 results were largely in line with market expectations, with overseas sales volumes showing resilience. In 2023, the Company's revenue/core operating profit was +6.8%/+3.9% YoY. By region, Japan/Europe/Oceania revenue was +4.7%/+8.3%/+9.1% YoY and core operating profit was +9.8%/-1%/+0.8% YoY respectively. International leading beer companies were mostly under pressure in 2023 because of high inflation. Benefiting from cost control capabilities, effective marketing & pricing strategies, and expansion of global brands, the Company's performance showed relative resilience. In Japan, Europe and Oceania, the Company's beer sales volume growth was better than the industry average.

For FY2024, we believe the Company's core operating profit will continue to improve in Japan and Oceania, while Europe's performance remain uncertain but the Company is expected to gain market share. According to the Company's guidance, in 2024, revenue/core operating profit is expected to be +3.6%/+4.2% YoY. By region, Japan/Europe/Oceania revenue is expected to be +2.0%/+7.5%/+6.8% YoY, while core operating profit is expected to be +1.9%/1.3%/+9.9% YoY, respectively. In Japan, Super Dry showed strong growth in 24Q1, and soft drink price raise is also expected to compensate for higher raw material costs. The Company is expected to gain market share in Europe, considering its sales performance was better-than average in the first quarter of 2024. However, raw materials, energy, wages and other costs outlook still remain uncertain.

We expect the Company's revenue from 2024 to 2026 to be 2961/3043/3106 billion yen, net profit attributable to shareholders to be 201/215/230 billion yen, corresponding to 2024-2026 EPS of 396/424/454 yen, respectively. The Company is still in the phase of global expansion. Benefiting from beer premiumization in Europe and Oceania, the Company's net profit margin is expected to further improve. Since the Company is actively looking for overseas M&A opportunities, potential high growth story remains attractive. With reference to the valuation of comparable international beer companies, we give Asahi Group Holdings 16.8x PE in 2024, corresponding to a target price of 6,648 yen, initiating coverage with "Outperform" rating.

Risks: Intensified competition, lower than expected premiumization, 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，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 3 个工作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 3 business days after the research report is published.

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).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 JPM.US 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、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、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、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of JPM.US within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of JPM.US for which 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 Haitong acted as lead-brokerage firm.

香港华润(集团)有限公司上海代表处, 摩根大通证券, 摩根大通证券 ACT 及 摩根大通证券 CEM 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, 摩根大通证券, 摩根大通证券 ACT and 摩根大通证券 CEM are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从摩根大通证券, 摩根大通证券 ACT 及 摩根大通证券 CEM 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 摩根大通证券, 摩根大通证券 ACT and 摩根大通证券 CEM.

**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**

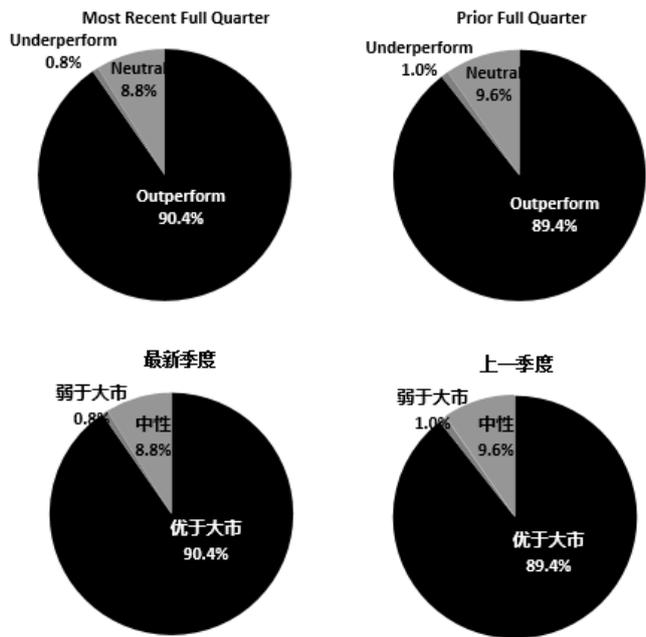
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**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.**

**评级分布 Rating Distribution**



**截至 2024 年 3 月 31 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	90.4%	8.8%	0.8%
投资银行客户*	3.3%	4.9%	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 March 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	90.4%	8.8%	0.8%
IB clients*	3.3%	4.9%	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 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 (“HSIPL”) 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。HSIPL 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、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声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其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](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>