

可口可乐 Coca Cola Co (KO US)

首次覆盖：增长平淡股息欠优，全球对比暂给予中性

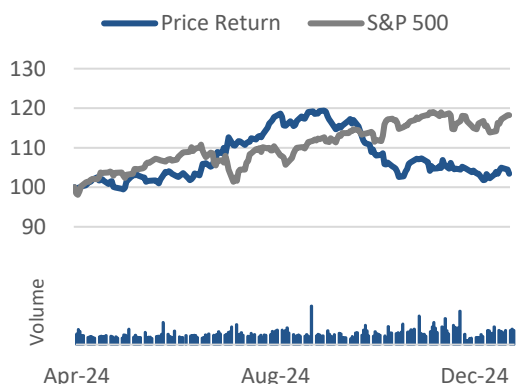
Growth is Slowing Down, Dividend is not Very Attractive, Neutral Rating is Given from a Global Perspective: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖 中性 Initiate with NEUTRAL

评级	中性 NEUTRAL
现价	US\$61.78
目标价	US\$59.60
市值	US\$266.14bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$1,084mn
发行股票数目	4,308mn
自由流通股 (%)	99%
1 年股价最高最低值	US\$73.01-US\$58.06

注：现价 US\$61.78 为 2025 年 01 月 22 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-1.2%	-10.4%	6.4%
绝对值 (美元)	-1.2%	-10.4%	6.4%
相对 S&P 500	-3.2%	-13.8%	-18.3%

USD mn	Dec-23A	Dec-24E	Dec-25E	Dec-26E
Revenue	45,754	46,112	47,475	50,013
Revenue (+/-)	6.4%	0.8%	3.0%	5.3%
Net profit	11,660	12,309	12,831	13,780
Net profit (+/-)	8.0%	5.6%	4.2%	7.4%
Diluted EPS (Rmb)	2.69	2.86	2.98	3.20
GPM	59.5%	60.6%	61.1%	61.6%
ROE	42.8%	41.4%	43.5%	46.8%
P/E	23	22	21	19

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

全球饮料执牛耳者，提价引领行业成长。公司为全球最大的饮料公司，是碳酸饮料品类的绝对龙头。碳酸饮料是美国最大的软饮料赛道，占比 40.4%。碳酸饮料双寡头竞争格局稳定，可口可乐与百事的市场份额分别为 34.8%与 24.2%。受益于必需品的低弹性需求特征、稳定的竞争格局，价格上升对销量的影响较小。疫情后销量增长乏力，但提价效果显著。公司疫情后引领行业提价，公司近年量增贡献基本为中低个位数，价增贡献为 10%+，行业趋势亦相同。

受益于成本下行、叠加提价贡献，OPM 重回上升通道。2021-2022 年全球大宗商品价格走高，公司面临铝价及 PET 价格翻倍上涨、糖价持续高位等成本问题，2022 年公司毛利率同比下行 2pct，出现较大跌幅。但公司进行产品提价，叠加原材料价格有所回落，2023 年起毛利率已经拐点向上，盈利能力企稳回升。2023-2024 年业绩均略超预期，2023 年 non-GAAP 营业利润率同比上升 0.4pct，2024 年前三季度 non-GAAP 营业利润率同比上升 1pct。

派息比率逐阶段上升，分红回购典型标杆。(1) 分红：可口可乐被称为“股息之王”，公司于 2006-2011 年/2012-2018 年/2019-2023 年三个阶段派息比例中枢分别为 50.5%/63.9%/73.9%，股息率中枢分别为 2.75%/3.07%/2.92%。随着业绩增长放缓，公司逐阶段提升了派息比例，在 2016 年后持续稳定在 70%以上。且因剥离装瓶业务等影响，表现业绩虽有波动，公司仍维持派息绝对额以 3-5%的增速稳定增长。ROE 自 2018 年后稳定在 40-50%的高位，股息率于 2012-2021 年持续高于美国十年期国债收益率，持续具有吸引力。(2) 回购：2019 年发布 1.5 亿股的股票回购计划，约占公司股本的 3.4%。截止 2025 年 1 月，回购额度剩余 5283 万股，价值 32.9 亿美元，约占市值的 1.23%。

当前阶段股息略显平淡，全球对比吸引力减弱。基于历史上持续优秀的分红及回购，可乐估值稳定在 20X 以上。但当前阶段，吸引力有所减弱：(1) 目前美国十年期国债收益率为 4.6%，可口可乐股息率为 3.1%，计入回购后约 4%+，与国债收益率相比没有明显优势。(2) 全球横向对比来看，同样为成熟期、股东回报较好的中国乳业和饮料龙头，2025 年净利润预期增长为 10%以上，股息率+回购为 5%以上，而中国十年期国债收益率为 1.66%，更具吸引力。

中国消费股将进入“可乐时代”。我们认为中国消费股可借鉴可口可乐的做法：在进入低利率宏观环境、公司自身增长动能放缓时，应逐渐提高现金分红比例，以及积极开展股票回购注销，从而增厚每股收益，为股东提供稳定回报预期。这或成为中国消费股维护市值、提振股价的突破点。

投资建议与盈利预测。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 461.1/474.8/500.1 亿美元，同比+0.8%/+3.0%/5.3%，GAAP 归母净利为 107.1/111.6/119.9 亿美元，non-GAAP 归母净利为 123.1/128.3/137.8 亿美元，同比+5.6%/4.2%/7.4%。预计 non-GAAP 2024-2026 年 EPS 分别为 2.86/2.98/3.20 美元。参考海内外消费龙头 2025 年 PE 平均值为 15 倍，但考虑到公司为全球行业龙头、股息持续具有吸引力，公司历史上均享有一定估值溢价，给予可口可乐 2025 年 20 倍 PE，对应目标价为 59.6 美元，首次覆盖给予“中性”评级。

风险提示：美国利率长期高位、原材料成本上行、消费者健康产生的 ESG 风险

肖伟俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

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，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

1.百年积蓄的世界软饮料执牛耳者

1.1 公司发展历程：百年历史积蓄，业内首屈一指

可口可乐是全球最大的非酒精饮料公司。1886 年，可口可乐诞生于美国佐治亚州亚特兰大市。1997 年亚洲金融危机前，公司已成为软饮料龙头企业，目前已成长为全球最大的非酒精饮料公司。公司以可口可乐品牌产品为核心，并不断开发、拓展子赛道，目前在多条赛道上占据领先乃至绝对领导地位。

强化多品牌战略，打造完整品牌家族。1997 年亚洲金融危机后，可口可乐公司面临增长压力开始强化多品牌战略。2005 年印发《我们的成长宣言》，标志公司开始进入转型期，进一步探索全球市场增长潜力。公司自 1999 年孵化瓶装水品牌 DASANI，先后创建果味汽水品牌 Appletiser（2005）、即饮茶品牌 GOLDPEAK（2006）等，并收购了 FUZETEA（2007）等品牌以进一步丰富产品矩阵，完整的品牌家族为可口可乐应对 2008 年全球金融危机提供了强有力的支持。2008 年后，公司与怪物饮料达成品牌互换（2015），剥离自有能量饮料品牌的同时获得怪物饮料所有非能量饮料品牌，同时收购咖啡品牌咖世家 COSTA（2019）、乳制品品牌 Fairlife（2020）等。目前已形成了由逾 200 个品牌组成的可口可乐品牌家族。

装瓶业务持续调整，资产结构优化整合。二十世纪内，可口可乐将绝大多数装瓶服务以特许经营形式交予全球各服务商，并在世纪后期通过筛选、剥离、合并等动作将服务商整合，形成了数个大型装瓶商的格局，各装瓶商负责特定的地理区域。

2005 年宣布转型后，可口可乐的资产模式也转向重资产。2006 年公司成立装瓶投资部门，并着手收购部分装瓶公司（如原与港资嘉里集团联合创办的嘉里饮料公司），逐步将装瓶业务收归母公司，重资产部门比重增大。

2016 年，面对较大的增长压力，可口可乐决定再次将装瓶部门剥离，致力于实现让所有装瓶业务归于特许经营。在中国，可口可乐装瓶业务都归于港资太古集团与国资中粮集团。轻资产模式为公司降低成本、提高灵活性以及强化品牌力等方面带来显著好处，为持续的利润增长和股东回报提供了有力支持。

表 1 可口可乐公司发展历程及重要事件

年份	时期	重要事件
1886-1916	诞生与初创探索期	开创： 药剂师约翰·彭伯顿调制了可口可乐的原始配方。 成立公司： 买下配方的阿萨·坎德勒成立可口可乐公司。 引入弧形瓶包装： 1915 年公司开始使用全新设计的弧形玻璃瓶包装，并在 1916 年正式大规模使用。
1916-1945	动荡风云中的稳健成长期	绑定休闲标签： 在美国大萧条时期，通过大力营销将自身与轻松休闲深度绑定，树立品牌定位，提升品牌知名度。 深入二战后勤： 借助前期知名度成为二战美军军需物资，趁势在全球各地建立 64 个军需装瓶厂。 试水多品牌： 二战期间因美国对德贸易禁令，在德国开发出果味汽水“芬达”，开创首个子品牌。
1945-1997	国际化和多品牌拓展期	大力推进国际化： 借助数十年积累资产迅速推进国际化，到 1980 年产品已几乎覆盖全球。加强营销推广，推出“Coke Adds Life!”“Coke is it!”等口号，迅速打响全球知名度。重点投入并成功打开印度、中国大陆等新兴市场。 拓展品牌家族： 二战结束后在其他国家推广芬达，并开发雪碧等全新品牌，收购美汁源等品牌，全面布局非酒精饮料各大子赛道。 调整资产模式，应对百事崛起： 80 年代，公司首先通过回购特许经营权等方式整合装瓶商，对装瓶服务进行升级改造以应对百事可乐的强势崛起。1986 年，为优化报表，公司又将装瓶服务拆分上市，形成了目前的“Coca-Cola System”的雏形。
1997-	全球化深耕期	继续拓展品牌家族： 与怪物饮料达成品牌交换，收购咖世家 COSTA，打造全方位覆盖非酒精饮料的品牌家族。 持续优化装瓶资产配置模式： 2006 年成立装瓶投资部，主要负责环印度洋地区业务，以期支撑公司进一步增长。2016 年起又对装瓶服务重新推广特许经营模式，回归轻资产模式。

资料来源：公司官网，HTI

1.2 业绩表现：逐渐走出资产剥离阵痛，疫情后迅速反弹

营收端：回顾历史，主因装瓶业务剥离，公司近年总营收增长略显乏力。

(1) 未剔除剥离装瓶业务影响口径下，除 2019 年显著提价、2022 年疫情后积压需求释放外，其余年份均未呈现显著增长。其中 2015-2018 年受剥离装瓶业务、2020 年受疫情影响营收均负增长。2015-2019 年与 2020-2023 年公司营收 CAGR 分别为 -4.21%/11.49%。

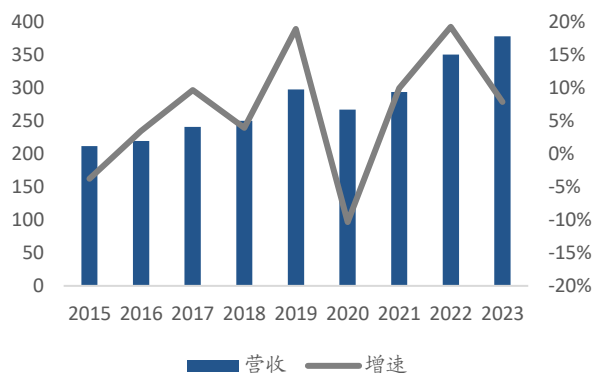
(2) 剔除剥离装瓶业务影响口径下，2015-2019 年与 2020-2023 年公司营收 CAGR 分别为 8.87%/12.31%，表现显著优于未剔除情况。

图 1 可口可乐总营收（亿美元）及增速（未剔除装瓶业务）



资料来源：公司年报，HTI

图 2 可口可乐营收（亿美元）及增速（剔除装瓶业务）



资料来源：公司年报，HTI

利润端：主因经营模式调整，公司历史业绩有所波动。由于公司近十年来重回轻资产模式，支付的大量遣散费等相关费用引起 2015-2018 年净利润承压。2020 年与 2022 年又受到新冠疫情、原料成本激增等负面冲击，净利润增长持续乏力。

图 3 可口可乐净利润（亿美元）及增速（未剔除装瓶业务）



备注：2017 年公司由于税收改革法案多缴纳 53.5 亿美金的税金。为保证增速计算的连续性，图中为加回 53.5 亿美金的净利润数据。

资料来源：公司年报，HTI

近年表现：伴随轻资产化基本完成、多个市场提价、原材料成本回落，公司近两年来利润端稳健增长。2023 年公司营收与净利润分别为 457.5 亿/107.1 亿美元，同比增长 6.4%（内生增长 12%，其余为汇率与 M&A 影响）/ 12.3%。2024 年 Q1-Q3 公司营业收入与净利润分别为 355.2 亿/84.4 亿美元，同比增长 1.8%（内生增长 10%+）/下滑 3.5%（内生增长 7.7%）。近两年公司利润端整体表现优于近年平均水平，主因装瓶业务剥离整合基本完成、提价、原材料价格回落。

1.3 公司股东与高管：股权结构保持稳定，高管经验丰富

股权结构稳定，近年未发生重大变化。公司基本为机构持股，其中伯克希尔·哈撒韦、先锋领航、黑石投资等三家最大股东持有约 25%的股份。公司高管持有部分股权，但总占比不足 0.5%。

表 2 可口可乐公司股份持有量前十机构

机构	持股数	持股比例
Berkshire Hathaway, Inc	400,000,000	9.29%
Vanguard Group Inc	376,036,130	8.73%
Blackrock Inc.	317,541,666	7.37%
State Street Corporation	164,769,767	3.82%
FMR, LLC	92,961,376	2.16%
Geode Capital Management, LLC	92,957,028	2.16%
JP Morgan Chase & Company	86,954,316	2.02%
Morgan Stanley	79,291,982	1.84%
Charles Schwab Investment Management, Inc.	62,596,608	1.45%
UBS AG	55,300,542	1.28%

资料来源：彭博，HTI
2025 年 1 月 17 日更新

高管长期稳定，各高管任职情况未发生重大异动。首席执行官 James Quincey 于 1996 年加入公司，随后长期供职，2017 年起担任首席执行官，2019 年起担任董事会主席。

表 3 可口可乐公司高管任职经历

姓名	职务	简介
James Quincey	董事会主席、首席执行官	曾任职于于贝恩、麦卡锡分支 Kalchas 公司，1996 年加入可口可乐。随后先后历任可口可乐拉丁美洲公司、西北欧公司、欧洲集团总裁，2015 年担任公司首席运营官，2017 年起担任首席执行官，2019 年起担任董事会主席。
John Murphy	总裁、首席财务官	曾于普华永道担任审计师，1988 年加入可口可乐。21 世纪以来在北美、日本等地分公司负责财务等工作，2008 年起分别在北美洲、南拉丁美洲、亚太等地分公司任总裁。2019 年担任首席财务官。
Manuel Arroyo	首席营销官	1994 年离开美国日用品公司庄臣加入可口可乐，随后供职于欧美、东南亚等地区多个国家分公司。2014 年重回庄臣，其后加入橄榄油企业 Deoleo。2017 年回到可口可乐后先后在墨西哥、亚太分别担任总裁，2020 年担任首席营销官。
Henrique Braun	首席运营官	1996 年在亚特兰大加入可口可乐公司，2013 年到 2016 年担任大中华区和韩国总裁，2016 年至 2020 年担任巴西业务部门总裁，2020 年至 2022 年担任拉丁美洲运营部门总裁，2022 年到 2024 年担任执行副总裁兼国际发展总裁，2025 年被任命为首席运营官

资料来源：公司年报，HTI

表 4 可口可乐公司非任职董事会任职经历

姓名	部分任职经历
Herb Allen	私人投资银行 Allen & Company LLC 总裁
Bela Bajaria	Netflix 首席内容官
Ana Botín	桑坦顿银行执行主席
Christopher C. Davis	戴维斯精选顾问公司主席
Thomas S. Gayner	Markel Group 的首席执行官
Carolyn Everson	私募股权公司 Permira 高级顾问
Maria Elena Lagomasino	全球家族办公室 WE Family Offices 的首席执行官

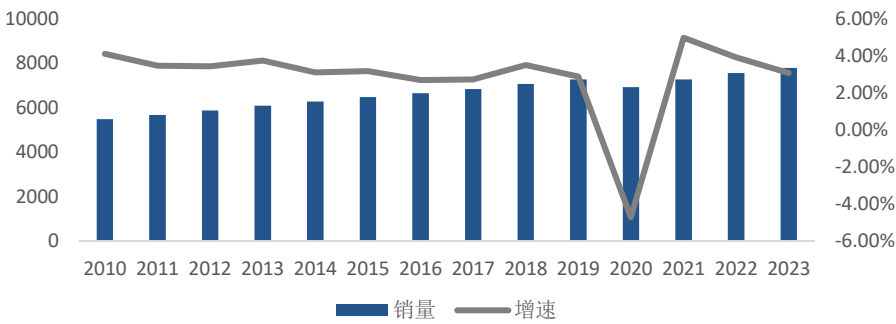
资料来源：公司年报，HTI

2.行业情况：传统赛道趋于平稳，新兴赛道与地区为增长新驱动

2.1 全球软饮料市场：总体成熟、局部新兴

市场开拓完成，增速总体走弱。依销量口径计算，疫情前，2016-2019 年全球市场 CAGR 约为 3.0%。2020 年受疫情影响负增长 4.72%。随后，随着消费需求重新释放，2020-2023 年 CAGR 达到 4.0%，增速有所加快。此外，尽管销量口径下的增速并不亮眼，近年来产品均价的不断提高使得实际营收增速仍十分可观，美国等国家在营收口径下甚至可持续双位增长。

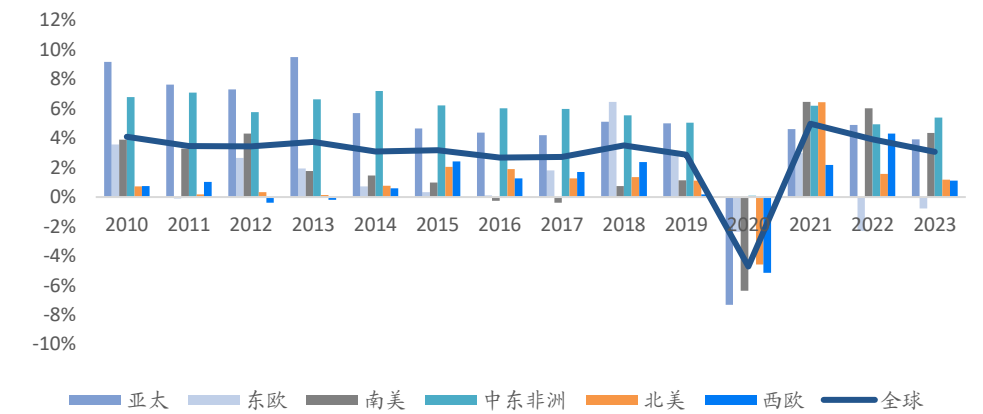
图 4 全球软饮料市场销量（亿公升）及增速



资料来源：欧睿，HTI

发达市场稳健增长，新兴市场表现强劲。软饮料市场传统主力北美地区近年增速略有走弱，2008 年金融危机后连续多年增长率不及 1%，近年来有回温迹象。受国际局势、人口老龄化等多重因素叠加影响，欧洲市场增长乏力，东欧市场连续两年负增长。另一方面，中东与非洲、南美等地区增长十分强劲，近三年 CAGR 分别达到 5.6% 与 5.5%。中东与非洲、南美市场合计市场销量约达全球三分之一，成为全球市场稳定增长的重要驱动。亚太地区由于严格的公共卫生政策在 2020 年呈现-7.3%负增长，但随后反弹势能强劲。

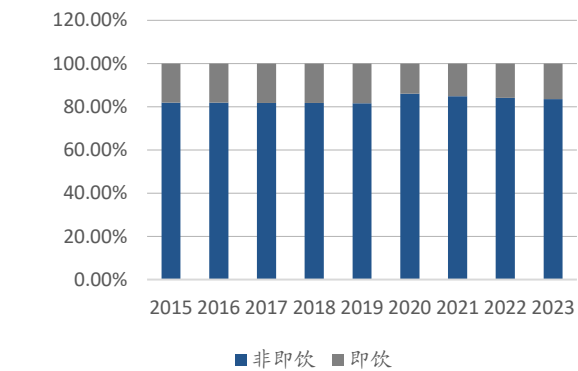
图 5 全球主要地区软饮料市场销量同比增速



资料来源：欧睿，HTI

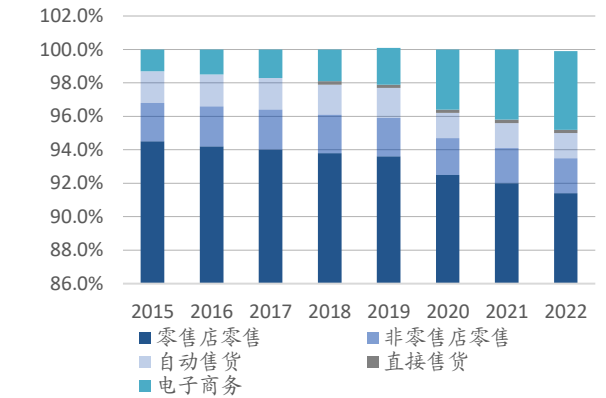
非即饮形式占主流，线下零售店贡献销量。（1）从销售方式看，非即饮历年来均占软饮料总销量 80%以上，且疫情时占比继续提升至超 85%。其中 90%以上销量由线下零售店等线下渠道供应。（2）从销售渠道看，线下零售店渠道长期占 90%以上销售量，近年来，伴随疫情等因素，电商渠道销售占比略有上升，但未改变线下零售点渠道等线下渠道绝对优势地位。

图 6 全球软饮料销售方式占比（销售量口径）



资料来源：欧睿，HTI

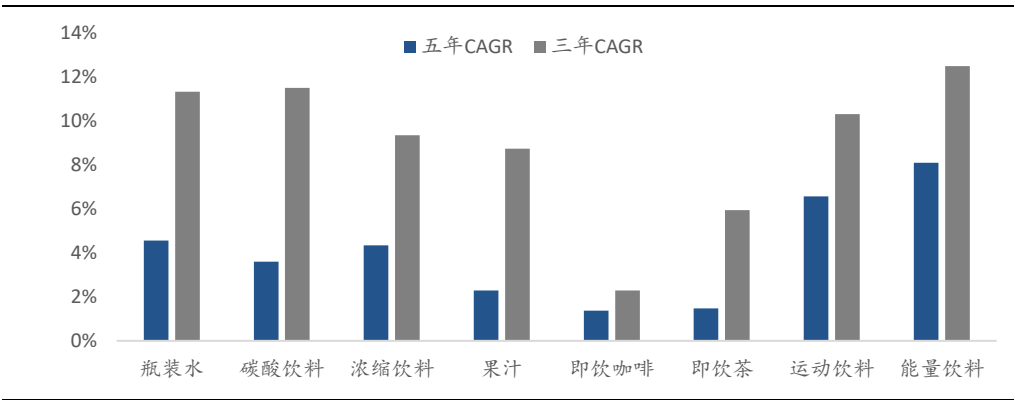
图 7 全球软饮料销售渠道占比



资料来源：欧睿，HTI

软饮子赛道冷热不均，碳酸饮料持续高增。能量饮料、碳酸饮料、包装水、运动饮料等赛道因单价提升、需求刚性等保持较高增长水平，2020-2023 年 CAGR 分别为 12.5%/11.5%/ 11.3%/10.3%。即饮茶、即饮咖啡等赛道则增长较为缓慢，2020-2023 年 CAGR 分别为 5.9%/2.3%。

图 8 全球软饮料市场各子品类三年（20-23 年）、五年（18-23 年）CAGR



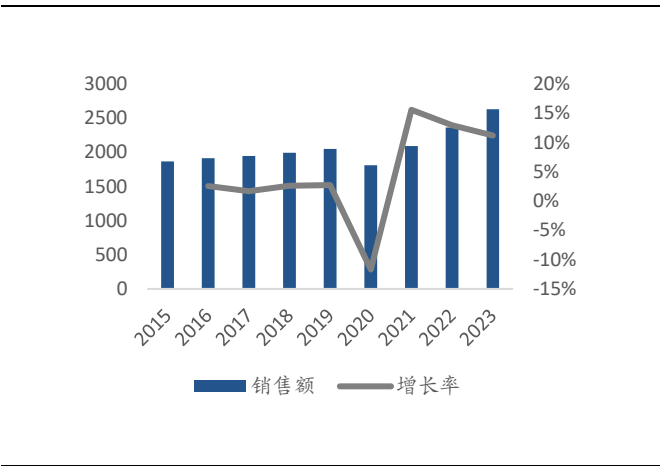
资料来源：欧睿，HTI

2.2 美国软饮料市场：传统大国，疫后复苏

长期以来，美国稳坐软饮料消费第一大国。一方面，美国软饮料渗透率显著较高，年人均摄入量达 370 升，远超大多数国家。另一方面，美国软饮料单价长期处于世界较高水平。双重因素叠加下，2023 年美国软饮料市场规模达 2628 亿美元，可口可乐公司超过三分之一的营收也来自北美两国市场。

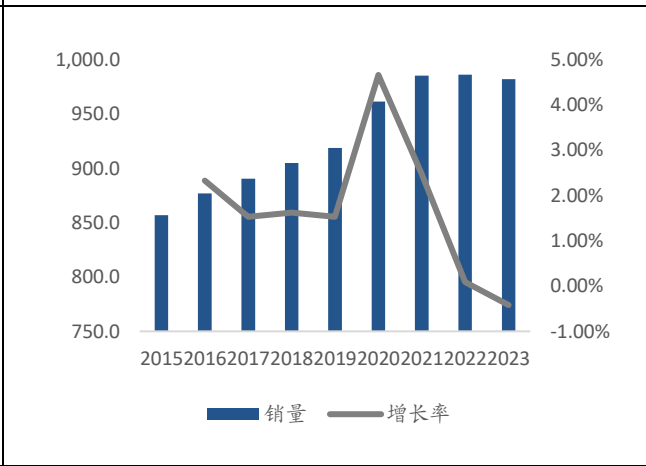
疫情以后，销量增长乏力，提价效果显著。2020 至 2023 年美国软饮料销量 CAGR 仅 0.70%，但营收 CAGR 达 13.23%，低弹性的需求特征保证了显著提价后销量的稳固，促使单价提升为后疫情时代营收的迅猛增长提供了强大驱动力。

图 9 美国软饮料市场营收（亿美元）与增速



资料来源：欧睿，HTI

图 10 美国软饮料市场销量（亿公升）与增速

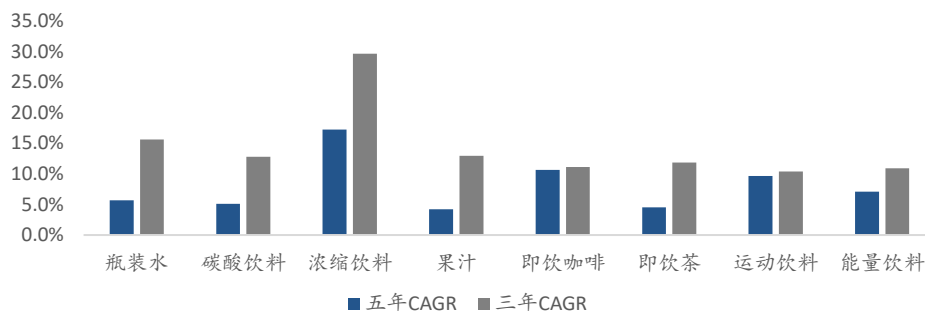


资料来源：欧睿，HTI

2.2.1 软饮料子赛道：近年保持强劲，长期赛道有所分化

因美国通胀影响，软饮各赛道营收均保持强劲，2020 至 2023 年的 CAGR 在 10% 以上。但长期来看，软饮料子赛道呈现较强的异质性，各子赛道营收表现有较大差异。其中，运动饮料、能量饮料、即饮咖啡的长期成长性较好，五年 CAGR 达到高单位数至 10%；包装水、碳酸饮料五年 CAGR 表现平淡，在 5% 左右；而果汁、即饮茶等赛道表现则相对弱势，五年 CAGR 均不足 5%。

图 11 美国软饮料市场各子品类三年（20-23 年）、五年（18-23 年）CAGR



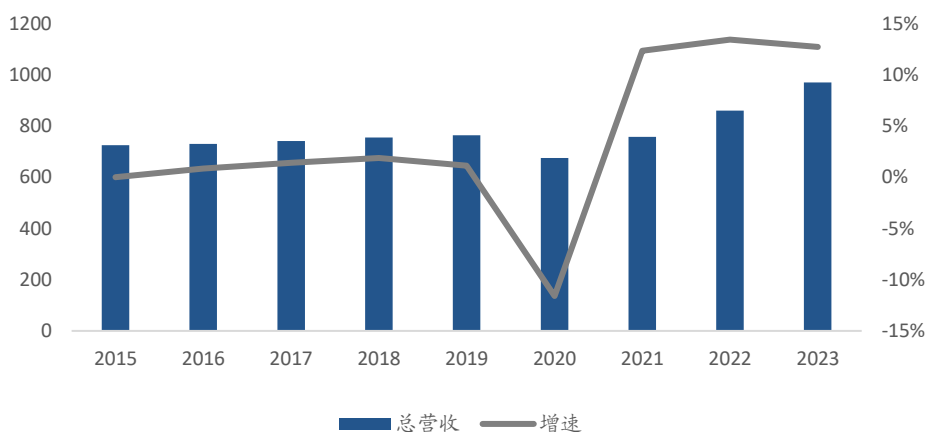
资料来源：欧睿，HTI

2.2.2 碳酸饮料市场：传统赛道规模第一，减糖品类起势上升

碳酸饮料为软饮料最大单品赛道，规模约千亿美元。从营收口径看，2023 年碳酸饮料市场规模占比最大，达 40.4%，包装水和果汁分别以 26.0%和 17.2%的占比分居二三，其余各赛道占比均不及 10%。2023 年，碳酸饮料营收 970 亿美元，已连续三年呈现双位数增长。

碳酸饮料赛道在疫情前保持平稳，疫情后增速迅猛。疫情前，美国碳酸饮料行业规模基本持平，仅有 1-2%增长；疫情后，全球碳酸饮料市场已连续三年实现超 10%增长，而美国碳酸饮料行业的增长更加迅猛，2021-2023 年三年营收同比增长分别为 12.4%/13.4%/12.7%。尽管三年 CAGR 不及浓缩饮料与瓶装水，但碳酸饮料体量巨大，近三年已贡献 295 亿美元营收增长，占软饮料总赛道的 35.9%，显著超过瓶装水（221 亿美元）、果汁（126 亿美元）等赛道。

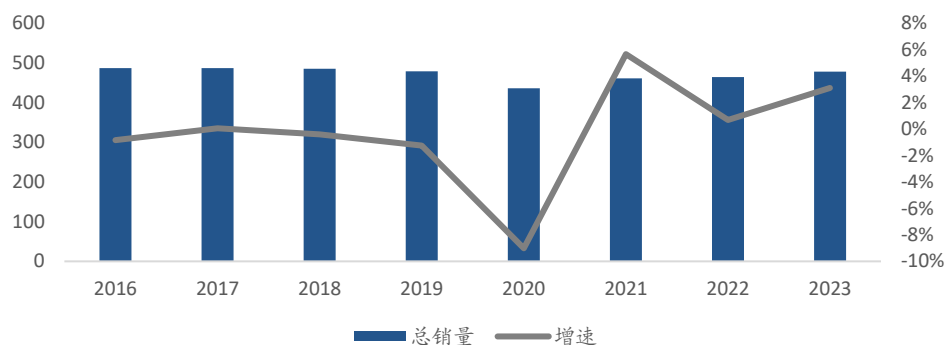
图 12 美国碳酸饮料营收（亿美元）及增速



资料来源：欧睿，HTI

美国市场销量有所停滞，进入稳定平台期。从销量口径看，2015 年美国市场碳酸饮料销量 491 亿公升，此后由于能量饮料、运动饮料等赛道迅速发育、提价等原因，销量微幅下跌，进入稳定平台期，目前销量稳定在约 480 亿公升。

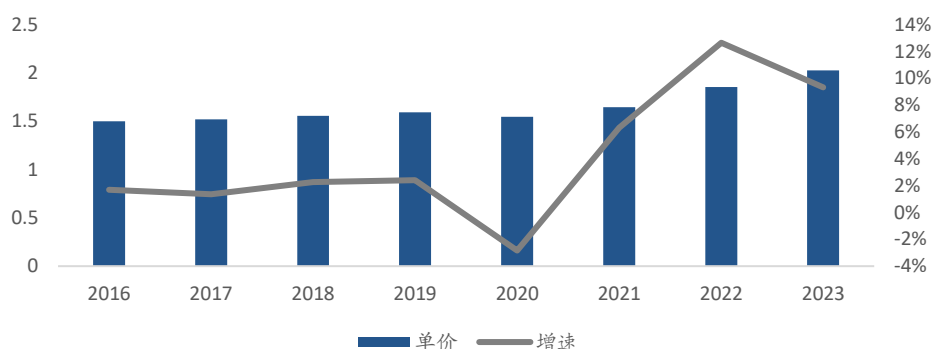
图 13 美国碳酸饮料销量（亿公升）及增速



资料来源：欧睿，HTI

产品单价显著提升，为增长主要动力。疫情后，可口可乐与百事两家最大的供应商接连宣布在美国等地提价，市场产品单价连年提升。基于市场需求的低弹性，数次提价均未造成销量显著下降。2020年，市场单价约为1.55美元每公升，2023年单价已达到2.03美元每公升，三年CAGR达9.4%，成为营收增长的主要贡献力量。

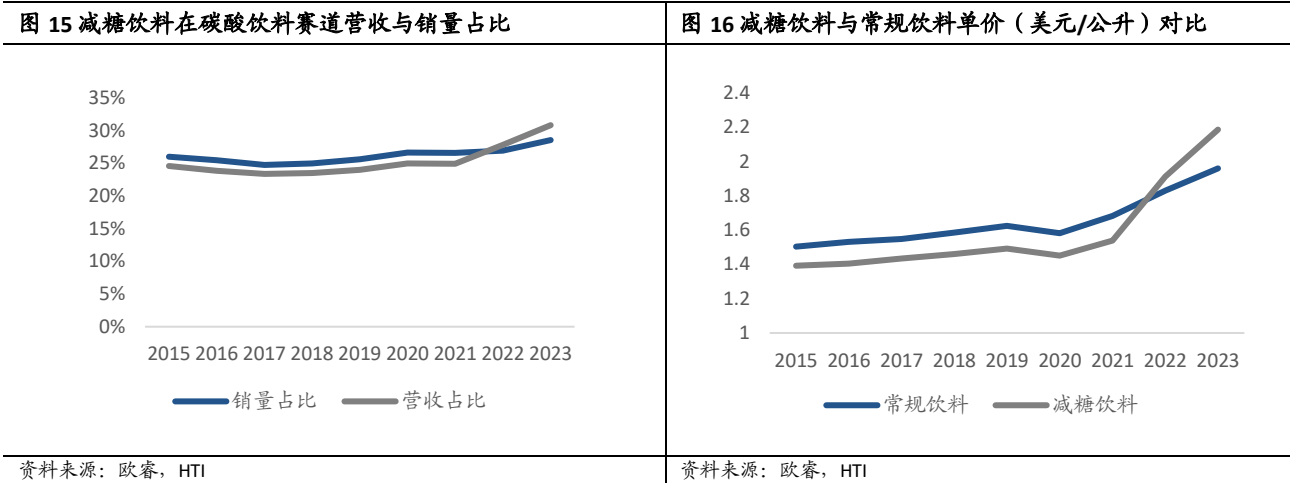
图 14 美国碳酸饮料单价（美元/公升）及增速



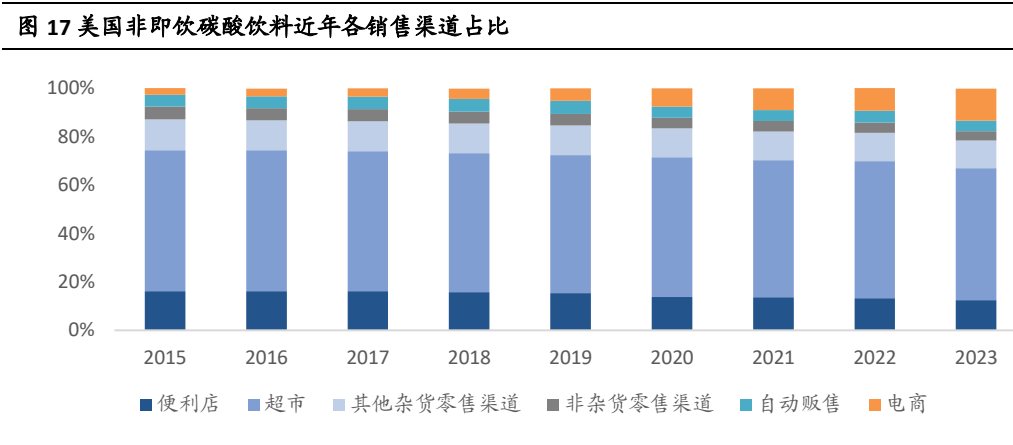
资料来源：欧睿，HTI

高知名度碳酸饮料，明星单品深入人心。自20世纪以来，可口可乐等公司坚持大力营销、推广，将清甜的口感与休闲、娱乐等场景紧密绑定，又将刺激、浓烈的碳酸冲击感与年轻、潮流等标签深入结合。数十年的营销成功地将碳酸饮料推广到全美，并扩散到全世界。明星单品可口可乐的英文“Cola”更是一举成为代指同类饮品的通用词汇。

健康观念逐步普及，减糖碳酸成为新宠。近年来受益于健康需求提升及含糖饮料税的推广，减糖饮料销量占比稳中有进，处于25%至30%区间。疫情后针对消费者健康需求，减糖饮料逐渐升级，单价显著提升。2021年减糖饮料单价为1.54美元/公升，低于常规饮料1.68美元/公升。但2023年，减糖饮料单价已飙升至2.19美元/公升，远高于常规饮料1.96美元/公升。比常规饮料更加迅猛的提价并没有影响减糖饮料销量，其三年CAGR达到5.5%，高于常规饮料赛道的2.2%。更加刚性的需求、更高的支付意愿都使减糖赛道成为碳酸饮料的增长新动力。



非即饮销售为主，线下渠道占比最大。2023 年非即饮碳酸饮料销量与规模占比分别为 69%/62%，其中零售店销售为绝对主流。尽管疫情后电商平台迅速崛起，但电商渠道销量占比仅为 13.1%。

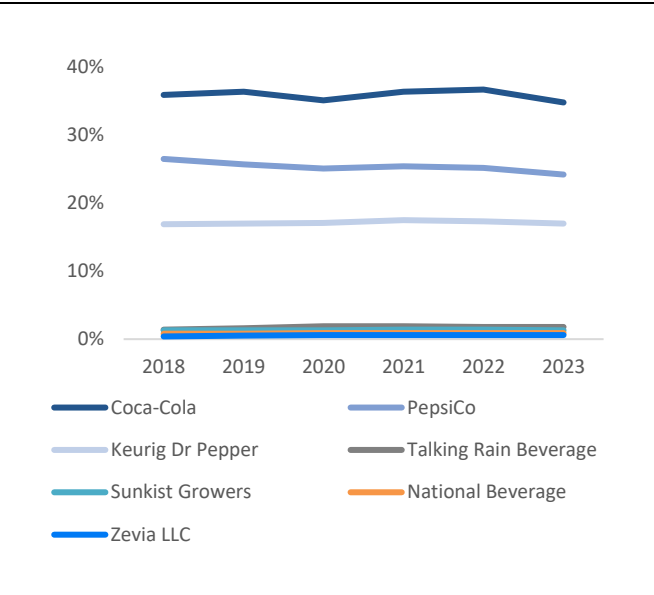


资料来源：欧睿，HTI

2.2.3 竞争格局：市场高度集中，寡头格局明显

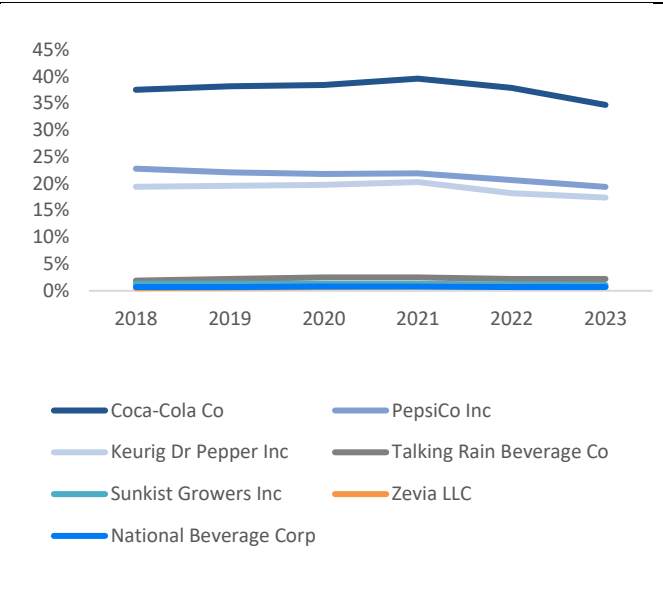
可口可乐与百事可乐占据六成碳酸饮料市场份额。销量口径下，可口可乐与百事的市占率分别为 34.8%与 24.2%。规模口径下，可口可乐与百事的市占率分别为 34.7%与 19.4%。除此之外，胡椒博士（Dr Pepper）通过混合多种风味的独特口感和“不是可乐”的产品理念，收获了希望寻找可乐替代品的消费者，市占率长期稳定在 17%至 18%之间。其他公司市场占有率均不及 1%。

图 18 美国主要碳酸饮料公司市场份额（销量口径）



资料来源：欧睿，HTI

图 19 美国主要碳酸饮料公司市场份额（规模口径）



资料来源：欧睿，HTI

可口可乐集中发力饮料赛道，品牌数量多、布局完善。具体来看，可口可乐很早就开发了芬达、雪碧等风味汽水，并针对可口可乐开发出健怡汽水、无糖可口可乐等独立品牌。而百事知名度较高的碳酸饮料子品牌仅有美年达，其品牌家族中有大量食品行业品牌（如乐事等），在碳酸饮料赛道上的布局力度不及可口可乐。统计中可观测市场份额的品牌数量低于可口可乐，亦弱于排名在其之后的胡椒博士。

可口可乐注重打造衍生品牌，品牌知名度高。可口可乐充分利用 Coca-cola 品牌的高价值，开发健怡汽水、无糖可口可乐等延伸品牌，2023 年两大衍生品牌市场占比已分别达到 6.6%与 3.6%，二者市场份额总和已超过百事公司核心商标“Pepsi”。

表 5 主要碳酸饮料生产商自有主要品牌及其市场份额					
Coca-cola Company		Pepsico		Keurig Dr Pepper Inc	
Coca-Cola	13.0%	Pepsi	9.6%	Dr Pepper	6.5%
Diet Coke	6.6%	Mountain Dew	7.2%	Canada Dry	2.1%
Sprite	5.4%	Diet Pepsi	4.2%	Diet Dr Pepper	2.0%
Coca-Cola Zero Sugar	3.6%	Mountain Dew Diet	2.2%	A&W Root Beer	1.0%
Fanta	2.0%	Sierra Mist	0.5%	7-Up	0.8%
Cherry Coke	1.0%	Mug Root Beer	0.4%	Squirt	0.8%
Fresca	0.8%	Diet Sierra Mist	0.0%	Schweppes	0.7%
Sprite Zero	0.6%			Crush	0.6%
Seagram's	0.5%			Diet 7-Up	0.3%
Barq's	0.5%			Vernors	0.1%
Cherry Coke Zero	0.3%				

资料来源：欧睿，HTI

3.公司表现：全球布局实现稳健复苏，高股息及回购具投资价值

3.1 产品品类：贯彻全品类战略，无糖品类贡献增速

加速创新研发，实施全品类战略。2017 年，可口可乐明确全品类研发战略，除了保持对传统碳酸饮料的开发之外，加强对非碳酸饮料品类的探索。酒精饮料方面，2020 年推出 Topo Chico，首次进军硬苏打饮料（含酒精饮料）市场。2023 年成立酒饮子公司 Red Tree Beverages，向非传统酒精品类进军。无糖化方面，目前公司 68%的产品属于低糖或者零糖产品，其中，可口可乐零糖在过去 5 年中实现两位数的增长。2024 年公司运动饮料主力品牌 BodyArmor 将推出无糖产品，无糖化市场前景可期。

图 20 可口可乐产品矩阵



资料来源：公司官网，HTI

并购寻求扩张，布局高成长品类。可口可乐从 1960 年开始进行品牌收购，着眼打造全品类饮料公司。90 年代以来随着碳酸饮料行业发展趋于成熟，可口可乐加速并购步伐，相继收购 Costa、fairlife、BodyArmor 等品牌，进军即饮咖啡、乳制品、运动饮料等高成长领域。2019 年公司成立新的运营部门 Global Ventures，专注于在全球范围内扩大收购和品牌规模。收购的品牌中，Costa 带动咖啡品类在 2023 年实现 3%的增长，fairlife 作为超滤奶产品头部玩家，于 2021 年成长为 10 亿美元品牌，并连续 8 年实现两位数的销量增长。

表 6 可口可乐收购事件梳理

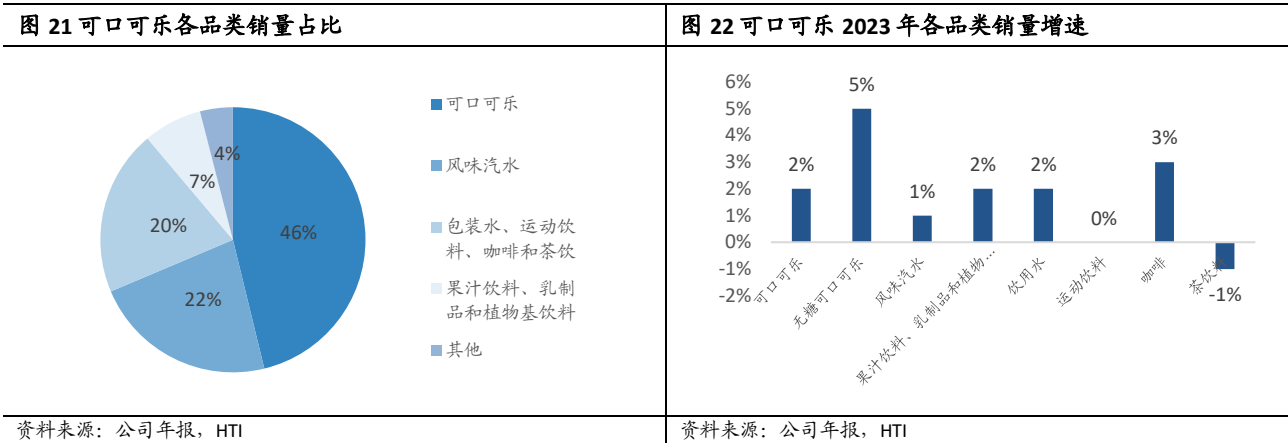
日期	事件
2017 年	收购墨西哥的气泡矿泉水品牌 Topo Chico，如今每年在墨西哥和美国的销量总数超过 13 亿瓶
2018 年	收购咖啡连锁品牌 Costa
2019 年	全资收购 fairlife，使其成为旗下的全资子公司
2020 年	收购康普茶生产商 Organic & Raw Trading，该公司主要生产 MOJO 品牌的天然发酵的有机康普茶饮料
2021 年	以 56 亿美元正式收购百事可乐旗下佳得乐的强大竞争对手 BodyArmor，进军运动饮料赛道

资料来源：公司官网，HTI

淘汰僵尸品牌，聚焦核心产品。为降低管理成本、发挥品牌的规模效应，可口可乐于2018 年开始淘汰规模与收入占比较小的僵尸品牌。2018 年和 2019 年共淘汰 1300 多种产品，将品牌精简到 400 余种。2020 年全球性疫情加速产品淘汰进程，2020 年7 月至 2021 年末共剔除仅占总收入的 2% 的 200 余个品牌，目前公司剩余 200 余个主品牌，仍致力于精简产品、打造更优产品组合。

本土品牌创新，差异化驱动增长。可口可乐重视品牌家族扩展的地域平衡，品类覆盖各个国家。2013 年起，可口可乐持有果汁品牌 innocent 绝大多数股权，并从此开启欧洲地区果汁业务。此外，可口可乐针对全球不同国家的饮料行业发展进程和本土风味偏好实行差异化全品类战略。在中国市场，推出“可口可乐生姜+”打造中式热饮汽水。在日本市场，迎合当地茶饮习惯推出可口可乐壶煮大麦茶，该产品成为在日本 10 年以来增长速度最快的新品。在英国市场，曾推出四款高端混合调酒饮料，不断试水酒精赛道。可口可乐迎合不同地区消费者需求打造差异化产品，创造新增量。

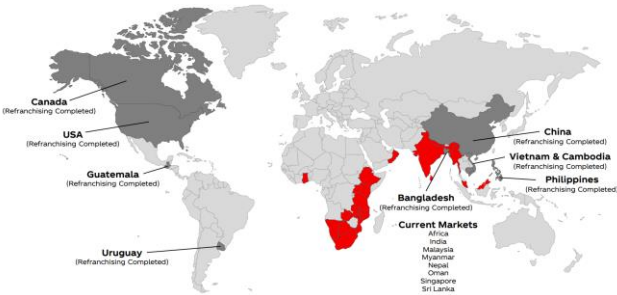
碳酸饮料占比最大，无糖可乐与咖啡增速最快。随着公司的品牌创新与精简，产品矩阵逐步完善。从各品类业务占比来看，可口可乐/风味汽水/包装水+运动饮料+咖啡和茶饮/果汁饮料+乳制品和植物基饮料销量占比分别 46%/22%/20%/7%，碳酸饮料占比总计 69%，居主导地位。从增速看，2023 年受拉丁美洲及亚太市场的增长驱动，含气饮料销量全球增长 2%。得益于无糖品类在拉丁美洲和北美市场的增长与 Costa 咖啡在英国和中国的强劲表现，无糖可口可乐/咖啡分别增长 5%/3%。我们预计未来随着健康需求的提升与 Costa 成功扩展到人均咖啡消费量较高的美国和日本，无糖可口可乐和咖啡这两大品类将为可口可乐提供更多的增长动力。



3.2 全球化：北美地区经营稳健，新兴市场增长亮眼

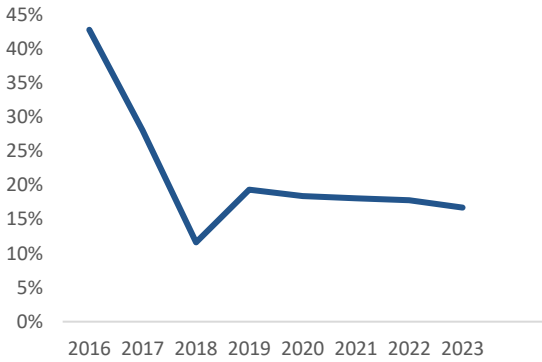
装瓶渠道全球化，特许经营控扩张。可口可乐生产和销售采用特许经营模式，将装瓶和分销外包至全球 200 多家特许经营装瓶商，公司将浓缩液体出售给装瓶商从而批量生产成品。2006 年公司将装瓶业务合并为装瓶投资集团（BIG），负责为装瓶业务提供投资支持与专业知识。2016 年逐步拆分剥离装瓶商，回归轻资产模式，增强渠道掌控力。截至 2023 年，全球仅东南亚和西南亚以及非洲部分地区以控股形式持有当地装瓶业务，可口可乐装瓶投资收入占比从 2015 年的 52% 降至 2023 年的 17%，同时公司还在持续推进 BIG 拆分上市，我们预计未来 BIG 拆分上市计划完成将带来 ROE 的进一步提升。

图 23 可口可乐装瓶投资集团 (BIG) 布局



资料来源：公司年报，HTI

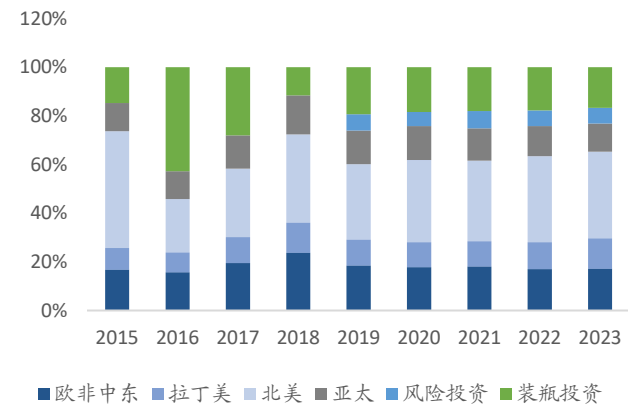
图 24 可口可乐装瓶投资营业收入占比



资料来源：公司年报，HTI

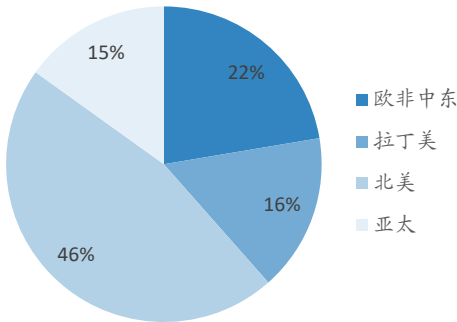
北美市场份额领先，发展中市场持续扩容。从部门营收份额看，欧非中东/拉丁美洲/北美/亚太/风险投资/装瓶投资 2023 年营收占比分别为 17%/12%/36%/12%/7%/17%。从饮料业务（剔除风险投资部门和装瓶投资部门）营收看，北美为第一大市场且持续稳健增长，占比 46%。欧非中东地区次之，是可口可乐的传统主要市场之一。拉丁美洲持续扩容，以 16% 的营业收入占比反超亚太地区。在全球饮料消费中，大约占世界人口 80% 来自发展中市场，亚太地区与拉丁美洲地区作为可口可乐重点发展的新兴市场，市场潜力巨大。

图 25 可口可乐业务部门营业收入占比



资料来源：公司年报，HTI

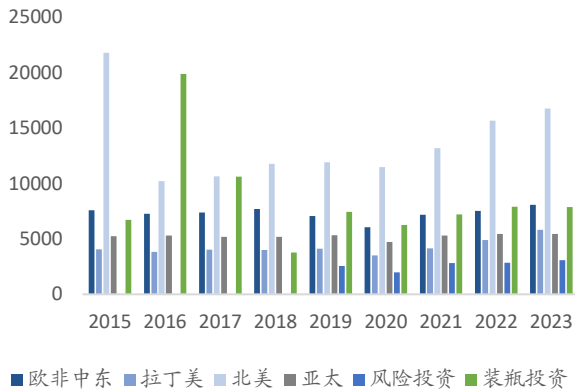
图 26 可口可乐 2023 年饮料业务（剔除风险投资和装瓶投资部门）营业收入占比



资料来源：公司年报，HTI

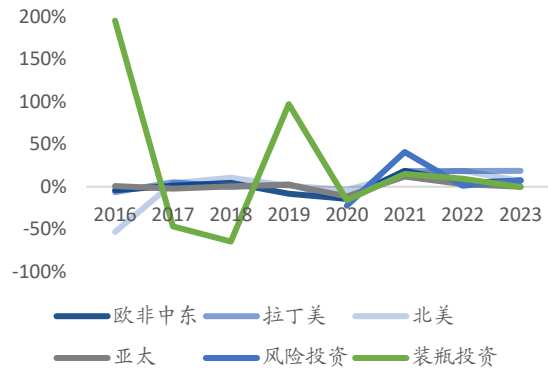
北美拉丁美洲市场为增长主引擎，亚太地区增速放缓。从营收增速看，欧非中东/拉丁美洲/北美/亚太地区/装瓶投资 2015-2019 年营收 CAGR 分别为 -1.8%/0.3%/-14%/0.4%/2.5%。疫情后消费需求复苏带动营收大幅增长，欧非中东/拉丁美洲/北美/亚太地区/风险投资/装瓶投资 2020-2023 年营收 CAGR 分别为 10%/19%/13%/5%/15%/8%，疫情后增速远超疫情前表现。北美地区受益于软饮料渗透率高与品类创新加快，增速持续保持领先。拉丁美洲地区增速波动较大，但总体保持较快增长。亚太地区整体增速相对缓慢，但印度、菲律宾市场增长亮眼。风险投资部门营收增长系 Costa 咖啡在英国和中国的扩张推动。受剥离装瓶资产、重新特许经营的影响，2021-2023 年装瓶投资营收增速持续放缓。

图 27 可口可乐业务部门营业收入（百万美元）



资料来源：公司年报，HTI

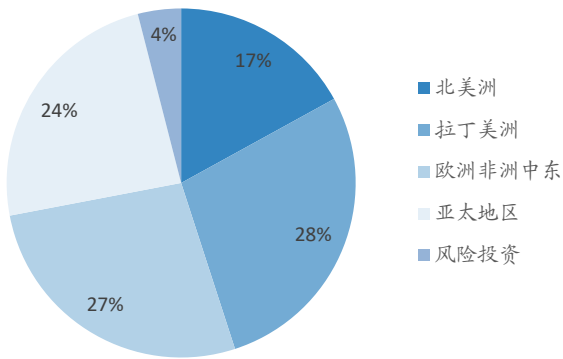
图 28 可口可乐业务部门营业收入增速



资料来源：公司年报，HTI

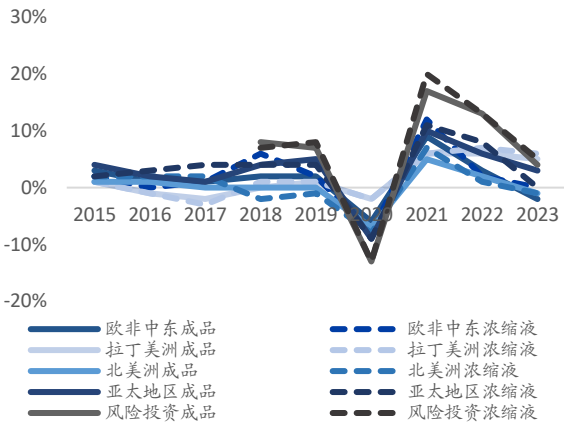
北美市场定价策略成功，新兴市场量增拉动收入。从量价拆分看，2023 年北美地区销量占比仅为 17%，但营收占比高达 36%，受益于市场需求的低弹性，北美地区产品定价优势明显。欧非中东/亚太/拉丁美洲地区销量占比均高于营收占比，单位箱销量增速高于北美地区，市场规模扩大主要来自量增而非价升，长期增长潜力并未达到天花板，未来可通过提升定价水平以增加利润空间。

图 29 可口可乐业务部门销量（UNIT CASE VOLUME MIX）占比



资料来源：公司年报，HTI

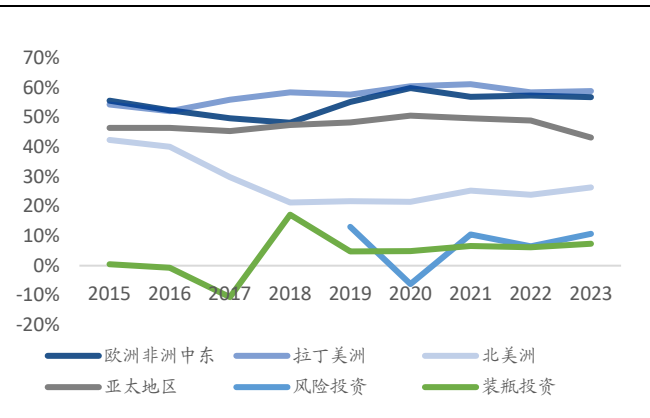
图 30 可口可乐业务部门销量增速



资料来源：公司年报，HTI

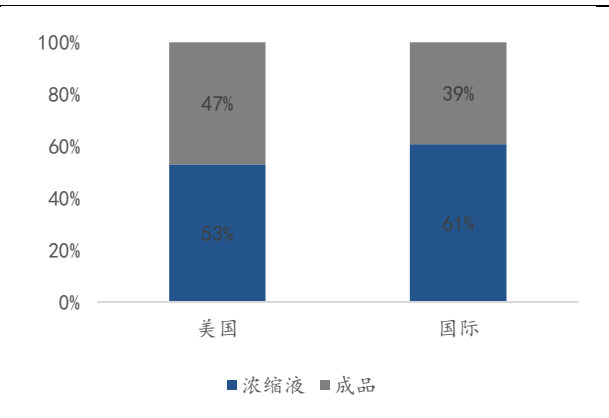
拉丁美洲市场盈利能力强，亚太地区有待改善。从营业利润率看，拉丁美洲地区借助原材料与劳动力成本等区位优势，营业利润率常年维持在 52%-62%，经营效率较高。北美地区因业务结构包含 fountain 业务（餐饮店的即饮喷泉业务，该业务营业利润率较低）、成品业务占比高于其他地区（成品业务利润率低于浓缩液业务），同时系可口可乐业务中心，并购事件与重组等开支影响营业利润，导致营业利润率在 20%-30% 波动。2020 年后，亚太地区受美元持续走强、营销支出增加、运营费用增加等影响营业利润率呈下滑趋势，我们预计未来定价举措以及有利的渠道和包装组合将进一步改善利润空间。

图 31 可口可乐业务部门营业利润率（调整后 non-GAAP）



资料来源：公司年报，HTI

图 32 可口可乐 2023 年浓缩液与成品业务占比



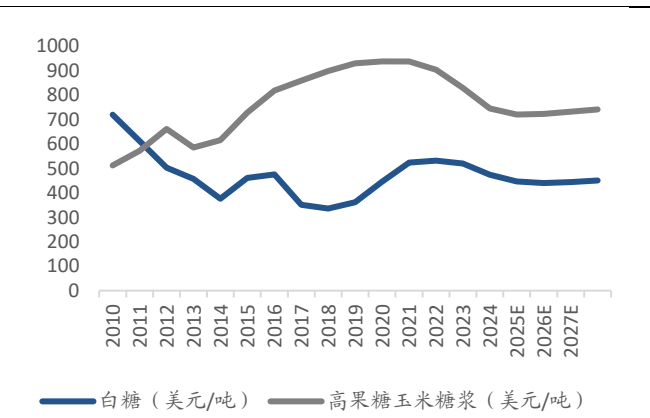
资料来源：公司年报，HTI

3.3 业绩表现：提价效果显著、成本控制到位，营业利润率保持稳定

疫情以来通胀高企，原材料价格持续攀升。可口可乐的主要原材料主要包括水、高果糖玉米糖浆、白砂糖和包装材料（PET 切片、铝）。2018 年后，国际糖价持续走高，疫情期间白糖与高果糖玉米糖浆价格达到峰值 532/938 美元/吨。包装材料方面，2020 年至 2022 年，铝（易拉罐）/PET 切片（塑料瓶）价格分别自最低点 1460 美元/公吨、4300 元/吨上升至 3498 美元/公吨、9340 元/吨，涨幅分别为 140%/117%。

原材料价格小幅回落，预期仍将维持高位。2022 年 Q2 以来，受美联储加息与全球经济复苏缓慢影响，主要原材料价格出现一定回调。2024 年 1 月，白糖/高果糖玉米糖浆/铝（易拉罐）/PET 切片（塑料瓶）价格分别回调至 520 美元/吨、830 美元/吨、2193 美元/公吨、7168 元/吨。目前公司成本压力得到部分缓解。

图 33 白糖与高果糖玉米糖浆价格走势



资料来源：wind，HTI

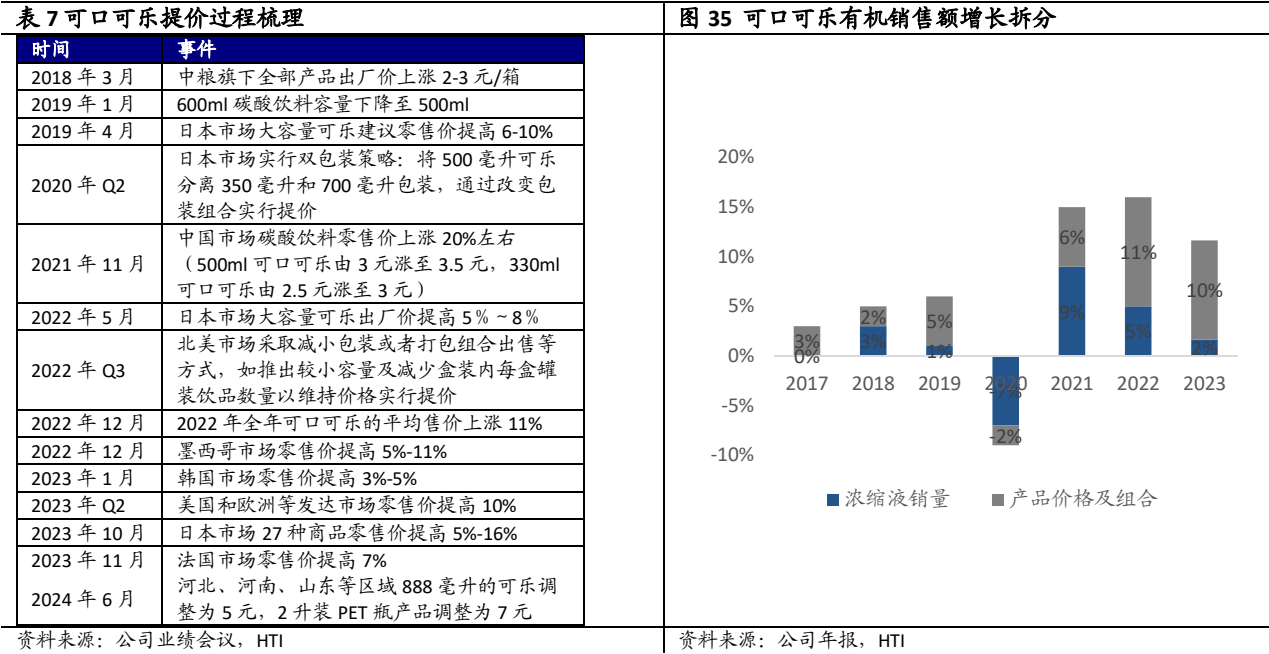
图 34 PET 切片与铝价格走势



资料来源：wind，HTI

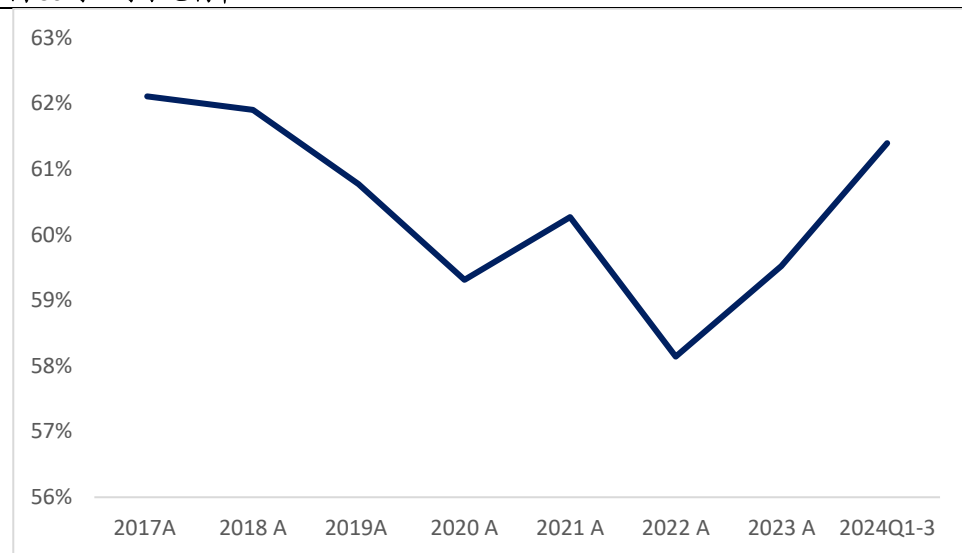
浓缩液业务占比高，转移包装材料成本压力。可口可乐的主要产品为浓缩液和成品。从销量看，可口可乐以生产浓缩液业务为主，2023 年公司浓缩液及成品的销量占比分别为 83%和 17%。从营业收入看，由于成品业务单价更高，2023 年浓缩液及成品的营业收入占比分别为 58%和 42%。可口可乐通过将浓缩液、糖浆和部分成品饮料出售给装瓶商，从而将包装材料的成本压力和风险部分转移给下游装瓶商，同时享受出售浓缩液带来的高毛利率。

改善产品价格及包装组合，提价作用主导销售额增长。2018 年以来，公司通过直接提价、转向小包装、使用更便宜、可重复使用的玻璃瓶或 PET 瓶，以应对价格上涨带来的成本压力。2021 年 11 月中国市场碳酸饮料零售价上涨 20%，告别“3 元时代”。2022 年全年可口可乐平均售价上涨 11%，2023 年各主要市场仍相继提价。受益于必需品的低弹性，价格上升对销量的影响较小。有机销售额增长拆分看，2018 年实行提价政策以来，产品价格及组合对有机销售额增长贡献率逐年增大。2023 年有机销售额增长 12%，由销量和价格共同驱动，其中浓缩液销量推动了 2%，产品价格及组合推动了 10%，提价效果显著。



成本压力显著改善，毛利率进入回升通道。2019 年以来，由于糖价持续走高达达到峰值与结构性变化的影响以及外汇汇率波动的不利影响，加之 2020 年户外渠道销售额（包括餐饮渠道、便利渠道等，总计占业务近一半）急剧下降，导致毛利率持续压缩。2021 年得益于定价和销量增长带来的收入提升、户外渠道与电子商务表现强劲，毛利率得到改善。2022 年通胀环境与美元持续走强导致业务成本大幅增加，并购和并表 BODYARMOR 业务带来成本压力，导致毛利率降至 58%。2023 年以来主要受户外渠道增长和印度等新兴市场的增长驱动，毛利率进入上行通道，我们预计未来仍将小幅回升，到 2025 年可望恢复到 60%以上。

图 36 可口可乐毛利率

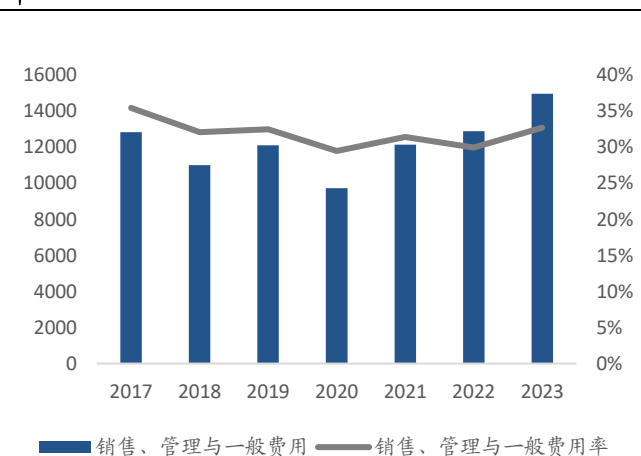


资料来源：公司年报，HTI

营销支出控制到位，灵活应对环境变化。可口可乐公司始终重视营销对销售的推动作用，2023 年全球广告支出 50 亿美元，广告费用率达 10.9%。2020 年应对成本上行压力大幅缩减营销投资，毛利率的下滑被销售管理费用的大幅削减所抵消，non-GAAP 营业利润率仍保持在 28.7% 的高位。2021 年成本端压力减缓，可口可乐将营销支出恢复到疫情前 2019 年的水平，相继推出 Bleeding is Magic、Coke is Cooking campaign 等面向消费者的活动，以支持收入增长。我们预计未来可口可乐通过数字化创意营销加强与消费者的沟通和共鸣，带动销售规模增长。

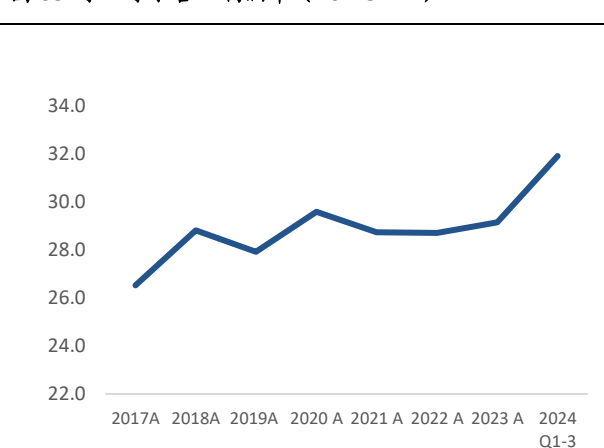
Non-GAAP 营业利润率持续上行。基于毛利率恢复上行趋势、费用率保持相对稳定，公司 non-GAAP 营业利润率呈现持续上行趋势。

图 37 可口可乐销售、管理与一般费用（百万美元）及费用率



资料来源：彭博，HTI

图 38 可口可乐营业利润率（non-GAAP）



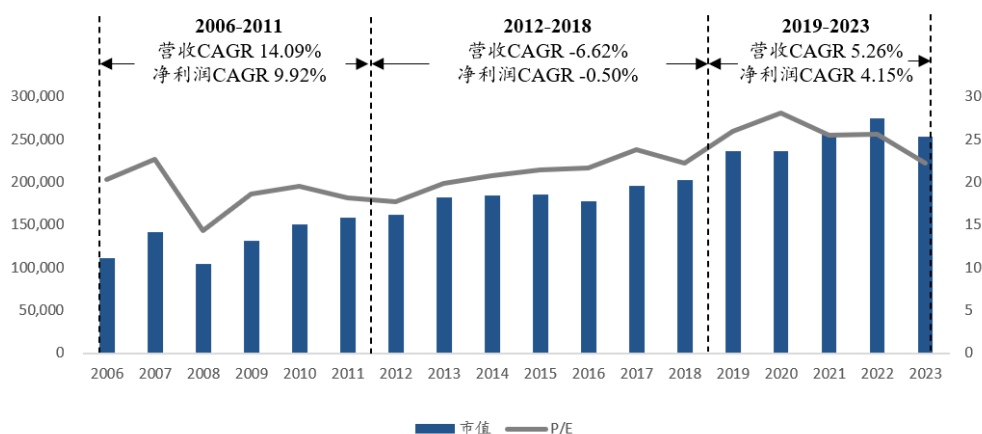
资料来源：彭博，HTI

4 分红回购双轮驱动，创造股价增长动力

4.1 股价表现：高净利率与杠杆增厚 ROE，回购分红支撑股价

2006-2023 年可口可乐市值增长可分为三个阶段：（1）稳步增长阶段（2006-2011 年）：公司的市值从 1118 亿美元攀升至 1583 亿美元，CAGR 达 7.2%。受益于营收和利润的高速增长（CAGR 分别为 14.09%、9.92%），可口可乐的估值也获得资本市场认可，上行至约 18x。（2）发展瓶颈阶段（2012-2018 年）：公司的市值增长乏力，2016 年公司为应对增长压力开始剥离装瓶部门，导致营收负增长，相关费用加剧净利润收缩。但受益于该阶段分红力度的加大，公司 PE 估值仍维持上扬，自 17x 上升至约 24x。（3）稳定发展阶段（2019-2023 年）：公司重回轻资产模式，市值重拾升势。营收和净利润年复合增长率分别为 5.26% 和 4.15%，呈现适度增长态势，目前公司表现相对稳健，PE 估值保持在 22x-26x，高于上个时期。

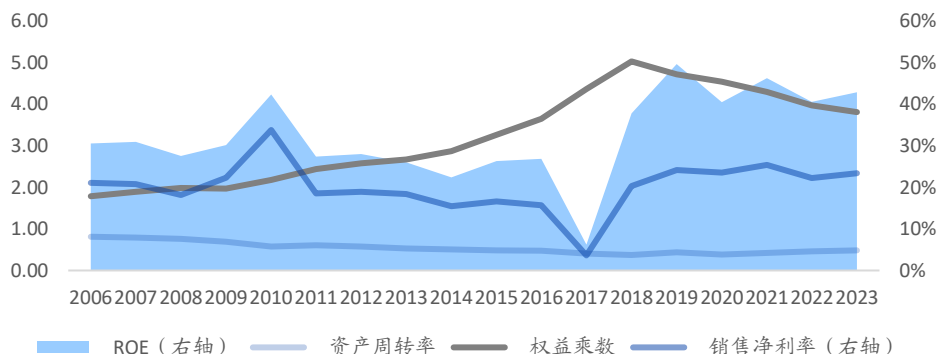
图 39 可口可乐市值上涨分析



资料来源：彭博，HTI

ROE 持续处于高位，具有吸引力。可口可乐 2006-2016 年 ROE 保持在 25%-30%，2017 年公司由于税收改革法案多缴纳 53.5 亿美金的税金导致净利润压缩、ROE 下滑。2018 年后 ROE 始终维持在 40%-50% 较高区间。从杜邦分析的角度来看，公司资产周转率相对稳定，ROE 处于高位系高权益乘数支撑，ROE 变化主要受销售净利率波动影响。2014 年以来，公司逐步加大杠杆，目前仍维持在 4-4.5 高位。2019 年以来，由于公司业务多元化、重归轻资产模式，净利率维持在 20%-25%，进一步推动 ROE 水平改善，对股价有一定支撑作用。

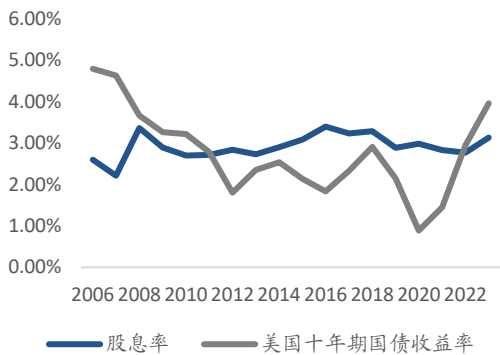
图 40 可口可乐 ROE 及拆解



资料来源：wind，HTI

长期高分红水平，维持股价高位。可口可乐被称为“股息之王”，2006-2023 年期间股息率维持在 2.2%-3.4%，2012-2021 年高于美国十年期国债收益率，从收益角度更具有吸引力。持续多年来看，可口可乐的股息绝对额持续稳定增长，高分红水平带来股价支撑。

图 41 可口可乐股息率与美国十年期国债收益率



资料来源：彭博，HTI

图 42 可口可乐股息与股息增长率



资料来源：彭博，HTI

多年持续回购，进一步提升投资价值。公司近年来采用一次性模式发布回购计划，21 世纪以来仅于 2006 年、2012 年与 2019 年各发布一次回购计划。

(1) 历史回购情况：2006 年规模为 3 亿股，2019 年规模为 5 亿股，规模均较大。其宏观背景是，2009 年到 2017 年美联储开启量化宽松政策，其中 2009-2015 年有效联邦基金利率接近 0，可口可乐公司借助低利率环境积极进行股票回购。

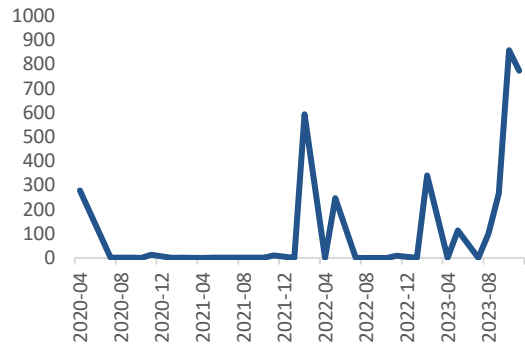
(2) 目前回购情况：2019 年回购计划发行时原计划已全部用尽，重新发行 1.5 亿股的股票回购计划，约占公司股本的 3.4%。近来公司高频进行股权回购，各个季度均有规模各异的回购。截止 2025 年 1 月，目前公司回购额度剩余 5283 万股，占 2019 年回购计划的 35%，仍较为充足。剩余回购额度价值 32.9 亿美元，约占市值的 1.23%。

表 8 可口可乐 21 世纪以来股权回购计划发行情况

时间	计划数	状态	备注
2006	3亿股	全部用尽	
2012	5亿股	全部用尽	同年先于回购计划发行实施股票分割比例为1：2
2019	1.5亿股	正在使用	

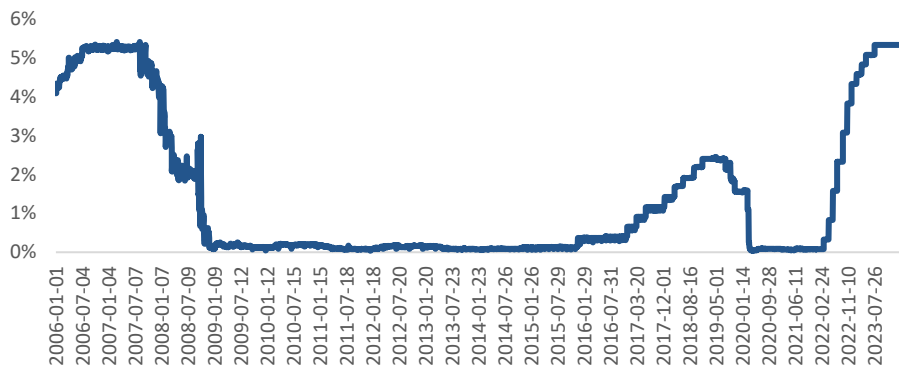
资料来源：彭博，HTI

图 43 可口可乐股权回购股数 (万股)



资料来源：彭博，HTI

图 44 美国有效联邦基金利率(EFFR)(日)

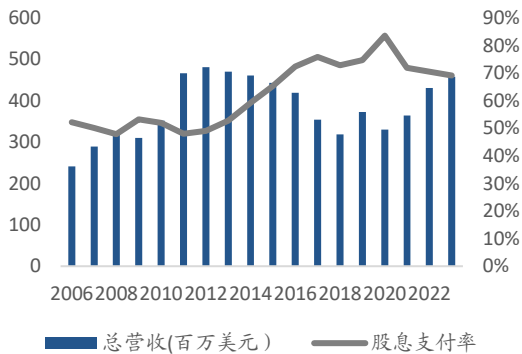


资料来源: wind, HTI

4.2 原因剖析: 适应低增长环境, 派息率持续提升

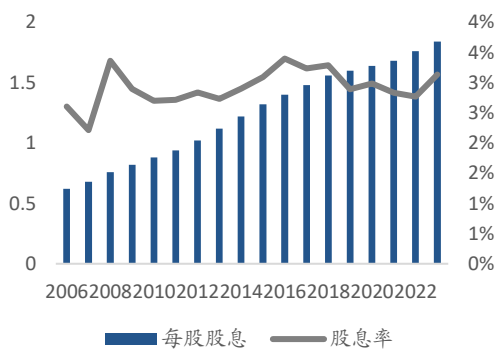
增长动力放缓阶段, 高分红策略提振股价。公司于 2006-2011 年/2012-2018 年/2019-2023 年三个阶段股息支付率中枢分别为 50.53%/63.89%/73.91%, 股息率中枢分别为 2.75%/3.07%/2.92%。可以看出, 可口可乐业务增速下降与分红率提升总体相适应, 公司倾向于在低增长环境下通过提高股东回报提升公司市值。2012-2018 年发展瓶颈期业绩负增长, 但股息率与股息支付率分别持续提升至 3.2%/70%以上, 高分红水平带来股价上涨。目前公司股息支付率仍维持 70%左右高位, 我们预计未来公司在业绩增速有限的情况下会进一步提升分红率, 对股价有支撑作用。

图 45 可口可乐总营收与股息支付率



资料来源: 彭博, HTI
注: 股息支付率为股息/non-GAAP 净利润

图 46 可口可乐每股股息及股息率



资料来源: 彭博, HTI

4.3 管理启示: 运用分红和回购策略, 创造长期投资价值

受到装瓶业务剥离、税务、疫情等影响, 可口可乐的业绩并非没有波动, 但公司加大分红比例, 持续实现了股息绝对值的上升。

中国消费股公司可借鉴可口可乐的做法, 在增长动能放缓时适当提高现金分红比例, 通过为股东创造直接回报稳定市场预期, 从而维护股价水平。同时, 可适度开展股票回购注销, 从而增厚每股收益, 为股价上涨创造动力。

在公司高速成长期，公司主要资金应用于业务扩张，并保持适度的现金分红；进入成熟期后，则应加大现金分红力度并辅以适度回购，向投资者传递价值信号。

中国消费股公司可根据自身发展阶段，制定切合实际的股东回报策略，在资金运用和市值管理之间寻求平衡。我们预计在未来低增长环境下，加大现金分红力度并辅以适度回购，为股东创造长期理性回报，或将成为中国消费股公司维护市值、提振股价的突破点。

5. 投资建议与盈利预测

表 9 可口可乐分地区核心假设

百万美元	2023A	2024E	2025E	2026E
EMEA	8,078	7,920	8,135	8,518
YOY	7.4%	-2.0%	2.7%	4.7%
北美	16,774	18,252	19,895	21,885
YOY	7.0%	8.8%	9.0%	10.0%
拉丁美洲	5,830	6,442	7,214	8,223
YOY	18.7%	10.5%	12.0%	14.0%
亚太	5,455	5,445	5,422	5,508
YOY	0.2%	-0.2%	-0.4%	1.6%
Global venture	3,064	3,100	3,145	3,190
YOY	7.8%	1.2%	1.4%	1.4%
装瓶业务	7,860	6,303	5,014	4,040
YOY	-0.4%	-19.8%	-20.4%	-19.4%
corporate	126	106	106	106
抵消	-1433	-1456	-1456	-1456
总计	45,754	46,112	47,475	50,013
YOY	0.8%	0.8%	3.0%	5.3%

资料来源：年报、HTI

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 461.1/474.8/500.1 亿美元，同比 +0.8%/+3.0%/5.3%，GAAP 归母净利为 107.1/111.6/119.9 亿美元，non-GAAP 归母净利为 123.1/128.3/137.8 亿美元，同比+5.6%/4.2%/7.4%。预计 non-GAAP 2024-2026 年 EPS 分别为 2.86/2.98/3.20 美元。因公司处于装瓶业务剥离调整期，non-GAAP 归母净利更能反映公司持续经营情况，市场亦均用 non-GAAP EPS 来进行估值，我们同样采用 non-GAAP EPS 估值。

参考海内外消费龙头，选取的可比公司具有与可口可乐相似特征，业务均为成熟期，分红与回购均较有吸引力。如四家中国公司，伊利、蒙牛、康师傅、统一的 2025 年一致预期净利润增长都在 10%以上，股息率+回购基本在 5%以上，鉴于中国十年期国债利率为 1.66%，更具吸引力。

可比公司 2025 年 PE 平均值为 15 倍，低于可口可乐目前交易估值。但考虑到公司为全球行业龙头、股息多年持续具有吸引力，公司历史上均享有一定估值溢价，给予可口可乐 2025 年 20 倍 PE，对应目标价为 59.6 美元，首次覆盖给予“中性”评级。

表 10 可比公司

	PE				股息率 TTM
	2023A	2024E	2025E	2026E	
百事(PEPSICO)	26.6	18.2	17.3	16.1	3.60%
KEURIG DR PEPPER	22.2	16.5	15.5	14.5	2.81%
伊利股份	16.3	14.7	15.5	14.3	4.32%
蒙牛乳业	15.6	12.8	11.2	10.3	3.55%
康师傅控股	15.6	16.9	15.3	14.0	5.12%
统一企业中国	13.0	16.6	15.1	13.8	5.87%
平均值			15.0	13.8	

资料来源：彭博，wind、HTI

6. 风险提示

风险提示：美国利率长期高位、原材料成本上行、消费者健康产生的 ESG 风险。

财务报表分析和预测

利润表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	45754	46112	47475	50013	现金	9366	8453	6947	6094
营业成本	-18520	-18162	-18462	-19199	短期投资	2997	4760	4760	4760
毛利	27234	27950	29013	30814	可交易证券	1300	1716	1716	1716
SG&A 费用	-13972	-13820	-14575	-15354	应收账款	3410	3643	3604	3811
其他营业费用	-1951	-4312	-3354	-2724	存货	4424	4042	4309	4478
营业利润 (GAAP)	11311	9818	11084	12736	预付账款	5235	4111	4604	4959
利息费用	-620	-644	-869	-894	流动资产合计	26732	26725	25941	25818
其他收入	2,261	3840	3594	2989	PPE	9236	11083	11533	12209
税前利润	12952	13013	13809	14831	商标	14349	13532	13532	13532
所得税	-2249	-2300	-2624	-2818	商誉及其他无形资产	18358	18210	18210	18210
少数股东损益	11	-5	-22	-24	投资及其他资产	29028	29143	30374	30968
归母净利润 (GAAP)	10714	10709	11163	11989	非流动资产合计	70971	71968	73649	74919
归母净利润 (non-GAAP)	11660	12309	12831	13780	资产总计	97703	98692	99590	100737
					应付账款	15485	15616	15688	16376
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	短期贷款及票据	4557	6054	6054	6054
盈利能力					长期负债流动部分	1960	1392	1392	1392
ROE	42.8%	41.4%	43.5%	46.8%	应交所得税	1569	1400	1483	1586
毛利率	59.5%	60.6%	61.1%	61.6%	流动负债合计	23571	24462	24617	25408
营业利润率(GAAP)	24.7%	21.3%	23.3%	25.5%	长期贷款	35547	35104	35104	35104
销售净利率 (non-GAAP)	25.5%	26.7%	27.0%	27.6%	其他长期负债	8466	9324	9970	10003
成长能力					递延所得税负债	2639	2543	2849	3001
营业收入增长率	6.4%	0.8%	3.0%	5.3%	长期负债合计	46652	46970	47922	48107
营业利润增长率 (GAAP)	3.7%	-13.2%	12.9%	14.9%	负债合计	70223	71432	72539	73515
归母净利润增长率 (GAAP)	12.3%	0.0%	4.2%	7.4%	股东权益	27480	27260	27051	27221
归母净利润增长率 (non-GAAP)	8.0%	5.6%	4.2%	7.4%	负债和股东权益总计	97703	98692	99590	100737
偿债能力									
资产负债率	72%	72%	73%	73%	现金流量表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.0	净利润	10714	10709	11163	11989
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.8	折旧摊销	1128	1284	1333	1324
					营运资金变动	-43	-5992	-567	61
					其他	108	2430	192	-52
每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	经营活动现金流	11907	8432	12122	13322
EPS (GAAP)	2.47	2.48	2.59	2.78	资本支出	-1852	-1758	-1899	-2001
EPS (non-GAAP)	2.69	2.86	2.98	3.20	其他	-1497	700	0	0
P/E	23.3	22.0	21.1	19.6	投资活动现金流	-3349	-1058	-1899	-2001
P/B	10	10	10	10	债务融资	1857	919	0	0
P/S	10	10	10	10	股票回购	-1750	-2518	-2808	-2808
					分红	-7952	-6498	-8921	-9367
					其他	-465	-2	0	0
					筹资活动现金流	-8310	-8099	-11729	-12175
					汇率变动	-94	-187	0	0
					现金净增加额	154	-913	-1506	-853

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 21 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报，HTI

APPENDIX 1

Summary

The global beverage industry leader leads the growth of the industry by raising prices. The company is the world's largest beverage company and the absolute leader in the carbonated beverage category. Carbonated beverages are the largest soft drink track in the United States, accounting for 40.4%. The duopoly of carbonated beverages has a stable competitive landscape, with Coca-Cola and PepsiCo accounting for 34.8% and 24.2% respectively. Benefiting from the low elastic demand characteristics of necessities and a stable competitive landscape, the impact of price increases on sales volume is small. After the epidemic, sales volume growth was sluggish, but the price increase effect was significant. The company has led the industry to raise prices after the epidemic, and the company's volume growth contribution in recent years has basically been in the medium and low single digits, with a price increase contribution of 10%+, and the industry trend is also the same.

Benefiting from the downward cost and the contribution of price increases, OPM returned to the upward channel. From 2021 to 2022, global commodity prices will rise, and the company will face cost problems such as the doubling of aluminum and PET prices, and the continued high price of sugar. However, the company has raised product prices, and the price of raw materials fell, and the gross profit margin has turned upward from 2023, and the profitability has stabilized and rebounded. The results for 2023-2024 were slightly higher than expected, with non-GAAP operating margin up 0.4pct year-on-year in 2023 and 1pct year-on-year in the first three quarters of 2024.

The dividend payout ratio has increased step by step, and the dividend repurchase is a typical benchmark. (1) Dividends: Coca-Cola is known as the "king of dividends", and the company's dividend ratio in the three stages of 2006-2011/2012-2018/2019-2023 is 50.5%/63.9%/73.9%, and the dividend yield is 2.75%/3.07%/2.92% respectively. With the slowdown in net income growth, the company has gradually increased the dividend payout ratio, which has remained stable at more than 70% since 2016. In addition, due to the impact of the divestment of the bottling business, although the apparent net income fluctuated, the company still maintained a stable growth rate of 3-5% in absolute dividends. ROE has stabilized at a high of 40-50% since 2018, and dividend yields have consistently outperformed the US 10-year Treasury yield from 2012 to 2021, continuing to be attractive. (2) Repurchase: In 2019, it announced a share repurchase plan of 150 million shares, accounting for about 3.4% of the company's share capital. As of January 2025, there are 52.83 million shares remaining in the repurchase quota, worth \$3.29 billion, or about 1.23% of the market capitalization.

Dividends are a bit insipid at this stage, and is less attractive for the the global comparison perspective. Based on the continuous excellent dividends and buybacks in history, Coke's valuation has stabilized at more than 20X. However, at this stage, the attractiveness has weakened: (1) The current US 10-year Treasury yield is 4.6%, and the Coca-Cola dividend yield is 3.1%, which is about 4%+ after the repurchase, which has no obvious advantage over the Treasury yield. (2) From the perspective of global horizontal comparison, the dairy and beverage leaders in China, which are also mature and have good shareholder returns, are expected to have a net profit growth of more than 10% in 2025 and a dividend yield + repurchase of more than 5%, while the yield of China's 10-year government bonds is 1.66%, which is more attractive.

China's consumer stocks will enter the "cola era". We believe that Chinese consumer stocks can learn from Coca-Cola's approach: when entering a low-interest rate macro environment and the company's own growth momentum is slowing, it should gradually increase the proportion of cash dividends and actively carry out share buybacks and cancellations, so as to increase earnings per share and provide shareholders with stable return expectations. This may become a breakthrough point for Chinese consumer stocks to maintain their market value and boost their stock prices.

Investment advice and earnings forecasts. We expect the company's revenue from 2024 to 2026 to be 46.11/47.48/50.01 billion US dollars, respectively, +0.8%/+3.0%/5.3% year-on-year, GAAP net profit attributable to the parent company of 10.71/11.16/11.99 billion US dollars, and non-GAAP net profit attributable to the parent company of 12.31/12.83/13.78 billion US dollars, +5.6%/4.2%/7.4% year-on-year. Non-GAAP EPS for 2024-2026 is expected to be \$2.86/\$2.98/\$3.20, respectively. Given the average PE of domestic and foreign consumer leaders in 2025 is 15 x, but considering that the company is a global industry leader and its dividends continue to be attractive, the company has historically enjoyed a certain valuation premium.

We give Coca-Cola a valuation of 20x 2025e PE, and the corresponding target price is \$59.6. We initiate coverage with a NEUTRAL rating.

Risk warning: ESG risks arising from long-term high interest rates in the United States, rising raw material costs, and consumer health

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，肖伟俐，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, Weili Xiao, 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).

No Disclosure

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,

评级分布 Rating Distribution

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

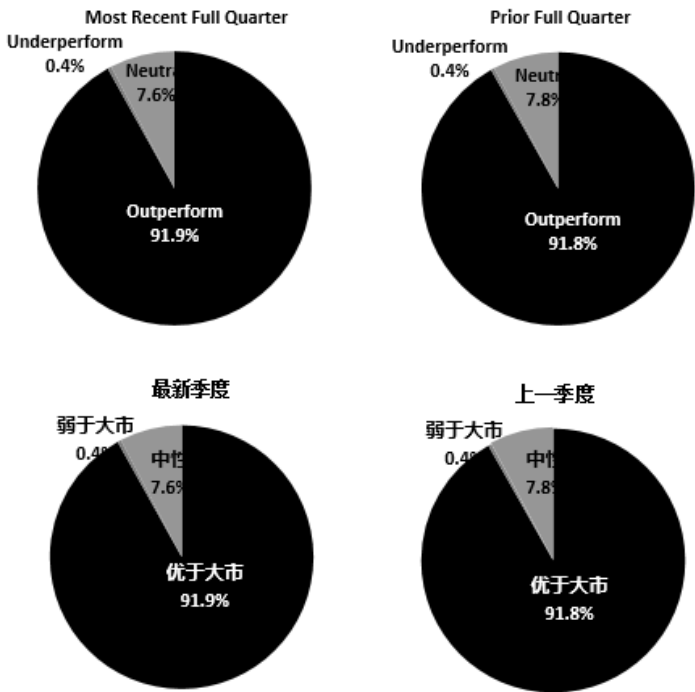
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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.

Ratings Distribution



截至 2024 年 12 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	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	2.1%	2.2%	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 December 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	2.1%	2.2%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

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

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

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。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) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

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

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

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知：

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

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

美国投资者的通知事项：本研究报告由 HTIRL、HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL、HSIPL、HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 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 HTIUKK 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 HTIUKK 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。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 HTIUKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIUKK, 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 HTIUKK. The HSIPL, HTIRL or HTIUKK 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, 12th 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”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

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

电话: (65) 6713 0473

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

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

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

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6713 0473

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

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

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

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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