



百威亚太 (1876.HK): 中国高端化持续受阻, 韩国低基数红利结束; 下调至“持有”评级

尽管百威 3Q22 业绩好于市场预期以及 9 月与市场交流时所给的指引, 但面对中国疫情的反复, 百威高端化受到巨大的阻力。作为一家以高端及以上产品为主的啤酒企业, 百威短期受中国疫情影响大于竞品, 长期高端化空间相对较小。同时, 韩国从 4Q22 开始将回到较高的基数, 增速料有所放缓。基于较弱的前景, 下调百威至“持有”评级。

- 中国市场高端化可能持续受阻:** 百威 3Q22 在中国的销量同比增长 3.7%, 远低于华润与青岛的增速; 疫情造成渠道结构持续恶化 (现饮渠道占比下降), 导致平均吨价同比下降 2%。这些数据表明, 百威高端化的空间在疫情下受到了较大挑战和限制。与国产啤酒企业从主流向高端产品升级不同, 百威高端及以上产品的销量占比已经达到 40% 以上, 未来继续升级必须依靠超高端产品的增长。这很大程度上依赖于高端餐饮与夜场等现饮渠道的恢复。我们认为在可预见的未来, 百威超高端产品的增长具有较大的不确定性。我们预测, 百威在中国的产品结构短期有恶化的可能, 在较高的基数下, 4Q22 的销量与吨价都可能承压。
- 韩国低基数红利将结束:** 在低基数的帮助下, 亚太东 3Q22 的销量与吨价分别同比增长 15% 与 4%。相较 1Q22 与 2Q22 的 EBITDA 利润率的明显恢复, 3Q22 的 EBITDA 同比增速低于收入的增长, 意味着亚太东 EBITDA 利润率同比收窄。这使我们对韩国利润率短期能否回到疫情前水平存疑。考虑到韩国是从 4Q21 彻底放开疫情管控措施, 我们预测销量增速将从 4Q22 开始放缓。
- 下调评级及目标价:** 对于百威 11 月开始对高端与超高端产品的提价, 我们持保留意见。较弱市场需求之下的提价有可能导致市场份额的丢失。尽管 4Q22 开始成本压力有望减小, 但原材料价格大概率维持高位、高端化进程受阻, 毛利提升空间有限。基于较弱的前景展望, 我们下调百威 20.0 港元的目标价, 并下调至“持有”。
- 投资风险:** (1) 行业需求放缓; (2) 超高端增速不如预期; (3) 高端市场份额被蚕食; (4) 原材料价格上涨高于预期; (5) 疫情反复。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,588	6,788	6,639	6,990	7,466
同比变动 (%)	-14.6%	21.5%	-2.2%	5.3%	6.8%
归母净利润	514	950	966	1,068	1,221
同比变动 (%)	-42.8%	84.8%	1.7%	10.5%	14.4%
PE (X)	59	32	31	28	25
ROE (%)	5.0%	8.7%	8.5%	8.8%	9.4%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

助理分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2022 年 10 月 27 日

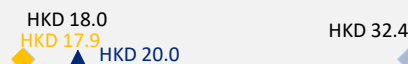
评级

持有

目标价 (港元)	20.0
潜在升幅/降幅	+11.5%
目前股价 (港元)	17.9
52 周内股价区间 (港元)	15.9-25.4
总市值 (百万港元)	237,587
近 3 月日均成交额 (百万港元)	138.0

注: 截至 2022 年 10 月 27 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 百威亚太

利润表

(百万美元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,588	6,788	6,639	6,990	7,466
同比	-14.6%	21.5%	-2.2%	5.3%	6.8%
销售成本	-2,681	-3,131	-3,286	-3,376	-3,524
毛利	2,907	3,657	3,353	3,614	3,942
毛利率	52.0%	53.9%	50.5%	51.7%	52.8%
销售费用	-1,736	-1,931	-1,746	-1,854	-1,977
管理费用	-399	-449	-412	-419	-448
其他经营收入及收益 (损失)	165	150	146	154	164
经营溢利	937	1,427	1,341	1,494	1,682
经营利润率	16.8%	21.0%	20.2%	21.4%	22.5%
净融资成本	-24	-6	16	40	67
税前溢利	908	1,413	1,349	1,529	1,744
所得税开支	-371	-432	-351	-428	-488
所得税率	40.9%	30.6%	26.0%	28.0%	28.0%
净利润	537	981	998	1,101	1,255
少数股东权益	23	31	32	33	34
归母净利润	514	950	966	1,068	1,221
归母净利率	9%	14%	15%	15%	16%
同比	-42.8%	84.8%	1.7%	10.5%	14.4%

现金流量表

(百万美元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	537	981	998	1,101	1,255
折旧与摊销	665	725	744	798	852
融资开支净额	24	6	-16	-40	-67
所得税开支	371	432	351	428	488
其他	16	-25	-24	-30	-30
未计营运资金变动前之经营溢利	1,613	2,119	2,053	2,257	2,499
存货减少 / (增加)	9	-53	5	-13	-21
应收贸易款项 (增加) / 减少	88	-55	49	-19	-26
应付贸易款项 (减少) / 增加	-15	283	117	57	93
拨备及退休金减少	-51	-34	-1	0	0
已收 / (已付) 利息	-16	-13	-43	-43	-43
已收股息	9	12	0	0	0
已付所得税	-357	-395	-338	-428	-488
经营活动所得 (所用) 现金净额	1,301	1,903	1,901	1,893	2,124
出售 / (收购) 物业、厂房及设备	-469	-571	-605	-620	-635
收购附属公司及其他投资	-129	-131	0	0	0
百威集团现金池存款所得款项	26	-29	0	0	0
投资活动所用现金净额	-572	-731	-605	-620	-635
百威集团实缴资本还款 / 所得款项	0	0	0	0	0
就上市发行股份所得款项	0	0	0	0	0
偿还百威集团贷款所得款项及百威集团资金池贷款的所得款项 (偿还)	0	0	0	0	0
借款所得款项	32	0	0	0	0
偿还借贷	-48	-24	-6	0	0
已付股息	-363	-394	-399	-242	-267
其他	-37	-39	0	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	-416	-457	-405	-242	-267
现金及现金等价物变动	403	750	891	1,032	1,222
于年初的现金及现金等价物	877	1,280	2,030	2,921	3,953
现金及现金等价物汇兑差额	90	35	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	1,280	2,030	2,921	3,953	5,174

资产负债表

(百万美元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
物业、机器及设备	3,716	3,632	3,524	3,396	3,229
商誉	7,350	7,104	7,104	7,104	7,104
土地使用权	256	251	250	250	250
无形资产	1,775	1,702	1,652	1,602	1,552
其他	760	775	802	832	862
非流动资产	13,857	13,464	13,333	13,185	12,998
存货	434	473	468	481	502
应收贸易款项	355	400	364	383	409
应收百威集团款项	12	12	0	0	0
其他应收款项 - 即期部分	167	148	160	160	160
总公司资金池	14	43	43	43	43
现金及等同现金项目	1,281	2,007	2,921	3,953	5,174
其他	69	78	34	34	34
流动资产	2,332	3,161	3,990	5,054	6,323
应付贸易款项	1,970	2,082	2,071	2,127	2,221
应付百威集团款项	142	74	100	100	100
其他应付款项及应计费用	685	682	680	680	680
计息贷款及借款	147	123	140	140	140
百威集团资金池贷款	34	27	27	27	27
委托包装及合约负债	1,449	1,495	1,500	1,500	1,500
其他	210	208	173	173	173
流动负债	4,637	4,691	4,691	4,747	4,841
计息贷款及借款	37	53	30	30	30
应付贸易及其他款项	28	26	130	130	130
递延税项负债	481	474	500	500	500
其他	263	298	290	290	290
非流动负债	809	851	950	950	950
股本	3,204	3,795	4,362	5,188	6,143
储备	7,481	7,218	7,218	7,218	7,218
非控制性权益	58	70	102	135	169
权益	10,743	11,083	11,682	12,541	13,530

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (美元)					
摊薄每股收益	0.04	0.07	0.07	0.08	0.09
每股销售额	0.42	0.51	0.50	0.53	0.56
每股股息	0.03	0.03	0.02	0.02	0.02
同比变动					
收入	-15%	21%	-2%	5%	7%
经营溢利	-36%	52%	-6%	11%	13%
归母净利润	-43%	85%	2%	11%	14%
摊薄每股收益	-43%	85%	2%	11%	14%
费用与利润率					
毛利率	52%	54%	51%	52%	53%
经营利润率	17%	21%	20%	21%	23%
归母净利率	9%	14%	15%	15%	16%
回报率					
平均股本回报率	5%	9%	8%	9%	9%
平均资产回报率	5%	9%	9%	9%	10%
资产效率					
库存周转天数	59	53	52	52	52
应收账款周转天数	25	20	20	20	20
应付账款周转天数	265	236	230	230	230
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.5	0.7	0.9	1.1	1.3
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.3	0.4	0.6	0.8	1.1
负债 / 权益 (%)	51%	50%	48%	45%	43%
估值					
市盈率 (x)	58.6	31.7	31.2	28.2	24.6
企业价值 / EBITDA (x)	18.4	13.3	13.2	11.5	10.0
股息率	1%	1%	1%	1%	1%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 3Q22 业绩表现及 4Q22 展望

百威亚太 3Q22 在韩国和印度市场强劲的销售表现，弥补了中国市场疫情反复带来的收入和销量增长放缓的冲击，公司整体销量增长 1.4%，内生收入同比增长 7.2%，内生常态化 EBITDA 同比增长 1.6%。

同时，在公司的高端化战略带动亚太东的单位价格提升 3.9%，但由于中国疫情反复令现饮渠道开放率较低，令中国市场单位价格下跌，拖累整体内生单位价格同比仅增长 0.8%。

公司一向采用 12 个月滚动的对冲机制缓解原材料及包材价格上涨的压力。展望四季度，公司认为原材料价格增长逐渐放缓。通过有效的对冲措施，4Q22 公司单位成本增幅将与 1Q22 相近，环比 3Q22 有所回落。

图表 2：百威亚太 2022 年各季度经营情况（同比增速为报表口径）

百万美元	1Q21	1Q22	YOY	2Q21	2Q22	YOY	3Q21	3Q22	YOY
收入	1,626	1,632	0%	1,851	1,821	-2%	1,882	1,860	-1%
销量 (百万升)	2,079	2,023	-3%	2,509	2,500	0%	2,586	2,749	6%
单价 (美元/升)	0.8	0.8	3%	0.7	0.7	-1%	0.7	0.7	-7%
销售成本	-767	-799	4%	-832	-902	8%	-845	-906	7%
毛利润	859	833	-3%	1,019	919	-10%	1,037	954	-8%
毛利率	52.8%	51.0%		55.1%	50.5%		55.1%	51.3%	
营业费用	-545	-479	-12%	-1150	-1028	-11%	-619	-564	-9%
营业费用率	33.5%	29.4%		62.1%	56.5%		32.9%	30.3%	
其他经营收益	28	40	43%	39	27	-31%	32	39	22%
常态 EBITDA	499	570	14%	656	569	-13%	623	593	-5%
EBITDA 利润率	30.7%	34.9%		35.4%	31.2%		33.1%	31.9%	
经营利润	342	394	15%	-92	-82	-11%	450	429	-5%
经营利润率	21.0%	24.1%		-5.0%	-4.5%		23.9%	23.1%	
非基础项目	-4	-3	-25%	-18	-2	-89%	-4	-3	-25%
财务费用	0	1	n.m.	-14	8	-157%	4	1	-75%
联营公司盈利	2	1	-50%	15	11	-27%	11	13	18%
所得税	-100	-85	-15%	-158	-81	-49%	-103	-129	25%
净利润	240	308	28%	-267	-146	-45%	358	311	-13%
净利润率	14.8%	18.9%		-14.4%	-8.0%		19.0%	16.7%	
少数股东权益	7	6	-14%	8	9	13%	10	11	10%
归母净利润	233	302	30%	-275	324	-218%	348	300	-14%
归母净利润率	14.3%	18.5%		-14.9%	17.8%		18.5%	16.1%	
核心归母净利润	236	304	29%	284	271	-5%	352	303	-14%
核心归母净利润率	14.5%	18.6%		15.3%	14.9%		18.7%	16.3%	

资料来源：公司数据，浦银国际

图表 3：百威亚太 2021-2022 年各季度主要项目内生同比增速

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
收入增速							
集团	63.7%	4.2%	-2.2%	17.1%	1.5%	3.7%	7.2%
亚太东	-1.2%	-0.6%	-2.9%	12.2%	10.3%	16.8%	19.5%
亚太西	87.4%	5.4%	-2.0%	18.5%	-0.2%	0.8%	4.4%
中国	92.5%	4.6%	-3.7%	19.7%	-1.3%	-4.9%	1.6%
销量增速							
集团	64.6%	-3.9%	-6.1%	8.6%	-2.7%	-0.4%	6.3%
亚太东	-1.8%	-2.9%	-6.3%	9.0%	6.7%	7.4%	15.0%
亚太西	79.5%	-4.1%	-6.1%	8.6%	-3.8%	-1.4%	5.2%
中国	84.6%	-4.5%	-7.1%	8.5%	-4.3%	-6.5%	3.7%
单价增速							
集团	0.0%	8.4%	4.2%	7.8%	4.3%	4.1%	0.8%
亚太东	0.6%	2.3%	3.6%	2.9%	3.3%	8.7%	3.9%
亚太西	4.4%	9.8%	4.4%	9.2%	3.7%	2.2%	-0.8%
中国	4.3%	9.5%	3.7%	10.3%	3.2%	1.7%	-2.0%
EBITDA 增速							
集团	192.9%	8.0%	-3.5%	29.8%	7.6%	-5.6%	1.6%
亚太东	22.1%	-16.7%	0.0%	15.7%	45.6%	34.9%	18.3%
亚太西	336.3%	13.4%	-4.2%	34.6%	3.0%	-12.1%	-1.9%
中国	243.5%	8.4%	-6.6%	25.6%	0.0%	-13.7%	-3.1%

资料来源：公司数据，浦银国际

中国

中国疫情在三季度多点反弹，公司的销售场景和地域组合受到负面影响：**1)** 百位亚太的优势地区（华北、华南及西北地区）受到疫情影响较大；**2)** 百威亚太占优的现饮渠道（夜场和餐厅）因防疫措施，开放率再次下降。因此，中国市场 2022 年三季度内生单位价格下跌 2%。

而在去年同期低基数的带动下，三季度中国销量同比增长 3.7%，弥补部分单位价格下降的影响，中国市场内生收入增长 1.6%。在负经营杠杆的影响下，EBITDA 同比下降 3.1%。

公司的高端化项目仍有条不紊地开展中，百威品牌在三季度收入同比增长低单位数，较疫情前（2019 年）提升中单位数；在不断的产品创新与场景开发下，高端及超高端产品线收入同比增长中单位数。

面对瞬息万变的疫情形势，公司在营销费用方面策略性减少固定费用支出，转而增加可变费用，带动市场营销费用占收入比重同比下降。同时，也预计即使世界杯即将举办，四季度市场营销费用率也将接近或低于去年水平

公司近期也宣布将在 11 月 1 日，按照中国 CPI 的涨幅，适度对高端及超高端产品线进行涨价。这也将是今年 3-4 月对核心及实惠产品线涨价中单位数后的首次涨价。公司表示，涨价对提升单位价格仅有小部分的帮助，主要还是依靠产品结构的提升来带动。

韩国

韩国全面放开防疫要求，带动韩国啤酒行业的规模持续增长，第三季度的强劲需求带动韩国地区销量同比录得双位数的增长。与此同时，年内对高端及核心产品线的涨价也弥补了由场外渠道转至现饮渠道的影响，带动韩国地区内生单价增长中单位数，收入同比增长双位数。

公司认为目前韩国啤酒行业尚未恢复至疫情前水平，对百威来说，目前仍有空间去抢夺高端啤酒市场。同时也认为，韩国的啤酒高端化进程尚有余地。公司表示，目前韩国啤酒高端化比例仅为 25%（按销量计算），相较美国等发达国家 40%的比例仍有进一步高端化的空间。

● 估值、评级与目标价

基于对未来前景较大的不确定性，我们对 2022/2023/2024 的收入预测分别下调了 4%/6%/6%，同时对净利润下调 7%/10%/9%。

我们用 14x 2022E EV/EBITDA 作为对亚太西的估值（相对国际啤酒企业平均估值 40%的溢价），用 10x EV/EBITDA 作为对亚太东的估值（与国际啤酒企业平均估值相当），最终得到目标价 20.0 港币，并下调评级至“持有”。

图表 4：SPDBI 财务预测变化

(百万美元)	2022E	2023E	2024E
营业收入			
旧预测	6,904	7,460	7,965
新预测	6,639	6,990	7,466
变动	-3.8%	-6.3%	-6.3%
净利润			
旧预测	1,001	1,103	1,256
新预测	1,073	1,231	1,380
变动	-6.7%	-10.4%	-9.0%

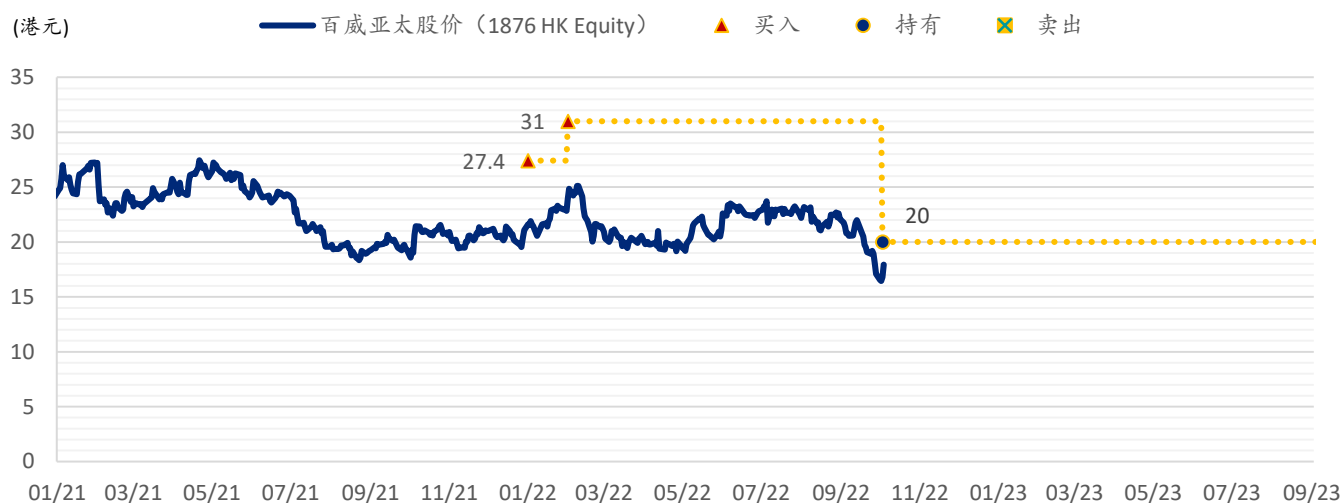
E=浦银国际预测 资料来源：浦银国际预测

图表 5：啤酒公司估值表

股份代号	公司名称	股价 (LC)	年初至今股 价变动(%)	市值 (百万美元)	PE (x)			EPS 增速 (%) 增速			EV/EBITDA (x)		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
ABI BB Equity	百威英博	49.6	-12.0%	100,715	16.9	15.1	13.2	3.6	12.2	13.8	9.4	9.0	8.4
HEIA NA Equity	荷兰喜力公司	83.7	-18.6%	48,524	17.4	15.8	14.0	35.6	10.1	12.9	10.0	9.1	8.4
SAM US Equity	Boston Beer	396.3	-22.0%	4,872	49.0	33.9	26.6	591.1	44.4	27.4	20.9	16.2	13.9
STZ US Equity	Constellation	237.8	-6.6%	44,969	23.9	21.4	18.6	2.3	9.0	15.1	17.3	16.2	14.6
TAP US Equity	Molson Coors	50.1	2.4%	10,932	13.3	12.0	11.3	-9.2	10.6	5.8	8.5	8.2	8.1
ABEV3 BZ Equity	Ambev	15.1	-1.4%	44,436	18.3	18.3	15.2	-0.5	0.1	20.0	9.4	8.6	7.7
RBREW DC Equity	Royal Unibrew	414.8	-45.7%	2,817	13.8	14.3	12.3	13.4	-3.7	16.8	11.8	10.7	9.6
THBEV SP Equity	Thai Beverage	0.6	-12.9%	10,271	13.7	13.0	12.1	14.7	6.1	7.1	12.8	12.3	11.7
1876.HK Equity	百威亚太	17.9	-11.6%	30,272	31.2	28.2	24.6	6.6	15.2	15.4	13.2	11.5	10.0
2502 JT Equity	朝日集团	4139	-10.3%	14,390	13.8	11.8	10.7	-0.7	16.8	10.2	10.3	9.4	8.8
CARLB DC Equity	嘉士伯公司	887.0	-23.0%	18,082	16.3	15.4	14.0	12.6	6.1	9.8	9.9	9.4	8.9
2503 JT Equity	麒麟控股	2155	15.2%	13,507	13.0	14.1	12.4	130.8	-7.9	14.0	10.9	10.0	9.3
国际啤酒企业					19.2	17.5	15.3				11.2	10.4	9.5
291.HK Equity	华润啤酒	39.7	-33.3%	16,410	29.1	23.9	20.5	18.6	21.8	16.4	16.2	12.9	10.9
600600.CH Equity	青岛啤酒	86.5	-13.2%	13,509	39.3	34.7	31.1	3.4	13.1	11.7	20.5	17.7	15.6
168.HK Equity	青岛啤酒	60.1	-13.6%	13,509	24.4	21.5	19.3	3.4	13.1	11.7	12.4	10.5	9.0
600132.CH Equity	重庆啤酒	88.8	-38.6%	5,954	32.5	27.7	23.9	17.5	17.2	16.1	11.4	9.6	8.2
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.8	3.8%	3,439	102.4	96.8	83.5	9.7	5.8	16.0	18.4	17.3	15.6
中国啤酒企业					35.7	31.3	27.4				15.9	13.4	11.6

注：已覆盖 5 间啤酒公司（华润啤酒、青岛啤酒-A 股、青岛啤酒-H 股、燕京啤酒、百威亚太）的 EV/EVITDA，E=浦银国际预测；其余公司 E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2022 年 10 月 27 日收盘价。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 百威亚太



注: 截至 2022 年 10 月 27 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

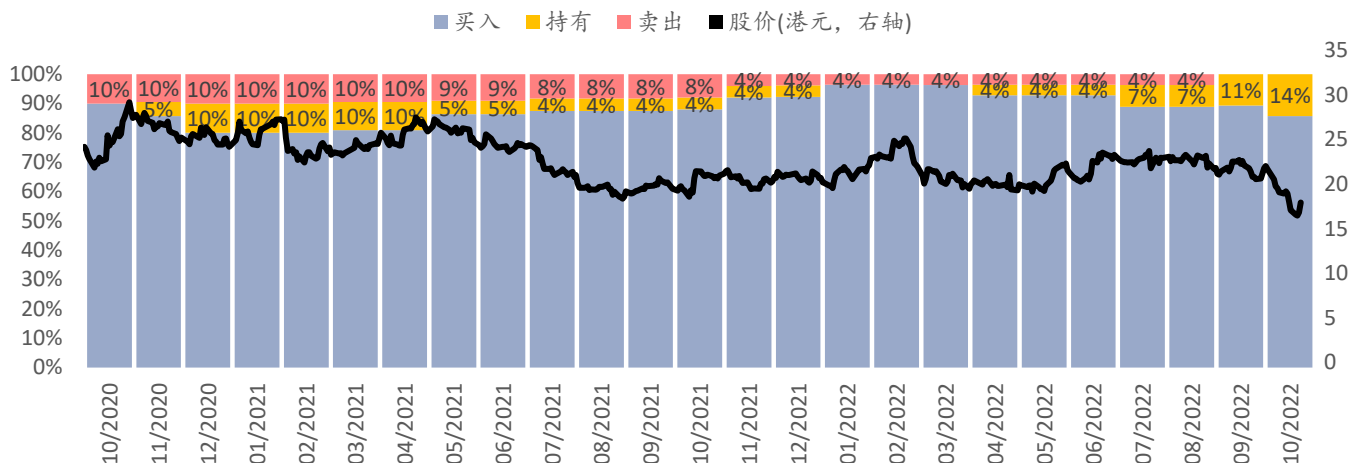
图表 7: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	45.7	买入	92.8	2022 年 4 月 21 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	74.1	买入	119.0	2022 年 4 月 18 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.4	买入	1.1	2022 年 5 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	4.3	买入	5.8	2022 年 10 月 26 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.4	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	39.7	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	88.8	买入	143.0	2022 年 8 月 18 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	17.9	持有	20.0	2022 年 10 月 27 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	60.1	买入	96.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	86.5	持有	115.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.8	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.8	买入	47.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	27.9	买入	47.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.1	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.9	持有	7.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.8	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	29.2	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.6	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 10 月 27 日收盘价。

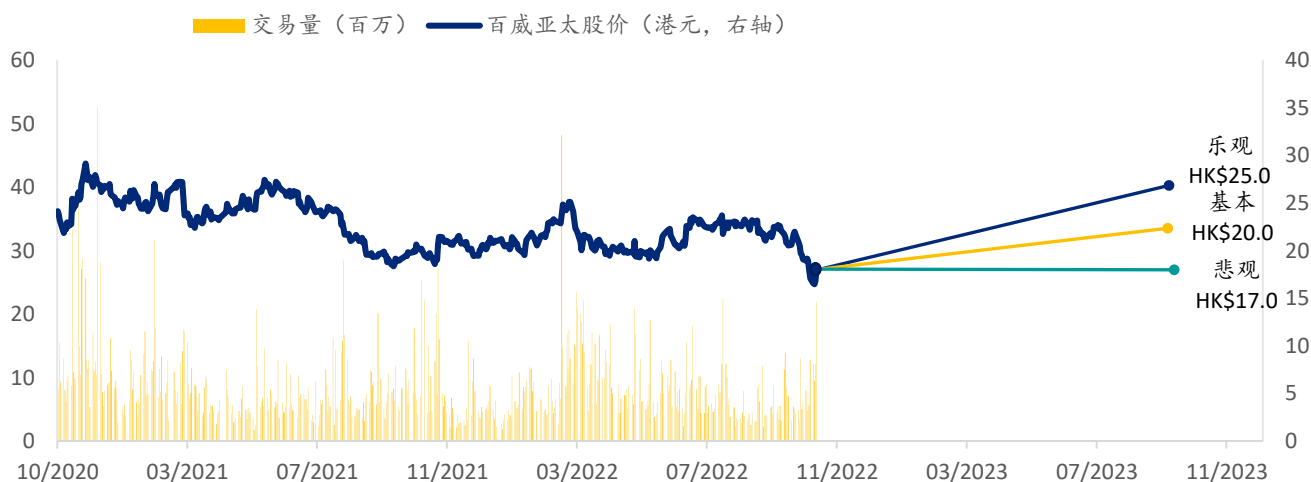
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8: 百威亚太市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 百威亚太 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 25 港元
概率: 25%

- 中国地区高端及超高端产品增速持续, 23 年中国地区收入同比增长 10%;
- 2023 年公司毛利率水平同比提升 200bps;
- 2023 年公司整体费用率增速放缓, 经营利润率提升 180bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 17 港元
概率: 20%

- 中国地区高端及超高端产品增速不及预期, 23 年中国地区收入同比下跌 5%;
- 2023 年公司毛利率水平同比提升 50bps;
- 2023 年公司整体费用率仍保持高位, 经营利润率提升少于 20bps。

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼