中国正在酝酿中

重申强自由现金流和有吸引力的估值并购框架，尽管面临N-T压力；整组合策略以应对中断； Bud亚太区并购排名变化；青岛啤酒-H降至中

刘叶
+852-3966-4169 | leaf.liu@gs.com
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

刘静
+852-2978-6983 christina.liu@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

周颖
+852-2978-0820 | valerie.zhou@gs.com
Goldman Sachs (Asia) L.L.C.

中国啤酒行业正经历周期性需求疲软，受通缩压力和极端天气（超级厄尔尼诺现象及天气干扰可能持续至2027年5月，参见我们的基础成本影响分析——尽管对啤酒行业的影响应相对可控）影响，导致终端消费持续疲软。因此，我们对近期营收前景持更加谨慎态度，更新了啤酒行业预测，预计2026年啤酒销量和ASP将分别下降3.5%和上涨1.0%，并下调了2026-28年涵盖多数重点酿酒商的销售预估（此结论与我们的月度追踪报告发现一致）。增长正从广泛的线性高端化转向由渠道适应、核心SKU扩张、产品创新和消费场景拓展驱动的更为分散的模式。虽然行业短期销量仍承压，我们预计酿酒商将更关注利润趋势和产品组合，通过锁定成本策略和持续效率提升来应对。

贸易渠道疲软 + O2O渠道转移可能加速N-T去中心化，而高端化持续聚焦核心旗舰SKU，但会根据消费者偏好演变：首先，中国餐饮零售销售额在2026年1月至8月同比增速放缓至2.4%（2025年为3.2%），导致啤酒贸易渠道销量负增长。相反，根据中国商务部研究，中国的即时零售市场规模从2018年的6900亿元人民币扩张至2024年的7810亿元人民币，预计到2026年底将达到1.2万亿元人民币（1780亿美元）的价值。该渠道降低了传统分销壁垒，使区域品牌能够绕过全国性网络。我们认为这将推动N-T竞争性去中心化加剧，尽管领先的啤酒商应凭借规模、更广泛的产品组合以及分销/OEM能力保持长期优势。其次，

高端化趋势仍在继续，但日益集中在旗舰型SKU上。

预计精酿啤酒将仍是唯一实现增长的细分市场，年增长率为+3.4%。

2026年，我们预计中端和大众市场将分别下降6.0%和6.2%。

分别来看，关键的旗舰驱动因素包括喜力（CR啤酒）增长超过20%。

截至2026年上半年，重庆百威（Carlsberg Chongqing）上涨10%以上，燕京U8上涨约1小时26分钟内上涨了30%，主要目标是人民币8元的价格区间。

We

Third,多元化

消费者需求正将增长导向品牌、品类和场合。

扩张。差异化区域产品正获得市场份额，促使全国

啤酒商可利用其区域产品组合（例如：大理、五指山、塞德林、老学等）。

高盛集团会与其研究报告涵盖的公司进行业务往来，并寻求开展此类业务。 因此，投资者应注意，该机构可能存在利益冲突，从而影响本报告的客观性。投资者应将本报告视为其投资决策中的单一因素。有关Reg AC认证及其他重要披露信息，请参阅披露附录，或访问www.gs.com/research/hedge.html。高盛集团的非美国附属机构雇佣的分析师在美国FINRA并未注册或具备研究分析师资格。

创新也正拓展至新的风味（例如水果啤酒）、新的包装形式（如1升罐装）以及低度/无酒精产品。

行业视角与并购框架 – 百威亚太并购评级：近期中国啤酒行业市盈率有所下降，我们认为这可能支持并购兴趣——剔除青岛啤酒外，市值为NTM EV/EBITDA 4.3至5.4倍（代表较全球同行有30%至40%的折让），加之强劲的现金流，预计2027年自由现金流收益率平均为11%（全球平均水平为8%）。根据我们的并购框架，我们将百威亚太的并购评级从3上调至2（中等概率），在估值中纳入15%的并购溢价，得出新的12个月目标价HK$7.3（此前为HK$7.7），并维持买入评级。我们认为，百威亚太因其高端品牌组合、强劲的现金流以及相较于国内国有企业（SOE）不那么严格的股权结构，具备有吸引力的战略配置。相反，我们维持青岛啤酒、华润啤酒和重庆啤酒的并购评级为3。

其他股票影响：我们将青岛啤酒H股评级下调至中性（目标价HK$43.0，从HK$54.0），并维持青岛啤酒A股的中性评级（目标价Rmb50.2，从Rmb58.7），因其核心区域市场主导地位和高端化支柱面临激烈竞争，同时该股票年初至今表现优于我们的啤酒覆盖股（青岛啤酒H/A下跌18%/17% vs. 其他啤酒覆盖股下跌27%）。我们将CR啤酒的12个月目标价下调至HK$26.8（从HK$30.1），重庆啤酒的目标价下调至Rmb36.5（从Rmb39.7），反映了该转型年份中执行力和渠道适应至关重要。我们重申对CR啤酒的买入评级，基于其强劲的高端化、运营韧性以及相较于行业的超额表现，以及来自强大产品组合/执行力和股东回报改善带来的L-T利润率上行空间，我们认为这些仍被低估——该股票在最新GSE更新下交易于2026/27年预期市盈率的10倍/9倍，2026年预期股息收益率超过6%。

作者感谢李莉为此报告所做的贡献。

附件1：TP/评级变更及估值摘要

Company	Ticker	Old Rating	Rating	Market Cap (US$mn)	Ccy	Share Price 09/15/26	Old TP	New TP	TP Chg	+/-% new TP	Trading P/E 2026e	Trading P/E 2027e	Trading P/E 2028e	Trading EV/EBITDA 2026e	Trading EV/EBITDA 2027e	Trading EV/EBITDA 2028e	TP implied P/E 2026e	TP implied P/E 2027e	TP implied P/E 2028e	2026e-28e CAGR Sales	2026e-28e CAGR NP	Div yield 2026E
China Beer																						
CR Beer	0291.HK	Buy	Buy	7,515	HKD	18.23	30.10	26.80	-11%	47%	10X	9X	8X	5X	4X	4X	14X	13X	12X	2.0%	6.0%	6.4%
Budweiser APAC	1876.HK	Buy	Buy	9,828	HKD	5.77	7.70	7.30	-5%	27%	15X	14X	13X	5X	5X	4X	19X	18X	16X	4.7%	8.0%	5.5%
Tsingtao Brewery H	0168.HK	Buy	Neutral	6,861	HKD	39.80	54.00	43.00	-20%	8%	11X	10X	10X	5X	5X	5X	11X	11X	11X	0.7%	1.5%	6.9%
Chongqing Brewery	600132.SS	Neutral	Neutral	2,755	CNY	38.65	39.70	36.50	-8%	-6%	17X	16X	15X	6X	5X	5X	16X	15X	15X	1.7%	3.9%	6.0%
Tsingtao Brewery A	600600.SS	Neutral	Neutral	10,142	CNY	50.76	58.70	50.20	-14%	-1%	15X	15X	15X	9X	9X	8X	15X	15X	15X	0.7%	1.5%	4.7%

TPs基于12个月的时间范围

数据流，高盛全球投资研究

中国啤酒行业：因渠道扰乱和品类转变而进行N-T去中心化；同时，旗舰SKU驱动高端化。

中国啤酒行业 – 分散化持续进行中

我们预期2026至2028年，中国啤酒行业将实现-3.5%~0.7%/-1.0%~1.8%的销量和平均售价（ASP）增长。我们观察到中国啤酒正进入更成熟的发展阶段，呈现N-T去中心化趋势，该趋势由渠道组合变化和日益多元化的消费者需求驱动。传统的精品化趋势正变得不再线性，对ASP的提振作用也减弱：目前，现饮渠道疲软以及O2O/即时配送的快速渗透正...

改变消费者的购买行为/偏好，同时区域性品牌、新口味、包装形式（即新鲜酿造的啤酒）以及新兴品类正将消费者的选择拓展至传统巨头品牌之外。 与此同时，对O2O平台的直接投资（如促销/优惠券等）在一定程度上削弱了该平台高端产品组合所带来的ASP效益。

1）线上渠道疲软 + 线上线下融合渠道转移可能加速 N-T 的去中心化

截至目前，2026年餐饮零售表现弱于预期（2026年1月至8月餐饮零售额同比增长2.4%，低于2025年的3.2%），而2026年预计的酒类餐饮渠道啤酒量/零售额的负增长持续低于餐饮零售额的同比增长，同时O2O正不断重塑啤酒消费场景，削弱了全国性品牌历史上享有的分销优势，导致N-T去中心化。根据商务部研究，中国的即时零售市场从2018年的690亿元人民币扩张至2024年的7810亿元人民币，预计到2026年底将达到1.2万亿元人民币（178亿美元），并在2030年前以年均12.6%的速度增长；酒类O2O从低基数持续快速增长，我们预测其市场TAM到2027年将超过1000亿元人民币（对比GSe预测2024年为380亿元人民币），这得益于年轻消费者（Z世代）对便利性和“即买即饮”场景的偏好（约66%的O2O啤酒消费者年龄在18-30岁之间，对比线下约49%，传统电商约50%）。美团专门的即时O2O酒类配送品牌“美团酒急送”（Waima Songjiu）正积极扩张：截至2026年4月，该平台在全国已超过2400个运营前置仓（暗仓），较2025年底的2000个有所增加。

从长远来看，尽管如此，我们仍预期领先的啤酒生产商将保持其结构性优势，考虑到其更广泛的产品组合、强大的生产能力（例如CR啤酒与娃哈哈的OEM/联合品牌合作）、分销商/自有仓库网络，以及作为先行者直接与O2O平台整合的能力。

2）品牌高端化持续推进，主要由旗舰产品驱动。

高端化趋势持续发展，喜力（CR啤酒公司生产）2026年前6个月增长超过20%，百威中国超高端细分市场在2026年第一季度实现同店销售增长，重庆啤酒旗下嘉士伯品牌2026年上半年增长10%以上，燕京U8在2026年上半年增长约30%（主要定位于8元价位）。

对于我们行业的预测，我们预计行业平均售价（ASP）的增长仍将主要来自产品组合的调整。 我们目前预测高端细分市场的销量将保持唯一增长的细分市场，预计2026年将同比增长3.0%，而中端和大众及其他细分市场的同比增长率分别为-6.0%和-6.2%。这主要是由家庭渠道的高端化和产品创新所驱动。此外，我们预测高端细分市场的单位最终售价（LFL）将在2027年进一步上涨至+0.5%，尽管考虑到促销活动，2026年将下降1%（在快速增长的O2O渠道中）。我们预计CRB将成为高端市场份额的领先者，这得益于海尼森（见附表6）的强劲势头。

3）多元化的需求正将增长从简单的溢价转向品牌/品类/场合的拓展：

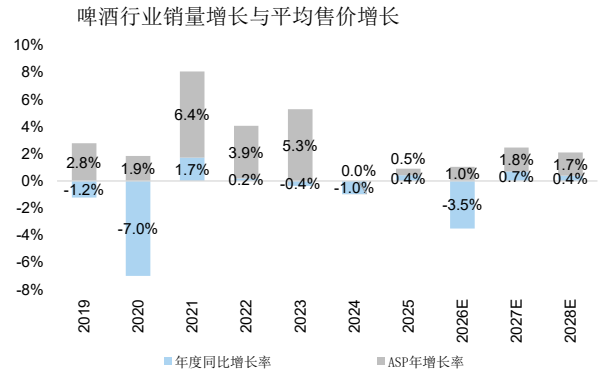
区域品牌/产品凭借其差异化定位正日益获得关注。

即便整体行业量级依然疲软，燕京（未覆盖）在上半年实现了正增长，U8的强劲势头与行业SD%的下滑形成对比。 全国啤酒商正通过利用其区域组合策略来应对，包括云南的大理/重庆的新疆的乌苏、 Bud China的赛德林以及CR啤酒的老雪。由于专注于青岛+崂山，青岛在拥有多个品牌的强大组合方面处于相对不利地位。

与此同时，创新正从价位升级扩展到风味、形态和消费场景。 例如，重庆已拓展出水果风味啤酒、茶味产品以及1升罐装产品，后者尤其适合O2O/共享家场景。这符合品类细分的趋势：到2025年，中国精酿啤酒的产量已占行业总量的约6.5%，而非/低度啤酒仍仅占约0.1%，相比之下，日本/西欧/香港约为8-11%，存在巨大发展空间，尤其是在更注重健康饮食习惯的背景下。

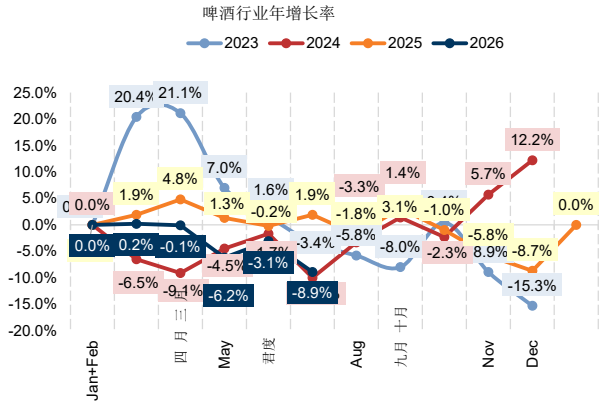
行业动态

附件2：我们预计2026-2027年ASP将实现年同比增长1.0%/1.8%，2027年预计实现年同比增长0.7%的销量复苏。



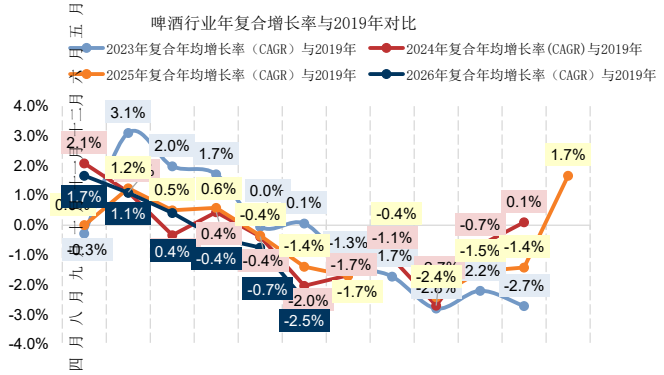
高盛全球投资研究部，国家统计局

附件3：2026年第三季度交易量仍承压



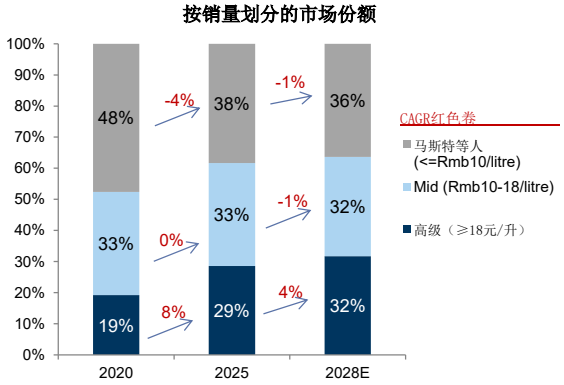
来源：NBS，数据由高盛全球投资研究部门编制

图4：以7年复合年均增长率(CAGR)计算，进入第三季度时，消费情绪仍然相对低迷



来源：NBS，数据由高盛全球投资研究部门编制

图5：我们预计，到2025-2028年，高端化趋势将保持稳定。



公司数据，高盛全球投资研究

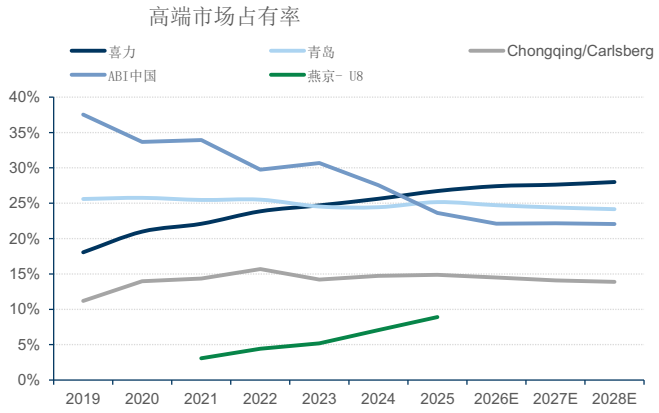
图6：跨公司高端化比较：我们预计CRB将保持高端市场份额的领先地位，这得益于喜力强劲的增长势头。

	CRB	Bud APAC China	Tsingtao	Chongqing
Premiumization				
Premium volume (000 kl)				
2022	2,102	2,620	2,247	1,382
2023	2,500	3,105	2,483	1,437
2024	2,535	2,724	2,417	1,457
2025	2,701	2,390	2,543	1,504
2026E	2,921	2,249	2,617	1,446
2027E	3,112	2,330	2,682	1,460
2028E	3,271	2,400	2,749	1,489
Premium volume as % of total				
2022	19%	37%	28%	48%
2023	22%	42%	31%	48%
2024	23%	42%	32%	49%
2025	24%	40%	33%	50%
2026E	27%	41%	36%	51%
2027E	28%	41%	37%	51%
2028E	29%	41%	38%	51%
Premium market share				
2022	24%	30%	26%	16%
2023	25%	31%	25%	14%
2024	26%	28%	24%	15%
2025	27%	24%	25%	15%
2026E	28%	22%	25%	14%
2027E	29%	21%	25%	13%
2028E	29%	21%	24%	13%
Premium volume 2022-25 CAGR	9%	-3%	4%	3%
Premium volume 2026-28 CAGR	6%	3%	2%	1%
Total Volume (000 kl)				
2022	11,096	7,094	8,072	2,857
2023	11,151	7,399	8,007	2,998
2024	10,874	6,526	7,540	2,975
2025	11,030	5,965	7,650	2,995
2026E	10,958	5,527	7,210	2,855
2027E	11,069	5,692	7,157	2,883
2028E	11,132	5,852	7,216	2,929

注意：重庆自2023年起更改了高端细分市场的定义，因此我们相应地调整了2021-2022年的数据。

公司数据，高盛全球投资研究

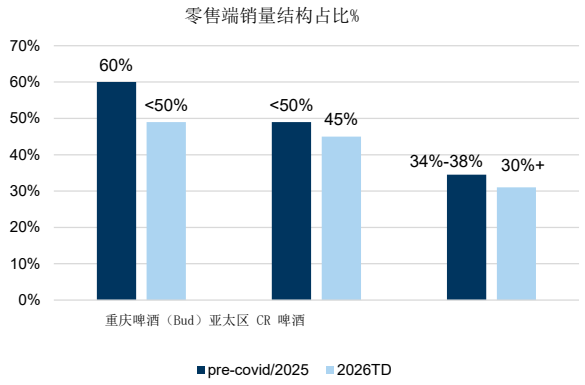
第七项证据：喜力/U8的成功使CR啤酒和燕京在过去五年中在高端市场获得了显著份额



公司数据，高盛全球投资研究

1）持续的线下渠道疲软

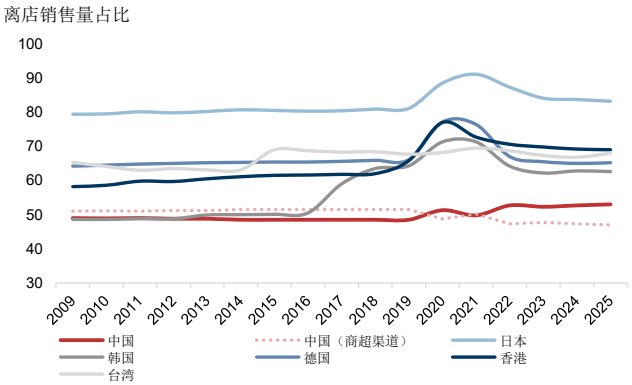
图8：按公司渠道组合的餐饮渠道表现： Bud APAC/重庆/中粮啤酒的餐饮渠道贡献从疫情前/2025年下降至2026年TDM



Bud/CQB pre Covid, CRB in 24/25

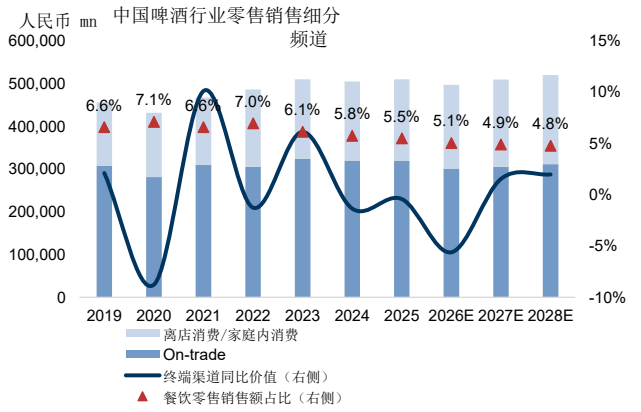
公司数据，高盛全球投资研究

图9：过去十年，主要发达市场（DM）的离岸零售渠道作用日益重要，而尽管疫情后有所回升，中国的离岸零售额占比仍显著低于其他发达市场的60%~80%水平。



来源：欧睿国际，数据由高盛全球投资研究部整理

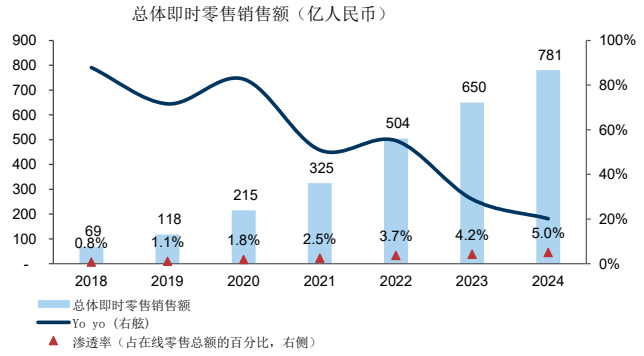
第十项：2025年，百威的餐饮渠道销售额约占餐饮总销售额的5.5%；百威的餐饮渠道啤酒零售销售仍面临压力



来源：欧睿国际，高盛全球投资研究

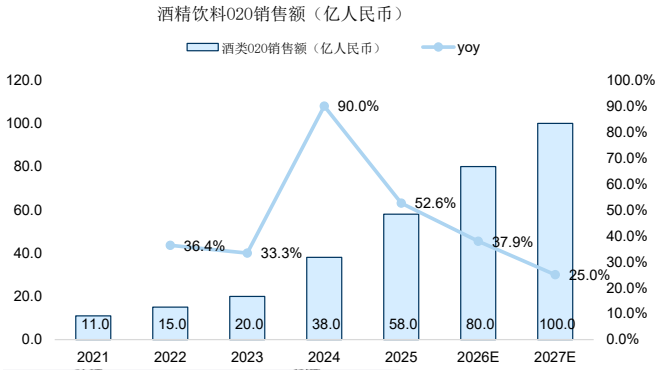
2）O2O颠覆加速

第11项：近几年来，整体即时交付市场以高DD%的速度增长。



中国国际经济合作与发展署，国家统计局，高盛全球投资研究部门编制数据

第12项：酒精饮料的O2O销售额从极低的基数开始快速增长；我们预计到2027年，强劲的DD%增长势头将得以维持。

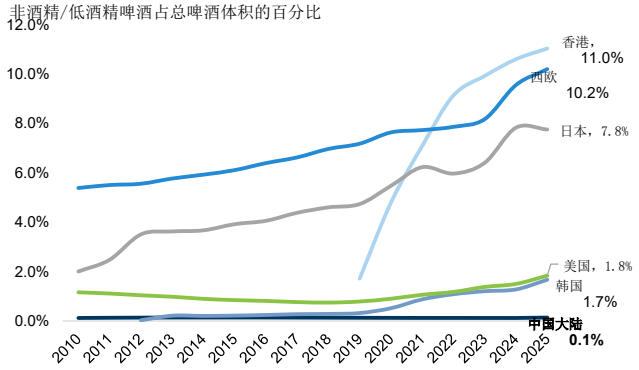


2021-2027E来自GSe

美团与高盛全球投资研究联合进行的消费者调查

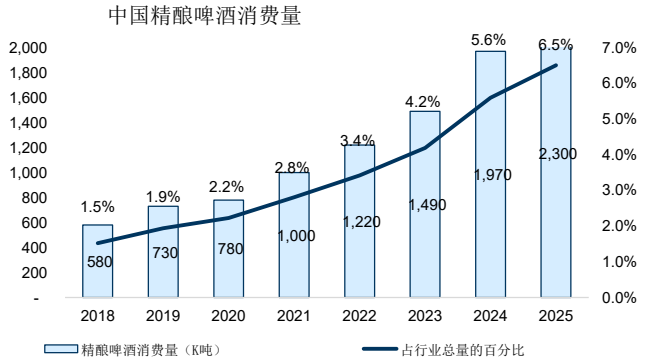
2）以多元化消费需求为新的驱动力进行品类拓展

第13项证据：与亚洲新兴市场及美国/欧洲相比，无/低度啤酒在中国占总啤酒销量的比例要低得多；疫情后，香港的无酒精啤酒开始流行。



来源：欧睿国际，数据由高盛全球投资研究部整理

图14：精酿啤酒消费量迅速增长，现约占行业总量的6.5%。



九界家

重审中国啤酒行业并购框架

鉴于以下因素，我们重新审视中国啤酒行业的并购框架：1）估值水平低迷，我们覆盖的范围内企业交易市值为NTM EV/EBITDA 4.3~5.4倍（例如青岛啤酒为8.3倍），较全球啤酒同行平均的8.0倍低30%~40%；2）现金流强劲，预计2027年自由现金流收益率达5%~15%，平均为11%，而全球同行平均为8%；3）全球及国内长期存在整合历史，以及过去五年全球啤酒并购活动再度升温，这反映了啤酒行业防御性需求特征、强势本地品牌以及高度能产生现金的业务模式。

根据我们的啤酒行业并购框架，我们将中国资源啤酒、青岛啤酒和重庆啤酒的并购评分维持在3分，同时将百威亚太的并购评分提升至2分，因为我们认为根据我们的框架，其战略兴趣的可能性相对较高。

为何调整百威亚太的并购排名：百威亚太（并购排名2）：尽管百威亚太掌控着亚太地区多个高端啤酒品牌，但其股价在全球啤酒同行中仍存在显著估值折价。结合其强劲的自由现金流产生能力、不断改善的股东回报以及相较于国内国企（如华润啤酒/青岛啤酒）不那么严格的股权结构，我们现在认为百威亚太成为收购目标的概率为中等（15%-30%），因此将其并购排名从3上调至2。

对于其他人——我们保持不变：对于重庆啤酒而言，尽管估值具有吸引力，但嘉士伯已在2020年完成了其主要股权整合和资产重组过程；青岛啤酒/华润啤酒拥有有吸引力的资产并产生强劲的现金流，但国有企业的所有权结构降低了收购/合并交易的可能性。

并购框架

在我们全球的业务覆盖范围内，我们采用并购框架来审视股票，综合考虑定性与定量因素（这些因素可能因行业和地区而异），以评估某些公司可能被收购的潜力。 我们认为，具备以下三种特征的公司最有可能进行并购：

（即可行的目标）

- **Size**市值较小的公司更有可能成为并购目标。

n 所有权：自由流通股比例较高且跨国公司母公司/家族股东持股比例较低有利于并购活动，而国有股持股则降低了成为目标的概率。

应该（即有吸引力的资产）

n 增长潜力：收入/净利润增长更强的公司更具吸引力。 n 行业定位：主导地位使公司更具吸引力。n 估值：我们评估2027年预期EV/EBITDA以评估资产吸引力。

（即潜在的目标）

n 战略吸引力：一些公司拥有具有战略吸引力的资产（例如品牌和分销网络），对收购方而言； 我们将公司按战略吸引力分为低级（最小或无吸引力）、中级（有一定吸引力）和高级（高度吸引力）。

管理立场：我们根据我们的评估来对公司的意愿进行排名，其中低代表不愿意，中代表愿意考虑，高代表愿意和/或过去已出售过股份。

我们随后会根据我们的评级覆盖范围，对公司进行并购排名评分，分为1至3级。 其中1级代表高概率（30%-50%）成为收购目标，2级代表中概率（15%-30%），3级代表低概率（0%-15%）。对于1级或2级排名的公司，我们将根据标准部门指南，在目标价位中纳入并购因素。3级排名被视为不重要，因此不纳入我们的目标价位考量，是否在研究中讨论则视情况而定。

附件15：Bud在亚太地区的并购排名升至2，其余5家公司排名维持为3。

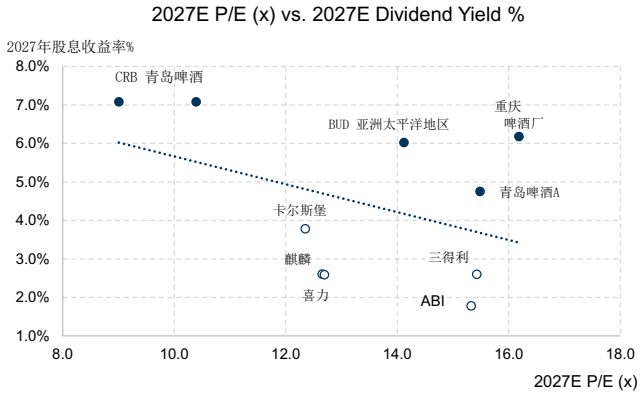
		Could					Should					Would			Final Score
Ticker	Company	% Free float	Mkt Cap US$bn	Largest shareholder voting power	Largest shareholder	Score	26-28E Rev CAGR	26-28E NP CAGR	Industry positioning	2027E EV/ EBITDA	Score	Strategic appeal	Mgmt stance	Score	Rank (1-3)
1876.HK	Budweiser APAC	13%	9.8	87%	Private, MNC	3	4.7%	8.0%	Top tier, competitive	4.6x	2	High	Low	2	2
0291.HK	China Resources Beer	48%	7.5	52%	SOE	3	2.0%	6.0%	Top tier, competitive	4.3x	3	High	Low	2	3
0168.HK/600600.SS	Tsingtao Brewery	67%	6.9/10.1 for H/A	33%	SOE	3	0.7%	1.5%	Top tier, competitive	5.3x	3	High	Low	2	3
600132.SS	Chongqing Brewery	40%	2.8	60%	Private, MNC	3	1.7%	3.9%	Top tier, competitive	5.3x	3	High	Low	2	3

来源：LSEG 数据与分析，公司数据，高盛全球投资研究

在此背景下，我们将百威亚太的评级从“3”上调至“2”，并在目标价方法中，根据该评级隐含的概率，以15%的权重对其并购价值进行评估。 为计算并购价值，我们采用13倍2028年预期EV/EBITDA市盈率，折现至2027年年中，这与近期全球啤酒行业的并购交易（参见附表29）保持一致，得出每股12.8港元的估值。

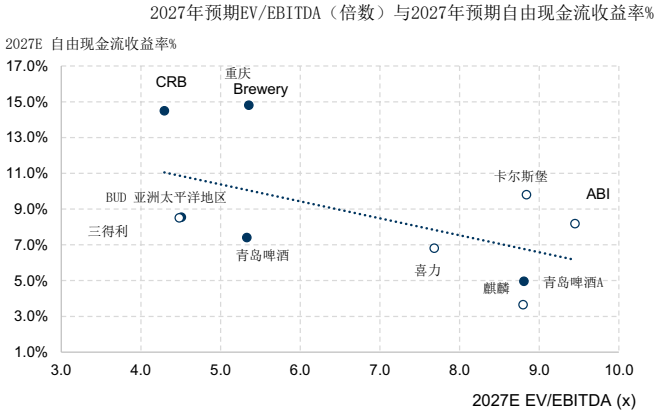
我们继续将中国资源啤酒、青岛啤酒和重庆啤酒的并购评级定为3（表明公司被收购的可能性较低）。 基于此，我们在目标定价方法中不包含并购因素。

第16项证据：我们看到，与全球同行相比，中国啤酒公司正以相当的市盈率水平提供更高的股息收益率。



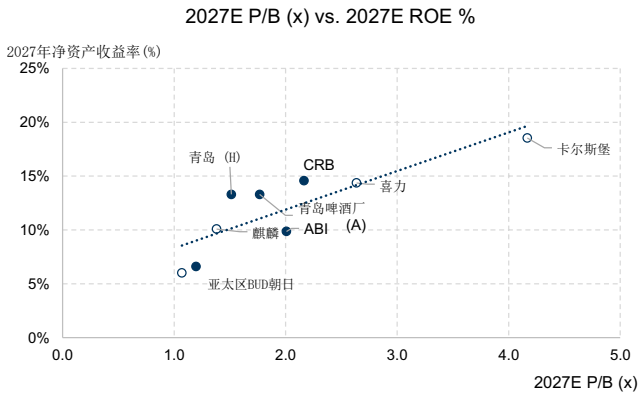
源：LSEG 数据与分析，高盛全球投资研究

第17项证据：我们看到，与全球同行相比，中国啤酒公司以相当或较低的价值水平，正提供普遍更高的自由现金流收益率。



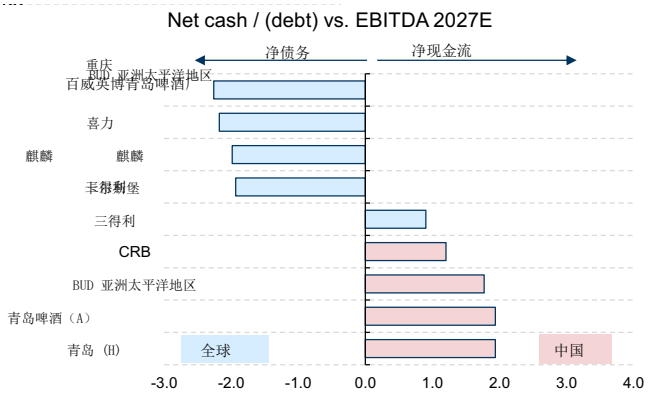
源：LSEG 数据与分析，高盛全球投资研究

第18项证据：中国领先的啤酒公司产生了与全球啤酒可比的净资产收益率，但仍然以折价形式交易。



源：LSEG 数据与分析，高盛全球投资研究

第19项证据：与全球啤酒相比，中国啤酒的品牌大多拥有更稳健的净现金流状况。



高盛全球投资研究

公司更新与预测/TP变更

预测/TP变更

尽管基数较低，但考虑到软性终端市场需求疲软以及竞争加剧，啤酒整体销量复苏前景依然疲软，我们将这一情况计入2026年的预测。 同时，我们仍预计在天气恢复正常的情况下，2027年（预期）将逐步复苏。

- 喜力啤酒：7月至8月，喜力品牌销量同比继续增长20%以上，管理层预计其将在2026财年维持约20%的增长，而中高端产品组合的销量同比继续增长约10%，增速与2026年上半年相似。中低端产品销量/平均售价在2026年上半年下降了LSD%，抵消了产品结构升级带来的平均售价提升效益，但仍优于行业水平。我们下调了我们的销量/净利润预期。

2026年至2028年，淡啤酒市场前景预期将下降1. 0%~3%~4%，而我们对2027年的烈酒复苏持乐观预期。我们当前的12个月目标价已下调至26.8港元（此前为30.1港元），基于全球啤酒/烈酒同行过去3年平均交易市盈率（包含...）设定2027年目标市盈率为14倍（此前为15倍）。

喜力/ABI/嘉士伯/朝日/麒麟/迪吉欧等公司，估值已下调至2027年中期，综合企业估值倍数（COE）维持在10. 1%。

亚太区bud：中国市场在第三季度仍具挑战性，持续关注渠道库存，这可能导致下半年（2H）相比上半年（1H）面临更大的销量压力，同时线下渠道需求持续疲软，而家庭渗透率的成效尚需时日。我们将2026-2028年的销量预测下调约2%，主要反映由于竞争加剧、天气影响（包括近期恶劣天气和之前不利天气条件）以及中国市场对线上线下渠道的销量压力，导致亚太区西部销量下降。我们目前对亚太区bud的目标价定为7.3港元，较之前的7.7港元下调，理由是：1）基于新的2027年16倍市盈率（较之前的15倍），折现至2027年中，以8.5%的资本成本计算，基本面价值占85%；2）基于2028年13倍EV/EBITDA退出市盈率，并购估值占15%。

青岛啤酒：我们的渠道调研显示，青岛啤酒在山东7月份DD%销量录得显著下滑，而受预期疲软的2季度影响，8月份整体表现依然平淡（同比略有下滑），其关键本地竞争对手燕京啤酒U8则实现YTD全国销量20%以上的增长，在人民币8-10元次高端细分市场份额显著提升，高端产品组合持续强化。我们将我们的12个月目标价从人民币58.7/港元~~54.0下~~调至人民币50.2/港元43.0，以反映下调的盈利预期以及更保守的估值倍数。由于高端化进程放缓、毛利率扩张降低以及销售费用上升，我们将2026-2028年的销售预测下调4-7%，并将盈利预测下调3-12%。我们目前预计，2026年预期销售额/净利润将分别下降5%/2%，随后在2027年预期销售额和盈利将大致持平。
1）对于A股，我们将目标倍数从17倍下调至16倍前瞻市盈率，以符合全球同行（喜力/百威/嘉士伯/萨博/朝日/麒麟）过去2年平均的NTM市盈率。
2）对于H股，我们将A股/H股折价率从20%扩大至25%，与海天/东鹏特饮/安踏/美的/海尔/比亚迪过去6个月的平均A股/H股折价率一致，这意味着目标倍数为12倍前瞻市盈率，较之前的13.6倍有所下调。相应地，我们的H股新目标价较我们覆盖的买入名单有8%的上行空间，而此前为39%，我们将H股评级从买入下调至中性。我们维持对A股的中性评级。

重庆啤酒：管理层对第三季度复苏仍持谨慎态度，鉴于消费情绪依然疲软，尤其是餐饮/社交饮酒场合，并预计这种疲软将需要时间才能恢复。 公司将继续推进其高端化和大城市战略。我们因对高端/主流啤酒销量预期略偏弱，而将2026-2028年的销售额/净利润预期下调约1%/1%~2%，同时略微上调了ASP。据此，我们当前的12个月目标价现为36.5元人民币（此前为39.7元），并设定了2027年预期的16倍市盈率，其他指标保持不变（此前为2027年预期的17倍市盈率，参考全球同行（喜力/百威/嘉士伯/萨坡罗/朝日/麒麟）过去两年平均的非盈利市盈率）。

附件20：2026年第三季度详细预测——按公司/地区划分

3Q26	ASP growth	Volume growth	Sales growth	Unit COGS growth	GPM YoY Chg	Premium Vol growth	Recurring EBITDA growth	Recurring EBITDA MARGIN	Recurring EBIT growth	Recurring NP growth	Reported NP growth
CRB - Beer (2H26)	1.9%	-4.1%	-2.3%	3.0%	-0.8pp	5.6%	-12.4%	10.0%	-30.0%		
CRB - Overall (2H26)			-3.1%		-0.8pp		n.m.	10.8%	-49.6%	-34.8%	n.m.
Bud China	2.2%	-14.0%	-12.1%				-15.0%	33.1%			
Bud West	2.4%	-10.0%	-7.8%				-15.2%	25.1%			
Bud East	-1.0%	-2.0%	-3.0%				-1.0%	31.5%			
Bud APAC	2.4%	-8.8%	-6.6%		-0.2pp		-11.2%	26.7%	-9.2%	-8.1%	0.8%
Tsingtao	0.4%	-9.2%	-8.8%	-0.1%	0.3pp	3.2%			-9.1%	-10.1%	-9.5%
Chongqing	0.0%	-7.0%	-7.0%	1.6%	-0.7pp				-7.2%	-6.6%	-6.6%

1）百威（Budweiser）有机ASP、销量、销售额及EBITDA增长（不含汇率影响），但受汇率影响，EBIT及报告净利润增长为非经常性；2）青岛啤酒（Tsingtao）的GPM：含销售税+销货成本。其余公司GPM：不含销货成本。

高盛全球投资研究

图21：2026年详细预测——按公司/地区划分

2026E	ASP growth	Volume growth	Sales growth	Unit COGS growth	GPM YoY Chg	Premium Vol growth	Recurring EBITDA growth	Recurring EBITDA MARGIN	Recurring EBIT growth	Recurring NP growth
CRB - Beer	1.2%	-0.7%	0.6%	1.2%	-0.8pp	8.1%	-1.4%	25.2%	-1.5%	
CRB - Overall			-0.4%		-0.9pp		-2.3%	24.9%	-3.3%	-6.5%
Bud China	0.7%	-7.4%	-6.7%				-13.7%	31.8%		
Bud West	1.8%	-4.2%	-2.5%				-12.3%	24.8%		
Bud East	0.1%	-0.1%	0.0%				3.5%	30.3%		
Bud APAC	1.8%	-3.6%	-1.9%		0.0pp		-8.4%	26.0%	-5.7%	-2.2%
Tsingtao	0.7%	-5.7%	-5.0%	-0.5%	0.7pp	2.9%	0.5%	21.2%	0.7%	-1.5%
Chongqing	0.1%	-4.7%	-4.6%	1.2%	-0.4pp	-3.9%	-7.2%	24.5%	-8.9%	-5.3%

1）百威（Budweiser）有机ASP、销量、销售额及EBITDA增长（不含汇率影响），但受汇率影响，EBIT及报告净利润增长为非经常性；2）青岛啤酒（Tsingtao）的GPM：含销售税+销货成本。其余公司GPM：不含销货成本。

高盛全球投资研究

第22项证据：2027年E的详细预测——按公司/地区划分——我们预计在2027年天气恢复正常的情况下，将出现温和的量恢复。

2027E	ASP growth	Volume growth	Sales growth	Unit COGS growth	GPM YoY Chg	Premium Vol growth	Recurring EBITDA growth	Recurring EBITDA MARGIN	Recurring EBIT growth	Recurring NP growth
CRB - Beer	1.3%	1.0%	2.3%	1.3%	0.03pp	6.5%	3.7%	25.5%	4.3%	
CRB - Overall			2.3%		0.1pp		3.7%	25.2%	4.7%	5.0%
Bud China	0.1%	3.0%	3.1%				4.4%	32.2%		
Bud West	0.9%	5.4%	6.3%				5.5%	25.0%		
Bud East	1.9%	1.1%	3.0%				3.5%	30.5%		
Bud APAC	0.8%	4.7%	5.6%		-0.1pp		5.0%	26.2%	6.8%	7.2%
Tsingtao	0.6%	-0.7%	-0.1%	0.9%	-0.2pp	2.5%	-0.6%	21.1%	0.5%	0.3%
Chongqing	0.1%	1.0%	1.3%	0.9%	-0.3pp	1.0%	2.1%	24.7%	2.1%	2.8%

1）百威（Budweiser）有机ASP、销量及EBITDA增长（不含汇率影响），但受汇率影响，EBIT及报告净利润增长为非经常性；2）青岛啤酒（Tsingtao）的GPM：之后销售税 + 销货成本。其余公司在销货成本后的毛利率。

高盛全球投资研究

附件23：TP/盈利变化及估值摘要

Company	Ticker	Old Rating	Rating	Market Cap (US$mn)	Ccy	Share Price 09/15/26	Old TP	New TP	TP Chg	+/-% new TP	Trading P/E 2026e	Trading P/E 2027e	Trading P/E 2028e	Trading EV/EBITDA 2026e	Trading EV/EBITDA 2027e	Trading EV/EBITDA 2028e	TP implied P/E 2026e	TP implied P/E 2027e	TP implied P/E 2028e	2026e-28e CAGR Sales	2026e-28e CAGR NP	Div yield 2026E
China Beer																						
CR Beer	0291.HK	Buy	Buy	7,539	HKD	18.23	30.10	28.70	-5%	57%	10X	9X	8X	5X	4X	4X	15X	14X	13X	2.0%	6.0%	6.3%
Budweiser APAC	1876.HK	Buy	Buy	9,710	HKD	5.77	7.70	7.30	-5%	27%	15X	14X	13X	5X	5X	4X	19X	18X	16X	4.7%	8.0%	5.6%
Tsingtao Brewery H	0168.HK	Buy	Neutral	6,855	HKD	39.80	54.00	43.00	-20%	8%	11X	10X	10X	5X	5X	5X	11X	11X	11X	0.7%	1.5%	6.9%
Chongqing Brewery	600132.SS	Neutral	Neutral	2,786	CNY	38.65	39.70	36.50	-8%	-6%	17X	16X	15X	6X	5X	5X	16X	15X	15X	1.7%	3.9%	5.9%
Tsingtao Brewery A	600600.SS	Neutral	Neutral	10,215	CNY	50.76	58.70	50.20	-14%	-1%	15X	15X	15X	9X	9X	8X	15X	15X	15X	0.7%	1.5%	4.6%

Company	Revenue changes 2026e	Revenue changes 2027e	Revenue changes 2028e	NI changes 2026e	NI changes 2027e	NI changes 2028e	Revenue (mn, new) 2026e	Revenue (mn, new) 2027e	Revenue (mn, new) 2028e	Net Income (mn, new) 2026e	Net Income (mn, new) 2027e	Net Income (mn, new) 2028e	Revenue yoy new 2026e	Revenue yoy new 2027e	Revenue yoy new 2028e	Net income yoy new (recurring) 2026e	Net income yoy new (recurring) 2027e	Net income yoy new (recurring) 2028e
China Beers																		
CR Beer	-1.4%	-1.1%	-1.1%	-4.4%	-4.4%	-2.8%	37,842	38,728	39,373	5,443	5,688	6,119	-0.4%	2.3%	1.7%	-6.5%	5.0%	8.1%
Budweiser APAC	-1.8%	-2.2%	-1.8%	-1.9%	-2.1%	-2.9%	5,736	5,998	6,293	641	688	747	-0.5%	4.6%	4.9%	-2.2%	7.2%	8.5%
Tsingtao Brewery H	-4.1%	-6.0%	-6.9%	-3.2%	-9.2%	-11.9%	30,835	30,798	31,239	4,482	4,472	4,618	-5.0%	-0.1%	1.4%	-1.5%	0.3%	4.5%
Chongqing Brewery	-0.6%	-0.7%	-0.9%	-1.1%	-2.2%	-2.0%	14,065	14,258	14,544	1,125	1,156	1,215	-4.5%	1.4%	2.0%	-5.3%	2.8%	5.1%
Tsingtao Brewery A	-4.1%	-6.0%	-6.9%	-3.2%	-9.2%	-11.9%	30,835	30,798	31,239	4,482	4,472	4,618	-5.0%	-0.1%	1.4%	-1.5%	0.3%	4.5%

TPs基于12个月的时间范围。

数据流，高盛全球投资研究

按啤酒品牌计算的月度流水

附件24：基于GSe渠道检查的2025-26年月度销量表：预计压力将持续至第三季度，随着...华南/华东地区的天气干扰，以及消费者信心疲软

	2025E								2026E								
	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug
CRB	up LSD%	minor positive growth	up 4-5%	up LSD%	up LSD%	slightly positive	flattish to slightly positive	flattish	positive	Positive growth ; Jan+Feb Heineken up by DD%	Slightly growth	Up LSD%, similar to 1Q26	slower than April trend	Slight negative	Decline	down SD%
Bud APAC China	down HSD%	down HSD%	down low teens%	down c.Mid teens %	down SD%	Minor decline	Down 7-8%	down DD%	Likely negative	Volume under pressure	up 3-4%	Volume declined by low teens% (super premium up by low teens%, premium down by low teens%, core down by mid teens%)	down 12~13%	HSD% decline	volume down 20%+	down teens%
Tsingtao	up MSD%	flattish	flattish	up 1.5%	up 3%	down HSD%	up 1.1%	up 12%	volume down c.MSD%	down 9.5%	up 5-6%	Volume declined by 7.5%	down 9%	largely flattish, improving vs. April/May	volume down 20%+	down c.2%
Chongqing	flattish to minor decline	down LSD%	minor decline	down LSD%	up MSD%	Minor decline	up slightly %	up slightly %	Jan-Feb negative on relatively high base		positive growth	Volume down by LSD%	HSD% decline		volume down HSD%	down MSD-HSD%
Bairun	RTD cocktail sales down teens%		RTD cocktail down c.high teens%	DD% growth in RTD drinks due to low base	flattish		offline shipment up 30%		up DD%+ on calendar shift							
Yanjing (NC)											SD% positive growth			Jan-Jun +28% yoy	slightly postive with U8 acceleration	slightly positive with U8 up 25%+
Industry	1.30%	-0.20%	1.90%	-1.80%	3.10%	-1.00%	-5.80%	-8.70%	6.50%		0.20%	-0.10%	-6.20%	-3.10%	-8.90%	

渠道核查，高盛全球投资研究

青岛 – 核心资产组合面临激烈竞争挑战；青岛啤酒降至中性

我们下调青岛啤酒H股评级，因为近期趋势显示，其长期竞争优势正受到日益激烈竞争的侵蚀。 在我们看来，青岛啤酒的两个关键投资支柱正面临越来越多的挑战：1）其在山东的霸主地位正在削弱。我们的渠道调研显示，青岛啤酒在7月份山东市场实现了强劲的DD%销量下滑，在预期疲软的第二个季度后，8月份依然表现平淡，而其关键本地竞争对手燕京啤酒的U8在2026年上半年实现了25%以上的全国销量增长，并在7月份进一步加速。同时，我们认为青岛啤酒在中国南方的扩张步伐有限，使其核心北方市场面临更大的竞争压力。2）品质升级正变得越来越困难和昂贵。燕京啤酒的U8与青岛啤酒的核心SKU青岛经典啤酒和青岛纯生啤酒的主流高端定位直接重叠，通过其强大的北方分销网络，瞄准类似的休闲餐饮/社交饮酒场合。随着竞争加剧，我们看到了青岛啤酒产品组合升级/定价能力的压力越来越大。该股票年初至今（YTD）表现优于我们的啤酒覆盖范围（青岛啤酒H/A下跌18%/17%，而其他啤酒覆盖范围下跌27%），这得益于2026年上半年控制了成本节约和较高的股息支付比例，尽管销量压力大于同行，但我们认为当前的低渠道投资水平是不可持续的，公司可能会加大投资以应对日益激烈的竞争，并逐步面临更明显的销量去杠杆化压力（我们的渠道调研显示，青岛啤酒在夏季高峰期在一些地区的DD%需求下滑）。

盈利预测修正：我们将2026-2028年的销售预测下调4-7%，主要原因是
反映出竞争加剧导致的交易量下降。我们下调 **收益**
3%至12%的估计 由于高端化进程放缓，以及毛利率增长较低，
青岛为捍卫区域市场加大投资，导致销售费用上升。
分享并扭转其农村大众市场的业务。 **我们现在预测**
2026年预期销售额和净利润将分别下降5%和2%，随后大致如此。

2027年预期销售额和盈利持平。

估值调整：我们将12个月目标价从58.7元/54.0港元下调至50.2元/43.0港元，以反映盈利预测下调以及竞争加剧和高端化成本上升带来的更保守的估值倍数。对于A股，我们将目标倍数从17倍下调至16倍2027年预期市盈率，与全球同行（喜力/百威/嘉士伯/萨博/朝日/麒麟）过去2年平均的NTM市盈率一致。对于H股，我们将A/H折价率从20%扩大至25%，与海天/华东医药/安踏/美的/海尔/比亚迪过去6个月的平均A/H折价率一致，这意味着目标市盈率倍数从之前的13.6倍下调至12倍。相应地，由于我们的H股新目标价对覆盖标的的升幅预期从16%降至8%，我们将H股评级从买入下调至中性。我们维持A股中性评级，因为我们认为当前估值已反映大部分盈利下行风险，且约5%的股息率。

自2021年12月7日我们将青岛啤酒（600600.SH）加入买入清单以来，其H股价格已下跌39%，我们将其归因于消费者情绪疲软和餐饮渠道中断。同期，其表现优于MSCI消费必需品指数（-53%），这得益于高端化趋势、低垂果实带来的运营支出节省以及强大的市场韧性支撑。

我们对青岛啤酒H股和A股持中立态度。我们的12个月目标价分别为43.0港元/50.2人民币，基于12.0倍/16.0倍2027年预期市盈率，折算至2027年中期，采用9.6%/9.9%的估值系数。16.0倍的A股目标市盈率基于全球同行（喜力/百威/嘉士伯/萨坡罗/朝日/麒麟）过去2年平均的归母净利润市盈率；12.0倍的H股目标市盈率则基于对A股目标市盈率施加25%的H/A折价，这与海天/东阿阿胶/安捷/美的/海尔/比亚迪过去6个月的平均A/H折价相符。

第25项：青岛盈利修正

Tsingtao (168.HK)

RMB mn	New			Old			% Chg		
Consolidated P&L	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
Volumes ('000 KL)									
Tsingtao brand	4,458	4,542	4,628	4,506	4,590	4,676	-1.1%	-1.0%	-1.0%
Premium end	2,617	2,682	2,749	2,594	2,659	2,725	0.9%	0.9%	0.9%
Mid end	1,842	1,860	1,879	1,912	1,931	1,951	-3.7%	-3.7%	-3.7%
Secondary & Other brands	2,752	2,614	2,588	2,998	2,979	3,000	-8.2%	-12.2%	-13.7%
Total Volume	**7,210**	**7,157**	**7,216**	**7,504**	**7,569**	**7,675**	**-3.9%**	**-5.4%**	**-6.0%**
ASP (RMB/ltr)	4.28	4.30	4.33	4.28	4.33	4.37	-0.2%	-0.6%	-1.0%
Sales	**30,835**	**30,798**	**31,239**	**32,148**	**32,770**	**33,563**	**-4.1%**	**-6.0%**	**-6.9%**
COGS	-17,707	-17,741	-17,903	-18,510	-18,781	-19,080	-4.3%	-5.5%	-6.2%
Taxes	-2,248	-2,245	-2,275	-2,336	-2,377	-2,430	-3.8%	-5.5%	-6.4%
Gross Profit	**10,880**	**10,812**	**11,061**	**11,302**	**11,612**	**12,053**	**-3.7%**	**-6.9%**	**-8.2%**
SG&A	-5,681	-5,587	-5,587	-5,965	-5,878	-5,855	-4.8%	-5.0%	-4.6%
Selling	-4,126	-4,051	-4,060	-4,424	-4,356	-4,346	-6.7%	-7.0%	-6.6%
Admin	-1,555	-1,535	-1,527	-1,541	-1,522	-1,509	0.9%	0.9%	1.2%
EBIT	**5,199**	**5,225**	**5,473**	**5,337**	**5,734**	**6,198**	**-2.6%**	**-8.9%**	**-11.7%**
Depreciation	-988	-1,029	-1,067	-988	-1,029	-1,067	0.0%	0.0%	0.0%
Amortization	-338	-232	-243	-338	-232	-243	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA	**6,526**	**6,486**	**6,784**	**6,663**	**6,995**	**7,509**	**-2.1%**	**-7.3%**	**-9.7%**
Net finance costs	321	311	314	321	318	331	0.0%	-2.1%	-5.0%
Non-operating income (expense	663	633	583	696	705	661	-4.7%	-10.2%	-11.8%
Pretax income	**6,183**	**6,169**	**6,370**	**6,354**	**6,757**	**7,190**	**-2.7%**	**-8.7%**	**-11.4%**
Provisions for taxes	-1,571	-1,568	-1,619	-1,589	-1,690	-1,799	-1.1%	-7.2%	-10.0%
Minority interest (I/S item)	-130	-130	-134	-133	-142	-151	-2.7%	-8.7%	-11.4%
Reported NPAT	**4,482**	**4,472**	**4,618**	**4,631**	**4,925**	**5,241**	**-3.2%**	**-9.2%**	**-11.9%**
Non-recurring income	413	389	350	439	446	411	-5.9%	-12.7%	-14.9%
Recurring NPAT	**4,069**	**4,083**	**4,267**	**4,193**	**4,479**	**4,829**	**-2.9%**	**-8.8%**	**-11.6%**
YoY Growth %									
Sales	**-5.0%**	**-0.1%**	**1.4%**	**-1.0%**	**1.9%**	**2.4%**			
Total Volume	**-5.7%**	**-0.7%**	**0.8%**	**-1.9%**	**0.9%**	**1.4%**			
Tsingtao brand	-0.8%	1.9%	1.9%	0.3%	1.9%	1.9%			
Premium end	2.9%	2.5%	2.5%	2.0%	2.5%	2.5%			
Secondary & Other brands	-12.8%	-5.0%	-1.0%	-5.0%	-0.7%	0.7%			
ASP (RMB/ltr)	**0.7%**	**0.6%**	**0.6%**	**0.9%**	**1.1%**	**1.0%**			
EBIT	**0.7%**	**0.5%**	**4.7%**	**3.4%**	**7.4%**	**8.1%**			
EBITDA	0.5%	-0.6%	4.6%	2.6%	5.0%	7.4%			
NPAT	**-2.3%**	**-0.2%**	**3.3%**	**0.9%**	**6.3%**	**6.4%**			
Recurring NPAT	-1.5%	0.3%	4.5%	1.5%	6.8%	7.8%			
Margins							**Ppt**	**Ppt**	**Ppt**
GP	35.3%	35.1%	35.4%	35.2%	35.4%	35.9%	0.1%	-0.3%	-0.5%
EBIT	16.9%	17.0%	17.5%	16.6%	17.5%	18.5%	0.3%	-0.5%	-0.9%
EBITDA	21.2%	21.1%	21.7%	20.7%	21.3%	22.4%	0.4%	-0.3%	-0.7%
D&A/Sales	4.3%	4.1%	4.2%	4.1%	3.8%	3.9%	0.2%	0.2%	0.3%
SG&A/Sales	18.4%	18.1%	17.9%	18.6%	17.9%	17.4%	-0.1%	0.2%	0.4%
Selling	13.4%	13.2%	13.0%	13.8%	13.3%	12.9%	-0.4%	-0.1%	0.0%
Admin	5.0%	5.0%	4.9%	4.8%	4.6%	4.5%	0.3%	0.3%	0.4%
Effective tax rate (%)	25.4%	25.4%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%	0.4%	0.4%	0.4%
NPAT	14.5%	14.5%	14.8%	14.4%	15.0%	15.6%	0.1%	-0.5%	-0.8%
Recurring NPAT	13.2%	13.3%	13.7%	13.0%	13.7%	14.4%	0.2%	-0.4%	-0.7%

公司数据，高盛全球投资研究

第26号证据：

0168.HK	12m Price Target: HK$43	价格：港币39.8元	上行：8%

中立

Market cap: HK$53.8bn / $6.9bn
企业价值：404亿港元 / 51亿美元
3m ADTV :HK$155.2mn/ $19.8mn
中国
中国快速消费品
并购排名：3
租赁是否包含在净债务与EV中？是

GS预测

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
Revenue (Rmb mn) New	**32,473.5**	**30,835.3**	**30,798.0**	**31,239.1**
Revenue (Rmb mn) Old	32,473.5	32,147.8	32,769.7	33,563.2
EBITDA (Rmb mn)	6,494.2	6,525.6	6,485.8	6,783.8
EPS (Rmb) New	**3.36**	**3.29**	**3.28**	**3.38**
EPS (Rmb) Old	3.36	3.39	3.61	3.84
P/E (X)	14.5	10.4	10.4	10.1
P/B (X)	2.2	1.5	1.4	1.3
Dividend yield (%)	4.8	6.9	7.0	7.3
CROCI (%)	25.2	14.5	13.5	13.2

	12/25	6/26	12/26E	E
EPS (Rmb)	0.50	2.87	0.41	--

数据来源：公司数据，高盛研究估计，FactSet。价格数据为2026年9月15日收盘价。

第 27 份证据：

600600.SS	12m Price Target: Rmb50.2	Price: Rmb50.76	缺点：1.1%

中立

Market cap: Rmb68.6bn / $10.2bn
企业价值：571亿元人民币 / 85亿美元
3m ADTV :Rmb326.4mn/ $48.3mn
中国
中国快速消费品
并购排名：3
租赁是否包含在净债务与EV中？是

GS预测

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
Revenue (Rmb mn) New	**32,473.5**	**30,835.3**	**30,798.0**	**31,239.1**
Revenue (Rmb mn) Old	32,473.5	32,147.8	32,769.7	33,563.2
EBITDA (Rmb mn)	6,494.2	6,525.6	6,485.8	6,783.8
EPS (Rmb) New	**3.36**	**3.29**	**3.28**	**3.38**
EPS (Rmb) Old	3.36	3.39	3.61	3.84
P/E (X)	20.8	15.4	15.5	15.0
P/B (X)	3.1	--	--	--
Dividend yield (%)	3.4	4.7	4.7	4.9
CROCI (%)	25.2	14.5	13.5	13.2

	3/26	6/26	9/26E	12/26E
EPS (Rmb)	1.32	1.55	0.91	(0.50)

数据来源：公司数据，高盛研究估计，FactSet。价格数据为2026年9月15日收盘价。

主要下行/上行风险

1）高端产品销量增长低于/高于预期：较弱的消费环境和向下替代行为可能减缓高端产品销量增长，限制平均售价（ASP）提升、产品组合升级和运营杠杆。相反，更强的餐饮消费和加速的高端化趋势可能推动高端单品（SKU）增长加快，从而带来超出预期的收入增长、利润率扩张和盈利。

delivery.

2）来自同行营销和渠道投资的竞争更激烈/更缓和

如果同行进一步加速对分销商、促销和重点客户渠道的投资，竞争强度可能会加剧。 这可能导致青岛啤酒市场份额下降、销售费用增加以及定价能力减弱。反之，如果竞争对手削减投资或渠道支出未达预期回报，青岛啤酒强大的品牌资产和分销优势将有助于支持更强的市场份额留存和盈利能力。

3）国家层面提价的成败：我们的预估包含了中期内的逐步定价和产品组合升级。 如果消费者情绪疲软、渠道阻力或竞争压力阻碍了青岛啤酒实施全国性提价，那么收入增长和利润率扩张可能达不到预期。另一方面，提价和高端SKU升级的成功执行将能加速盈利增长，提升毛利率并支持估值重估。

4）原材料成本波动：啤酒盈利能力仍受制于大麦和铝等关键投入品的价格波动。 不利天气条件，特别是主要大麦产区与厄尔尼诺现象相关的中断，可能导致麦芽成本上升，而地缘政治紧张局势、能源市场波动或供应链中断则可能推高铝价。相反，农业供应压力的缓解和包装成本的降低可能为我们预测之外带来额外的毛利提升空间。

投资逻辑 - 青岛啤酒

青岛啤酒是中国第二大啤酒生产商，以其在山东的强势地位和成熟的高端品牌组合为支柱。 我们持续赞赏该公司的强大品牌价值、健康的现金流产生能力以及不断改善的股东回报状况。从长期来看，青岛啤酒将继续受益于中国啤酒高端化趋势，并保留进一步提高盈利能力的空间。然而，考虑到其核心北方市场竞争加剧，而消费者需求疲软使整个行业的高端化面临挑战，我们认为短期内至中期内的盈利增长可能会放缓。特别是，燕京的U8已成为主流高端细分市场的一个可信竞争对手，可能会限制青岛啤酒的定价和产品组合升级潜力。此外，随着该公司寻求捍卫市场份额和加强重点区域的执行力，我们看到渠道投资需求正在上升。因此，我们认为当前的风险回报大致均衡。虽然青岛啤酒的品牌质量和估值提供了下行保护，但我们认为其市盈率扩张空间有限，直到该公司展示出更清晰的市场份额稳定和可持续盈利增长的证据。据此，我们将青岛啤酒H股和A股评级定为中性。

大中华区Bud - 渠道重组尚需时日见效；提升并购吸引力需关注估值与现金流；买入

由于二季度不利天气和消费者需求疲软导致连续销量下滑

情绪方面，中国第三季度仍具挑战性，持续关注渠道库存，管理层预计这可能导致下半年相比上半年出现更大的销量压力，同时餐饮渠道需求持续疲软，而家庭渗透率则需要时间才能显现成效。管理层在价格和盈利能力方面保持纪律性，同时投资于销量增长。尽管餐饮渠道仍是主要拖累，但电商/本地O2O仍是唯一增长的渠道。O2O每季度持续以强劲的年复合增长率增长，预计将占销售额的MSD~HSD%，且管理层预计其高端产品组合将更丰富。夜生活渠道的表现优于餐饮渠道，为产品组合带来优势。2026年上半年，韩国啤酒行业销量下降LSD-MSD%，而百威持续跑赢市场，新推出的烧酒SKU可能有助于加强百威的整体餐饮渠道产品供应。该公司将继续加强其在韩国的啤酒产品组合，包括无糖/无酒精产品。印度仍是关键的销量增长市场，其销量已占集团总量的10%，尽管N-T的关注点仍在于规模扩张而非盈利能力。该公司旨在提高印度业务的销量和集团贡献。

盈利预测调整：考虑到持续的不利天气影响以及餐饮渠道消费持续疲软，我们将2026-2028年的销售预测下调约2%，主要反映由于竞争加剧、天气影响依然严重以及此前不利天气条件导致中国地区在餐饮渠道和零售渠道的销量压力，亚太西部地区的销量下降。我们目前预计2026年销量/平均售价同比将下降-3.6%/上升+1.8%，主要受中国地区拖累，销量/平均售价同比将下降-7.4%/上升+0.7%；预计2026年第三季度销量/平均售价同比将下降-8.8%/上升+2.4%，反映餐饮需求疲软，且居家渗透率尚未产生显著贡献。由于销售预测下调，我们的盈利预测将下降2-3%。虽然管理层仍需投资以支持销量增长。我们目前预计2026年销售额和调整后净利润同比将分别下降0.5%和2.2%，并在2027年基于较低基数和餐饮渠道复苏改善的情况下实现正增长。

并购估值及方法调整：如本报告前文所述，我们将百威亚太的并购估值排名从3调至2，并将并购估值纳入目标价方法中，权重为15%，基本面估值权重为85%。1）并购估值方面，我们采用13倍2028年预期EV/EBITDA市盈率，折现至2027年年中，与过去5年全球啤酒行业并购交易的平均水平一致（参见附表29），得出每股12.8港元的并购估值。

因此，我们针对Bud在亚太区的12个月目标价现定为7.3港元，较之前的7.7港元意味着上涨25%。该股票目前市盈率为2026年预测值的15倍/2027年预测值的14倍，市值为息税折旧摊销前利润的4.9倍/4.5倍，股息收益率为5.6%/6.0%。

第28项证据：亚太区Bud估值摘要表

Bud APAC Valuation	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Fundamental valuation							
Recurring EPS	0.065	0.069	0.059	0.050	0.049	0.053	0.057
Target PE							16.0X
Equity Value Per Share (HK$)							6.36
				COE	8.5%		
M&A valuation - ranking score 2							
EBITDA	1,932	2,023	1,807	1,588	1,493	1,570	1,667
Target EV/EBITDA (x)							13.0X
Enterprise value							21,671
Less: net debt							(3,094)
Less: minority interest							198
Equity Value							24,568
Shares issued (mn)							13,291
Implied value per share (HK$)							12.8
			Allocation				
Fundamental equity value - 85%			85%	5.41			
M&A value - 15%			15%	1.92			
Target price				**7.30**			
Current price H share (HKD)				**5.77**			
Potential share price upside				26.6%			

截至9月15日的价格

公司数据，高盛全球投资研究

第二十九项：过去五年的并购交易

Global Beer M&A transactions in the past five years

Date	M&A / IPO Events	Acquirer	Target	Acquisition EV/EBITDA
Dec-25	Asahi/EABL	Asahi	EABL	17X
Sep-25	Heineken/FIFCO	Heineken	FIFCO beverage & retail businesses	12X
Jul-24	Carlsberg/Britvic	Carlsberg	Britvic	14X
Jul-23	Royal Unibrew/Vrumona	Royal Unibrew	Vrumona	12X
Dec-22	Carlsberg/Waterloo Brewing	Carlsberg	Waterloo Brewing	12X
Nov-21	Heineken / Distell	Heineken	Distell	13X
5-yr Average				**13X**

来源：彭博社、谷歌，数据由高盛全球投资研究部门整理

第30项：亚太区Bud：新估 vs 旧估

Budweiser Brewing APAC (1876.HK)

USD mn	New			Old			Change%		
Key drivers	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
Volumes ('000 KL)									
AP East	1,180	1,194	1,205	1,180	1,194	1,205	0.0%	0.0%	0.0%
AP West	6,500	6,847	7,223	6,622	6,949	7,296	(1.8%)	(1.5%)	(1.0%)
Total	**7,680**	**8,041**	**8,428**	**7,802**	**8,143**	**8,502**	(1.6%)	(1.3%)	(0.9%)
ASP (USD/ltr) -after forex									
AP East	1.08	1.10	1.13	1.08	1.10	1.13	0.0%	(0.5%)	(0.5%)
AP West	0.69	0.68	0.68	0.69	0.69	0.69	(0.4%)	(1.2%)	(1.1%)
Total	**0.75**	**0.75**	**0.75**	**0.75**	**0.75**	**0.75**	**(0.2%)**	**(1.0%)**	**(0.9%)**
Sales -after forex									
AP East	1,271	1,309	1,356	1,271	1,315	1,363	0.0%	-0.5%	-0.5%
AP West	4,466	4,689	4,937	4,568	4,818	5,043	-2.3%	-2.7%	-2.1%
Total	**5,736**	**5,998**	**6,293**	**5,839**	**6,133**	**6,405**	**-1.8%**	**-2.2%**	**-1.8%**
Normalized EBITDA									
AP East	386	399	413	386	399	417	0.0%	0.0%	-0.9%
AP West	1,107	1,171	1,254	1,126	1,194	1,283	-1.7%	-1.9%	-2.3%
Total	**1,493**	**1,570**	**1,667**	**1,512**	**1,593**	**1,700**	**-1.2%**	**-1.4%**	**-2.0%**
Organic volume growth									
AP East	-0.1%	1.1%	0.9%	-0.1%	1.1%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
AP West	-4.2%	5.4%	5.5%	-2.4%	4.9%	5.0%	-1.8%	0.4%	0.5%
China	-7.4%	3.0%	2.8%	-5.0%	3.0%	2.8%	-2.4%	0.0%	0.0%
Total	**-3.6%**	**4.7%**	**4.8%**	**-2.1%**	**4.4%**	**4.4%**	**-1.5%**	**0.3%**	**0.4%**
Organic ASP growth									
AP East	0.1%	1.9%	2.7%	0.1%	2.3%	2.7%	0.0%	-0.5%	0.0%
AP West	1.8%	0.9%	1.1%	2.3%	1.6%	0.9%	-0.5%	-0.8%	0.2%
China	0.7%	0.1%	0.2%	1.5%	1.2%	0.3%	-0.9%	-1.1%	-0.1%
Total	**1.8%**	**0.8%**	**1.1%**	**2.0%**	**1.5%**	**1.0%**	**-0.2%**	**-0.7%**	**0.1%**
Normalized EBITDA growth									
AP East	3.5%	3.5%	3.6%	3.5%	3.5%	4.5%	0.0%	0.0%	-0.9%
AP West	-12.3%	5.5%	6.7%	-10.7%	5.8%	7.2%	-1.6%	-0.3%	-0.4%
China	-13.7%	4.4%	5.0%	-12.1%	4.7%	5.5%	-1.6%	-0.3%	-0.5%
Total	**-8.4%**	**5.0%**	**5.9%**	**-7.2%**	**5.2%**	**6.5%**	**-1.2%**	**-0.2%**	**-0.6%**
Normalized EBITDA margin									
AP East	30.3%	30.5%	30.5%	30.3%	30.4%	30.6%	0.0%	0.1%	-0.1%
AP West	24.8%	25.0%	25.4%	24.7%	24.8%	25.4%	0.1%	0.2%	-0.1%
China	31.8%	32.2%	32.7%	31.4%	31.5%	32.1%	0.4%	0.7%	0.5%
Total	**26.0%**	**26.2%**	**26.5%**	**25.9%**	**26.0%**	**26.5%**	**0.1%**	**0.2%**	**-0.1%**

USD mn	New			Old			Change%		
Consolidated P&L	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
Sales	5,736	5,998	6,293	5,839	6,133	6,405	(1.8%)	(2.2%)	(1.8%)
COGS	-2,861	-2,997	-3,145	-2,912	-3,065	-3,201	(1.8%)	(2.2%)	(1.8%)
Gross Profit	2,875	3,001	3,148	2,927	3,068	3,204	(1.8%)	(2.2%)	(1.8%)
SG&A	-2,012	-2,081	-2,154	-2,045	-2,125	-2,176	(1.6%)	(2.1%)	(1.0%)
Distribution expenses	-439	-447	-456	-447	-457	-464	(1.8%)	(2.2%)	(1.8%)
Sales and marketing expense	-1,131	-1,190	-1,250	-1,148	-1,215	-1,257	(1.5%)	(2.0%)	(0.5%)
Administrative expenses	-442	-444	-447	-450	-454	-455	(1.8%)	(2.2%)	(1.8%)
Other operating income/(expense)	67	73	80	67	73	80	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	**920**	**983**	**1,065**	**939**	**1,006**	**1,098**	**(2.0%)**	**(2.3%)**	**(3.0%)**
Normalized EBIT	**930**	**993**	**1,075**	**949**	**1,016**	**1,108**	**(2.0%)**	**(2.3%)**	**(3.0%)**
Depreciation	-511	-525	-540	-511	-525	-540	0.0%	0.0%	0.0%
Amortization	-52	-52	-52	-52	-52	-52	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA	**1,483**	**1,560**	**1,657**	**1,502**	**1,583**	**1,690**	**(1.3%)**	**(1.4%)**	**(2.0%)**
Normalized EBITDA	**1,493**	**1,570**	**1,667**	**1,512**	**1,593**	**1,700**	**(1.2%)**	**(1.4%)**	**(2.0%)**
Net finance costs	14	20	26	14	20	26	0.0%	0.0%	0.0%
Associate & JVs	40	42	44	40	42	44	0.0%	0.0%	0.0%
Pretax income	**974**	**1,045**	**1,135**	**993**	**1,068**	**1,169**	**(1.9%)**	**(2.1%)**	**(2.9%)**
Provisions for taxes	-292	-313	-341	-298	-320	-351	(1.9%)	(2.1%)	(2.9%)
Minority interest (I/S item)	-41	-44	-47	-41	-45	-49	(1.9%)	(2.1%)	(2.9%)
Reported NPAT	**641**	**688**	**747**	**653**	**703**	**769**	**(1.9%)**	**(2.1%)**	**(2.9%)**
Non-recurring	-10	-10	-10	-10	-10	-10	0.0%	0.0%	0.0%
Adjusted NPAT	**651**	**698**	**757**	**663**	**713**	**779**	**(1.9%)**	**(2.1%)**	**(2.8%)**
YoY Growth %									
Sales	-0.5%	4.6%	4.9%	1.3%	5.0%	4.4%			
EBIT	1.9%	6.8%	8.3%	4.0%	7.1%	9.2%			
EBITDA	-6.0%	5.2%	6.2%	-4.8%	5.4%	6.7%			
NPAT	31.1%	7.3%	8.6%	33.6%	7.6%	9.4%			
Adjusted NPAT	-2.2%	7.2%	8.5%	-0.4%	7.4%	9.3%			
Margins									
GP	50.1%	50.0%	50.0%	50.1%	50.0%	50.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	16.0%	16.4%	16.9%	16.1%	16.4%	17.1%	0.0%	0.0%	-0.2%
NPAT	11.2%	11.5%	11.9%	11.2%	11.5%	12.0%	0.0%	0.0%	-0.1%
Adjusted NPAT	11.4%	11.6%	12.0%	11.4%	11.6%	12.2%	0.0%	0.0%	-0.1%
EBITDA Margin	25.9%	26.0%	26.3%	25.7%	25.8%	26.4%	0.1%	0.2%	-0.1%
D&A/Sales	-9.8%	-9.6%	-9.4%	-9.6%	-9.4%	-9.2%	0.2%	0.2%	0.2%
SG&A/Sales	-35.1%	-34.7%	-34.2%	-35.0%	-34.7%	-34.0%	0.1%	0.0%	0.2%
Selling expense ratio	-19.7%	-19.8%	-19.9%	-19.7%	-19.8%	-19.6%	0.1%	0.0%	0.2%
Admin exp ratio	-7.7%	-7.4%	-7.1%	-7.7%	-7.4%	-7.1%	0.0%	0.0%	0.0%
Effective tax rate (%)	-30.0%	-30.0%	-30.0%	-30.0%	-30.0%	-30.0%	0.0%	0.0%	0.0%

公司数据，高盛全球投资研究

第31项证据：Bud亚太区：摘要表

USD mn **New**

Key drivers	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2026 Q1	2026 Q2	2026 Q3E	2026 Q4E
Volumes ('000 KL)														
AP East	1,154	1,196	1,181	1,180	1,194	1,205	286	285	339	271	258	313	333	276
AP West	8,123	7,285	6,785	6,500	6,847	7,223	1,688	2,104	1,912	1,081	1,716	1,975	1,721	1,088
China	7,399	6,526	5,965	5,527	5,692	5,852								
Total	9,277	8,481	7,966	7,680	8,041	8,428	1,974	2,389	2,251	1,352	1,974	2,289	2,053	1,364
Sales(mn USD)														
AP East	1,243	1,352	1,310	1,271	1,309	1,356	295	319	392	304	280	341	361	289
AP West	5,613	4,894	4,454	4,466	4,689	4,937	1,166	1,356	1,163	769	1,213	1,337	1,121	794
China	4,993	4,274	3,799	3,716	3,829	3,952								
Total	**6,856**	**6,246**	**5,764**	**5,736**	**5,998**	**6,293**	**1,461**	**1,675**	**1,555**	**1,073**	**1,493**	**1,678**	**1,482**	**1,083**
ASP(USD/liter)														
AP East	1.08	1.13	1.11	1.08	1.10	1.13	1.03	1.12	1.16	1.12	1.08	1.09	1.08	1.05
AP West	0.69	0.67	0.66	0.69	0.68	0.68	0.69	0.64	0.61	0.71	0.71	0.68	0.65	0.73
China	0.67	0.65	0.64	0.67	0.67	0.68								
Total	**0.74**	**0.74**	**0.72**	**0.75**	**0.75**	**0.75**	**0.74**	**0.70**	**0.69**	**0.79**	**0.76**	**0.73**	**0.72**	**0.79**
Normalized EBITDA														
AP East	323	406	389	386	399	413	96	80	122	91	87	96	113	89
AP West	1,700	1,401	1,199	1,107	1,171	1,254	389	418	316	76	376	367	282	83
China	1,848	1,572	1,290	1,181	1,231	1,291								
Total	**2,023**	**1,807**	**1,588**	**1,493**	**1,570**	**1,667**	**485**	**498**	**438**	**167**	**463**	**463**	**395**	**172**
Normalized EBITDA margin %														
AP East	26.0%	30.0%	29.7%	30.3%	30.5%	30.5%	32.5%	25.1%	31.1%	29.9%	31.1%	28.2%	31.5%	30.8%
AP West	30.3%	28.6%	26.9%	24.8%	25.0%	25.4%	33.4%	30.8%	27.2%	9.9%	31.0%	27.4%	25.1%	10.4%
China	37.0%	36.8%	34.0%	31.8%	32.2%	32.7%	39.9%	37.5%	34.2%	16.6%	37.0%	34.5%	33.1%	15.8%
Total	**29.5%**	**28.9%**	**27.6%**	**26.0%**	**26.2%**	**26.5%**	**33.2%**	**29.7%**	**28.2%**	**15.6%**	**31.0%**	**27.6%**	**26.7%**	**15.9%**
Organic Growth (%)														
Volumes ('000 HL)														
AP East	-0.3%	3.6%	-1.3%	-0.1%	1.1%	0.9%	11.9%	-10.4%	-0.6%	-3.7%	-9.8%	10.1%	-2.0%	1.3%
AP West	5.3%	-10.6%	-6.7%	-4.2%	5.4%	5.5%	-8.6%	-5.6%	-9.9%	0.1%	1.7%	-6.0%	-10.0%	0.4%
China	4.3%	-11.8%	-8.6%	-7.4%	3.0%	2.8%	-9.2%	-7.4%	-11.4%	-3.9%	-1.5%	-9.7%	-14.0%	-3.0%
Total	**4.6%**	**-8.8%**	**-6.0%**	**-3.6%**	**4.7%**	**4.8%**	**-6.1%**	**-6.2%**	**-8.6%**	**-0.7%**	**0.1%**	**-4.1%**	**-8.8%**	**0.6%**
ASP(USD/liter)														
AP East	1.5%	8.7%	2.5%	0.1%	1.9%	2.7%	-0.2%	2.2%	4.5%	3.2%	4.0%	-1.5%	-1.0%	-0.6%
AP West	7.3%	-0.9%	-1.5%	1.8%	0.9%	1.1%	-3.4%	3.0%	-2.3%	-5.7%	-1.0%	1.5%	2.4%	4.2%
China	7.5%	-1.4%	-3.0%	0.7%	0.1%	0.2%	-3.9%	1.1%	-4.1%	-7.7%	-2.5%	1.2%	2.2%	4.0%
Total	**6.2%**	**2.0%**	**-0.1%**	**1.8%**	**0.8%**	**1.1%**	**-1.5%**	**2.4%**	**0.1%**	**-3.5%**	**-0.8%**	**2.1%**	**2.4%**	**2.9%**
Sales(mn USD)														
AP East	1.2%	12.7%	1.3%	0.0%	3.0%	3.6%	11.7%	-8.4%	3.9%	-0.6%	-6.1%	8.5%	-3.0%	0.7%
AP West	13.4%	-11.4%	-8.2%	-2.5%	6.3%	6.7%	-11.7%	-2.7%	-12.0%	-5.6%	0.7%	-4.6%	-7.8%	4.6%
China	12.8%	-13.0%	-11.3%	-6.7%	3.1%	3.2%	-12.7%	-6.4%	-15.1%	-11.4%	-4.0%	-8.6%	-12.1%	0.9%
Total	**11.1%**	**-7.0%**	**-6.1%**	**-1.9%**	**5.6%**	**6.0%**	**-7.5%**	**-3.9%**	**-8.4%**	**-4.2%**	**-0.7%**	**-2.1%**	**-6.6%**	**3.5%**
EBITDA														
AP East	-10.1%	33.2%	-1.2%	3.5%	3.5%	3.6%	24.4%	-26.5%	8.7%	-5.9%	-10.4%	26.3%	-1.0%	4.0%
AP West	15.7%	-14.0%	-12.4%	-12.3%	5.5%	6.7%	-17.6%	1.4%	-11.9%	-40.0%	-7.5%	-16.5%	-15.2%	-1.2%
China	17.4%	-13.2%	-15.7%	-13.7%	4.4%	5.0%	-17.1%	-4.0%	-17.4%	-42.3%	-10.9%	-15.9%	-15.0%	-4.0%
Total	**10.8%**	**-6.3%**	**-9.8%**	**-8.4%**	**5.0%**	**5.9%**	**-11.2%**	**-4.3%**	**-6.9%**	**-24.7%**	**-8.1%**	**-9.7%**	**-11.2%**	**1.6%**

Consolidated P&L	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2026 Q1	2026 Q2	2026 Q3E	2026 Q4E
Total Sales	**6,856**	**6,246**	**5,764**	**5,736**	**5,998**	**6,293**	**1,461**	**1,675**	**1,555**	**1,073**	**1,493**	**1,678**	**1,482**	**1,083**
COGS	-3,403	-3,099	-2,877	-2,861	-2,997	-3,145	-716	-807	-756	-598	-730	-796	-724	-611
Gross Profit	3,453	3,147	2,887	2,875	3,001	3,148	**745**	**868**	**799**	**475**	**763**	**882**	**758**	**472**
SG&A	-2,191	-2,102	-1,986	-2,012	-2,081	-2,154	-438	-536	-546	-466	-466	-570	-524	-452
Other operating income/(expens	107	115	85	67	73	80	24	16	33	12	18	10	25	14
Other non-recurring items	-80	-62	-83	-10	-10	-10	-2	-11	-24	-46	-8	-	-1	-1
EBIT	**1,289**	**1,098**	**903**	**920**	**983**	**1,065**	**329**	**337**	**262**	**-25**	**307**	**322**	**259**	**33**
Normalized EBIT	**1,369**	**1,160**	**986**	**930**	**993**	**1,075**	**331**	**348**	**286**	**21**	**315**	**322**	**260**	**34**
Depreciation	-605	-597	-550	-511	-525	-540	-150	-150	-150	-100	-144	-140	-130	-96
Amortization	-49	-50	-52	-52	-52	-52	-4	-	-2	-46	-4	-1	-5	-42
EBITDA	**1,943**	**1,745**	**1,505**	**1,483**	**1,560**	**1,657**	**483**	**487**	**414**	**121**	**455**	**463**	**394**	**171**
Normalized EBITDA	**2,023**	**1,807**	**1,588**	**1,493**	**1,570**	**1,667**	**485**	**498**	**438**	**167**	**463**	**463**	**395**	**172**
Net finance costs	10.00	31.0	10	14	20	26	4	-1	-1	8	6	3	5	-0
Associates & JCEs	28	31	38	40	42	44	4	17	16	1	5	21	16	-2
Pretax income	**1,327**	**1,160**	**951**	**974**	**1,045**	**1,135**	**337**	**353**	**277**	**-16**	**318**	**346**	**280**	**30**
Provisions for taxes	-447	-410	-431	-292	-313	-341	-95	-168	-82	-86	-83	-90	-83	-36
Minority interest (I/S item)	-28	-24	-31	-41	-44	-47	-8	-10	-10	-3	-9	-9	-10	-13
Reported NPAT	**852**	**726**	**489**	**641**	**688**	**747**	**234**	**175**	**185**	**-105**	**226**	**247**	**187**	**-18**
Recurring NPAT	**917**	**778**	**666**	**651**	**698**	**757**	**235**	**239**	**204**	**-12**	**234**	**247**	**188**	**-17**
EPS (Adj., diluted, USD cents/Sh	6.4	5.5	3.7	4.9	5.2	5.7	1.77	1.31	1.39	-0.79	1.71	1.85	1.40	-0.14
YoY growth %														
Sales	5.8%	-8.9%	-7.7%	-0.5%	4.6%	4.9%	-11.1%	-4.6%	-8.8%	-6.0%	2.2%	0.2%	-4.7%	1.0%
GP	6.6%	-8.9%	-8.3%	-0.4%	4.4%	4.9%	-11.9%	-4.1%	-8.7%	-8.8%	2.4%	1.6%	-5.1%	-0.6%
SG&A	3.3%	-4.1%	-5.5%	1.3%	3.4%	3.5%	-5.4%	-5.6%	-6.8%	-3.9%	6.4%	6.3%	-4.1%	-2.9%
EBIT	2.3%	-14.8%	-17.8%	1.9%	6.8%	8.3%	-13.6%	-11.5%	-9.2%	-69.6%	-4.8%	-7.5%	-9.2%	60.4%
Normalized EBITDA	4.7%	-10.7%	-12.1%	-6.0%	5.2%	6.2%	-11.3%	-9.9%	-8.6%	-26.8%	-4.5%	-7.0%	-9.8%	3.0%
NPAT	-6.7%	-14.8%	-32.6%	31.1%	7.3%	8.6%	-10.7%	-37.3%	-8.0%	nm	-3.4%	41.1%	0.8%	nm
Recurring NPAT	6.8%	-15.2%	-14.4%	-2.2%	7.2%	8.5%	-13.6%	-6.3%	-9.3%	nm	-0.4%	3.3%	-8.1%	nm
Margins (on total sales)														
GP	50.4%	50.4%	50.1%	50.1%	50.0%	50.0%	51.0%	51.8%	51.4%	44.3%	51.1%	52.6%	51.2%	43.6%
EBIT	**18.8%**	**17.6%**	**15.7%**	**16.0%**	**16.4%**	**16.9%**	**22.5%**	**20.1%**	**16.8%**	**-2.3%**	**20.6%**	**19.2%**	**17.4%**	**3.0%**
Normalized EBIT	**20.0%**	**18.6%**	**17.1%**	**16.2%**	**16.6%**	**17.1%**	**22.7%**	**20.8%**	**18.4%**	**2.0%**	**21.1%**	**19.2%**	**17.5%**	**3.1%**
EBITDA	28.3%	27.9%	26.1%	25.9%	26.0%	26.3%	33.1%	29.1%	26.6%	11.3%	30.5%	27.6%	26.6%	15.8%
Normalized EBITDA	**29.5%**	**28.9%**	**27.6%**	**26.0%**	**26.2%**	**26.5%**	**33.2%**	**29.7%**	**28.2%**	**15.6%**	**31.0%**	**27.6%**	**26.7%**	**15.9%**
NPAT	**12.4%**	**11.6%**	**8.5%**	**11.2%**	**11.5%**	**11.9%**	**16.0%**	**10.4%**	**11.9%**	**-9.8%**	**15.1%**	**14.7%**	**12.6%**	**-1.7%**
Recurring NPAT	13.4%	12.5%	11.6%	11.4%	11.6%	12.0%	16.1%	14.3%	13.1%	-1.1%	15.7%	14.7%	12.7%	-1.6%
D&A ratio	9.5%	10.4%	10.4%	9.8%	9.6%	9.4%	10.5%	9.0%	9.8%	13.6%	9.9%	8.4%	9.1%	12.8%
SG&A/Sales	-32.0%	-33.7%	-34.5%	-35.1%	-34.7%	-34.2%	-30.0%	-32.0%	-35.1%	-43.4%	-31.2%	-34.0%	-35.3%	-41.8%
Effective tax rate (%)	-34%	-35%	-45%	-30%	-30%	-30%	-28%	-48%	-30%	538%	-26%	-26%	-30%	-119%

公司数据，高盛全球投资研究

投资逻辑 - 百威亚太

百威亚太是亚洲收入规模最大的啤酒公司，拥有多品牌组合（百威、科罗娜、斯泰拉等），以满足亚洲消费者不断增长和升级的需求。 亚太西部（主要为中国）在2025年贡献了约80%的销售额和EBITDA，而韩国则持续跑赢市场增速。我们相信百威将继续在中国高端市场保持领先地位，通过在更多城市加速扩张其高端产品组合来实现增长。我们对该股票给予买入评级，并购排名为2，这反映了其具有吸引力的估值和强劲的现金流产生能力。

目标价位风险与方法论 - 中国资源啤酒

估值方法：我们12个月的TP为26.8港元，是基于过去3年全球啤酒/烈酒同行完整周期平均市盈率14.0倍（2027年预期），并折现至2027年中期得出的。

风险：1）保费收入增长低于预期； 2）高端市场竞争激烈；3）成本压力高于预期。

目标价位风险与方法论 - 青岛啤酒

估值方法：我们H/A股的12个月目标价分别为港币43.0元和人民币50.2元，基于2027年预期市盈率的12倍/16倍，折算至2027年中期。我们的目标市盈率参考全球同行过去2年平均的非市盈率，并对A股加25%溢价。

下行/上行风险：1）保费规模增长慢于/快于预期。 2）同业营销和渠道投资带来的竞争加剧/缓和。3）全国性提价失败/成功。4）原材料成本波动。

目标价位风险与方法论 - 重庆啤酒

估值方法：我们36.5元人民币的12个月目标价基于17.0倍的2027年预期市盈率，与过去五年全球同行完整周期的平均市盈率一致。我们给予中性评级。

风险：1）Wusu品牌增长速度慢于/快于预期； 2）ASP增长率高于/低于预期；3）成本趋势好于/差于预期。

目标价位风险与方法论 - 百威亚太

估值方法：我们12个月期港元7.3的估值基于：1）以2028年预期EV/EBITDA市盈率13倍计算，并折现至2027年中期，与过去5年全球啤酒行业并购的平均水平一致，得出港元12.8的并购价值（权重15%）；2）基于过去2年全球啤酒同行完整周期平均市盈率16倍计算，并折现至2027年中期，得出港元6.36的价值（权重85%）。

weight).

下行风险：1）保费渠道复苏不及预期； 2）中国市场竞争加剧；3）成本通胀。

全球啤酒与烈酒估值报告

第32项：估值对比：全球/国内烈酒和啤酒

	Company	Rating	Ccy	Price	12-m TP	+/-	PE			TP Implied PE			26-28E	26-28E	EV/EBITDA			ROE	Div yield	YTD perf
				9/16/2026			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	Rev CAGR	NP CAGR	2026E	2027E	2028E	2026E	2026E	%
Spirits																				
600519.SS	Kweichow Moutai	Buy	CNY	1258.00	1626.00	29%	19X	17X	16X	25X	22X	21X	7%	8%	12X	11X	10X	31%	4.0%	-9%
000858.SZ	Wuliangye Yibin	Sell	CNY	69.26	67.00	-3%	18X	16X	14X	18X	15X	13X	11%	15%	9X	7X	7X	12%	7.3%	-35%
6979.HK	ZJLD	Neutral	HKD	7.49	7.70	3%	23X	18X	14X	24X	18X	15X	15%	27%	11X	8X	7X	7%	2.1%	-14%
600809.SS	Shanxi Xinghuacun Fen Wine	Neutral	CNY	112.54	129.00	15%	13X	12X	11X	15X	14X	13X	6%	7%	9X	9X	8X	25%	5.0%	-34%
000568.SZ	Luzhou Laojiao	Neutral	CNY	72.35	84.00	16%	13X	12X	11X	16X	14X	13X	8%	9%	8X	7X	6X	16%	5.7%	-38%
002304.SZ	Jiangsu Yanghe	Sell	CNY	37.91	30.00	-21%	30X	23X	19X	24X	19X	15X	8%	27%	15X	12X	9X	4%	3.2%	-38%
000596.SZ	Anhui Gujing Distillery Co.	Buy	CNY	93.21	96.00	3%	16X	14X	12X	16X	14X	13X	7%	12%	8X	7X	6X	12%	4.4%	-30%
000799.SZ	Jiugui Liquor	Sell	CNY	37.20	26.00	-30%	n.a.	48X	38X	n.a.	33X	26X	24%	76%	n.a.	32X	27X	3%	0.6%	-32%
600779.SS	Sichuan Swellfun Co.	Sell	CNY	25.67	24.80	-3%	23X	19X	17X	23X	18X	16X	7%	17%	13X	11X	10X	10%	1.4%	-33%
603369.SS	Jiangsu King's Luck Brewery	Buy	CNY	27.78	34.00	22%	13X	12X	11X	16X	14X	13X	7%	12%	9X	8X	7X	15%	4.1%	-20%
Avg.							**19X**	**19X**	**16X**	**20X**	**18X**	**16X**	**10%**	**13%**	**10X**	**11X**	**10X**	**13%**	**3.8%**	**-28%**
DGE.L	Diageo	Neutral	GBP	1623.00	1900.00	17%	13X	13X	13X	15X	15X	15X	0%	3%	10X	10X	10X	28%	2.3%	1%
PERP.PA	Pernod Ricard	Not Rated	EUR	60.54	n.a.	n.a.	10X	11X	11X	n.a.	n.a.	n.a.	1%	0%	9X	9X	9X	9%	7.5%	-17%
RCOP.PA	Remy Cointreau	Neutral	EUR	42.72	50.00	17%	25X	25X	23X	29X	30X	26X	3%	6%	14X	14X	13X	5%	1.8%	17%
Avg.							**16X**	**16X**	**15X**	**22X**	**23X**	**21X**	**1%**	**3%**	**11X**	**11X**	**11X**	**13.9%**	**3.9%**	**0%**
Beer																				
1876.HK	Budweiser APAC	Buy	HKD	5.84	7.30	25%	15X	14X	13X	19X	18X	16X	5%	8%	5.0X	4.6X	4.2X	6%	5.6%	-23%
0291.HK	China Resources Beer	Buy	HKD	18.17	26.80	47%	10X	9X	8X	14X	13X	12X	2%	6%	4.9X	4.3X	3.6X	15%	6.3%	-31%
0168.HK	Tsingtao Brewery (H)	Neutral	HKD	39.84	43.00	8%	11X	10X	10X	11X	11X	11X	1%	2%	5.3X	5.3X	5.1X	14%	6.9%	-18%
600600.SS	Tsingtao Brewery (A)	Neutral	CNY	50.40	50.20	0%	15X	15X	15X	15X	15X	15X	1%	2%	8.7X	8.7X	8.3X	14%	4.6%	-18%
600132.SS	Chongqing Brewery	Neutral	CNY	38.22	36.50	-5%	16X	16X	15X	16X	15X	15X	2%	4%	5.5X	5.3X	4.9X	33%	5.9%	-27%
002568.SZ	Shanghai Bairun	Neutral	CNY	17.84	19.00	7%	24X	21X	n.a.	26X	22X	n.a.	n.a.	n.a.	15.5X	13.4X	n.a.	15%	2.1%	-18%
Avg.							**15X**	**14X**	**12X**	**17X**	**16X**	**14X**	**2%**	**4%**	**7X**	**7X**	**5X**	**16%**	**5.2%**	**-22%**
ABI.BR	Anheuser-Busch InBev	Buy	EUR	69.04	86.00	25%	17X	15X	14X	21X	19X	17X	3%	0%	10X	9X	9X	11%	1.8%	26%
CARLb.CO	Carlsberg	Buy	DKK	855.60	1100.00	29%	13X	12X	11X	17X	16X	14X	3%	8%	9X	9X	8X	22%	3.5%	2%
HEIN.AS	Heineken	Buy	EUR	71.68	93.00	30%	14X	13X	12X	18X	16X	15X	2%	6%	8X	8X	7X	14%	2.7%	3%
2503.T	Kirin Holdings	Sell	JPY	2821.50	2550.00	-10%	13X	13X	12X	11X	11X	11X	1%	1%	9X	9X	9X	11%	2.6%	20%
2587.T	Suntory Beverage & Food Ltd	Buy	JPY	4522.00	5300.00	17%	16X	15X	15X	19X	18X	17X	2%	5%	5X	4X	4X	6%	2.6%	-4%
Avg.							**15X**	**14X**	**13X**	**17X**	**16X**	**15X**	**2%**	**4%**	**8X**	**8X**	**7X**	**13%**	**2.6%**	**9%**

源：LSEG 数据与分析，高盛全球投资研究

披露附录

监管规定AC

我们，刘叶、刘克里斯蒂娜和周瓦莱丽，特此证明本报告中所表达的所有观点均准确反映了我们个人对所涉公司或公司的看法及其证券。 我们同时证明，我们的任何部分报酬均未直接或间接地与报告中表达的具体建议或观点相关。

除非另有说明，本报告封面上列出的个人均为高盛全球投资研究部的分析师。

贡献作者： 刘叶，高盛（亚洲）有限责任公司；刘基督娜，高盛（亚洲）有限责任公司；周瓦莱丽，高盛（亚洲）有限责任公司。

除非另有说明，本报告中“贡献者作者”披露中列出的个人均为高盛全球投资研究部的分析师。

GS因子特征

高盛因子分析报告通过将股票的关键属性与市场（即我们的评级股票池）及其行业同行进行比较，为该股票提供投资背景。 所描绘的四个关键属性是：增长、财务回报、估值倍数（例如估值）以及综合（增长、财务回报和估值倍数的综合）。增长、财务回报和估值倍数是通过使用每只股票特定指标的标准化排名来计算的。然后将这些指标的标准化排名进行平均，并转换为相关属性的百分位数。每个指标的确切计算方法可能因财政年度、行业和地区而异，但标准方法如下：

增长基于股票的前瞻性销售增长、EBITDA增长和EPS增长（对于金融股，仅EPS和销售增长），更高的百分位数代表增长更快的公司。 财务回报基于股票的前瞻性ROE、ROCE和CROCI（对于金融股，仅ROE），更高的百分位数代表财务回报更高的公司。市盈率基于股票的前瞻性市盈率、市净率、价格/股息（P/D）、企业价值/EBITDA、企业价值/自由现金流和调整后现金流（DACF）的企业价值（对于金融股，仅市盈率、市净率和P/D），更高的百分位数代表交易市盈率更高的股票。综合百分位数计算为增长百分位数、财务回报百分位数和（100% - 市盈率百分位数）的平均值。

财务回报与多功能运用采用高盛分析师对未来至少三个财政季末的预测。 增长则使用未来至少七个财政季度的数据作为输入，相比之下，基准数据为未来至少三个财政季度（所有指标均按每股计算）。

如需了解我们计算GS因子概况的更详细说明，请联系您的GS代表。

并购排名

在我们全球业务覆盖范围内，我们采用并购框架来评估股票，综合考虑定性与定量因素（这些因素可能因行业和地区而异），以评估某些公司可能被收购的潜力。 随后，我们根据1至3的评级对覆盖范围内的公司进行并购评级，其中1代表高可能性（30%-50%）成为收购目标，2代表中等可能性（15%-30%），3代表低可能性（0%-15%）。对于评级为1或2的公司，根据我们标准部门指南，我们将并购因素纳入目标价中。3级并购评级被认为不重要，因此不纳入我们的目标价，是否在研究中讨论则视情况而定。

量子

量化是高盛的专有数据库，提供详细的财务报表历史、预测和比率数据。 可用于对单一公司进行深入分析，或用于比较不同行业和市场的公司。

披露

百威亚太、中国资源啤酒、重庆啤酒、青岛啤酒（A）和青岛啤酒（H）的评级与其他公司在其覆盖范围内：安徽古井酒厂有限公司、百威亚太、百事明集团、中国飞鹤有限公司、中国资源啤酒、中国资源饮料、重庆啤酒、东罗饮料（A）、佛山海天调味食品（A）、佛山海天调味食品（H）、福建旺泉食品、江苏金日啤酒、江苏洋河、九桂酒、容基高科、贵州茅台、泸州老窖、蒙牛乳业、农夫山泉、千和调味食品、上海百润、山西杏花村汾酒、四川丰润食品公司、四川特维食品集团、天赐、青岛啤酒（A）、青岛啤酒（H）、统一企业中国、五粮液宜宾、益海国际控股、伊利工业、浙江龙达。

公司特定监管披露

以下披露涉及高盛集团股份有限公司（及其附属机构，“高盛”）与高盛全球投资研究覆盖的公司之间的关系，这些公司也在此研究中被提及。

高盛在过去12个月内获得了投行业务的报酬：青岛啤酒（A）（50.11元人民币）和青岛Brewery (H) (HK$39.70)

高盛预计在未来三个月内将获得或意图寻求投行业务的补偿：百威亚太（港币5.91）。
中国资源啤酒（18.17港元）、重庆啤酒（37.78人民币）、青岛啤酒（A）（50.11人民币）和青岛啤酒（H）（39.70港元）

高盛在过去12个月内与以下投资银行服务客户有业务往来：百威亚太（HK$5. 91）、中国资源啤酒（HK$18.17）、重庆啤酒（Rmb37.78）、青岛啤酒（A）（Rmb50.11）和青岛啤酒（H）（HK$39.70）

高盛在过去12个月内，与以下涉及非投资银行业务的证券相关服务客户有业务往来：百威亚太（港币5. 91亿）和重庆啤酒（人民币37.78亿）。

高盛在过去12个月内，与以下非证券服务客户有业务往来：百威亚太（港币5. 91亿）和重庆啤酒（人民币37.78亿）。

高盛集团是证券或其衍生品的注册做市商：百威亚太（5.91港元）和中国资源啤酒（18.17港元）。

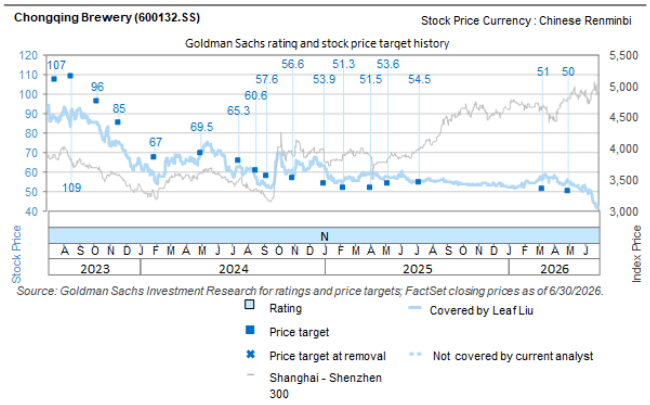
评级/投资银行关系分布

高盛投资研究全球股票覆盖范围

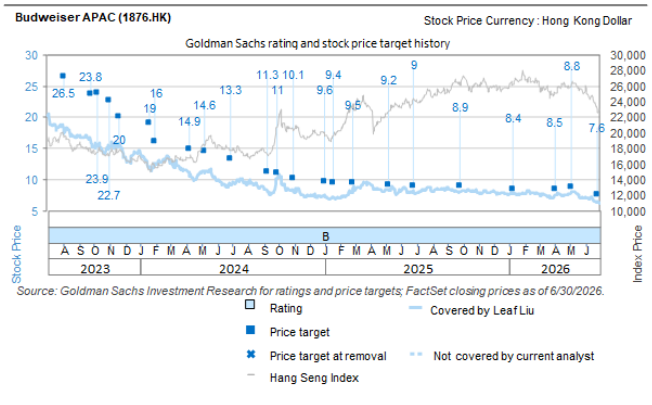
	评分分布			投行关系		
	Buy	Hold	Sell	Buy	Hold	Sell
全球	50%	34%	16%	65%	59%	43%

截至2026年7月1日，高盛全球投资研究部门对3,104只股票证券进行了投资评级。 高盛在各个区域投资清单上对股票分配“买入”和“卖出”评级；未如此分配的股票被视为“中性”。此类分配等同于“买入”、“持有”和“卖出”，用于遵守上述FINRA规则要求的披露。请参见下文“评级、覆盖范围及相关定义”。投资银行业务关系图反映了在过去十二个月内，高盛为每个评级类别中的目标公司提供了投资银行业务服务的百分比。

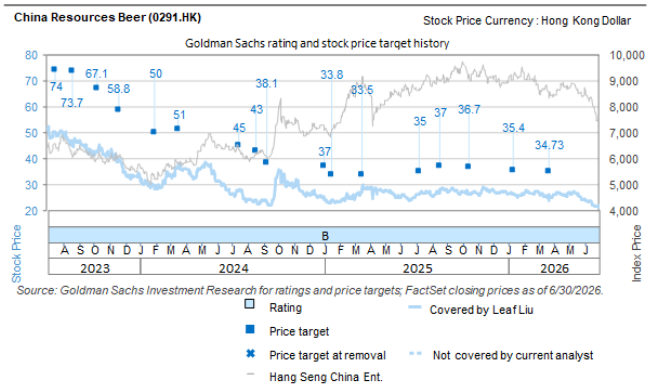
目标价位和评级历史图表



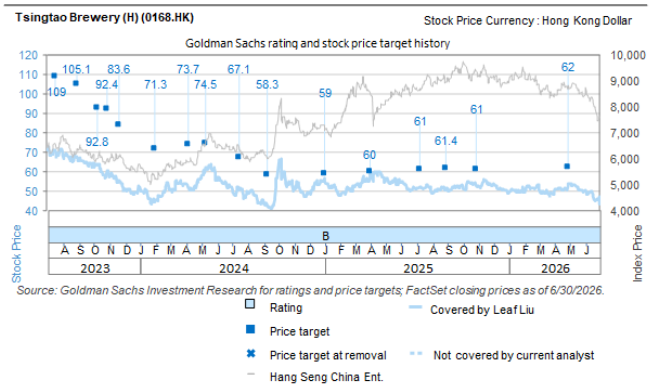
The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may or may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.



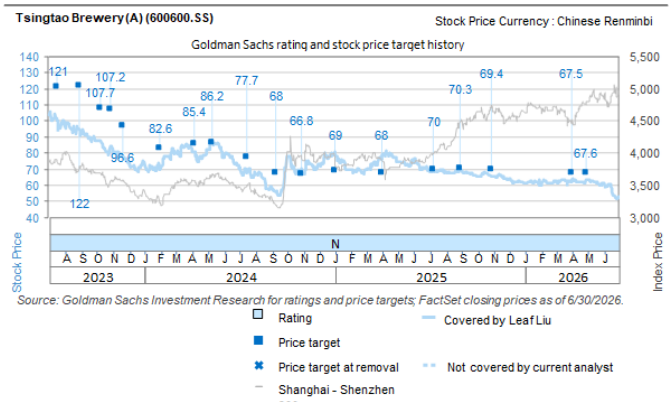
The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may or may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.



The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may or may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.



The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may or may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.



The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may or may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.

目标价格历史表(格)

China Resources Beer (0291.HK)

报告日期	目标价格（港元）	收盘价格（港元）
19-Aug-26	30.10	21.06
27-Jul-26	35.15	23.06
10-Jul-26	36.45	22.20
23-Mar-26	34.73	24.02
12-Jan-26	35.40	26.48
15-Oct-25	36.70	26.44
19-Aug-25	37.00	28.28
09-Jul-25	35.00	26.35
18-Mar-25	33.50	28.50
16-Jan-25	33.80	23.65
01-Jan-25	37.00	25.25
10-Sep-24	38.10	22.95
19-Aug-24	43.00	24.00
16-Jul-24	45.00	27.60
18-Mar-24	51.00	37.95
31-Jan-24	50.00	28.15
21-Nov-23	58.80	39.65
08-Oct-23	67.10	42.95

Budweiser APAC (1876.HK)

报告日期	目标价格（港元）	收盘价格（港元）
30-Jul-26	7.70	7.05
26-Jun-26	7.60	6.32
05-May-26	8.80	8.13
02-Apr-26	8.50	7.55
09-Jan-26	8.40	7.78
26-Sep-25	8.90	8.05
26-Jun-25	9.00	8.03
08-May-25	9.20	8.31
26-Feb-25	9.50	8.66
18-Jan-25	9.40	7.19
01-Jan-25	9.60	7.49
31-Oct-24	10.10	8.11
28-Sep-24	11.00	10.14
10-Sep-24	11.30	8.17
28-Jun-24	13.30	9.20
08-May-24	14.60	11.00
07-Apr-24	14.90	11.22
31-Jan-24	16.00	12.28
19-Jan-24	19.00	12.08
21-Nov-23	20.00	15.56
01-Nov-23	22.70	14.96
08-Oct-23	23.90	15.60
25-Sep-23	23.80	16.12

Chongqing Brewery (600132.SS)

报告日期	目标价格（人民币）	收盘价格（人民币）
19-Aug-26	39.70	42.51
10-Jul-26	43.00	41.75
30-Apr-26	50.00	55.01
11-Mar-26	51.00	56.22
09-Jul-25	54.50	55.33
08-May-25	53.60	57.23
04-Apr-25	51.50	59.82
09-Feb-25	51.30	55.20
01-Jan-25	53.90	63.02
31-Oct-24	56.60	58.04

Tsingtao Brewery (H) (0168.HK)

报告日期	目标价格（港元）	收盘价格（港元）
10-Jul-26	54.00	44.44
28-Apr-26	62.00	52.75
29-Oct-25	61.00	52.85
29-Aug-25	61.40	50.55
09-Jul-25	61.00	52.05
31-Mar-25	60.00	56.00
01-Jan-25	59.00	56.80
10-Sep-24	58.30	41.90
16-Jul-24	67.10	50.60
09-May-24	74.50	61.45
05-Apr-24	73.70	51.40
31-Jan-24	71.30	44.55
21-Nov-23	83.60	54.80
29-Oct-23	92.40	60.25
08-Oct-23	92.80	63.80

Tsingtao Brewery (A) (600600.SS)

报告日期	目标价格（人民币）	收盘价格（人民币）
10-Jul-26	58.70	53.50
28-Apr-26	67.60	63.15
31-Mar-26	67.50	61.86
29-Oct-25	69.40	65.57
29-Aug-25	70.30	69.50
09-Jul-25	70.00	68.92
31-Mar-25	68.00	76.26
01-Jan-25	69.00	80.92
29-Oct-24	66.80	68.51
10-Sep-24	68.00	56.07
16-Jul-24	77.70	67.88
09-May-24	86.20	86.81
05-Apr-24	85.40	80.80
31-Jan-24	82.60	69.66
21-Nov-23	96.60	78.18
29-Oct-23	107.20	84.40
08-Oct-23	107.70	-

报告日期	目标价格（人民币）	收盘价格（人民币）
10-Sep-24	57.60	52.96
18-Aug-24	60.60	57.43
16-Jul-24	65.30	62.66
02-May-24	69.50	70.37
31-Jan-24	67.00	55.58
21-Nov-23	85.00	75.52
08-Oct-23	96.00	-

表格中所示的目标价格未根据公司行为进行调整。

监管披露

根据美国法律法规要求的披露

请参阅上方公司特定的监管披露，以了解本报告所指公司中，若需披露以下任何信息，应遵循的规定：待处理交易中的管理人或共同管理人； 1%或其它持股；特定服务的报酬；客户关系的类型；前期管理/共同管理的首次公开募股；董事职务；注册做市商。高盛可能作为主交易商交易或在报告所述发行人的债务证券（或相关衍生品）上进行交易。

以下为其他所需披露信息：

所有权及重大利益冲突：高盛政策禁止其分析师、向分析师汇报的人员及其家庭成员持有其分析师覆盖范围内的任何公司证券。 **分析师薪酬**：分析师的部分薪酬基于高盛的盈利能力，其中包括投行业务收入。

根据美国以外司法管辖区的法律和法规要求进行的额外披露

以下披露是根据所标明的司法管辖区要求进行的，但除根据美国法律法规已在上述内容中披露的之外。 澳大利亚：高盛澳大利亚有限公司及其附属机构在澳大利亚不是授权存款机构（根据《1959年银行法》（联邦法）对“授权存款机构”的定义），也不在澳大利亚提供银行服务或开展银行业务。此项研究及任何对其的访问，仅限于《澳大利亚公司法》中定义的“批发客户”，除非高盛另行同意。在制作研究报告时，高盛澳大利亚全球投资研究部门的成员可能会参加其研究报告所涉及的公司及其他实体举办现场考察和其他会议。在某些情况下，如果高盛澳大利亚认为在特定现场考察或会议相关情况下这样做是适当和合理的，则有关发行人可能会部分或全部承担此类现场考察或会议的费用。如果本文件内容包含任何金融产品建议，则该建议仅为一般建议，且已由高盛准备，未考虑客户的投资目标、财务状况或需求。在根据该建议采取行动之前，客户应考虑建议与其自身投资目标、财务状况和需求的相关性。高盛澳大利亚和新西兰特定利益披露的副本以及高盛《澳大利亚卖方研究独立性政策声明》的副本可在以下网址获取：https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html。巴西：与CVM决议第20号相关的披露信息可在https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html获取。在适用情况下，根据CVM决议第20号第20条定义的主要负责本研究报告内容的巴西注册分析师是该报告开头列出的第一位作者，除非文本末尾另有说明。加拿大：提供此信息仅用于信息目的，并且绝不，在任何情况下都不应被解释为高盛&公司有限责任公司在加拿大向证券购买者进行的任何加拿大证券交易的广告、要约或招揽。根据适用的加拿大证券法律，高盛&公司有限责任公司在加拿大任何司法管辖区均未注册为交易商，通常不被允许交易加拿大证券，并且可能在某些加拿大司法管辖区被禁止销售某些证券和产品。如果您希望在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品，请联系高盛加拿大有限公司，该公司是高盛集团的附属公司，或联系其他注册的加拿大交易商。香港：可应要求从高盛（亚洲）有限责任公司获取本研究报告中提到的受覆盖公司证券的进一步信息。印度：可从高盛（印度）证券私人有限公司获取本研究中提到的主题公司或公司的进一步信息，该公司的研究分析师——SEBI注册号为INH000001493，地址为印度孟买-400 025，沃利，Ascent-Worli，Sudam Kalu Ahire Marg，10楼，企业身份号为U74140MH2006FTC160634，电话+91 22 6616 9000，传真+91 22 6616 9001。高盛可能受益拥有本研究报告中提到的主题公司或公司的证券（根据1956年《印度证券合同（监管）法》第2条（h）款定义的“证券”）1%或更多。SEBI的注册和NISM的认证在任何情况下均不能保证中介机构的业绩，也不向投资者提供任何回报保证。高盛（印度）证券私人有限公司合规官和投资者投诉联系方式，

https://www.goldmansachs.com/worldwide/india/research-analyst-[illegible]

Japan: 所定义的“专业投资者”，除非高盛公司另行同意。关于本项研究中提及的目标公司或公司的进一步信息，可从高盛（亚洲）有限责任公司首尔分行获取。 **新西兰：** 高盛新西兰有限公司及其附属机构在新西兰既非“注册银行”，也非“存款接受机构”（根据《1989年新西兰储备银行法》定义）。此项研究及其任何访问权限，旨在面向“机构客户”（根据《2008年金融顾问法》定义），除非高盛另行同意。高盛澳大利亚和新西兰利益披露的副本可在以下网址获取：https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html。 在俄罗斯联邦分发的研究报告，依照俄罗斯立法的定义，并非广告，而是信息与分析，其主要目的并非产品推广，且不包含俄罗斯立法中对评估活动所定义的评估。研究报告不构成俄罗斯法律法规中所定义的个性化投资建议，并非面向特定客户，且在准备过程中未分析客户的财务状况、投资组合或风险偏好。高盛不对其客户或任何其他人可能基于此研究报告所做的任何投资决策承担责任。 高盛（新加坡）私人有限公司（公司编号：198602165W），受新加坡金融管理局监管，承担此研究的法律责任，如需就与此研究相关或由此研究引发之任何事宜进行联系，请联系该公司。 本材料仅供参考，未经许可不得转载。投资者应谨慎考虑自身投资风险。投资结果由个人投资者负责。 **英国：** 根据英国金融行为管理局规则中对该术语的定义，将被归类为英国零售客户的个人，应结合本报告中所述相关公司的先前高盛研究报告一并阅读本报告，并应参考高盛国际发送给他们的风险警告。在要求的情况下，可从高盛国际获取这些风险警告的副本以及本报告中使用的某些金融术语的词汇表。

Korea:

Russia:

Singapore:

Taiwan:

欧盟和英国：与欧洲委员会授权法规（EU）第6条第2款相关的信息披露

(2016/958) 关于投资建议或其他推荐或建议投资策略的信息的客观呈现技术安排，以及关于披露特定利益或利益冲突指示的技术标准，以补充欧洲议会和理事会法规（EU）第596/2014号（包括作为该授权法规在脱欧后根据英国脱离欧盟和欧洲经济区而实施到英国国内法律和法规中），可通过 https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html 获得，该网址发布了《关于投资研究相关利益冲突管理的欧洲政策》。

日本：高盛日本株式会社是一家在关东金融局注册的金融商品交易商，注册号为Kinsho 69，同时也是日本证券交易商协会、日本金融期货协会、日本第二类金融商品公司协会以及日本投资管理协会的成员。股票的买卖业务需向客户收取事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司等机构要求的相关披露信息，请参阅公司特定的披露文件。

评分、覆盖范围及相关定义

买入（B）、中性（N）、卖出（S）分析师将股票推荐为买入或卖出，供纳入不同区域的投资名单。 股票在投资名单上被评定为买入或卖出，取决于其相对于覆盖范围内的总回报潜力。任何未在具有活跃评级（即未被评级暂停、未评级、早期生物技术、覆盖暂停或未覆盖）的投资名单上被评定为买入或卖出的股票，均被视为中性。每个区域管理区域坚定名单，该名单从各自区域投资名单中的买入评级股票中选出，代表针对其各自覆盖区域内总回报潜力规模和/或回报实现可能性的投资建议。从这些坚定名单中添加或移除股票由各自区域的投资审查委员会或其他指定委员会管理，并不代表分析师对这些股票的投资评级发生变化。

总回报潜力是指当前股价与目标价之间的正负差异，包括在目标价相关的时间范围内预期支付或预期的所有股息。 所有覆盖的股票都需要目标价。总回报潜力、目标价及相关时间范围在每个添加或重申投资清单成员资格的报告中予以说明。

覆盖范围：可通过初级分析师、股票和覆盖范围，在 https://www. gs.com/research/hedge.html 查询到每个覆盖范围内的所有股票列表。

未评级 (NR)。 在以下情况下，根据高盛集团政策，投资评级、目标价和盈利预测（如适用）将不予发布：高盛集团作为顾问参与并购或涉及该公司的战略性交易时；由于高盛集团参与交易而存在法律、监管或政策限制时；以及其他特定情形。早期生物技术 (ES)。根据高盛集团政策，当该公司既没有已通过II期临床试验的药物、疗法或医疗设备，也没有获得分销II期后药物的许可时，将不予分配投资评级和目标价。评级暂停 (RS)。高盛研究已暂停该股票的投资评级和目标价，因为确定投资评级或目标价缺乏充分的基本面依据。该股票的先前投资评级和目标价（如有）不再有效，不应被依赖。覆盖暂停 (CS)。高盛已暂停对该公司的覆盖。未覆盖 (NC)。高盛不覆盖该公司。

全球产品；分销实体

高盛全球投资研究部为全球高盛客户提供研究产品服务。 世界各地高盛办公室的分析员就行业与公司、宏观经济、货币、大宗商品及投资组合策略等领域进行研究，相关研究成果由高盛澳大利亚有限公司（ABN 21 006 797 897）在澳大利亚发布；由高盛巴西证券交易公司（S.A.）在巴西发布；高盛巴西公共沟通渠道：0800 727 5764及/或

contatogoldmanbrasil@gs.com. Available Weekdays (except holidays), from 9am to 6pm. Canal de Comunicação com o Público Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou contatogoldmanbrasil@gs.com. Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h; in Canada by Goldman Sachs & Co. LLC; in Hong Kong by Goldman Sachs (Asia) L.L.C.; in India by Goldman Sachs (India) Securities Private Ltd.; in Japan by Goldman Sachs Japan Co., Ltd.; in the Republic of Korea by Goldman Sachs (Asia) L.L.C., Seoul Branch; in New Zealand by Goldman Sachs New Zealand Limited; in Russia by OOO Goldman Sachs; in Singapore by Goldman Sachs (Singapore) Pte. (Company Number: 198602165W); and in the United States of America by Goldman Sachs & Co. LLC. Goldman Sachs International has approved this research in connection with its distribution in the United Kingdom.

高盛国际（“GSI”）获得审慎监管局（“PRA”）授权，并受金融行为监管局（“FCA”）和审慎监管局监管，已批准此项研究，以便其在英国进行分销。

欧洲经济区：高盛欧洲银行股份有限公司（“GSBE”）是一家在德国注册成立的信用机构，根据单一监管机制，其受到欧洲中央银行的直接审慎监管，在其他方面则接受德国联邦金融监管局（联邦金融监管局，BaFin）和德意志联邦银行的监管，并在欧洲经济区内传播研究报告。

一般性披露

本项研究仅供我们的客户参阅。 除涉及高盛的内容外，本项研究基于我们视为可靠的部分公开信息，但我们不保证其准确性或完整性，也不应被视为如此使用。本报告包含的信息、意见、估算和预测截至本报告日期，且未经事先通知可能发生变化。我们力求在适当的时候更新我们的研究，但各种法规可能阻止我们这样做。除了定期发布的某些行业报告外，大部分报告将在分析师判断适当的时机不定期发布。

高盛集团提供全球性的全方位综合投资银行、投资管理和经纪业务。 高盛与全球投资研究覆盖的大部分公司有投资银行及其他业务关系。作为美国经纪商，高盛公司（Goldman Sachs & Co. LLC）是SIPC（https://www.sipc.org）的成员。

我们的销售人员、交易员和其他专业人员可向我们的客户和主交易台提供口头或书面的市场评论或交易策略，这些评论或策略反映的观点可能与本研究中表达的观点相左。 我们的资产管理部门、主交易台和投资业务部门可能会做出与本研究中提出的建议或观点不一致的投资决策。

本报告中提及的分析师可能不时与我们的客户进行交流，包括高盛的售货员和交易员，或可能在本报告中讨论交易策略，这些策略涉及可能对报告中所述的股权证券的市场价格产生短期影响的催化剂或事件，这种影响可能与该分析师对相关股票发布的定价目标预期方向相反。任何此类交易策略均与该分析师对相关股票的基本股权评级无关，该评级反映了该股票相对于本报告中所述的覆盖范围内的回报潜力。

我们及我们的附属公司、董事及雇员，将不时就某项交易持有多头或空头头寸、作为交易方进行交易、做市或作为

除非法律法规或高盛政策另有禁止，流动性提供方可买入或卖出本研究中提及的任何证券、衍生品或其他金融工具（包括本报告中提及的公司发行的任何金融工具）。

高盛安排的会议上，第三方演讲者（包括高盛其他部门的人员）的观点不一定代表全球投资研究的观点，也不代表高盛的官方观点。

此处提及的任何第三方，包括任何销售人员、交易商和其他专业人士或其家庭成员，可能在所提及的产品中持有与报告中列出的分析师所表达的观点不一致的头寸。

本项研究并非在任何司法管辖区出售或招揽购买任何证券的要约，在相关要约或招揽构成非法的任何司法管辖区均不构成要约。 本项研究不构成个人建议，亦未考虑个别客户的特定投资目标、财务状况或需求。客户应自行判断本项研究中任何建议或建议是否适合其具体情况，并在必要时寻求专业建议，包括税务建议。本项研究中提及的投资的价格和价值以及其产生的收入可能会波动。过往业绩并非未来业绩的指引，未来回报并不保证，且可能发生原始本金损失。汇率波动可能对某些投资的价值或价格，或其产生的收入产生不利影响。

某些交易，包括期货、期权及其他衍生品交易，会产生重大风险，并非所有投资者都适合。 投资者应查阅由高盛销售代表提供或可在https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp和https://www.goldmansachs.com/disclosures/cftc_fcm_disclosures获取的现行期权与期货信息披露文件。在需要多次买卖期权（如跨式策略）的期权策略中，交易成本可能相当可观。如需，将提供相关证明文件。

全球投资研究提供的不同服务级别：高盛全球投资研究为您提供的服务级别和类型可能与GS内部及其他外部客户获得的服务有所不同，具体取决于多种因素，包括您对沟通频率和方式的个人偏好、您的风险状况和投资重点与视角（例如，市场整体、特定行业、长期、短期）、您与GS的整体客户关系的规模和范围，以及法律和监管限制。例如，某些客户可能要求在特定证券的研究发布时接收通知，而某些客户可能要求通过数据源或其他方式，将分析师基本面分析所依据的特定数据电子化地发送给他们。在将此类信息通过电子发布广泛传播至我们内部客户网站或通过其他必要方式发送给所有有资格接收此类报告的客户之前，任何分析师基本面研究观点的改变（例如，评级、目标价或股票证券盈利预测的重大变化）都不会告知任何客户。

所有研究报告均通过电子出版方式同时在我们内部的客户网站上发布，并供所有客户获取。 并非所有研究内容都会重新分发给我们客户或提供给第三方聚合商，且高盛对第三方聚合商分发我们的研究内容亦不承担责任。如需获取与一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）相关的研究、模型或其他数据（这些内容可能提供给您），请联系您的GS代表或访问 https://research.gs.com。

披露信息也可在 https://www.gs.com/research/hedge.html 或通过研究合规部门，200 西街，纽约，纽约州10282获得。

© 2026 Goldman Sachs.

您仅被允许为自身使用，而通过本服务获取的信息进行存储、展示、分析、修改、重新格式化及打印。 未经高盛明确书面同意，您不得转售或反向工程该信息，以计算或开发任何用于披露和/或营销的指数，或创建任何其他衍生作品或商业产品、数据或服务。未经高盛明确书面同意，您不得以任何格式，在全部或部分地公布、传输或以其他方式复制该信息给任何第三方。前述限制包括但不限于，使用、提取、下载或检索该信息（全部或部分），用于训练或微调机器学习或人工智能系统，或将其（全部或部分）作为提示或输入提供给任何此类系统。