

百威亚太 (01876.HK)

Q1 重返正轨，整装再出发

百威亚太 Q1 收入超预期，盈利大幅好转。公司 2021Q1 营收为 16.26 亿美元，内生增长 63.7%；正常化 EBITDA 为 5.28 亿美元，内生增长 192.9%；正常化归母净利润 2.36 亿美元，同比扭亏为盈；主要来自中国业务的拉动。

Q1 毛利率为 52.8%，同比提升 8.6 个 pct，主要来自营运效率的推动。销售、一般及行政费用率为 33.5%，同比下降 10.9 个 pct，2020Q1 销售渠道关闭导致收入快速下滑、因此费用率较高。Q1 正常化归母净利率为 14.6%。

中国业务显著恢复，高端化顺利推进。2021Q1 百威亚太总销量 207.9 万千升、同比增长 62.8%，ASP 同比增长 4.5%，主要由于中国市场业务稳健、渠道组合不断改善以及高端化的持续推进。

2021Q1 中国单季销量同比增长 84.6%，主要由于整个季度春节营销活动拉动、以及去年同期基数较低。预计公司 2021Q1 总市场份额有所扩大，同时渠道库存维持健康水平。高端化结构优化下，2021Q1 中国业务 ASP 同比增长 4.3%。2021Q1 中国收入同比增长 92.5%、且高于 2019Q1 水平，中国业务收入已经恢复至疫情前，具体来看，2021Q1 百威收入同比增加一倍、较 2019Q1 实现双位数增长，超高端产品组合较 2019Q1 也有强劲双位数增长，可见中国高端化策略顺利推进。

海外业务不确定性尚存，但影响有限。2021Q1 亚太地区东部销量同比下跌 1.8%，ASP 同增 0.6%，收入同比下跌 1.2%，主要由于韩国地区业务受到疫情相关禁令的影响，但韩国的零售和餐饮渠道市场份额仍有提升。亚太地区西部的印度市场虽然面临疫情影响，但 2021Q1 高端超高端及非酒精组合同比实现强劲双位数增长，拉动销量、收入同比双位数增长；4 月以来印度疫情加剧，未来不确定性尚存，但印度业务占比较少、因此整体影响有限。

享受高端结构升级红利，数字化改革提升效率。产品端，百威为中国高端啤酒龙头，在高端及超高端的产品布局最为完善、市场认可度高，并且通过与威士忌、红牛合作等多元化探索新的高端化产品增长点。渠道端，公司销售网络庞大，夜场渠道龙头地位依旧稳固，并且不断加码零售、电商改善渠道组合。数字化方面，百威亚太积极推进数字化改革，比如供应链物流科技改革等，2021Q1 百威亚太推出 B2B 数字平台 BEES，提供数据分析、提升客户营运效率，推出后数周内开设超过 4000 个销售点。

虽然目前啤酒市场高端化竞争加剧，未来百威亚太在市场份额扩张上或许会有所放缓，但作为高端市场龙头，百威依然可享受整体行业结构升级的红利。

投资建议：预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 9.3/11.7/13.2 亿美元，考虑到百威亚太中国业务顺利恢复与稳健发展，给予目标价 30 港元（对应 2022 年 21 倍 EV/EBITDA），首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：高端市场竞争加剧，新冠疫情反复，外汇汇率波动。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万美元)	6,546	5,588	6,590	7,197	7,693
增长率 yoy (%)	-2.9	-14.6	17.9	9.2	6.9
归母净利润(百万美元)	898	514	933	1,172	1,321
增长率 yoy (%)	-6.3	-42.8	81.5	25.6	12.7
EPS 最新摊薄(美元/股)	0.07	0.04	0.07	0.09	0.10
净资产收益率(%)	9.2	5.0	8.0	9.2	9.5
P/E(倍)	49.6	86.6	47.7	38.0	33.7
EV/EBITDA(倍)	21.5	28.1	21.5	18.6	16.3

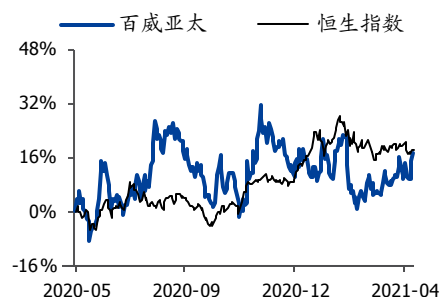
资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 5 月 7 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	海外-消费品
5 月 7 日收盘价(港元)	26.10
总市值(百万港元)	345,652.66
总股本(百万股)	13,243.40
其中自由流通股(%)	100.00
30 日均成交量(百万股)	5.73

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

研究助理 朱若菲

邮箱：zhuruofei@gszq.com

相关研究

- 1、《百威亚太 (1876.HK)：亚太啤酒高端市场领航者》
2020-01-05



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万美元)						利润表 (百万美元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,108	2,332	3,457	4,242	5,795	营业收入	6,546	5,588	6,590	7,197	7,693
现金	952	1,281	2,219	2,992	4,311	营业成本	3,058	2,681	3,078	3,289	3,454
应收票据及应收账款	449	367	365	481	544	经销开支	519	458	534	576	615
其他应收款	0	0	0	0	0	销售及营销开支	1,358	1,278	1,397	1,439	1,485
预付账款	87	57	113	73	126	行政开支	382	399	389	399	423
存货	438	434	567	503	621	其他经营收益	237	165	170	170	190
其他流动资产	182	193	193	193	193	资产减值损失	0	0	0	0	0
非流动资产	13,200	13,857	13,930	13,945	13,459	非经常性项目	-98	-28	-10	-2	-2
长期投资	418	433	641	856	1,071	营业利润	1,368	909	1,353	1,661	1,904
固定资产	3,638	3,716	4,019	4,088	3,864	财务成本	24	24	23	17	8
无形资产	1,708	1,775	1,686	1,598	1,509	分占联营公司业绩	23	23	23	23	23
其他非流动资产	7,436	7,933	7,584	7,404	7,016	利润总额	1,367	908	1,352	1,667	1,919
资产总计	15,308	16,189	17,387	18,187	19,254	所得税	459	371	419	486	562
流动负债	4,493	4,637	4,844	4,496	4,215	净利润	908	537	933	1,189	1,344
短期借款	235	164	200	250	300	少数股东损益	10	23	0	16	23
应付票据及应付账款	1,930	1,970	2,133	1,736	1,404	归属母公司净利润	898	514	933	1,172	1,321
其他流动负债	2,328	2,503	2,510	2,510	2,510	EBITDA	2,020	1,546	2,024	2,342	2,664
非流动负债	931	809	867	826	831	EPS (美元/股)	0.07	0.04	0.07	0.09	0.10
长期借款	28	37	29	21	10						
其他非流动负债	903	772	838	805	821						
负债合计	5,424	5,446	5,710	5,322	5,046						
少数股东权益	48	58	58	74	97						
股本	0	0	0	0	0						
资本公积	6,822	7,481	7,481	7,481	7,481						
留存收益	3,014	3,204	3,505	3,889	4,323						
归属母公司股东权益	9,836	10,685	11,618	12,791	14,112						
负债和股东权益	15,308	16,189	17,387	18,187	19,254						

现金流量表 (百万美元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,379	1,301	1,429	1,405	1,495
净利润	908	537	933	1,189	1,344
折旧摊销	655	647	688	809	909
财务费用	24	24	23	17	8
投资损失	-260	-188	-193	-200	-200
营运资金变动	0	0	-24	-409	-565
其他经营现金流	52	281	2	-1	0
投资活动现金流	-693	-572	-568	-624	-223
资本支出	-611	-508	-200	-167	-717
长期投资	0	0	-208	-15	-215
其他投资现金流	-82	-64	-159	-442	709
筹资活动现金流	-1,399	-432	76	-7	47
短期借款	123	-71	36	50	50
长期借款	0	9	-8	-8	-11
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	659	0	0	0
其他筹资现金流	-1,522	-1,029	48	-49	8
现金净增加额	-713	297	938	773	1,319

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	-2.9	-14.6	17.9	9.2	6.9
营业利润 (%)	8.9	-33.6	48.8	22.8	14.6
归属母公司净利润 (%)	-6.3	-42.8	81.5	25.6	12.7
获利能力					
毛利率 (%)	53.3	52.0	53.3	54.3	55.1
净利率 (%)	13.7	9.2	14.2	16.3	17.2
ROE (%)	9.2	5.0	8.0	9.2	9.5
ROIC (%)	8.6	4.8	7.6	8.1	8.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.4	33.6	32.8	29.3	26.2
净负债比率 (%)	-7.0	-10.1	-17.0	-21.1	-28.1
流动比率	0.5	0.5	0.7	0.9	1.4
速动比率	0.4	0.4	0.6	0.8	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.35	0.39	0.40	0.41
应收账款周转率	15.9	13.7	18.0	17.0	15.0
应付账款周转率	1.6	1.4	1.5	1.7	2.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.07	0.04	0.07	0.09	0.10
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.09	0.10	0.11	0.11	0.11
每股净资产 (最新摊薄)	0.74	0.81	0.88	0.97	1.07
估值比率					
P/E	49.6	86.6	47.7	38.0	33.7
P/B	4.5	4.2	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	21.5	28.1	21.5	18.6	16.3

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 5 月 7 日收盘价

内容目录

1. 2021Q1 重返正轨，整装再出发	5
2. 行业分析：逐鹿高端，降本提效	8
2.1 群雄并起，逐鹿高端	8
2.2 产能优化，降本提效	9
2.3 多元化布局，寻找新引擎	10
3. 百威亚太：高端市场强势领跑，数字化提升效率	11
3.1 产品：高端及超高端精细布局，尽享结构升级红利	11
3.2 渠道：持续加强投资，改善渠道组合	13
3.3 效率：推进数字化转型，科技赋能提升效率	14
4. 盈利预测、估值与投资建议	15
风险提示	16

图表目录

图表 1: 百威亚太收入及增速	5
图表 2: 百威亚太收入分地区构成	5
图表 3: 百威亚太销量及增速	5
图表 4: 百威亚太销量分地区构成	5
图表 5: 百威亚太吨酒价及增速	6
图表 6: 百威亚太分地区吨酒价（美元/吨）	6
图表 7: 百威亚太年度毛利率	6
图表 8: 百威亚太吨成本及增速	6
图表 9: 百威亚太销售费用率	6
图表 10: 百威亚太管理费用率	6
图表 11: 百威亚太销售、一般及行政费用率	7
图表 12: 百威亚太 EBITDA	7
图表 13: 百威亚太正常化归母净利润	7
图表 14: 中国啤酒产量及增速	8
图表 15: 中国啤酒单月产量及增速	8
图表 16: 中国各档次拉格啤酒销售额构成	8
图表 17: 2020 年啤酒企业产能利用率对比	9
图表 18: 主要企业啤酒业务吨成本（元人民币）	9
图表 19: 主要企业啤酒业务吨酒价增速-吨成本增速	9
图表 20: 部分啤酒公司多元化举措	10
图表 21: 公司不同价格定位主要品牌	11
图表 22: 2020 年我国主要企业啤酒销售收入（亿元人民币）	11
图表 23: 2020 年我国主要企业啤酒销量（百万千升）	11
图表 24: 2019 年中国高档啤酒市场份额（按销售额）	12
图表 25: 百威亚太零售额构成	12
图表 26: 各啤酒公司吨酒价格（元人民币）	12
图表 27: 各啤酒公司毛利率	12
图表 28: 公司各地区经销方式	13
图表 29: 百威亚太渠道构成	13
图表 30: 百威数字化转型五大领域	14

图表 31: 百威亚太科技物流改革.....	14
图表 32: 盈利预测假设.....	15
图表 33: 可比公司估值对比.....	15

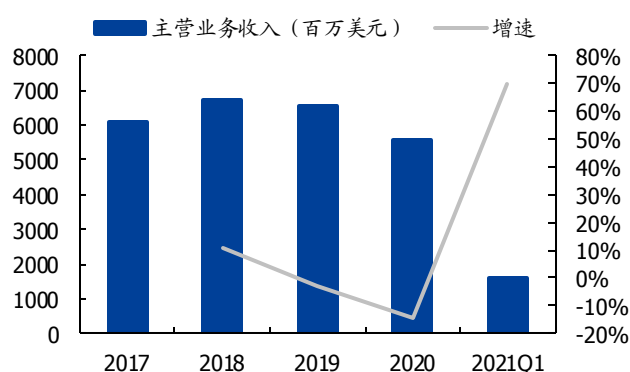
1. 2021Q1 重返正轨，整装再出发

百威亚太 Q1 收入超预期。百威亚太 2021Q1 营收为 16.26 亿美元，内生增长 64.6%；2021Q1 总销量 207.9 万千升、同比增长 62.8%，ASP 同比增长 4.5%。本次 Q1 的强劲表现主要由于中国市场业务稳健、渠道组合不断改善以及高端化的持续推进。

中国业务显著恢复，高端化顺利推进。2021Q1 中国单季销量同增 84.6%，主要由于整个季度春节营销活动拉动、以及去年同期基数较低。预计公司 2020Q1 中国总市场份额有所扩大，同时渠道库存维持健康水平。高端化结构优化下，2021Q1 中国业务 ASP 同比增长 4.3%。2021Q1 中国收入同比增长 92.5%、且高于 2019Q1 水平，中国业务收入已经恢复至疫情前，具体产品方面，2021Q1 百威收入同比增加一倍、较 2019Q1 实现双位数增长，超高端产品组合较 2019Q1 也有强劲双位数增长，高端化策略成功推进。

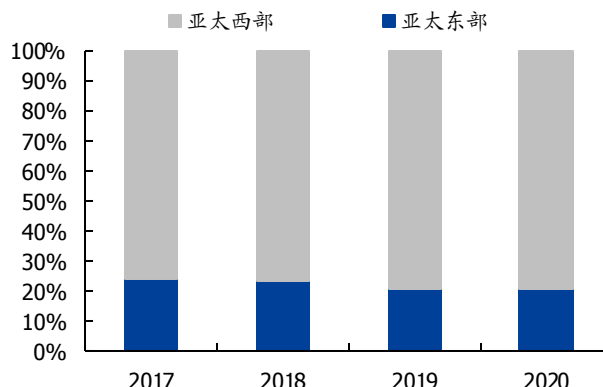
海外业务不确定性尚存，但影响有限。2021Q1 亚太地区东部销量同比下跌 1.8%，ASP 同增 0.6%，收入同比下跌 1.2%，主要由于韩国地区业务受到疫情相关禁令的影响，但韩国的零售和餐饮渠道市场份额仍有提升。亚太地区西部的印度市场虽然面临疫情影响，但 2021Q1 高端超高端及非酒精组合同比实现强劲双位数增长，拉动销量、收入同比双位数增长；4 月以来印度疫情加剧，未来不确定性尚存，但印度业务占比较少，因此整体影响有限。

图表 1: 百威亚太收入及增速



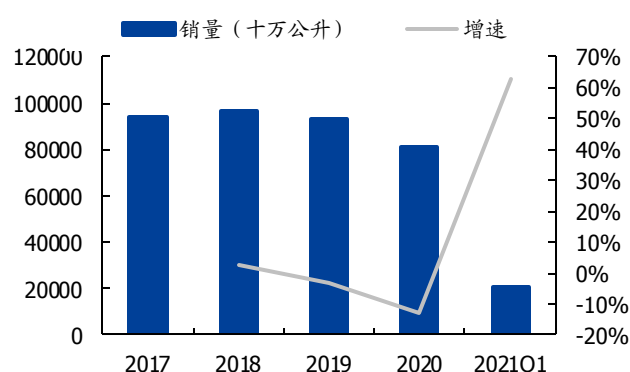
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 百威亚太收入分地区构成



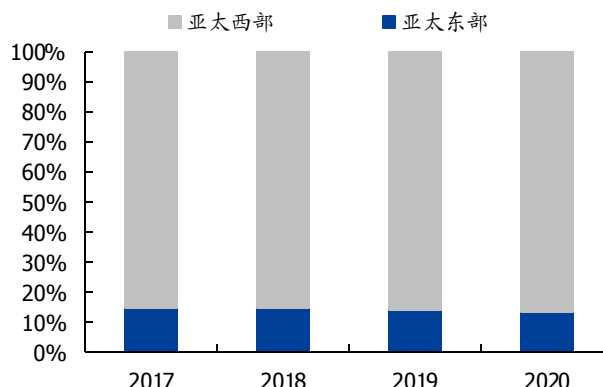
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 百威亚太销量及增速



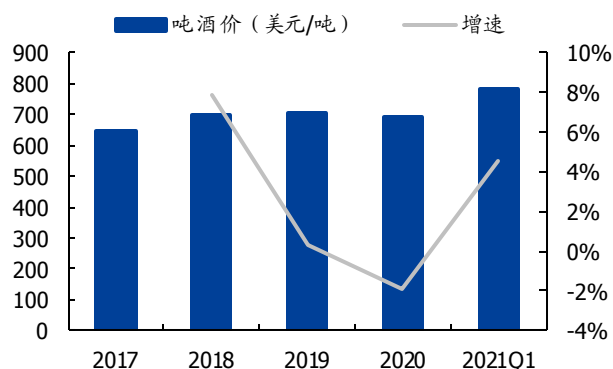
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 百威亚太销量分地区构成



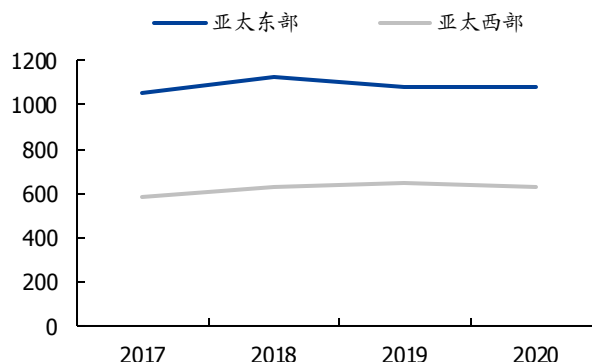
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 百威亚太吨酒价及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

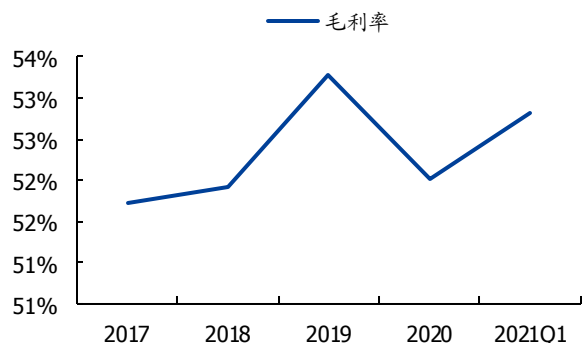
图表 6: 百威亚太分地区吨酒价 (美元/吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

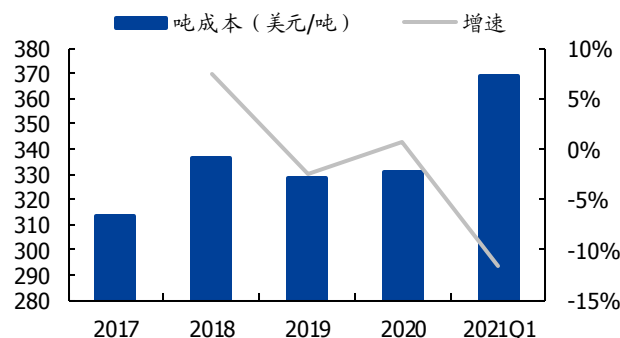
Q1 毛利率为 52.8%，同比提升 8.6 个 pct，主要来自营运效率的推动。销售、一般及行政费用率为 33.5%，同比下降 10.9 个 pct，2020Q1 销售渠道关闭导致收入快速下滑，因此费用率较高。

图表 7: 百威亚太年度毛利率



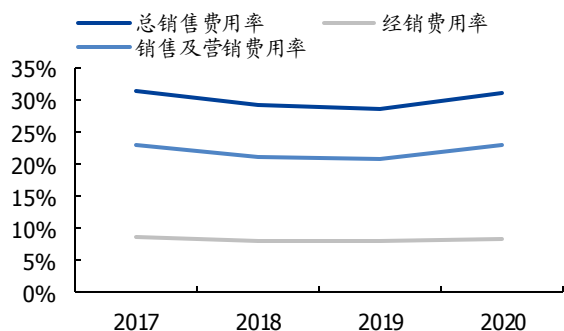
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 百威亚太吨成本及增速



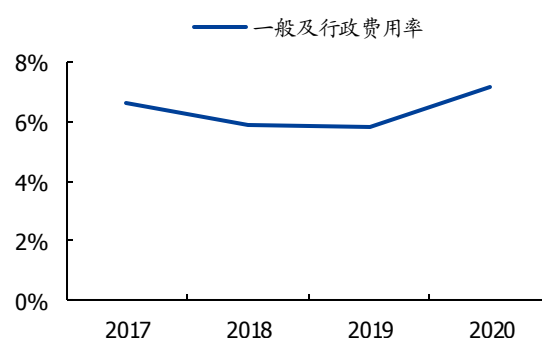
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 百威亚太销售费用率



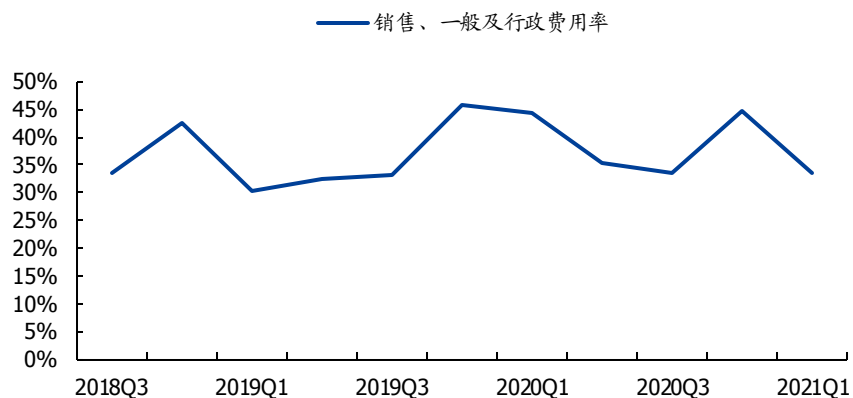
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 百威亚太管理费用率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

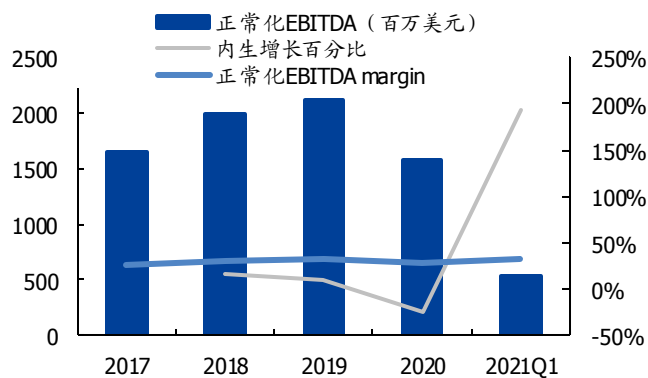
图表 11: 百威亚太销售、一般及行政费用率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

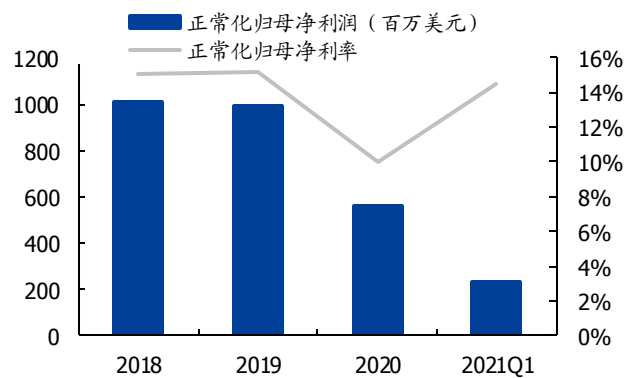
2020Q1 正常化 EBITDA 为 5.28 亿美元, 内生增长 192.9%; 正常化归母净利润 2.36 亿美元, 同比扭亏为盈, 正常化归母净利率为 14.6%。

图表 12: 百威亚太 EBITDA



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 百威亚太正常化归母净利润



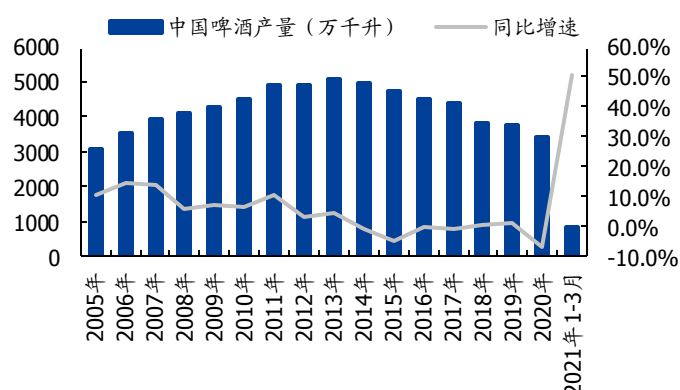
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 行业分析：逐鹿高端，降本提效

2.1 群雄并起，逐鹿高端

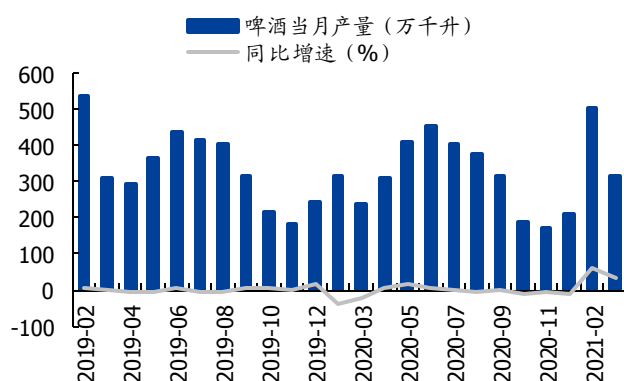
国内啤酒行业步入存量阶段，结构升级将是最大看点。中国啤酒市场体量巨大，于 2013 年达到 5 顶点后回落，近年来呈现缓慢下滑趋势。2020 年由于疫情影响，产量进一步下滑，但逐步复苏，2021 年 1-3 月产量 822 万千升，同比增长 50.7%，仍略低于 2019 年同期水平。我们认为未来啤酒行业的产量将基本维持在现有水平，行业未来将会由规模增长转变为结构升级。

图表 14：中国啤酒产量及增速



资料来源：Wind，2018 年统计局对数据进行缩表调整，国盛证券研究所

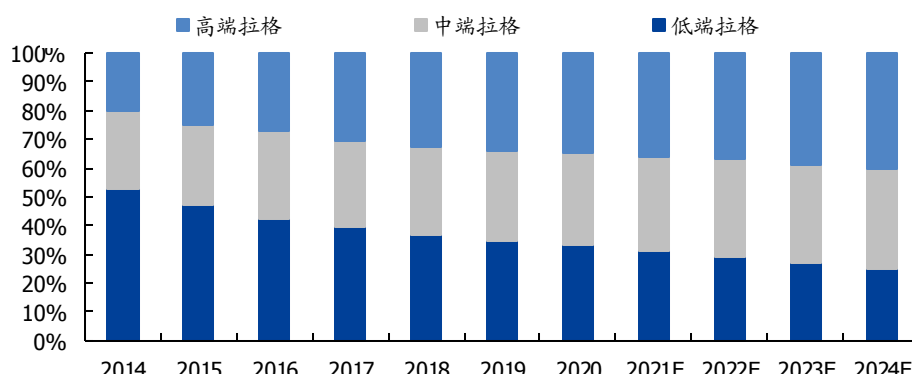
图表 15：中国啤酒单月产量及增速



资料来源：Wind，2 月为 1-2 月累计值，国盛证券研究所

中高端占比不断提升，产品结构升级趋势明显。随着人们消费能力的提升，人们的消费观念也在升级，更加注重产品的品质与体验，对于中高端类型的啤酒消费量提升。从构成来看，中端、高端拉格啤酒的占比不断提升，预计中高档升级趋势将延续。

图表 16：中国各档次拉格啤酒销售额构成



资料来源：Bloomberg Intelligence，国盛证券研究所

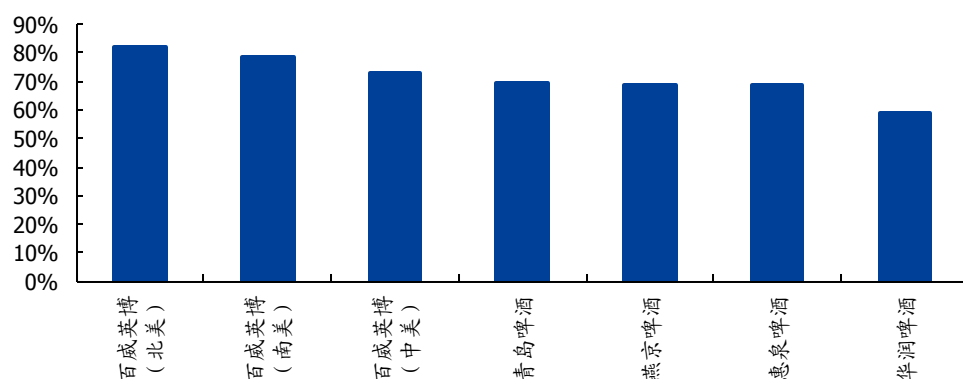
高端化竞争加剧。目前国内啤酒市场中，越来越多的啤酒巨头聚焦高端化，除了高端龙头百威之外，华润啤酒通过与喜力的战略合作、打造国内品牌和国外品牌的 4+4 产品矩

阵，嘉士伯在华资产注入重庆啤酒，青啤、珠啤等不断完善高档产品线等，啤酒高端化竞争愈演愈烈。今年随着诸多运动赛事如欧洲杯、奥运会、包括明年年初的冬奥会等陆续上线，啤酒或将迎来营销“大年”，有望继续加速高端化进程。

2.2 产能优化，降本提效

我国啤酒企业产能利用率尚有提升空间。以百威系为例，以高端成熟市场为代表的百威英博北美地区的产能利用率超过 80%，南美、中美市场都在 70-80%之间，而国内青啤、燕京、惠泉、华润低于 70%，产能利用率提升空间较大。关停冗余酒厂和生产线，调整和升级部分生产线，实现产能优化迫在眉睫，比如华润啤酒展开了大规模的产能优化，由 2016 年的 96 家减至 2020 年的 70 家，青啤推进产能优化计划等。

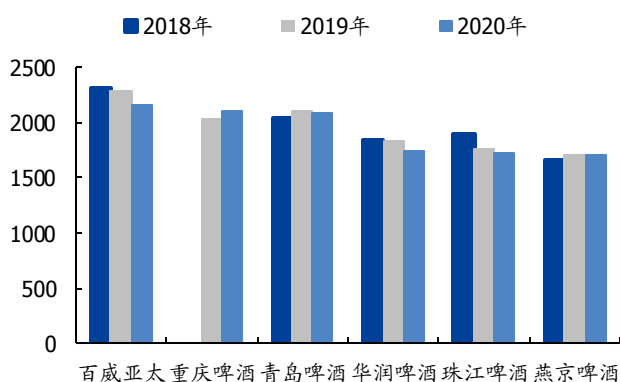
图表 17: 2020 年啤酒企业产能利用率对比



资料来源：各公司年报，产能利用率=实际产能/设计产能，华润啤酒为销量/产能，国盛证券研究所

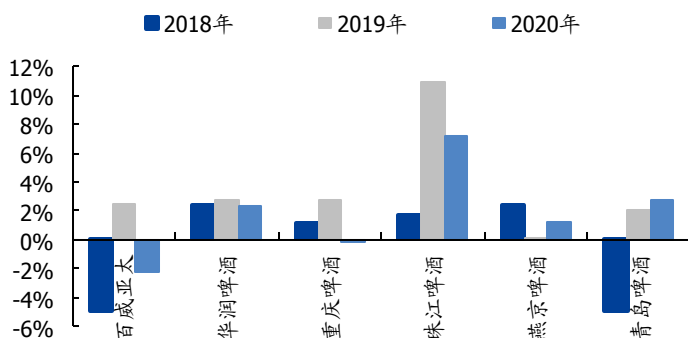
高端化升级与内部成本优化同步推进。2020 年百威亚太、青岛啤酒啤、华润啤酒、珠江啤酒的吨成本较上年有所下降。通过比较头部啤酒公司吨酒价增速与吨成本增速的差值，一定程度上可以反映产品结构升级和内部成本优化的节奏与进展，大多企业吨酒价增速-吨成本增速所得的剪刀差为正，表明其在不断进行产品结构升级的同时，产能优化与组织重塑等降本提效策略卓有成效。

图表 18: 主要企业啤酒业务吨成本 (元人民币)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 19: 主要企业啤酒业务吨酒价增速-吨成本增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.3 多元化布局，寻找新引擎

由于目前啤酒市场存量市场，近期啤酒企业也开始尝试通过产品组合多样化，摆脱对传统拉格啤酒的依赖。比如青啤向苏打水延伸，重啤、喜力向无醇啤酒发展。华润啤酒推出的首款碳酸饮料“小啤汽”，同时也有向白酒延伸的规划。百威亚太 4 月成为火龙岗肉桂威士忌、功能性饮料红牛在中国大陆地区的独家经销商。通过多元化布局，丰富产品品类，实现多种渠道的扩张与协同，同时也可以改善盈利。

图表 20: 部分啤酒公司多元化举措

	时间	布局领域	举措
青岛啤酒	2019 年 7 月	苏打水	7 月 27 日，青岛啤酒宣布旗下王子海藻苏打水正式上市，正式跨界进军苏打水市场，其后又推出原味、蛇麻花两种口味。
	2020 年 3 月	苏打水	3 月 24 日，青岛啤酒宣布将推出新品果味苏打气泡水「轻零」，新产品主打 0 糖、0 脂、0 卡路里，共有三款口味：柠檬、水蜜桃和百香果。
	2020 年 8 月	饮用水	8 月 28 日，青岛啤酒集团、雀巢集团达成健康饮用水项目战略合作，雀巢将把其在中国大陆的水业务转让给青岛啤酒集团。
重庆啤酒	2020 年 8 月	无醇啤酒	2020 年 8 月，嘉士伯在中国推出了首款无醇啤酒——重庆无醇啤酒。
喜力	2020 年 1 月	无醇啤酒	喜力集团旗下的 Lagunitas 啤酒公司宣布，其无醇 IPA 新品 IPNA 已经上架销售。
	2021 年 1 月	无醇啤酒	近日，喜力宣布已在全球推出亡命之徒无醇啤酒 (Desperados Virgin 0.0%)，希望在不酒精和低酒精饮料类别中为消费者提供更多选择。
	2021 年 2 月	无醇啤酒	喜力新上任的 CEO Dolf van den Brink 表示，已经把四分之一的喜力市场预算用在不含酒精的“0.0”品牌上，又相信在五到六年内，该品牌将占全球啤酒市场 5% 的份额。截止 2020 年喜力 0.0 已在 84 个市场推出。
华润啤酒	2021 年 3 月	碳酸饮料	“小啤汽”自 2021 年 3 月 12 日起正式上市，这是华润雪花推出的首款碳酸饮料产品，也是其首款果汁饮料产品。
	2021 年 3 月	白酒	3 月 10 日潍坊市委书记会见华润雪花高层，交流景芝酒业与华润啤酒合作事宜。22 日业绩会，侯孝海表示将探索并聚焦、优选有限多元化的产业和品类并适当进入，包括白酒、预调酒、果味饮料等。
百威亚太	2021 年 4 月	烈酒	4 月 19 日，百威亚太与火龙岗肉桂威士忌达成战略合作。作为与火龙岗肉桂威士忌协议的一部分，集团还将引进 Goldschlager、Southern Comfort、Seignette 以及 Buffalo Trace 等其它脍炙人口的烈酒品牌。
	2021 年 4 月	功能饮料	4 月 19 日，百威中国与奥地利红牛正式签署中国大陆地区的独家经销权。

资料来源：搜狐、啤酒日报、腾讯等公开资料搜集，国盛证券研究所

3. 百威亚太：高端市场强势领跑，数字化提升效率

3.1 产品：高端及超高端精细布局，尽享结构升级红利

高端及超高端精细布局，核心品类差异化。从价格定位角度，公司产品分为超高端及高端品牌、核心及核心+品牌、实惠品牌三个层次。随着亚太地区消费者偏好呈现转向高端品牌趋势，公司在亚太地区创建高端公司模式，销售高端及超高端品牌，例如百威、时代、科罗娜、蓝妹及福佳等，同时在亚太地区推出自有精酿啤酒品牌组合，例如拳击猫（中国）、Hand & Malt（韩国），高端及超高端品牌布局的行业领先优势凸显。对于核心及核心+品牌，公司实施差异化策略，针对不同成熟度的啤酒市场推广不同的核心品牌。此外，产品矩阵扩张至威士忌和红牛，也带来新的高端增长机会。

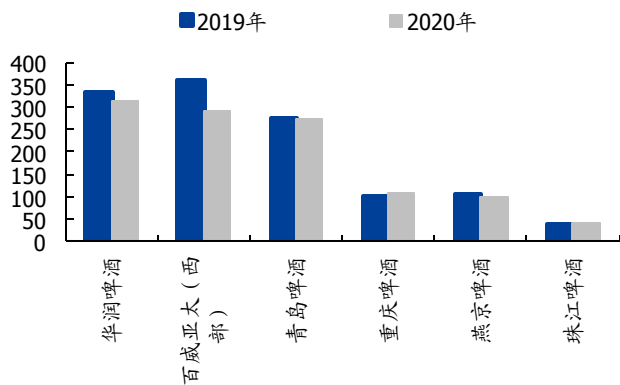
图表 21：公司不同价格定位主要品牌



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

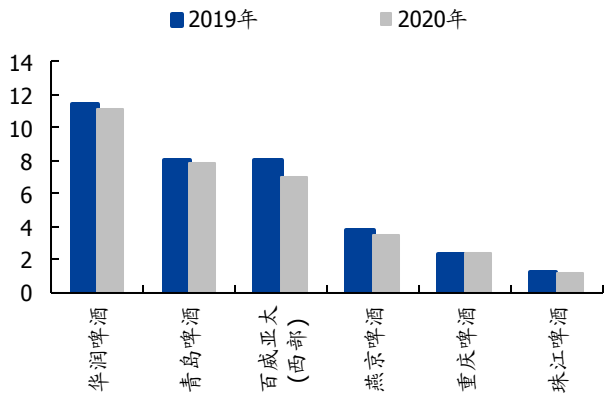
主宰中国高端市场。以 2019 年为例，百威亚太西部销售量次于华润雪花及青岛啤酒，但销售额占据市场榜首，主要得益于公司在高端产品市场的领先布局。根据 Bloomberg Intelligence，2019 年百威在中国高端啤酒市场市占率第一。

图表 22：2020 年我国主要企业啤酒销售收入（亿元人民币）



资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

图表 23：2020 年我国主要企业啤酒销量（百万千升）



资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

图表 24: 2019 年中国高档啤酒市场份额 (按销售额)

■ 百威亚太 ■ 嘉士伯 ■ 青岛啤酒 ■ 华润啤酒 ■ 其他



图表 25: 百威亚太零售额构成

■ 高档 ■ 中档 ■ 低档



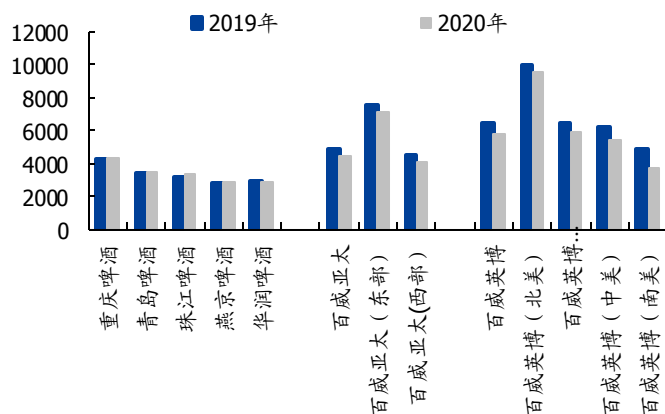
资料来源: Bloomberg Intelligence, 国盛证券研究所

资料来源: Bloomberg Intelligence, 国盛证券研究所

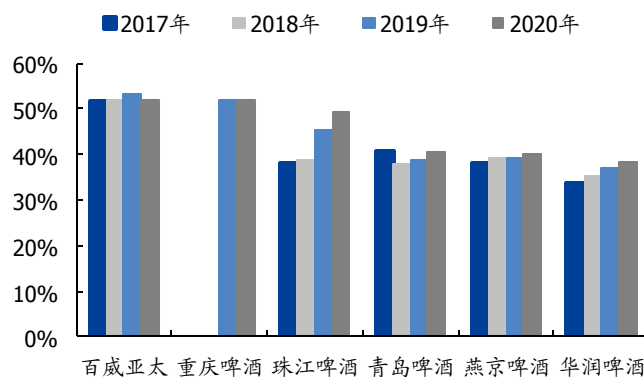
高端产品利润丰厚，吨酒价格和毛利率优势明显。百威亚太西部（百威亚太西部主要包含中国、印度和越南等东南亚国家业务，且中国业务占比最高，可以较好反映中国区业务的吨酒价）、重庆啤酒（嘉士伯资产注入）吨价超过 4000 元，青岛啤酒、珠江啤酒吨酒价超过 3000 元，而华润啤酒、燕京啤酒吨酒价相对较低。与百威英博集团各地业务比较，百威亚太西部吨价处于下游，百威英博北美业务吨价超 9500 元，中国啤酒市场价格提升空间巨大，而百威啤酒在国内的价格优势显著。相比于国内其他竞争者，公司毛利率优势显著，2020 年百威亚太毛利率为 52%。

虽然目前啤酒市场高端化竞争加剧，未来百威亚太在市场份额扩张上或许会有所放缓，但作为龙头，依然可以大幅享受到结构升级红利。

图表 26: 各啤酒公司吨酒价格 (元人民币)



图表 27: 各啤酒公司毛利率



资料来源: 各公司公告, 2019、2020 年美元汇率 6.96、6.54, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所 (由于百威亚太未单独披露西部成本, 故计算其总体毛利率, 相较实际其中国市场毛利率偏高)

3.2 渠道：持续加强投资，改善渠道组合

打造庞大经销网络，亚太各地区因地制宜。百威亚太将当地经销商作为对场外零售商及现场消费点销售的主要渠道，客户（如经销商）可以直接向公司发出订单（然后进行转售），公司共有 53 个经销中心，约 6000 家经销商（其中 75% 位于亚太地区西部），公司在亚太地区西部有超过 200 万个销售点、亚太地区东部有超过 50 万个销售点，针对各地市场情况采用不同的经销方式。

图表 28: 公司各地区经销方式

地区	经销方式
中国	主要售予经销商，总量中 <10% 通过直销（超市、连锁便利店、酒店、连锁餐厅等）及电子商贸渠道销售
韩国	向经销商及零售商销售产品
印度	在受政府控制的州，售予政府所拥有的经销商；在开放市场的州，产品售予独立的私营经销及零售商；政府与开放并存的地
越南	产品主要售予两家主要经销商，一小部分啤酒直接销售予主要客户

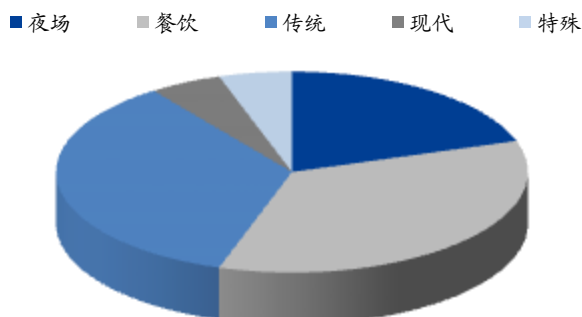
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2020 年夜场渠道受疫情影响较大，但优势地位尚且稳固。夜场渠道是公司的优势渠道，其中 KTV 是百威主品牌的主要销售场合；公司在保持与传统夜生活渠道（如 KTV 等）合作的同时，也在加强投资新型夜生活渠道（西式酒吧、俱乐部等），属于超高端酒的极佳销售场所，公司对新型渠道的提前布局抢占了先机。虽然 2020 年夜场渠道受疫情影响较大，但百威常年积累的夜场龙头地位在短期来看尚且稳固。

加大零售及电商渠道的扩张。2020 年公司在零售渠道的市场份额扩大；电商方面销量实现双位数增长，根据尼尔森的数据，百威电商市场份额第一，且超出第二名两倍多。2021Q1 零售和电商渠道的市场份额延续扩张趋势。

通过品类扩张，继续实现渠道互补协同。1) 4 月百威亚太与火龙肉桂达成战略合作，成为火龙肉桂（Fireball）威士忌及同集团下其它高端酒类品牌在中国大陆地区的独家经销商。百威亚太还将引进 Goldschlager、Southern Comfort、Seignette 以及 Buffalo Trace 等其它著名烈酒品牌。有助于帮助百威进入中国高端烈酒市场，同时获得和啤酒互补的渠道。2) 4 月百威中国与奥地利红牛正式签署中国大陆地区的独家经销权，红牛作为全球功能饮料市场的领导者，将助力百威进入啤酒之外更丰富的饮料渠道。

图表 29: 百威亚太渠道构成



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

3.3 效率：推进数字化转型，科技赋能提升效率

百威英博具有较强的数字化实力。百威英博集团将技术视为公司未来的巨大推动力，很早就定义了 5 个数字化主要领域，分别是客户、消费者、供应链、运营和数据分析，并且针对性的推出各种程序和项目支持。

图表 30: 百威数字化转型五大领域

	现状	目标
客户	40%数字化销售（EDI、电话销售、B2B），60%非数字化销售	数字化销售（EDI、电话销售、B2B）占比提升至 70%
消费者	8%赢得媒体，电商分布 20 个国家	30%赢得媒体，扩大电商分布
供应链	通过技术提升供应链效率	大幅节省开支，50 家全自动化啤酒厂
运营	全球能力中心渗透率 13%	提升至 25%
数据分析	数据池中 0%的关键数据，算法支持的决策很少	数据池 100%决策数据

资料来源：百威英博官网、公告，国盛证券研究所

与集团战略一脉相承，百威亚太积极推进科技物流改革。当前中国啤酒市场需求快速变化、竞争日趋激烈，提升供应链的反应速度、项目落地速度迫在眉睫，与整个集团的数字化转型战略一致，百威亚太通过引入国外系统、自身开发系统等措施，提升物流效率，具体体现在智慧仓储、协同运输、透明配送、综合计划几个环节。数字化转型下，集团的管理经营效率将进一步提升。

图表 31: 百威亚太科技物流改革

板块	平台系统	工作内容
智慧仓储	WMS 仓库管理系统	运输、收发存、批次管理等
	PB 劳动力管理	系统排班，通过分析最新的需求、仓库过往效率、每个人在每个工作上的效率结果，可以仿真第二天的业务量，安排对应劳动力。可以制定全国 30 多个工厂，16 个 DC。
	FMS 叉车管理系统	监控叉车，提升叉车和人的使用效率，通过安装一些感应器，判断叉车的安全行为，做防撞的预防。由百威中国推广到了百威全球。
协同运输	TMS 系统	过去的 TMS 只是协同平台，登记、下单据的信息、看订单状态。2015 年迭代过去的 TMS 系统，引入国外 TMS 的产品，提升了运输计划、运输计费、运费对账的数字化水平。
	追鹰（Track Trace）系统	把第三方的车辆安排，场内的园区管理、在途管理、客户的收货和反向物流的管理，完全纳入平台。通过控制塔模块增强，实现全流程的数据可视化和跟踪。平台在 2018 年夏天完成试点，一年之内推广到了 25 个工厂和 16 个 DC。
透明配送	追鹰运输跟踪平台	反向物流是啤酒行业的重点，追鹰平台开发了签收与回收模块，除了正常的电子签收之外，还可跟踪瓶子回收的情况和回收路径。
综合计划	全场景的主动发信号的跟踪技术	探索全场景的主动发信号的跟踪技术，不同于通过条码、RFID 被动的看物品的位置，而是让物品自动的发它所在的位置。目前在澳洲已经实现，中国也已经在选型的过程中，所用的技术就是 NB-IOT 窄带物联的技术，在桶上装感应器，从而实时看到空桶的最新情况。
	控制塔项目	2019 年做了控制塔的项目，设计了 5A 的发展阶段，分别 Aggregation、Analysis、Augmented、Automatic 和 Actionable，通过数据池的技术，把数据从各个原系统以固定的频率，抓取到数据池中，再搭载敏捷 BI 的技术，让每个人都可以通过简单的操作方式去建立自己的数据模型，再生成自动的可视化看板。目前百威亚太处在第 3 层，能够透过数据得出结果。

资料来源：中国国际啤酒网、第十三届物流透明管理峰会，国盛证券研究所整理

此外，2021Q1 百威亚太推出专有的企业对企业（B2B）数字平台 BEES（先锋购），推出后数周内开设超过 4000 个销售点。未来将继续改进 BEES 功能，以协助客户提升其营运效率，以及凭借来自数据和分析的洞察带动收入增长。

4. 盈利预测、估值与投资建议

我们预测公司 2021-2023 年实现销售额 65.9/72.0/76.9 亿美元，对应增速为 17.9%/9.2%/6.9%，归母净利润分别为 9.3/11.7/13.2 亿美元，EPS 为 0.07/0.09/0.10 美元/股。

图表 32: 盈利预测假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入(百万美元)	6,546	5,588	6,590	7,197	7,693
增速	-2.9%	-14.6%	17.9%	9.2%	6.9%
销量(十万公升)	93,168	81,115	91,530	95,488	97,819
增速	-3.2%	-12.9%	12.8%	4.3%	2.4%
吨酒价(美元/吨)	703	689	720	754	786
增速	0.3%	-2.0%	4.5%	4.7%	4.4%
毛利率	53.28%	52.02%	53.3%	54.3%	55.1%
归母净利润(百万美元)	898	514	933	1,172	1,321

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们选择华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、珠江啤酒这 5 家啤酒公司作为可比公司进行相对估值分析，使用 EV/EBITDA 估值，目前啤酒同业公司平均 19 倍 2022 年 EV/EBITDA，考虑到百威亚太的行业龙头地位、中国业务顺利恢复与稳健发展，给予目标价 30 港元（对应 2022 年 21 倍 EV/EBITDA），首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 33: 可比公司估值对比

可比公司	收盘价(元)	市值(亿元)	PE			EV/EBITDA		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
华润啤酒	64.95	2107	40	38	32	26	22	19
青岛啤酒	91.20	1046	46	39	34	20	18	16
燕京啤酒	7.28	205	66	56	-	13	13	-
珠江啤酒	10.78	239	34	29	25	21	18	16
重庆啤酒	153.20	741	75	60	45	31	25	17
行业均值						22	19	17

资料来源: Bloomberg, 其中 PE、EV/EBITDA 来自彭博一致预期，时间截至 2021 年 5 月 7 日，华润啤酒股价、市值为港元，国盛证券研究所

风险提示

高端市场竞争加剧。公司竞争对手近年来纷纷布局高端市场，预计公司未来高端市场面临的竞争将更加激烈。公司计划在东南亚、印度等市场进一步拓展高端市场，在消费习惯、监管环境差异较大的情况下，在中国市场获得成功的战略是否能完美同步到其他市场，存在一定不确定性。同时，竞争加剧的市场也可能产生各家公司竞相促销等过度竞争行为，缩小利润空间。

新冠疫情反复。公司业务以中国地区为主，目前国内疫情管控良好，基本恢复正常。但是海外疫情反复，依然会对当地业务产生影响，比如印度 4 月以来疫情加剧、或将对 Q2 印度业务产生较大影响。

外汇汇率波动风险。公司财务报表以美元作为计量单位，但公司在各国市场经营业务、购置资产并非使用美元，如果当地货币兑美元汇率下降，将对公司的经营业绩及资产情况产生一定不良影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com