

公司报告

招商證券(香港)有限公司
証券研究部

百威亚太 (1876 HK)

22年二季度受新冠疫情影响, 但6月有望复苏

- 受新冠疫情影响, 22年上半年销售流水低于我们的预期
- 6月份中国市场销售稳步恢复
- 维持买入评级和目标价27.9港元

受新冠疫情影响, 销售流水低于预期

22年上半年营收同比增长2.7%至34.53亿美元, 较招证国际预测低11.9%。22年上半年净利润同比增长24.3%至6.25亿美元, 比招证国际预测高0.8%, 是因为印度业务相关的税务减记反转所致。22年上半年亚太西部(主要是中国和印度)营收同比增加0.3%, 销量同比下降2.5%, 销售均价同比上升2.9%。22年上半年亚太东部(主要是韩国)营收同比增长13.9%, 销量同比增长7.1%, 销售均价同比上升6.4%。

利润率低于我们的预期

22年上半年毛利率同比下降3.3个百分点至50.7%, 低于招证国际预测的55.4%。考虑到22年一季度的毛利率同比下降1.8个百分点, 22年二季度的毛利率应该同比下降约4.8个百分点, 我们认为这是由于原材料成本的增加以及高端/超高端产品的销售贡献降低(由于中国的新冠封控措施)。公司管理层指出, 鉴于原材料价格目前的趋势和中国近期放松封控措施, 公司的利润率应该在22年二季度和三季度面临最大的压力。尽管原材料成本可能在22年4季度继续高位, 但同比增幅应该较22年二季度和22年三季度收窄。

6月中国区销售复苏

尽管22年二季度中国销量和营收同比分别下降6.5%和4.9%, 但从6月份开始复苏。在6月, 高端和超高端产品的销量同比增长两位数。考虑到炎热的天气, 并假设没有大规模的新冠封控措施, 我们预计22年三季度销量强劲并且高端化将重回正轨。

维持买入评级及目标价27.9港元

我们将22/23/24财年的每股盈利预测分别调整-2.8%、-6.2%和-11.0%, 以反映22财年二季度的业绩。考虑到中国经济复苏和高端化趋势, 我们维持目标价在27.9港元, 对应未来12个月每股盈利的36.2倍前瞻市盈率(与公司历史平均前瞻市盈率一致)。维持买入评级。

主要催化剂: 高端化快于预期; 提价; 利润率好于预期;

主要风险: 中国封城的地区增多或者时间变长; 原材料成本高于预期。

盈利预测及估值

截至12月31日 (百万美元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	5,588	6,788	7,540	8,704	9,939
同比增长	-14.6%	21.5%	11.1%	15.4%	14.2%
可归属净利润	514	950	1,132	1,356	1,553
经调整每股盈利(美元)	0.04	0.07	0.09	0.10	0.12
同比增长	-42.8%	84.8%	19.2%	19.8%	14.6%
市盈率(x)	77.7x	42.0x	35.3x	29.4x	25.7x
ROE	5.0%	8.8%	10.3%	11.9%	12.5%
净负债(现金)/股东权益	-10.2%	-16.5%	-40.0%	-44.6%	-54.0%

资料来源: 公司资料、招商證券(香港)预测; 股价截至2022年7月28日

黄建文 王钊熠
+852 3189 6357 +852 3189 6711

Johnnywong@cmschina.com.hk bryanwang@cmschina.com.hk

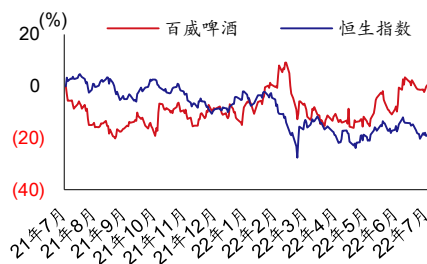
最新变动

百威亚太22年二季度业绩低于我们预期, 但是自6月起销售稳步复苏; 给予买入评级和目标价27.9港元

买入

前次评级	买入
股价	23.7港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	27.9港元 (+17.7%)
前次目标价	27.9港元

股价表现



资料来源: 彭博; 股价截至2022年7月28日

%	1m	6m	12m
1876 HK	1.5	11.8	4.3
恒生指数	(8.0)	(12.4)	(19.0)

行业: 消费

恒生指数(2022年7月28日)	20,623
国企指数(2022年7月28日)	7,083

重要数据

52周股价区间(港元)	18.18 - 25.4
市值(百万港元)	313,869
日均成交量(百万股)	5.14
每股净资产(美元)	0.84
主要股东	
英博百威	87.2%
总股数(百万股)	13,220
自由流通量	12.8%

资料来源: 彭博

相关报告

1. 中国食品饮料行业 - 22年下半年展望: 从疫情封控中复苏(推荐)(2022/7/8)
2. 百威亚太(1876 HK) - 尽管新冠疫情持续, 但公司业绩依然强劲(买入)(2022/5/5)

图表1: 业绩总结表

单位: 百万美元	22财年上半年 招证香港 预测	22财年上半年 实际	不同%	同比%	22财年上半年 对比20年 上半年
营业收入	3,921	3,453	-11.9%	-0.7%	34.1%
销售成本	-1,749	-1,701	-2.7%	6.4%	36.3%
毛利	2,172	1,752	-19.3%	-6.7%	32.0%
经销开支	-1,277	-1,028	-19.5%	-10.6%	3.3%
其他经营收益	76	67	-11.3%	0.0%	31.4%
调整后经营利润	970	791	-18.5%	-0.5%	106.5%
非经常性项目	-25	-5	-79.8%		
经营利润	946	786	-16.9%	1.7%	110.7%
财务成本净额	8	8	-4.6%		
分占联营公司业绩	8	12	50.0%		
除税前溢利	962	806	-16.2%	3.9%	120.8%
所得税开支	-320	-166	-48.1%	0.0%	
期内溢利	642	640	-0.3%	23.6%	226.5%
以下人士应占	0	0			
归母净利润	620	625	0.8%	24.3%	237.8%
非控股股东权益	22	15			
每股盈利(美元)	0.05	0.05	0.8%	24.3%	237.8%
营收拆分					
总销量(十万公升)	40,062	45,226	12.9%	-1.4%	16.8%
均价	0.98	0.76	-22.0%	0.7%	14.8%
利润率(%)					
毛利率	55.4%	50.7%	-4.7ppt	-3.3ppt	0.0ppt
调整后经营利润率	24.7%	22.9%	-1.8ppt	0.0ppt	0.5ppt
税前利润率	24.5%	23.3%	-1.2ppt	1.0ppt	0.6ppt
净利润率	15.8%	18.1%	2.3ppt	3.6ppt	1.5ppt
主要费用率					
经销及行政开支	32.6%	29.8%	-2.8ppt	-3.3ppt	-0.2ppt

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

注: 同比增速包括汇率波动造成的影响

图表2: 预测调整表

单位: 百万美元	2022			2023			2024		
	旧预测	新预测	变动%	旧预测	新预测	变动%	旧预测	新预测	变动%
销售	7,540	7,540	0.0%	8,704	8,704	0.0%	9,939	9,939	0.0%
毛利	4,167	3,873	-7.1%	4,942	4,647	-6.0%	5,763	5,426	-5.8%
毛利率	55.3%	51.4%	-3.9ppt	56.8%	53.4%	-3.4ppt	58.0%	54.6%	-3.4ppt
经营利润	1,736	1,549	-10.8%	2,136	1,952	-8.6%	2,559	2,227	-13.0%
经营利润率	23.0%	20.5%	-2.5ppt	24.5%	22.4%	-2.1ppt	25.7%	22.4%	-3.3ppt
归母净利润	1,164	1,132	-2.8%	1,446	1,356	-6.2%	1,745	1,553	-11.0%
净利润率	15.4%	15.0%	-0.4ppt	16.6%	15.6%	-1.0ppt	17.6%	15.6%	-1.9ppt
每股盈利(美元)	0.09	0.09	-2.8%	0.11	0.10	-6.2%	0.13	0.12	-11.0%
营收拆分									
亚太西部营收	6,182	6,182	0.0%	7,228	7,228	0.0%	8,347	8,347	0.0%
销量(十万升)	78,778	78,778	0.0%	85,177	85,177	0.0%	91,192	91,192	0.0%
均价(美元/L)	0.78	0.78	0.0%	0.85	0.85	0.0%	0.92	0.92	0.0%
亚太东部营收	1,358	1,358	0.0%	1,477	1,477	0.0%	1,592	1,592	0.0%
销量(十万升)	11,360	11,360	0.0%	11,815	11,815	0.0%	12,169	12,169	0.0%
均价(美元/L)	1.20	1.20	0.0%	1.25	1.25	0.0%	1.31	1.31	0.0%
主要费用率(%)									
经销费用率	7.7%	7.9%	0.2ppt	7.7%	7.9%	0.2ppt	7.7%	7.9%	0.2ppt
销售及营销费用率	20.3%	18.5%	-1.8ppt	20.3%	18.7%	-1.6ppt	20.3%	19.9%	-0.4ppt
行政费用率	6.5%	6.6%	0.1ppt	6.5%	6.6%	0.1ppt	6.5%	6.6%	0.1ppt

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表3: 内生增长及报告数字

增长百份比	百威亚太		亞太地區西部		亞太地區東部		中國	
	内生	呈報	内生	呈報	内生	呈報	内生	呈報
銷量								
2022年第二季	-0.4%	-0.4%	-1.4%	-1.4%	7.4%	7.4%	-6.5%	-6.5%
2022年上半年	-1.4%	-1.4%	-2.5%	-2.5%	7.1%	7.1%	-5.5%	-5.5%
每百升收入								
2022年第二季	4.1%	-1.2%	2.2%	-1.7%	8.7%	-2.2%	1.7%	-1.9%
2022年上半年	4.2%	0.7%	2.9%	0.9%	6.4%	-3.0%	2.4%	0.8%
淨收入								
2022年第二季	3.7%	-1.6%	0.8%	-3.1%	16.8%	5.1%	-4.9%	-8.3%
2022年上半年	2.7%	-0.7%	0.3%	-1.6%	13.9%	3.9%	-3.2%	-4.7%
正常化除息稅折舊攤銷前盈利								
2022年第二季	-5.6%	-9.3%	-12.1%	-14.2%	34.9%	22.1%	-13.7%	-15.8%
2022年上半年	0.4%	-1.4%	-5.1%	-5.4%	39.2%	27.3%	-7.3%	-7.7%

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

注: 内生增长剔除了汇率变动影响

图表4: 目标价与估值表

百威啤酒估值表				
股价(港元)	23.7	日期	28/7/2022	
港币/美元汇率	7.85			
日期				
	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
每股盈利(美元)	0.07	0.09	0.10	0.12
每股盈利, 同比增长	84.8%	19.2%	19.8%	14.6%
市盈率	42.0x	35.3x	29.4x	25.7x
目标价计算				
目标市盈率		36.2x		
未来12个月每股盈利(美元)		0.10		
目标价(港元)		27.9		
上升空间		17.7%		
股息率		1.1%		
总回报率		18.9%		

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

财务报表

资产负债表

百万美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
物业, 厂房及设备	3,716	3,632	3,008	2,928	2,849
商誉	7,350	7,104	6,606	6,606	6,606
无形资产	2,026	1,939	1,810	1,810	1,810
于联席公司的投资	433	452	449	449	449
其他非流动性资产	332	337	372	379	425
非流动性资产总值	13,857	13,464	12,245	12,172	12,140
库存	434	473	592	579	644
贸易及其他应收账款	534	560	403	412	471
现金及现金等价物	1,281	2,007	4,639	5,545	7,218
其他流动性资产	83	121	161	161	161
流动性资产总值	2,332	3,161	5,795	6,698	8,494
资产总值	16,189	16,625	18,041	18,870	20,634
贸易及其他应付款项	2,655	2,764	3,566	3,493	3,884
短期贷款	147	123	147	147	147
委托包装及合约负债	1,449	1,495	1,919	1,879	2,089
其他流动性负债	386	309	428	455	513
流动负债	4,637	4,691	6,060	5,975	6,634
长期借款	37	53	68	68	68
递延税项负债	481	474	585	598	683
拨备	131	132	124	124	124
其他非流动负债	160	192	148	146	155
非流动负债	809	851	925	936	1,030
总负债	5,446	5,542	6,985	6,911	7,664
股本	7,378	7,378	7,378	7,378	7,378
其他储备	103	-160	-927	-927	-927
保留盈利	3,204	3,795	4,535	5,438	6,449
非控股权益	58	70	70	70	70
权益总额	10,743	11,083	11,056	11,959	12,970
权益与负债总额	16,189	16,625	18,041	18,870	20,634

现金流量表

百万美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	537	981	1,159	1,388	1,591
财务成本	24	6	0	0	0
出售资产所得亏损(收益)	-46	-34	0	0	0
折旧与摊销	647	712	605	591	578
营运资金变动	31	141	867	-70	267
已付所得税	-357	-395	-6	6	39
其他	465	492	19	-5	21
经营活动现金流	1,301	1,903	2,644	1,911	2,495
资本支出	-508	-606	8	-522	-510
出售资产	39	35	48	47	46
收购子公司	-111	-123	0	0	0
其他	8	-37	610	-36	-35
投资活动现金流	-572	-731	666	-511	-500
已付股息	-363	-394	-400	-453	-542
股权融资	0	0	-767	0	0
债务融资(偿还)	-16	-24	39	0	0
其他	-53	-46	450	-41	219
融资活动现金流	-432	-464	-678	-494	-323
净现金流	297	708	2,632	906	1,673

利润表

百万美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	5,588	6,788	7,540	8,704	9,939
销售成本	-2,681	-3,131	-3,667	-4,057	-4,512
毛利	2,907	3,657	3,873	4,647	5,426
其他收入	165	150	169	193	220
经销费用	-458	-524	-595	-685	-783
销售及营销费用	-1,278	-1,407	-1,398	-1,627	-1,980
行政费用	-399	-449	-500	-575	-656
经营溢利	937	1,427	1,549	1,952	2,227
非经常性费用	-28	-40	-27	-29	-33
财务成本	-24	-6	10	66	88
应占联营及合营公司业绩	23	32	27	23	23
税前利润	908	1,413	1,559	2,012	2,305
所得税开支	-371	-432	-399	-624	-715
净利润	537	981	1,159	1,388	1,591
非控股权益	23	31	27	33	37
本公司拥有人应占利润	514	950	1,132	1,356	1,553
摊薄每股盈利(美元)	0.04	0.07	0.09	0.10	0.12
每股股息(美元)	0.03	0.03	0.03	0.04	0.05

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
同比增长率变化					
收入	-14.6%	21.5%	11.1%	15.4%	14.2%
毛利	-16.7%	25.8%	5.9%	20.0%	16.8%
经营利润	-36.1%	52.3%	8.5%	26.0%	14.1%
净利润	-42.8%	84.8%	19.2%	19.8%	14.6%
每股盈利	-42.8%	84.8%	19.2%	19.8%	14.6%
利润率					
毛利润率	52.0%	53.9%	51.4%	53.4%	54.6%
经营利润率	16.8%	21.0%	20.5%	22.4%	22.4%
净利润率	9.2%	14.0%	15.0%	15.6%	15.6%
流动性					
应收账款天数	38.7	29.4	23.3	17.1	16.2
库存天数	59.1	55.1	58.9	52.1	52.1
应付账款天数	357.3	315.9	315.0	317.6	298.4
现金周转天数	-259.5	-231.3	-232.8	-248.3	-230.0
现金流与杠杆率					
自由现金流	774	1,283	2,633	1,347	1,873
净负债率	-10.2%	-16.5%	-40.0%	-44.6%	-54.0%
股息分配比率	73.0%	42.1%	40.0%	40.0%	40.0%
股息率	0.9%	1.0%	1.1%	1.4%	1.6%
回报分析					
ROE	5.0%	8.8%	10.3%	11.9%	12.5%
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
净利润率	9.2%	14.0%	15.0%	15.6%	15.6%
财务杠杆	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
ROA	3.4%	6.0%	6.7%	7.5%	8.1%
估值倍数					
市盈率	77.7x	42.0x	35.3x	29.4x	25.7x
市净率	3.7x	3.6x	3.6x	3.3x	3.1x

资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828