

食品饮料 | 公司研究

2024年4月24日

# 中国市场高端化引领增长 韩国市场承压

## 百威亚太 (01876:HK)

### 增持

#### 有业绩公布需要点评

#### 市场数据：2024年4月24日

收盘价 (港币)	10.72
恒生中国企业指数	6,100.22
52周最高/最低价 (港币)	24.25/9.73
H股市值 (亿港元)	1,420
流通H股 (百万股)	13,243
汇率 (人民币/港币)	7.83

#### 股价表现：



资料来源：Wind

#### 证券分析师

吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com  
周缘 A0230519090004  
zhouyuan@swsresearch.com

#### 联系人

严泽楠  
(8621)23297818x  
yanzn@swsresearch.com

**事件：**公司发布 2023 年年报，根据公司公告，2023 年公司实现营业收入 68.56 亿美元，同比增长 11.1%（内生增长口径），归母净利润 8.52 亿美元，同比下降 7%，扣非净利润 8.32 亿美元，同比增长 5.45%。2023Q4 公司实现营业收入 12.93 亿美元，同比增长 8.9%（内生增长口径），归母净利润-0.23 亿美元，22Q4 为-0.12 亿美元，扣非净利润-0.48 亿美元，22Q4 为-1.44 亿美元。公司 2023 年分红每股股息 5.29 美分，派息率为 82%。公司业绩符合市场预期。

**投资分析意见：**考虑到韩国地区业务依然存在一定压力，以及竞争激烈，下调 2024~2025 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预测 2024~2026 年公司归母净利润为 10.28/11.65/12.93 亿美元，（前次预测 2024~2025 年净利润为 12.2/13.8 亿美元），分别同比增长 21%/13%/11%，公司最新收盘价对应 2024~2026 年 PE 为 17/15/14X。我们认为百威亚太作为高端化的头部企业，凭借高端的产品矩阵，在中国市场的高端化升级方面具备广阔的空间，带来盈利能力的稳健提升，同时在印度市场具有可观的成长潜力，维持“增持”评级。

**亚太西部市场结构升级拉动吨酒价格提升。**根据公司公告，2023 年公司实现啤酒销量 927.67 万吨，同比增长 4.6%（内生增长口径，下同），吨酒收入 739 美元/吨，同比增长 6.2%。23Q4 公司实现啤酒销量 156.67 万吨，同比下降 2.1%，吨酒收入 825 美元/吨，同比增长 11.2%。23 年百威的结构提升主要得益于亚太西部地区的成长，2023 年亚太西部/东部地区分别实现啤酒销量 812.28/115.39 万吨，同比 +5.3%/-0.3%，吨酒收入 691.02/1077.22 美元/吨，同比 +7.7%/+1.5%。

**中国市场持续结构升级。**根据公司公告，2023 年中国市场销量同比增长 4.3%，预计达到 737 万吨，市场份额提升 69 个基点，其中高端及超高端产品收入均实现双位数增长，百威金尊和黑金等产品总销量超 10 万吨。强劲的结构升级带动中国市场的吨酒收入同比增长 8.1%。2023Q4 受消费信心疲软影响，中国市场销量同比下降 3.1%，其中中低端啤酒销量压力更大，而百威及超高端产品通过区域扩张，以及夜场等高端啤酒渠道复苏推动实现双位数增长，带动吨酒收入同比增长 14.7%。2023 年百威在中国经销城市数达到 220 个，超高端产品组合的经销城市数达到 63 个。展望 2024 年，Q1 由于基数压力，以及外部消费信心不足影响，预计销量承压，但是全年维度，我们认为一方面外部环境看啤酒高端升级的趋势依然强劲，另一方面公司持续进行渠道扩张，增加高端品牌的分销城市，公司高端/超高端啤酒的增长依然具有韧性。

**韩国市场竞争加剧。**根据公司公告，2023 年受日本品牌重返市场影响，在较高的销量基数下，公司在韩国市场销量大致持平，而市场份额下降 150 个基点。23Q4 销量中个位数下降，收入端得益于公司于 2023 年 10 月对核心品类提价 6.9%，吨酒收入提升带动收入实现低个位数增长。展望 2024 年，考虑在竞争加剧的情况下，提价将会进一步影响韩国市场的销量表现，叠加 23Q1 高基数，预计韩国市场销量依然承压。

2023 年百威亚太 EBITDA 为 20.23 亿美元，同比增长 4.7%，EBITDA Margin 为 29.5%，同比下降 0.3pct（呈报口径）。分区域看，亚太西部/东部地区 2023 年 EBITDA Margin 分别为 30.3%/26%，分别同比 +0.3/-3.2pct。亚太东部地区利润率下降主因韩国商业投资增加，而亚太西部主要得益于中国市场高端化的强劲表现。

**风险提示：**高端市场竞争加剧，成本大幅度上涨，汇率变动风险。

#### 财务数据及盈利预测

美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万美元)	6,478	6,856	7,349	7,820	8,279
同比增长率 (%)	-5%	6%	7%	6%	6%
净利润 (百万元)	913	852	1,028	1,165	1,293
同比增长率 (%)	-4%	-7%	21%	13%	11%
每股收益 (美元)	0.07	0.06	0.08	0.09	0.10
净资产收益率 (%)	8%	8%	9%	10%	11%
市盈率 (倍)	20	21	17	15	14

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

注：此处数据为考虑汇率变化后的呈报口径，与正文未考虑汇率变化的内生增长口径不同

## 附录 – 财务报表

单位：百万美元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,788	6,478	6,856	7,349	7,820	8,279
营业成本	-3,131	-3,238	-3,403	-3,574	-3,725	-3,861
毛利	3,657	3,240	3,453	3,775	4,095	4,418
销售费用						
经销商销售成本	-524	-527	-520	-559	-594	-621
产品销售成本及分销开支	-1,407	-1,151	-1,201	-1,286	-1,369	-1,449
管理费用	-449	-442	-470	-503	-535	-566
销售、行政及一般费用						
其他经营净收益	150	141	107	133	127	122
非经常性项目前的经营溢利	1,427	1,261	1,369	1,560	1,724	1,904
非经常性项目	-40	-1	-80	-80	-80	-80
营业利润	1,387	1,260	1,289	1,480	1,644	1,824
财务收入/(费用)净额	-6	0	10	9	-1	-10
财务费用	-45	-39	-50	-48	-51	-53
非经常性成本						
财务收入	39	39	60	57	50	43
应占联营公司损益	32	23	28	28	28	28
除税前溢利	1,413	1,283	1,327	1,517	1,671	1,842
所得税	-432	-334	-447	-455	-468	-507
净利润(含少数股东权益)	981	949	880	1,062	1,203	1,336
净利润(不含少数股东权益)	950	913	852	1,028	1,165	1,293
少数股东损益	31	36	28	34	38	42

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续咨询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。