

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 7.37 港元 9.39↓ +27.3%

2024年11月28日

百威亚太 (1876 HK)

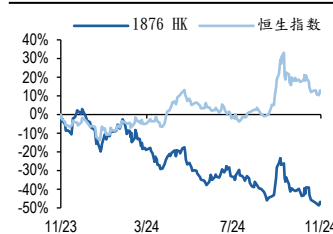
短期业绩受中国区业务压力影响；长期仍具竞争实力

- ⊕ **中国区业务承压，下调盈利预测；品牌优势持续扩大以保证中长期竞争力，维持买入。**因公司中国区业务持续承压，我们下调2024-26年的财务预测，但我们仍认为其高端/超高端产品组合在中国市场的持续铺垫将在消费力持续恢复的情况下具备反弹的潜力。考虑到公司加大投入和积极推新的策略使公司在韩国市场的竞争力进一步增强，并且公司近期宣布对韩国市场之高端/超高端产品进行8.1%的提价，有利于明年的盈利能力提升，我们维持对百威亚太的**买入**评级，基于19倍（过去三年平均市盈率下调1.5倍标准差）2025年市盈率（前为22倍2024-25年平均），下调目标价至9.39港元。
- ⊕ **亚太西部业务压力较大。**因餐饮和夜场消费承压、行业竞争加剧以及同期高基数压力影响，公司2024年3季度中国区销量下滑14.2%，平均单价下滑2.1%，量价均延续承压。因此中国业务收入于3季度下滑16.1%。印度市场则延续了高增长的趋势，高端及超高端产品组合（占印度市场收入之2/3）实现双位数增长。综合来看，亚太西部（中国、印度、越南等）销量/单价分别下滑13.5%/1.9%。管理层表示4季度尚未观察到需求拐点，因此我们预计4季度的销量及单价将延续与3季度相似趋势。
- ⊕ **亚太东部业务销售持续复苏。**受到同期低基数的红利影响，韩国市场收入于2024年3季度同比增长中双位数。其中，销量增长约为中个位数，因此大多数的增长由产品组合优化所带来的单价提升所贡献。同时，餐饮渠道和非即饮渠道份额的扩张带动百威亚太于韩国取得了市场份额的强劲增长。综合来看，公司持续推新（如凯狮、HANMAC）并加大市场投入持续收获正面反馈，加之韩国市场的强劲表现，亚太东部业务（韩国、日本、新西兰）销量/单价分别实现3.9%/11.4%的同比增长。
- ⊕ **3季度业绩回顾。**百威亚太于2024年前三季度实现收入51.04亿美元，同比下降6.1%；正常化EBITDA为15.79亿美元，同比下降6.2%；归母净利润为7.77亿美元，同比下降11.6%（上半年降幅为8.7%）。单3季度表现来看，收入和正常化EBITDA分别为17.05/4.79亿美元，同比下滑9.4%/16.6%；归母净利润表现不佳，同比跌幅加深至25.0%。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	14.62
52周低位 (港元)	7.26
市值 (百万港元)	97,194.38
日均成交量 (百万)	6.35
年初至今变化 (%)	(49.59)
200天平均价 (港元)	9.12

资料来源: FactSet

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

财务数据一览

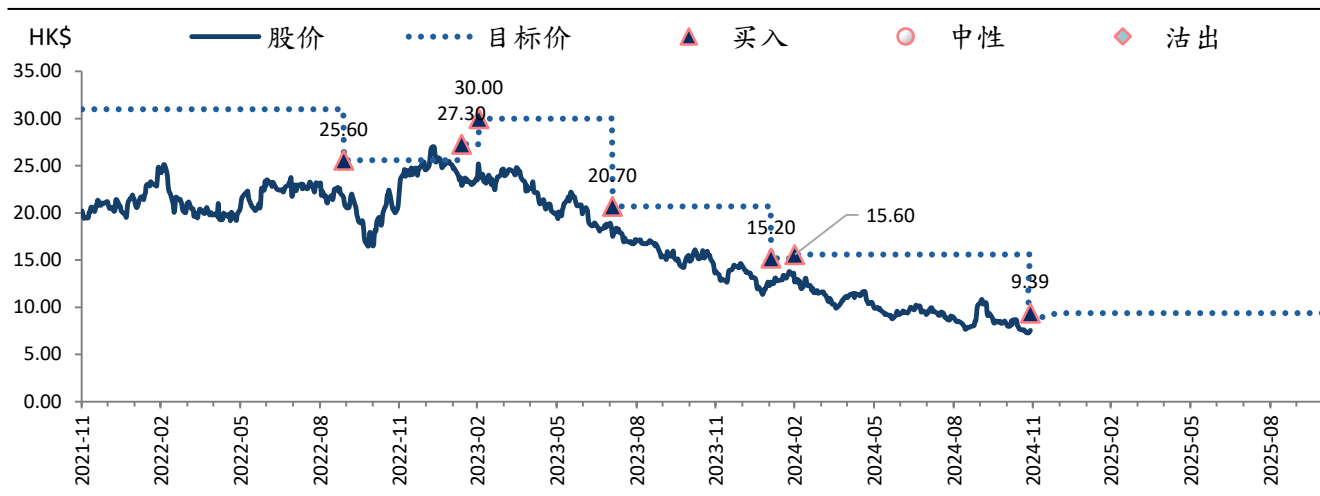
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万美元)	6,478	6,856	6,531	6,740	7,000
同比增长 (%)	-4.6	5.8	-4.7	3.2	3.9
净利润 (百万美元)	913	852	751	830	924
每股盈利 (美元)	0.07	0.06	0.06	0.06	0.07
同比增长 (%)	-3.9	-6.6	-11.7	10.5	11.3
前EPS预测值 (美元)			0.08	0.10	0.11
调整幅度 (%)			-31.9	-35.5	-37.1
市盈率 (倍)	13.7	14.7	16.6	15.0	13.5
每股账面净值 (美元)	0.81	0.82	0.82	0.84	0.86
市账率 (倍)	1.16	1.16	1.15	1.13	1.10
股息率 (%)	4.0	5.6	4.5	5.0	5.6

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 百威亚太 (1876 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
1876 HK	百威亚太	买入	7.37	9.39	27.3%	2024 年 11 月 28 日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	25.70	37.29	45.1%	2024 年 11 月 28 日	啤酒
600887 CH	伊利股份	买入	28.51	33.30	16.8%	2024 年 11 月 06 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	16.64	16.04	-3.6%	2024 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.77	12.30	40.3%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	5.60	4.00	-28.6%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	18.34	13.40	-26.9%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	9.53	10.40	9.1%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	58.60	116.00	98.0%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
000333 CH	美的集团	买入	70.19	89.90	28.1%	2024 年 11 月 04 日	家电
6690 HK	海尔智家	买入	26.30	37.59	42.9%	2024 年 10 月 30 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	41.60	52.96	27.3%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	22.15	27.01	22.0%	2024 年 08 月 20 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	3.21	2.59	-19.2%	2024 年 08 月 27 日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	75.55	135.00	78.7%	2024 年 03 月 27 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	15.60	14.89	-4.5%	2024 年 08 月 19 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.55	1.01	82.7%	2024 年 08 月 14 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	2.42	3.06	26.4%	2024 年 11 月 05 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 11 月 28 日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	6,478	6,856	6,531	6,740	7,000
主营业务成本	(3,238)	(3,403)	(3,227)	(3,276)	(3,358)
毛利	3,240	3,453	3,303	3,464	3,642
销售及管理费用	(2,120)	(2,191)	(2,279)	(2,324)	(2,371)
其他经营净收入/费用	140	27	137	142	148
经营利润	1,260	1,289	1,162	1,281	1,419
财务成本净额	0	10	(23)	(20)	(12)
应占联营公司利润及亏损	23	28	28	28	28
税前利润	1,283	1,327	1,167	1,289	1,435
税费	(334)	(447)	(391)	(432)	(481)
非控股权益	(36)	(28)	(25)	(27)	(30)
净利润	913	852	751	830	924
作每股收益计算的净利润	913	852	751	830	924

资产负债表 (百万元美元)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,458	3,141	3,269	3,707	4,189
应收账款及票据	561	609	580	599	622
存货	488	444	421	427	438
其他流动资产	99	65	65	65	65
总流动资产	3,606	4,259	4,336	4,798	5,314
物业、厂房及设备	3,181	2,986	2,869	2,756	2,653
无形资产	8,456	8,217	8,168	8,119	8,070
合资企业/联营公司投资	464	481	509	537	565
其他长期资产	289	291	291	291	291
总长期资产	12,390	11,975	11,837	11,703	11,579
总资产	15,996	16,234	16,173	16,501	16,892
短期贷款	147	237	237	237	237
应付账款	2,629	2,638	2,502	2,540	2,603
其他短期负债	1,639	1,774	1,774	1,774	1,774
总流动负债	4,415	4,649	4,513	4,551	4,614
长期贷款	77	94	94	94	94
长期应付账款	22	18	18	18	18
其他长期负债	649	623	623	623	623
总长期负债	748	735	735	735	735
总负债	5,163	5,384	5,248	5,286	5,349
股本	43,591	43,591	43,591	43,591	43,591
储备及其他资本项目	(32,827)	(32,806)	(32,756)	(32,493)	(32,195)
股东权益	10,764	10,785	10,835	11,098	11,396
非控股权益	69	65	90	117	147
总权益	10,833	10,850	10,925	11,215	11,543

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	949	880	776	857	954
合资企业/联营公司收入调整	(23)	(28)	(28)	(28)	(28)
折旧及摊销	671	654	664	676	686
营运资本变动	44	(4)	(84)	13	30
利息调整	15	0	0	0	0
税费	(85)	4	0	0	0
其他经营活动现金流	6	71	0	0	0
经营活动现金流	1,577	1,577	1,327	1,518	1,643
资本开支	(494)	(523)	(498)	(514)	(534)
投资活动	10	206	0	0	0
其他投资活动现金流	44	42	0	0	0
投资活动现金流	(440)	(275)	(498)	(514)	(534)
负债净变动	(48)	137	0	0	0
权益净变动	(15)	0	0	0	0
股息	(432)	(500)	(701)	(567)	(626)
其他融资活动现金流	(5)	(8)	0	0	0
融资活动现金流	(500)	(371)	(701)	(567)	(626)
汇率收益/损失	(186)	0	0	0	0
年初现金	2,007	2,458	3,141	3,269	3,707
年末现金	2,458	3,141	3,269	3,707	4,189

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(美元)					
核心每股收益	0.069	0.065	0.057	0.063	0.070
全面摊薄每股收益	0.069	0.064	0.057	0.063	0.070
每股股息	0.038	0.053	0.043	0.047	0.053
每股账面价值	0.814	0.817	0.822	0.842	0.864
利润率分析(%)					
毛利率	50.0	50.4	50.6	51.4	52.0
EBITDA利润率	29.8	29.5	28.3	29.3	30.4
EBIT利润率	19.5	18.8	17.8	19.0	20.3
净利率	14.1	12.4	11.5	12.3	13.2
盈利能力(%)					
ROA	5.6	5.3	4.6	5.1	5.5
ROE	8.4	7.9	7.0	7.6	8.2
ROIC	10.1	10.0	9.6	7.8	8.4
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
利息覆盖率	NA	202.3	(81.9)	(98.5)	(180.7)
流动比率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
存货周转天数	54.3	47.0	47.0	47.0	47.0
应收账款周转天数	23.0	22.4	22.4	22.4	22.4
应付账款周转天数	216.1	211.3	211.3	211.3	211.3
派息比率(%)	54.7	82.0	75.5	75.5	75.4

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线及多点数智有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

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

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。