

公司研究

东强西弱态势延续，分红比例超预期

——百威亚太（1876.HK）2024 年年报点评

增持（维持）

当前价：8.33 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	132.43
总市值(亿港元):	1103.17
一年最低/最高(港元):	6.84/13.57
近 3 月换手率:	8.63%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.02	-14.07	-75.06
绝对	9.40	6.11	-36.33

资料来源：Wind

相关研报

Q3 西部地区压力加大，韩国保持亮眼表现——百威亚太（1876.HK）2024 年三季报点评（2024-11-03）

东部地区增长势头强劲，部分抵消中国市场压力——百威亚太（1876.HK）2024 年半年报点评（2024-08-03）

要点

事件：百威亚太 2024 年全年实现营收 62.46 亿美元，内生同比-7.0%；正常化 EBITDA 为 18.07 亿美元，内生同比-6.3%。其中，24Q4 实现营业收入 11.42 亿美元，内生同比-11.0%；正常化 EBITDA 为 2.28 亿美元，内生同比-7.2%。

24Q4 东部增长强劲，西部市场面临挑战。拆分量价来看，1) 量：公司 2024 年全年/第四季度实现销量 848.11/136.13 万千升，同比-8.8%/-12.7%。**2) 价：**2024 年全年/第四季度吨酒价同比+2.0%/+1.9%。受益于价格增长等因素，2024 年毛利率为 50.4%，同比+0.63pcts；正常化 EBITDA 盈利率为 28.9%，同比+0.21pcts。

分地区看，1) 亚太地区西部：24Q4 销量同比-17.0%，收入及吨酒价则分别同比-17.0%/-0.1%，正常化 EBITDA 同比减少 20.4%。印度业务持续增长，2024 年全年及第四季度高端及超高端产品组合净收入增长近 20%，过去 5 年百威品牌市场份额增长超过一倍。**2) 亚太地区东部：**24Q4 收入同比+7.8%，其中销量同比+8.5%，吨酒价同比-0.6%。24Q4 正常化 EBITDA 增加 17.0%，EBITDA 利润率同比+2.45pcts。其中在韩国，24Q4 增长动力加快，销量和收入均呈高单位数上升。在凯狮、HANMAC 及时代啤酒引领下，即饮渠道及非即饮渠道份额增长，带动总市场份额进一步增长。

24Q4 中国地区依然表现较弱。24Q4 中国市场销量同比-18.9%，主要系公司主动减少库存（其约占销量下降幅度的三分之一），并加上行业表现放缓及不利的渠道组合。由于基数较高，加上渠道不利组合影响，24Q4 收入同比-20.1%，吨酒价同比-1.4%。2024 年全年来看，受消费者在表现放缓的行业中消费意愿疲弱、业务布局上更着重的即饮渠道人流减缓及消费减少等因素影响，销量同比减少 11.8%，总市场份额减少 1.49pcts，收入及每百升收入分别同比-13.0%/-1.4%。

公司持续推进高端化策略，百威的经销城市数目从 2023 年的 220 个扩张至 2024 年的 235 个，超高端产品组合的经销城市数目涵盖 56 个；非即饮渠道高端化也取得进展，该渠道销量及收入贡献有所增加。2025 年公司将重点投放百威品牌和哈尔滨啤酒，重新与消费者建立联系。

新 CEO 即将上任，24 年分红率提升彰显信心。25 年 4 月 1 日起，中国籍程衍俊将成为百威亚太的新任首席执行官兼联合主席；程衍俊在公司有着 29 年的工作经验，其中包括在亚太地区担任副总裁兼供应链物流负责人 15 年。与此同时，在华高管团队也进行了系列人事调整，显示出公司对中国业务调整的的决心，2025 年中国团队的首要任务就是实现市场份额的增长。此外，公司董事会建议就 2024 年财务年度派发股息 7.5 亿美元，同比增加 7%；2024 年派息率提升至 103%（2023 年派息率为 82%），尽管 24 年公司利润同比下滑，但股息和股息率同比提升，彰显公司发展信心。

盈利预测、估值与评级：考虑到中国市场啤酒需求较疲软，下调 2025-2026 年归母净利润预测分别至 7.95/8.61 亿美元（分别下调 12%/14%），引入 2027 年归母净利润预测为 9.11 亿美元，当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 18x/16x/15x，我们看好公司在高端及超高端领域的竞争优势，维持“增持”评级。

风险提示：渠道掌控力减弱；市场竞争加剧；原材料上涨超预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万美元)	6,856	6,246	6,451	6,637	6,811
营业收入增长率	5.8%	-8.9%	3.3%	2.9%	2.6%
净利润 (百万美元)	852	726	795	861	911
净利润增长率	-6.7%	-14.8%	9.5%	8.3%	5.8%
EPS (美元)	0.06	0.05	0.06	0.07	0.07
EPS (元人民币)	0.46	0.39	0.43	0.47	0.50
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.9%	7.1%	7.6%	8.3%	8.8%
P/E	17	19	18	16	15
P/B	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-02-28, 1HKD=0.92CNY, 1USD=7.2CNY

财务报表与盈利预测

利润表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,856	6,246	6,451	6,637	6,811
营业成本	-3,403	-3,099	-3,174	-3,252	-3,332
营业毛利	3,453	3,147	3,277	3,385	3,479
销售费用	-1,201	-1,129	-1,155	-1,168	-1,192
行政费用	-470	-477	-477	-478	-477
其他收益净额	107	115	115	115	115
经销开支	-520	-496	-497	-498	-504
EBITDA	2,030	1,813	1,910	1,998	2,059
折旧及摊销	-661	-654	-647	-642	-638
扣非前 EBIT	1,369	1,160	1,263	1,356	1,421
非经常性项目	-80	-62	-62	-62	-62
扣非后 EBIT	1,289	1,098	1,201	1,294	1,359
财务开支净额	10	31	31	38	46
应占联营及合营公司损益	28	31	34	38	41
EBT	1,327	1,160	1,266	1,369	1,446
所得税	-447	-410	-448	-484	-511
净利润 (含少数股东损益)	880	750	819	885	935
净利润 (不含少数股东损益)	852	726	795	861	911
EPS (美元)	0.06	0.05	0.06	0.07	0.07

资产负债表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产:	4,259	3,832	4,505	4,570	5,353
现金及现金等价物	3,141	2,867	3,273	3,551	4,069
存货	444	376	493	397	515
贸易及其他应收款项	609	496	645	529	676
其他流动资产	65	93	93	93	93
非流动资产:	11,975	10,946	11,024	10,814	10,611
固定资产/PP&E	2,986	2,585	3,069	3,044	3,026
无形资产	8,007	7,401	6,995	6,810	6,625
权益性投资	481	504	504	504	504
土地使用权	210	199	199	199	199
其他非流动资产	291	257	257	257	257
总资产	16,234	14,778	15,529	15,385	15,964
流动负债:	4,649	3,933	4,384	4,235	4,811
贸易及其他应付款项	2,638	2,228	2,642	2,348	2,765
短期借贷	237	136	136	136	136
其他借贷	1,560	1,397	1,437	1,580	1,738
其他流动负债	214	172	170	171	172
非流动负债:	735	605	614	623	634
长期借贷	94	68	75	82	91
其他非流动负债	641	537	539	541	543
经营性负债合计	5,384	4,538	4,998	4,858	5,444
股本	6,442	6,442	6,442	6,442	6,442
储备	4,671	4,698	4,009	3,980	3,950
股东权益合计(不含少数股东权益)	10,785	10,184	10,451	10,422	10,392
少数股东权益	65	56	80	104	128

股东权益合计(含少数股东权益)	10,850	10,240	10,531	10,526	10,520
负债及股东权益总计	16,234	14,778	15,529	15,385	15,964

现金流量表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,811	1,134	1,615	1,454	1,740
净利润	880	750	819	885	935
折旧摊销及减值	654	647	547	542	538
营运资本变化	137	-333	147	-82	152
其他非现金调整	140	70	102	109	116
投资活动现金流	-447	-409	-334	-332	-334
资本性支出	-498	-379	-331	-332	-334
其他投资活动产生的现金流量净额	51	-30	-3	-	-
融资活动现金流	-621	-903	-874	-844	-887
股本增加	-	-	-	-	-
偿还借款	-56	-192	-91	-	-
债务增加	84	47	7	7	8
支付股利	-529	-730	-821	-890	-941
其他融资活动产生的现金流	-120	-28	31	38	46
净现金流	743	-178	407	278	518

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP