

公司研究

受中国市场拖累，25Q1 量价均承压

——百威亚太（1876.HK）2025 年一季度业绩点评

要点

事件：百威亚太 25Q1 实现营收 14.61 亿美元，内生同比-7.5%；正常化 EBITDA 为 4.85 亿美元，内生同比-11.2%；归母净利润为 2.34 亿美元，同比-18.5%。

25Q1 东部地区销量及收入同比增长，西部地区继续承压。

拆分量价看，1) 量：公司 25Q1 实现销量 197.41 万千升，内生同比-6.1%；2) 价：25Q1 每百升收入同比-1.5%。25Q1 毛利率为 51.0%，内生同比+0.01pcts；正常化 EBITDA 利润率为 33.2%，内生同比-1.4pcts。

分地区看，1) 亚太地区西部：25Q1 收入及正常化 EBITDA 内生同比-11.7%/-17.6%，销量内生同比-8.6%，每百升收入内生同比-3.4%；其中 25Q1 百威在印度的高端及超高端产品组合销量和收入继续实现同比增长。2) 亚太地区东部：25Q1 收入及正常化 EBITDA 内生同比+11.7%/+24.4%，销量内生同比+11.9%，每百升收入内生同比-0.2%。其中韩国 25Q1 销量实现同比双位数增长，主要受涨价前（25 年 4 月公司对韩国核心品牌提价低个位数）提前铺货推动；但受不利的渠道组合影响，每百升收入同比持平；销量带动下收入亦实现同比双位数增长。在强劲商业表现、大宗商品价格利好、成本效益及营运杠杆支持下，韩国地区正常化 EBITDA 及 EBITDA 利润率均同比大幅增长。

受业务布局及渠道影响，25Q1 中国地区表现较弱。

25Q1 中国地区收入及正常化 EBITDA 内生同比-12.7%/-17.1%；销量内生同比-9.2%，每百升收入内生同比-3.9%。受到业务布局和即饮渠道的表现持续疲弱、以及库存管理措施的影响，25Q1 中国地区销量同比下降；由于基数较高，加上区域和渠道组合不利的影响，收入亦同比减少。受营收同比下降及营运去杠杆化影响，25Q1 中国地区正常化 EBITDA 同比下降。公司专注非即饮渠道，以带动高端化，该渠道 25Q1 带来的销量和收入贡献均取得同比增长。公司加强与年轻消费者的互动，25Q1 零糖哈尔滨冰极纯生销量同比+70%。25H1 中国市场仍处于去库存阶段，销量压力预计仍较大，随着库存去化逐步完成，25H2 渠道结构有望回归正常。

盈利预测、估值与评级：考虑到中国市场啤酒需求较疲软，我们下调 2025-2027 年归母净利润预测分别至 7.52/7.97/8.41 亿美元（分别下调 5%/7%/8%），当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 19x/18x/17x，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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万美元）	6,856	6,246	6,283	6,471	6,646
营业收入增长率	5.8%	-8.9%	0.6%	3.0%	2.7%
净利润（百万美元）	852	726	752	797	841
净利润增长率	-6.7%	-14.8%	3.6%	6.0%	5.5%
EPS（美元）	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06
EPS（元人民币）	0.46	0.40	0.41	0.43	0.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.9%	7.1%	7.3%	7.8%	8.2%
P/E	17	20	19	18	17
P/B	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-09，USD/HKD=7.7719

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):	1,103.17
一年最低/最高(港元):	6.84/11.41
近 3 月换手率:	12.96%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-15.22	-1.01	-47.78
绝对	-1.18	8.35	-24.42

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-03-01）
Q3 西部地区压力加大，韩国保持亮眼表现——百威亚太（1876.HK）2024 年三季度点评（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）

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	6,283	6,471	6,646
营业成本	-3,403	-3,099	-3,108	-3,194	-3,275
营业毛利	3,453	3,147	3,175	3,277	3,371
销售费用	-1,201	-1,129	-1,131	-1,158	-1,183
行政费用	-470	-477	-471	-479	-485
其他收益净额	107	115	115	115	115
经销开支	-520	-496	-490	-498	-505
EBITDA	2,056	1,839	1,882	1,946	2,006
折旧及摊销	-687	-679	-684	-689	-693
扣非前 EBIT	1,369	1,160	1,197	1,256	1,313
非经常性项目	-80	-62	-62	-62	-62
扣非后 EBIT	1,289	1,098	1,135	1,194	1,251
财务开支净额	10	31	31	36	43
应占联营及合营公司损益	28	31	34	40	45
EBT	1,327	1,160	1,200	1,270	1,338
所得税	-447	-410	-424	-449	-473
净利润 (含少数股东损益)	880	750	776	821	865
净利润 (不含少数股东损益)	852	726	752	797	841
EPS (美元)	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06

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	1,557	1,502	1,667
净利润	880	750	776	821	865
折旧摊销及减值	654	647	584	589	593
营运资本变化	137	-333	94	-19	90
其他非现金调整	140	70	103	111	118
投资活动现金流	-447	-409	-457	-436	-414
资本性支出	-498	-379	-454	-436	-414
其他投资活动产生的现金	51	-30	-3	-	-
融资活动现金流	-621	-903	-830	-780	-818
偿还借款	-56	-192	-91	-	-
债务增加	84	47	7	7	8
支付股利	-529	-730	-777	-824	-869
其他融资活动产生的现金	-120	-28	31	36	43
净现金流	743	-178	270	286	434

资产负债表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产:	4,259	3,832	4,320	4,444	5,094
现金及现金等价物	3,141	2,867	3,137	3,422	3,857
存货	444	376	475	400	497
贸易及其他应收款项	609	496	616	529	647
其他流动资产	65	93	93	93	93
非流动资产:	11,975	10,946	10,956	10,803	10,624
固定资产/PP&E	2,986	2,585	2,461	2,299	2,111
无形资产	8,007	7,401	7,535	7,544	7,553
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	15,277	15,247	15,718
流动负债:	4,649	3,933	4,283	4,247	4,711
贸易及其他应付款项	2,638	2,228	2,541	2,360	2,665
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	4,897	4,870	5,345
股本	6,442	6,442	6,442	6,442	6,442
储备	4,671	4,698	3,858	3,831	3,803
股东权益合计(不含少数股东权益)	10,785	10,184	10,300	10,273	10,245
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	10,380	10,377	10,373
负债及股东权益总计	16,234	14,778	15,277	15,247	15,718

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

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

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