

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

百威亚太 (1876 HK)

二季度业绩不及预期；销量下滑抵消均价提升

- 二季度业绩与我们预期基本一致，中韩市场销量下滑或低于市场预期
- 我们预计市场将下调盈利预测，逐步向我们预期靠拢
- 维持中性评级；目标价基于26年中期9.5倍EV/EBITDA估值

二季度业绩不及预期；现饮渠道策略失效

二季度业绩与我们预期基本一致，但由于包括中国和韩国在内的主要地区销量普遍萎缩，整体可能低于市场共识（在业绩公布前，我们的预测已较市场低 8% 以上）。尽管产品组合升级推动 ASP 小幅上涨，但不足以抵消销量下滑的影响。我们认为，百威亚太管理层已努力将业务引向正确方向（如 BEES 平台、核心+品牌等），但在中国的消费降级周期（价格和渠道双重影响）中，这些努力未能有效挽回公司作为高端品牌的市占率损失。自 2018 年以来，公司上半年平均贡献了全年净利润的 55% 以上，但 2025 年上半年净利润下降 24%，可能预示市场或将持续下调盈利预测，逐渐接近我们的预测。我们维持中性评级。

关键电话会议要点

- 百威亚太通过加速居家消费高端化，抵消了餐饮场所的疲软；二季度销量同比下降 7.4%，但居家市场份额上升，主要由高端及超级高端 SKU 推动，库存预计年底前恢复正常。
- 百威亚太推出针对性 SKU 创新和包装升级，例如哈尔滨市场面向 Z 世代推出“哈啤新一代”运动/嘻哈罐装设计，同时核心+品牌扩大包装种类、本地化配方，并提升液体/碳酸化口感。
- 韩国市场，尽管二季度出货节奏略有调整，整体销量保持稳定；ASP 受 2.9% 提价带动录得低单位数增长，高端化及创新产品线支撑利润率回升。

二季度财报要点

- 集团：销售收入下降 3.9% 至 16.75 亿美元（销量下降 6.2%，ASP 增长 2.4%）；标准化 EBITDA 下降 4.5% 至 4.98 亿美元；净利润 1.75 亿美元。
- 中国：尽管 ASP 增长 1.1%，销售收入和销量仍然分别下降 6.4% 和 7.4%；标准化 EBITDA 下降 4.0%，利润率提升 86 个基点。居家高端化市场份额增加，BEES B2B 平台已覆盖超过 320 个城市。
- 我们的预测保持不变，约比市场共识低 11-15%。

盈利变化、估值和风险

- 我们的预测保持不变，目标价基于更新后的 9.5 倍（之前为 10.2 倍）前瞻 26 年中期 EV/EBITDA，较 5 年均值低 1 个标准差。上行风险：25 年下半年销量强劲复苏；下行风险：新举措执行风险。

盈利预测及估值

截至 12 月 31 日 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,856	6,246	6,214	6,427	6,720
同比增长	5.8%	-8.9%	-0.5%	3.4%	4.6%
归属净利润	852	726	720	793	845
同比增长	-6.7%	-14.8%	-0.8%	10.0%	6.6%
经调整每股盈利 (美元)	0.06	0.05	0.05	0.06	0.06
P/E	16.7x	19.7x	19.8x	18.0x	16.9x
ROE	7.9%	7.1%	7.0%	7.7%	8.2%

资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测；股价截至2025年7月31日

黄铭谦

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

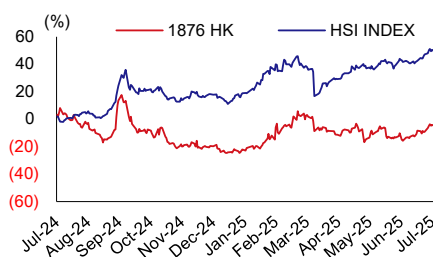
最新变动

销量普遍萎缩持续，市场或将持续下调盈利预测。维持中性评级。

中性

前次评级	中性
股价	8.4港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	8.7港元 (+4.7%)
前次目标价	9.5港元

股价表现



资料来源：彭博；股价截至 2025 年 7 月 31 日

%	1m	6m	12m
1876 HK	6.4	13.8	(13.1)
恒生指数	2.9	22.5	42.8

行业：消费

恒生指数 (2025/7/31) 24,773

国企指数 (2025/7/31) 8,883

重要数据

52周股价区间 (港元) 6.8 - 11.8

市值 (十亿港元) 109.4

日均成交量 (百万股) 18.6

每股净资产 (美元) 0.77

股东结构

英博百威 87.22%

总股数 (百万股) 13,196

自由流通量 12.78%

资料来源：彭博

分析师会议要点

中国区业务战略

- 百威亚太的中国区业务战略仍然集中于通过加速居家消费高端化和加强贸易执行来扭转餐饮渠道的疲软。二季度销量下降 7.4%，收入下降 6.4%，但居家渠道市场份额上升，高端及超高端 SKU 表现优于餐饮渠道占比。
- 严格的库存管理使库存天数低于行业水平，预计年底库存将恢复正常。
- 数字化方面，BEES B2B 平台现已覆盖中国超过 320 个城市，提升了批发商参与度和市场路径效率。

产品策略

- 为强化核心+产品组合并提升产品结构，百威亚太推出了一系列针对性 SKU 创新和包装升级。哈尔滨市场的“哈啤新一代”系列将体育与嘻哈元素结合，采用全息冰山风格罐装设计，精准定位 Z 世代消费者。
- 与此同时，中国核心+品牌扩大包装种类，推出本地化配方创新，并优化液体和碳酸口感。这些举措，加之韩国市场推出的夏季新品如 Cass Lemon Squeeze 7.0 及 HANMAC 特级顺滑生啤，共同推动公司向更高利润率品类转型。

韩国业务

- 韩国市场上半年销量持平，二季度因发货节奏调整出现高单位数下滑，但每百升收入因严格的收入管理实现低个位数增长。
- 核心品牌 2.9% 的提价，结合运营效率提升和持续高端化，为长期利润率复苏前景提供支撑。
- 商业动能进一步得益于强大的创新产品线，如 Castle Zero Zero、Castle Squeak 7.0% ABV 及限量版 Fresh Ice 系列，以及在餐饮和非餐饮渠道的持续营销投资。
- 持续的关税争议对财务影响不大。

股息政策

- 百威亚太的股息政策在保持具有竞争力的股息支付率与财务稳健之间保持平衡。截至 6 月 30 日，扣除一次性 5,300 万美元内部重组税费后，净现金仍达 24 亿美元。
- 百威亚太承诺保持至少 25% 的基本盈利股息支付比率，自上市以来每年增加绝对股息，最近派发每股 5.66 美元的股息。
- 管理层计划根据现金流生成和战略投资需求，维持或增加总股息。

二季度业绩关键数据

1. 关键财务数据:

- 有机销售收入为 16.75 亿美元, 同比下降 3.9%, 主要受中国市场疲软及韩国调整出货节奏影响, 销量同比下降 6.2% (至 23,887 千百升)。ASP 因持续的高端化转型同比上涨 2.4%。
- 毛利润为 8.68 亿美元, 同比下降 2.5%; 毛利率提升 31 个基点至 51.8%, 得益于大宗商品顺风和成本控制。
- 销售及行政费用比率为 32.0%, 同比下降 30 个基点, 反映了在品牌投资增加背景下严格的费用管理。
- 标准化 EBITDA 为 4.98 亿美元, 同比下降 4.5%, 利润率稳定在 29.7%, 同比下降 21 个基点。
- 报告净利润为 1.75 亿美元, 标准化净利润 2.39 亿美元, 同比下降 6.3%。

2. 区域表现亮点:

- 亚太西部: 尽管 ASP 同比增长 3.0%, 销量/收入仍然同比下降 5.6%/2.7%。标准化 EBITDA 同比上涨 1.4%, 利润率有所提升。
 - 中国: 尽管 ASP 同比增长 1.1%, 销量/收入仍然同比下降 7.4%/6.4%。标准化 EBITDA 同比下降 4.0%, 但利润率同比提升 86 个基点。居家高端化市场份额增加, BEES B2B 平台已覆盖超过 320 个城市。
 - 印度: 实现双位数百分比的销量和收入增长, 高端/超高端产品组合推动利润率显著改善。
- 亚太东部: 尽管 ASP 同比增长 2.2%, 销量/收入仍然同比下降 10.4%/8.4%。标准化 EBITDA 同比下降 26.5%, 利润率收缩。
 - 韩国: 受出货节奏影响, 销量出现高个位数百分比下降; 每百升收入实现低个位数增长。得益于成本效率和大宗商品顺风, 标准化 EBITDA 扩大, 餐饮及非餐饮渠道均表现优异。

3. 战略举措和品牌投资:

- BEES 平台持续扩展, 现已覆盖中国超过 320 个城市, 进一步深化客户互动。
- 百威推出国际足联俱乐部(FIFA Club)世界杯宣传活动, 结合罗纳尔多跨渠道激活; 哈尔滨市场推出“哈啤新一代”运动+嘻哈营销活动, 激发 Z 世代消费者热情。
- 中国居家渠道高端化加速: 高端及超高端 SKU 占比现已超过餐饮渠道。

图1: 盈利预测调整

USD mn	New			Previous			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	6,214	6,427	6,720	6,214	6,427	6,720	0.0%	0.0%	0.0%
Gross Profit	3,144	3,278	3,447	3,144	3,278	3,447	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA	1,753	1,874	1,988	1,753	1,874	1,988	0.0%	0.0%	0.0%
Net Profit	720	793	845	720	793	845	0.0%	0.0%	0.0%
GPM	50.6%	51.0%	51.3%	50.6%	51.0%	51.3%	0ppt	0ppt	0ppt
EBITDA Margin	28.2%	29.2%	29.6%	28.2%	29.2%	29.6%	0ppt	0ppt	0ppt
NPM	11.6%	12.3%	12.6%	11.6%	12.3%	12.6%	0ppt	0ppt	0ppt

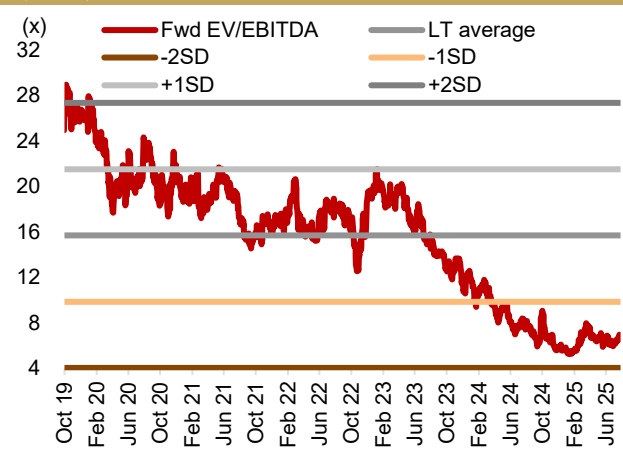
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图2: 招证国际对比一致预测

USD mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	6,214	6,427	6,720	6,194	6,445	6,679	0.3%	-0.3%	0.6%
Gross Profit	3,144	3,278	3,447	3,288	3,431	3,566	-4.4%	-4.5%	-3.3%
EBIT	1,089	1,178	1,260	1,121	1,232	1,314	-2.9%	-4.4%	-4.1%
Net Profit	720	793	845	760	839	898	-5.2%	-5.5%	-5.9%
GPM	50.6%	51.0%	51.3%	53.1%	53.2%	53.4%	-2.5ppt	-2.2ppt	-2.1ppt
EBIT Margin	17.5%	18.3%	18.7%	18.1%	19.1%	19.7%	-0.6ppt	-0.8ppt	-0.9ppt
NPM	11.6%	12.3%	12.6%	12.3%	13.0%	13.4%	-0.7ppt	-0.7ppt	-0.9ppt

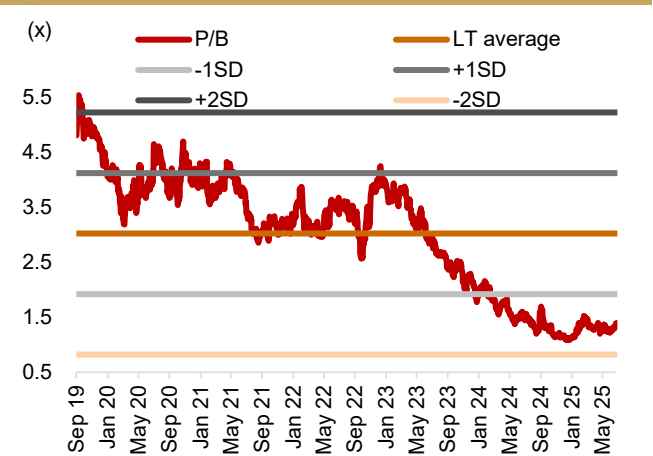
资料来源: 公司数据、Visible Alpha、招商证券(香港)预测

图3: 前瞻EV/EBITDA



资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

图4: 历史P/B



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

财务报表

资产负债表

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业, 厂房及设备	2,986	2,585	2,830	2,705	2,550
商誉	6,435	5,945	5,945	5,945	5,945
无形资产	1,572	1,456	1,587	1,592	1,596
于联营公司的投资	210	199	199	199	199
其他非流动性资产	772	761	761	761	761
非流动性资产总值	11,975	10,946	11,322	11,203	11,051
库存	444	376	336	345	359
贸易及其他应收账款	419	496	511	528	552
现金及现金等价物	3,141	2,867	2,486	2,625	2,825
其他流动性资产	255	93	93	93	93
流动性资产总值	4,259	3,832	3,426	3,591	3,829
资产总值	16,234	14,778	14,748	14,793	14,881
贸易及其他应付款项	1,997	2,228	2,103	2,114	2,152
短期贷款	237	136	136	136	136
委托包装及合约负债	1,456	1,306	1,306	1,306	1,306
其他流动性负债	959	263	263	263	263
流动负债	4,649	3,933	3,808	3,819	3,857
长期借款	97	68	68	68	68
其他非流动负债	638	537	638	638	638
非流动负债	735	605	706	706	706
总负债	5,384	4,538	4,514	4,525	4,563
股本	6,114	5,486	5,486	5,486	5,486
保留盈利	4,671	4,698	4,668	4,677	4,699
非控股权益	65	56	80	105	133
权益总额	10,850	10,240	10,234	10,269	10,318
权益与负债总额	16,234	14,778	14,748	14,793	14,881

现金流量表

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	852	726	720	793	845
财务成本	10	31	31	31	31
折旧与摊销	-634	-599	-584	-616	-648
营运资金变动	5	-117	-101	-15	0
已付所得税	-447	-410	-407	-421	-449
其他	2,025	1,503	1,354	1,648	1,742
经营活动现金流	1,811	1,134	1,014	1,419	1,521
资本支出	-498	-379	-497	-497	-497
出售资产	62	11	0	0	0
收购子公司	-8	-24	0	0	0
其他	-3	-17	-59	0	0
投资活动现金流	-447	-409	-556	-497	-497
已付股息	-529	-730	-750	-784	-823
股权融资	-85	0	0	0	0
债务融资 (偿还)	28	-	0	0	0
其他	-35	-89	-89	0	0
融资活动现金流	-621	-903	-839	-784	-823
净现金流	743	-178	-381	138	201

利润表

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,856	6,246	6,214	6,427	6,720
销售成本	-3,403	-3,099	-3,070	-3,149	-3,273
毛利	3,453	3,147	3,144	3,278	3,447
其他收入	107	115	116	116	119
经销费用	-520	-496	-493	-501	-517
销售及营销费用	-1,201	-1,129	-1,123	-1,144	-1,196
行政费用	-470	-477	-475	-491	-513
经营溢利	1,289	1,098	1,089	1,178	1,260
非经常性费用	-80	-62	-80	-80	-80
财务成本	10	31	31	31	31
应占联营及合营公司业绩	28	31	31	31	31
税前利润	1,327	1,160	1,151	1,240	1,322
所得税开支	-447	-410	-407	-421	-449
净利润	880	750	744	818	872
非控股权益	28	24	24	26	27
本公司拥有人应占利润	852	726	720	793	845
摊薄每股盈利 (美元)	0.06	0.05	0.05	0.06	0.06
每股股息 (美元)	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	5.8%	-8.9%	-0.5%	3.4%	4.6%
毛利	6.6%	-8.9%	-0.1%	4.2%	5.2%
经营利润	2.3%	-14.8%	-0.8%	8.1%	7.0%
净利润	-6.7%	-14.8%	-0.8%	10.0%	6.6%
利润率					
毛利润率	50.4%	50.4%	50.6%	51.0%	51.3%
经营利润率	18.8%	17.6%	17.5%	18.3%	18.7%
净利润率	12.4%	11.6%	11.6%	12.3%	12.6%
流动性					
应收账款天数	22.7	31.8	30.0	30.0	30.0
库存天数	47.6	44.3	40.0	40.0	40.0
应付账款天数	214.2	262.4	250.0	245.0	240.0
现金周转天数	-143.8	-186.3	-180.0	-175.0	-170.0
现金流与杠杆率					
自由现金流	1,313	755	517	922	1,024
净负债率	-25.9%	-26.0%	-22.3%	-23.6%	-25.4%
股息分配比率	82.0%	102.8%	108.8%	103.8%	102.3%
股息率	4.7%	5.1%	5.3%	5.6%	5.9%
回报分析					
ROE	7.9%	7.1%	7.0%	7.7%	8.2%
ROA	5.2%	4.9%	4.9%	5.4%	5.7%
估值倍数					
市盈率	16.7x	19.7x	19.8x	18.0x	16.9x
市净率	1.3x	1.4x	1.4x	1.4x	1.4x

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
增持	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
减持	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/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

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) 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