

公司報告

百威亞太 (1876 HK)

三季度表现疲软，前景不明朗

- 三季度业绩略低于我们预期；各区域表现强劲，但中国区销量下滑11%
- 中国市场复苏前景不清晰；市场共识仍然过于乐观
- 下调25-27 EBITDA预测5-7%；目标价基于26年中期7.0倍EV/EBITDA；维持中性评级

中国市场疲软影响复苏前景；维持中性评级

2025年三季度业绩略低于我们预期，收入/销量同比分别下降8.4%/8.6%，主要由于中国市场持续疲软（收入同比-15%）。即饮渠道表现疲弱，不利的品牌组合及推广投入增加，导致平均售价下降4.1%；正常化EBITDA同比下降17.4%，主因营运去杠杆化所影响。尽管管理层专注于高端化、非即饮渠道扩展及BEES数字化（目前已在中国超过320个城市上线）具有战略意义，但我们认为在需求低迷的环境下，这些举措落地尚需时间，短期内带来实质性好转的可能性有限。但另一方面，韩国市场（销售增长中单位数百分比）和印度市场（销售增长双位数百分比）提供了一定支持，但规模仍然过小，难以实质上抵消中国市场的拖累。因此，鉴于收入端持续疲软和营运去杠杆化的风险，即便是在基数较低的情况下，我们也认为市场对2026E收入/EBITDA增长4%/7%的共识预期过于乐观。我们维持中性评级，并继续认为中国市场复苏仍是估值重估的主要催化剂。

业务板块表现

- 亚太地区西部- 内生销售额同比下降12%，主要受销量和平均售价同比分别下降10%和2%影响。中国区销量/平均售价同比分别下滑11%/4%，归因于即饮渠道持续疲软、折扣幅度上升及不利的品牌结构，正常化EBITDA同样同比下滑12%。然而，印度凭借高端化持续推进及百威品牌的强劲表现，实现了双位数百分比的收入增长，在一定程度上缓解了亚太地区西部的压力。
- 亚太地区东部- 尽管销量下降1%，内生销售收入仍同比增长4%，主要受平均售价上升5%推动。韩国实现了中单位数百分比的收入增长及9%的EBITDA增长，EBITDA利润率同比提升138基点，得益于收入管理及中秋节期间的强劲运营。

盈利预期变化、估值与风险

- 我们将 2025-27E 年 BITDA 预测调降 5-7%，以反映三季度业绩表现，目前我们的预测较市场一致预期低 4-6%。
- 我们的目标价基于不变的 2026 年中期 7.0 倍 EV/EBITDA，仍低于其过去三年平均估值 1 个标准差。
- 上行风险：2025 年四季度销量强劲复苏；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	5,777	5,862	6,125
同比增长	5.8%	-8.9%	-7.5%	1.5%	4.5%
归母净利润	852	726	664	711	773
同比增长	-6.7%	-14.8%	-8.6%	7.2%	8.6%
经调整每股盈利 (美元)	0.06	0.05	0.05	0.05	0.06
EV/EBITDA (x)	8.8x	6.5x	7.2x	6.8x	7.9x
ROE	7.9%	7.1%	6.5%	7.0%	7.6%

资料来源：公司资料、招商證券 (香港) 预测；股价截至2025年10月30日

黄铭谦
+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

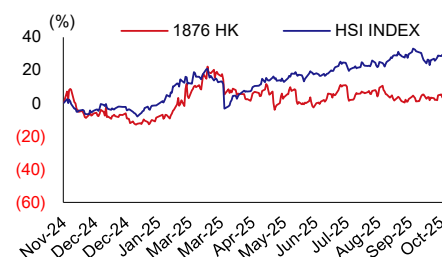
与市场的预期差

我们对2026/27年EBITDA的预测较市场一致预期低4-6%，因我们认为在销售持续疲软、营运去杠杆化的情况下，成本效率提升空间有限。

中性

前次评级	中性
股价	8.0港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	8.2港元 (+3.1%)
前次目标价	8.7港元

股价表现



资料来源：彭博；股价截至 2025 年 10 月 30 日

%	1m	6m	12m
1876 HK	(0.9)	0.0	(0.6)
恒生指数	(1.3)	20.0	27.8

行业：消费

恒生指数 (2025/10/30)	26,293
重要数据	
52周股价区间 (港元)	6.8 - 9.8
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	87.2%
总股数 (百万股)	13,196
自由流通量	12.7%

资料来源：彭博

分析师电话会问答要点

中国市场:

- 受品牌推广投入增加、非即饮市场渠道拓展以及库存管理过程中出现不利的品牌组合影响，中国市场三季度平均售价同比下降 4%。
- 目前非即饮渠道在公司结构中的占比略高于 50%（行业平均约为 60%）；公司正通过拓展经销网络和包装创新，持续努力缩小这一差距。
- 非即饮渠道中的高端及超高端细分市场表现优于即饮渠道。

韩国市场:

- 韩国市场的高端化战略推动了增长，时代（Stella Artois，已成为高端啤酒第一品牌）、百威黑金（Budweiser Magnum Creamy Draft），以及 Cass Zero 等无酒精产品均表现强劲。
- 在收入管理、创新举措和高端市场领先份额的推动下，利润率与平均售价均有所提升。
- 关税争议仍在持续，目前已计入总计 8,400 万美元的非基础支出，然潜在罚款预计影响有限。

印度市场:

- 三季度实现两位数收入增长及 EBITDA 利润率的强劲扩张，主要受益于高端产品及百威品牌表现优异。
- 监管变化（如啤酒销售点的增加）以及消费者趋于适度饮酒的趋势正在释放新的增长机会。

成本管理:

- 2025 年前九个月，单位销售成本同比下降 0.4%，受益于大宗商品价格利好及效率提升。
- 对冲政策维持不变，预计 2026 年将因铝价上涨及各国市场表现分化而面临一定逆风。

产品创新:

- 聚焦无酒精及低度酒产品，其中韩国市场（如 Cass Zero、风味啤酒）表现亮眼，印度新兴市场和中国细分领域亦取得进展。
- 创新产品如科罗娜全开盖罐装、百威黑金推动非即饮及高端消费场景增长。

运营展望:

- 存货无论从绝对值还是库存天数来看，均同比下降，反映自 2024 年末以来所采取的积极调整措施，以维持市场健康。
- 高端化、非即饮渠道拓展以及经销商与客户互 ~~互~~ **BEEFS** 等数字平台是公司实现长期增长的关键支柱。
- 尽管中国市场面临挑战，公司凭借品牌组合、创新管线，以及韩国和印度市场的强劲执行，为复苏和增长奠定了良好基础。

业绩一览

1. 核心财务指标:

- **收入:** 同比下降 8.4% 至 15.55 亿美元, 平均售价微增 0.1%, 得益于亚太东部和印度的收入管理举措。
- **毛利润:** 同比下降 7.6% 至 7.99 亿美元, 毛利率保持在 51.4%。
- **正常化 EBITDA:** 同比下降 6.9% 至 4.38 亿美元, EBITDA 利润率在成本效率提升及大宗商品利好推动下增加 46 基点至 28.2%。
- **归母净利润:** 同比下降 8.0% 至 1.85 亿美元, 反映收入端压力和营运去杠杆化影响。

2. 区域业绩要点:

中国:

- 销量下降 11.4%, 收入下滑 15.1%, 主要受即饮渠道持续疲软、库存管理以及不利的品牌结构影响。
- 非即饮渠道拓展取得进展, 该细分渠道的贡献进一步提升。
- 公司的 B2B 数字平台 BEES 已拓展至 320 多个城市, 提升了渠道覆盖和客户互动。

印度:

- 实现双位数百分比收入增长, 得益于高端化趋势强劲, 以及百威品牌市场表现优异。
- 高端及超高端产品组合的销量和收入均显著增长。

韩国:

- 销量保持稳定, 收入实现中单位数百分比增长, 受益于积极的品牌结构以及即饮和非即饮渠道的强劲运营。
- EBITDA 利润率大幅提升, 主要得益于收入管理举措、大宗商品价格利好及中秋节前市场营销投入增加。

3. 战略举措与品牌投资:

产品创新:

- 推出科罗娜全开盖罐装设计, 拓展其在非即饮消费场景中的覆盖。
- 推出一升灌装的百威黑金, 进一步巩固高端定位, 提升非即饮场景的渗透率。

市场营销投入:

- 加大商业投资, 包括与韩国足球协会 (KFA) 的合作以及奥运主题活动, 以增强品牌价值。
- 专注于在重点市场打造高端及超高端品牌组合。

数字化扩展:

- 持续推进在中国的 BEES 数字平台扩展, 目前覆盖超过 320 个城市, 优化客户互动并提升分销效率。

可持续发展与消费趋势:

- 借助印度和韩国的高端化趋势推动收入增长和利润提升, 同时在中国等疲弱市场提升运营效率并控制成本。

4. 关于 Oriental Brewery (OB) 的问题

海关审计索赔:

- 2023 年, OB 因一次海关审计索赔计提了 6,600 万美元的非基础支出。
- 在截止 2025 年 9 月 30 日止期间, OB 因持续海关审计索赔进一步计提了 1,800 万美元的非基础支出, 使相关非基础支出累计达到 8,400 万美元。
- OB 及共同被告, 包括其子公司 ZX Ventures 及高管, 已就相关指控进行抗辩。相关潜在罚款风险被认定对集团无重大影响。

员工指控:

- 与 2025 年二季度, 一名 OB 员工因涉嫌贪污、商业贿赂及与 2023 年审计申索所涵盖的进口麦芽相关的海关逃税被起诉。

- OB 以及其物流主管、首席执行官和其附属公司 ZX Ventures 也因涉嫌海关逃税指控作为共同被告被起诉。

对财务状况的影响：

- 上述指控和索赔已被归类为非基础项目，并已从常规财务业绩中剔除。

图1: 盈利预测调整

USD mn	New			Previous			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	5,777	5,862	6,125	6,214	6,427	6,720	-7.0%	-8.8%	-8.9%
Gross Profit	2,923	2,989	3,142	3,144	3,278	3,447	-7.0%	-8.8%	-8.9%
EBITDA	1,657	1,750	1,880	1,753	1,874	1,988	-5.5%	-6.6%	-5.4%
Net Profit	664	711	773	720	793	845	-7.9%	-10.2%	-8.6%
GPM	50.6%	51.0%	51.3%	50.6%	51.0%	51.3%	0ppt	0ppt	0ppt
EBITDA Margin	28.7%	29.9%	30.7%	28.2%	29.2%	29.6%	0.5ppt	0.7ppt	1.1ppt
NPM	11.5%	12.1%	12.6%	11.6%	12.3%	12.6%	-0.1ppt	-0.2ppt	0ppt

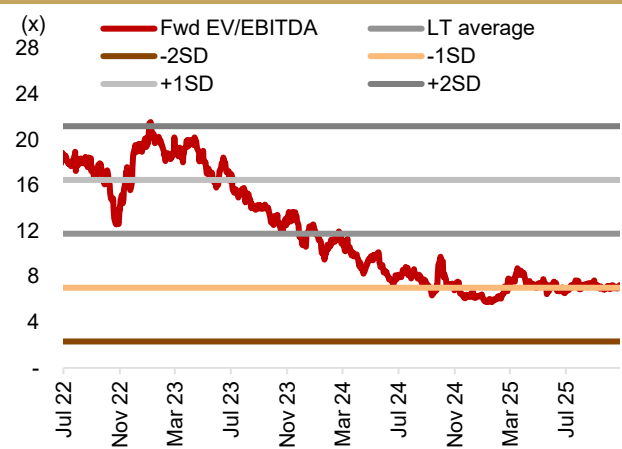
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

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	5,777	5,862	6,125	5,962	6,208	6,418	-3.1%	-5.6%	-4.6%
Gross Profit	2,923	2,989	3,142	3,012	3,163	3,294	-2.9%	-5.5%	-4.6%
EBITDA	1,657	1,750	1,880	1,728	1,865	1,953	-4.1%	-6.2%	-3.8%
Net Profit	664	711	773	682	788	849	-2.7%	-9.7%	-9.0%
GPM	50.6%	51.0%	51.3%	50.5%	51.0%	51.3%	0.1ppt	0ppt	0ppt
EBIT Margin	28.7%	29.9%	30.7%	29.0%	30.0%	30.4%	-0.3ppt	-0.2ppt	0.3ppt
NPM	11.5%	12.1%	12.6%	11.4%	12.7%	13.2%	0ppt	-0.6ppt	-0.6ppt

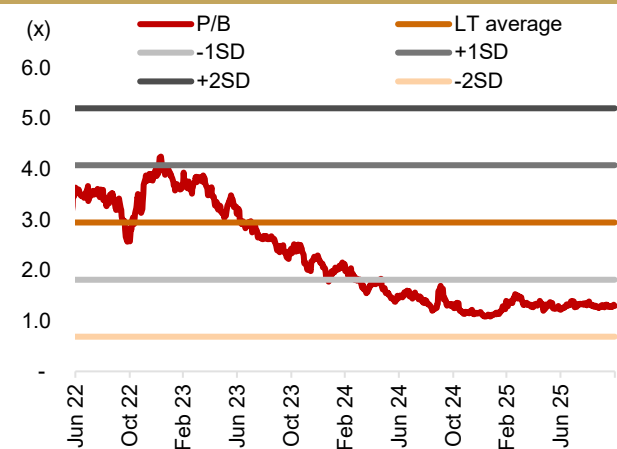
资料来源: 公司数据、Visible Alpha、招商证券 (香港) 预测

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	313	315	327
贸易及其他应收账款	419	496	475	482	503
现金及现金等价物	3,141	2,867	2,339	2,411	2,576
其他流动性资产	255	93	93	93	93
流动性资产总值	4,259	3,832	3,220	3,301	3,499
资产总值	16,234	14,778	14,542	14,503	14,551
贸易及其他应付款项	1,997	2,228	1,955	1,928	1,961
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	3,660	3,633	3,666
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	4,366	4,339	4,372
股本	6,114	5,486	5,486	5,486	5,486
保留盈利	4,671	4,698	4,612	4,576	4,565
非控股权益	65	56	78	102	127
权益总额	10,850	10,240	10,176	10,164	10,179
权益与负债总额	16,234	14,778	14,542	14,503	14,551

现金流量表

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	852	726	664	711	773
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	-189	-36	0
已付所得税	-447	-410	-389	-401	-435
其他	2,025	1,503	1,335	1,625	1,726
经营活动现金流	1,811	1,134	867	1,315	1,446
资本支出	-498	-379	-497	-497	-497
出售资产	62			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	-746	-784
股权融资	-85	0	0	0	0
债务融资 (偿还)	28	-84	0	0	0
其他	-35	-89	-89	0	0
融资活动现金流	-621	-903	-839	-746	-784
净现金流	743	-178	-528	72	165

利润表

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,856	6,246	5,777	5,862	6,125
销售成本	-3,403	-3,099	-2,854	-2,872	-2,983
毛利	3,453	3,147	2,923	2,989	3,142
其他收入	107	115	116	116	119
经销费用	-520	-496	-462	-469	-472
销售及营销费用	-1,201	-1,129	-1,063	-1,055	-1,090
行政费用	-470	-477	-441	-448	-468
经营溢利	1,289	1,098	1,013	1,074	1,171
非经常性费用	-80	-62	-60	-60	-60
财务成本	10	31	31	31	31
应占联营及合营公司业务	28	31	31	31	31
税前利润	1,327	1,160	1,075	1,136	1,233
所得税开支	-447	-410	-389	-401	-435
净利润	880	750	686	735	798
非控股权益	28	24	22	23	26
本公司拥有人应占利润	852	726	664	711	773
摊薄每股盈利 (美元)	0.06	0.05	0.05	0.05	0.06
每股股息 (美元)	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	5.8%	-8.9%	-7.5%	1.5%	4.5%
毛利	6.6%	-8.9%	-7.1%	2.3%	5.1%
经营利润	2.3%	-14.8%	-7.7%	6.0%	9.1%
净利润	-6.7%	-14.8%	-8.6%	7.2%	8.6%
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%	19.1%
净利润率	12.4%	11.6%	11.5%	12.1%	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	370	818	949
净负债率	-25.9%	-26.0%	-21.0%	-21.7%	-23.3%
股息分配比率	82.0%	102.8%	112.5%	110.2%	106.5%
股息率	5.0%	5.3%	5.3%	5.6%	5.9%
回报分析					
ROE	7.9%	7.1%	6.5%	7.0%	7.6%
ROA	5.2%	4.9%	4.6%	4.9%	5.3%
估值倍数					
EV/EBITDA	8.8x	6.5x	7.2x	6.8x	7.9x
P/B	1.3x	1.3x	1.3x	1.3x	1.3x

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>。

免责条款

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。

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