

公司研究

25 年业绩继续承压，分红金额保持平稳

——百威亚太（1876.HK）2025 年年报点评

增持（维持）

当前价：7.83 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

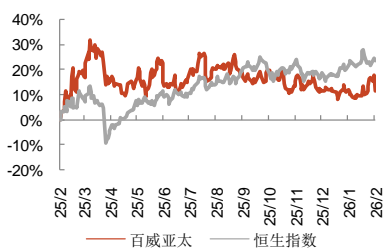
021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	132.43
总市值(亿港元)	1036.96
一年最低/最高(港元)	6.89/9.42
近3月换手率	6.15%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.23	-4.07	-11.81
绝对	-0.29	-3.57	11.87

资料来源：Wind

相关研报

整体销量承压，中国市场持续调整——百威亚太（1876.HK）2025 年三季度点评（2025-10-31）

销量继续承压，吨价已止跌回升——百威亚太（1876.HK）2025 年半年度业绩点评（2025-08-01）

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）

要点

事件：百威亚太 2025 年全年实现营收 57.64 亿美元，内生同比-6.1%；正常化 EBITDA 为 15.88 亿美元，内生同比-9.8%。其中，25Q4 实现营业收入 10.73 亿美元，内生同比-4.2%；正常化 EBITDA 为 1.67 亿美元，内生同比-24.7%。

25Q4 东部承压，西部市场分化显著，印度为增长亮点。拆分量价来看，1) 量：公司 2025 年全年/第四季度实现销量 796.58/135.18 万千升，内生同比-6.0%/-0.7%。2) 价：2025 年全年/第四季度每百升收入同比-0.2%/-3.5%。受成本端利好与营收承压综合影响，2025 年毛利率为 50.1%，同比+0.13pcts；正常化 EBITDA 盈利率为 27.6%，同比-1.13pcts。25 年公司拟分红 7.5 亿美元，与 24 年同比持平。

分地区看，1) 亚太地区西部：25Q4 销量内生同比+0.1%，收入及每百升收入则分别内生同比-5.6%/-5.7%，正常化 EBITDA 内生同比-40.0%。印度业务持续高增，2025 年全年高端及超高端产品组合占总营收超三分之二，贡献超 20% 收入增长，百威品牌增长领先行业，印度稳居百威品牌全球四大市场之一。2) 亚太地区东部：25Q4 收入内生同比-0.6%，其中销量内生同比-3.7%，每百升收入内生同比+3.2%，正常化 EBITDA 内生同比-5.9%。25Q4 韩国市场在即饮及非即饮渠道均跑赢疲弱行业市场，销量呈低单位数跌幅，在收入管理举措及有利品牌组合推动下，每百升收入低单位数增长、收入大致持平，正常化 EBITDA 低单位数增长并带动利润率扩张。

25Q4 中国地区业绩仍存压力，重振中国市场份额为 26 年发展核心。25Q4 中国市场销量内生同比-3.9%，主要系即饮渠道持续疲弱，叠加行业受农历新年发货安排较迟影响。公司加大渠道及产品组合扩张投资，25Q4 收入内生同比-11.4%，每百升收入内生同比-7.7%。2025 年全年来看，受即饮渠道人流及消费放缓影响，销量同比减少 8.6%，收入及每百升收入分别内生同比-11.3%/-3.0%；非即饮及 O2O 渠道布局取得进展，对销量及收入的贡献均有所提升，截至 25Q4 末 BEES 数字化平台覆盖超 320 个城市。公司持续推进高端化与渠道数字化策略，2025 年聚焦非即饮渠道高端化及 O2O 渠道渗透率提升，百威推出马年限定礼盒等创新产品，联动品牌大使及哔哩哔哩开展营销活动。24 年末起公司主动调整库存，25 年末库存水平低于上年同期和行业平均水平，为 26 年的健康发展打好基础。

26 年公司将重点重振中国市场份额：费用端将适度提高商业投入占净收入比例，聚焦核心及新兴渠道，通过运营提效与成本管控对冲利润率风险；渠道端持续推进非即饮渠道高端化，加快即时零售渠道布局并于夏季前完成落地，依托数字化平台扩大终端覆盖；产品端聚焦百威与哈尔滨啤酒等核心品牌，推广创新产品、升级包装规格，重点布局 8 元以上高增长价格带，同时兼顾区域品牌发展，丰富创新管线以满足多元需求。

盈利预测、估值与评级：考虑到中国及韩国市场啤酒需求较疲软，下调 2026-2027 年归母净利润预测分别至 6.21/6.80 亿美元（分别下调 9%/7%），引入 2028 年归母净利润预测为 7.29 亿美元，当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 21x/20x/18x，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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万美元)	6,246	5,764	5,952	6,114	6,269
营业收入增长率	-8.9%	-7.7%	3.3%	2.7%	2.5%
净利润 (百万美元)	726	489	621	680	729
净利润增长率	-14.8%	-32.7%	27.1%	9.5%	7.2%
EPS (美元)	0.055	0.037	0.047	0.051	0.055
EPS (元人民币)	0.38	0.26	0.33	0.36	0.38
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.1%	4.8%	6.3%	7.1%	7.9%
P/E	18	27	21	20	18
P/B	1.3	1.3	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 2026-02-12, 1USD=7.8146HKD

财务报表与盈利预测

利润表 (百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,246	5,764	5,952	6,114	6,269
营业成本	-3,099	-2,877	-2,963	-3,034	-3,105
营业毛利	3,147	2,887	2,989	3,079	3,164
销售费用	-1,129	-1,091	-1,133	-1,151	-1,168
行政费用	-477	-454	-445	-439	-437
其他收益净额	115	85	81	73	65
经销开支	-496	-441	-461	-471	-476
EBITDA	1,839	1,670	1,720	1,784	1,794
折旧及摊销	-679	-684	-689	-693	-646
扣非前 EBIT	1,160	986	1,031	1,091	1,148
非经常性项目	-62	-83	-75	-75	-75
扣非后 EBIT	1,098	903	956	1,016	1,073
财务开支净额	31	10	8	6	5
应占联营及合营公司损益	31	38	39	40	40
EBT	1,160	951	1,003	1,062	1,118
所得税	-410	-431	-351	-350	-358
净利润 (含少数股东损益)	750	520	652	711	760
净利润 (不含少数股东损益)	726	489	621	680	729
EPS (美元)	0.055	0.037	0.047	0.051	0.055

现金流量表 (百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,134	951	1,604	1,254	1,699
净利润	750	520	652	711	760
折旧摊销及减值	647	606	589	593	546
营运资本变化	-333	-242	246	-183	246
其他非现金调整	70	67	117	132	146
投资活动现金流	-409	-324	-439	-414	-387
资本性支出	-379	-307	-436	-414	-387
其他投资活动产生的现金	-30	-17	-3	-	-
融资活动现金流	-903	-738	-1,049	-1,032	-1,107
偿还借款	-192	-80	-110	-	-
债务增加	47	120	6	7	7
支付股利	-730	-773	-953	-1,044	-1,119
其他融资活动产生的现金	-28	-5	8	6	5
净现金流	-178	-111	116	-192	204

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万美元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产:	3,832	3,815	3,897	3,672	3,953
现金及现金等价物	2,867	2,828	2,831	2,639	2,844
存货	376	343	398	361	415
贸易及其他应收款项	496	505	529	533	556
其他流动资产	93	139	139	139	139
非流动资产:	10,946	10,958	10,918	10,739	10,580
固定资产/PP&E	2,585	2,379	2,217	2,029	1,861
无形资产	7,401	7,607	7,729	7,738	7,747
权益性投资	504	525	525	525	525
土地使用权	199	200	200	200	200
其他非流动资产	257	247	247	247	247
总资产	14,778	14,773	14,814	14,411	14,533
流动负债:	3,933	3,837	4,171	4,092	4,563
贸易及其他应付款项	2,228	2,111	2,435	2,220	2,543
短期借贷	136	217	217	217	217
其他借贷	1,397	1,322	1,333	1,467	1,613
其他流动负债	172	187	186	188	190
非流动负债:	605	608	616	625	634
长期借贷	68	60	66	73	80
其他非流动负债	537	548	550	552	554
经营性负债合计	4,538	4,445	4,787	4,716	5,197
股本	-	-	-	-	-
储备	4,698	5,192	9,930	9,567	9,177
股东权益合计(不含少数股东权益)	10,184	10,262	9,930	9,567	9,177
少数股东权益	56	66	97	128	159
股东权益合计(含少数股东权益)	10,240	10,328	10,027	9,695	9,336
负债及股东权益总计	14,778	14,773	14,814	14,411	14,533

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼