

深耕东南亚民生业务的多元投资平台

华泰研究

2026年4月16日 | 中国香港

首次覆盖

食品

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

6.74

首次覆盖第一太平并给予买入评级,采用分部估值法给予目标价 6.74 港币(对应 26 年 5.0xPE)。公司是一家聚焦东南亚民生需求、部分行业具备垄断地位的综合投资管理公司。公司采取多元化的投资组合策略,主营与民生紧密相关的消费性食品、电讯、基建及自然资源业务,25 年消费性食品业务收入/利润占比 73.1%/46.2%、基建业务收入/利润占比 26.9%/46.4%、电讯业务利润占比 19.6%。公司投资主要集中在印尼、新加坡、菲律宾等地,专注于在上述领域具备市场领导地位及较强现金流潜力的企业。跨行业、跨地区的多元化布局,使得集团有效分散了单一市场或单一行业的运营与政策风险,业绩韧性和抗周期性较强,现金流表现稳健。

展望未来:东南亚市场具备发展活力,公司各业务经营的可持续性公司核心资产集中于印尼、新加坡、菲律宾等东南亚新兴市场,25 年收入占比分别为 57.3%/13.7%/13.7%。东南亚区域年轻人口占比高、城镇化进程加速、中产阶级不断壮大,为消费升级和基础设施建设提供了发展动力。

1) 短期增长抓手:短期视角下,各子公司业务均有望稳健发展,Indofood 在稳固印尼本土市场的基础上,持续进行海外扩张;受益于区域基建投资加码/民生需求升级,MPIC 项目持续投产;PLDT 旗下数字金融业务有望增长。

2) 中长期经营持续性:东南亚的经济发展与人口红利之下,各国的公共基础设施各领域均面临系统性、长期性的增量需求;以方便面为代表的消费性食品具备穿越经济周期的业务稳健性,多元化业务结构有效实现风险分散。

3) 现金流与分红能力:此前在资本开支周期影响下,集团自由现金流呈现周期性波动,目前主要子公司(如 MPIC、PLDT 等)大规模资本开支周期已接近尾声,并逐步过渡至回报期,自由现金流有望改善,股息增长可期。截至 25 年末,公司的负债比例为 39.8%,同比-1.2pct,Indofood 与 MPIC 的负债对权益比率均有一定程度的下滑,公司主动压降债务规模,财务杠杆得到有效修复,为未来稳定分红和应对市场波动提供更充裕的缓冲空间。

我们与市场观点不同之处

我们认为市场对于第一太平的投资价值尚未认知充分,公司各业务板块均是经过长久时间验证的现金牛业务,其多元化业务布局是抵御区域风险的核心竞争优势。此外,随着核心子公司 MPIC 的资本开支暂告一段落,目前已转入回报期,集团的股息支付能力有望增强。我们建议重视第一太平作为高质量“现金流组合”的属性和正在稳步到来的股东回报提升周期。

盈利预测与估值

我们预测 26-28 年归母净利润为 7.3/7.9/8.4 亿美元,同比 +10.6%/+8.5%/+6.1%。我们采用分部估值法,将所有业务板块的归属价值加总,计算得第一太平的股权价值约为 54.7 亿美元(428.5 亿港元),考虑“控股公司折价”33%,对应目标市值 287.1 亿港元、目标价 6.74 港币。

风险提示:东南亚方便面行业竞争加剧,新兴市场运营与政策风险,汇率波动,商誉减值等。

吕若晨

研究员

SAC No. S0570525050002

lvruochen@htsc.com

SFC No. BEE828

+(86) 755 8249 2388

王可欣

研究员

SAC No. S0570524020001

SFC No. BVO215

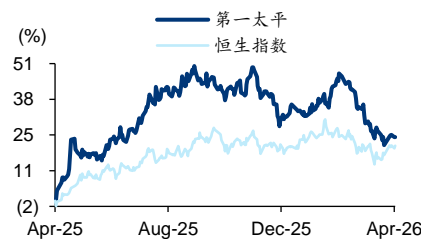
wangkexin019215@htsc.com

+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(港币 截至 4 月 14 日)	5.53
市值(港币百万)	23,570
6 个月平均日成交额(港币百万)	26.78
52 周价格范围(港币)	4.63-6.99

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	10,233	10,637	11,003	11,359
+/-%	1.74	3.95	3.44	3.24
归属母公司净利润(百万)	661.00	731.30	793.76	841.85
+/-%	10.11	10.63	8.54	6.06
EPS(最新摊薄)	0.16	0.17	0.19	0.20
ROE(%)	15.90	15.62	15.00	14.16
PE(倍)	4.55	4.11	3.79	3.57
PB(倍)	0.68	0.60	0.54	0.48
EV EBITDA(倍)	7.00	6.98	6.95	6.91
股息率(%)	4.81	5.32	5.77	6.12

资料来源:公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	10,057	10,233	10,637	11,003	11,359
销售成本	(6,403)	(6,503)	(6,749)	(6,970)	(7,184)
毛利润	3,654	3,730	3,888	4,033	4,174
销售及分销成本	(783.30)	(770.70)	(779.86)	(795.70)	(810.08)
管理费用	(635.10)	(651.30)	(687.66)	(722.32)	(734.33)
其他收入/支出	(277.10)	(2.80)	(2.80)	(2.80)	(2.80)
财务成本净额	(455.10)	(576.30)	(457.61)	(346.63)	(303.92)
应占联营公司利润及亏损	523.40	523.20	531.59	539.12	544.82
税前利润	2,027	2,252	2,491	2,704	2,868
税费开支	(423.80)	(471.10)	(521.20)	(565.72)	(599.99)
少数股东损益	(1,003)	(1,120)	(1,239)	(1,345)	(1,426)
归母净利润	600.30	661.00	731.30	793.76	841.85
折旧和摊销	(430.50)	(454.60)	(489.04)	(528.80)	(571.52)
EBITDA	2,913	3,283	3,438	3,580	3,744
EPS (美元, 基本)	0.14	0.16	0.17	0.19	0.20

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	1,319	1,346	1,420	1,437	1,508
应收账款和票据	107.30	105.10	115.69	112.70	123.08
现金及现金等价物	3,324	4,206	4,769	5,399	5,805
其他流动资产	1,985	2,041	2,041	2,041	2,041
总流动资产	6,736	7,699	8,346	8,990	9,477
固定资产	3,635	3,814	4,087	4,480	4,843
无形资产	7,265	7,980	8,683	9,373	10,052
其他长期资产	11,042	11,155	11,697	12,233	12,789
总长期资产	21,942	22,949	24,467	26,087	27,684
总资产	28,678	30,648	32,813	35,077	37,161
应付账款	1,931	2,072	2,082	2,208	2,214
短期借款	2,549	2,527	2,504	2,482	2,460
其他负债	513.70	740.10	592.08	473.66	378.93
总流动负债	4,993	5,338	5,178	5,164	5,053
长期债务	9,988	10,488	10,988	11,288	11,388
其他长期债务	1,767	1,698	1,698	1,698	1,698
总长期负债	11,755	12,186	12,686	12,986	13,086
股本	42.60	42.60	42.60	42.60	42.60
储备/其他项目	3,884	4,346	4,933	5,567	6,235
股东权益	3,926	4,389	4,975	5,609	6,277
少数股东权益	8,004	8,735	9,974	11,319	12,745
总权益	11,930	13,124	14,949	16,928	19,022

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	5.01	4.55	4.11	3.79	3.57
PB	0.77	0.68	0.60	0.54	0.48
EV EBITDA	7.73	7.00	6.98	6.95	6.91
股息率 (%)	4.43	4.81	5.32	5.77	6.12
自由现金流收益率 (%)	31.51	47.16	41.14	47.88	46.27

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	2,913	3,283	3,438	3,580	3,744
融资成本	455.10	576.30	457.61	346.63	303.92
营运资本变动	(104.30)	116.20	(73.98)	111.87	(75.23)
税费	(423.80)	(471.10)	(521.20)	(565.72)	(599.99)
其他	(1,093)	(1,756)	(1,137)	(1,004)	(943.48)
经营活动现金流	1,747	1,748	2,163	2,468	2,429
CAPEX	(1,341)	(1,389)	(1,510)	(1,613)	(1,613)
其他投资活动	(291.70)	291.50	(10.59)	2.99	(10.38)
投资活动现金流	(1,633)	(1,097)	(1,520)	(1,610)	(1,623)
债务增加量	924.80	477.80	477.80	277.80	77.80
权益增加量	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(119.00)	(133.20)	(144.60)	(159.98)	(173.64)
其他融资活动现金流	(339.10)	(69.50)	(457.61)	(346.63)	(303.92)
融资活动现金流	466.90	275.10	(124.41)	(228.80)	(399.76)
现金变动	580.40	926.40	518.83	629.88	406.01
年初现金	2,846	3,324	4,251	4,769	5,399
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	3,324	4,251	4,769	5,399	5,805

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	(4.31)	1.74	3.95	3.44	3.24
毛利润	8.29	2.07	4.23	3.72	3.52
营业利润	2.51	17.68	4.88	3.90	4.60
净利润	19.77	10.11	10.63	8.54	6.06
EPS	19.77	10.11	10.63	8.54	6.06
盈利能力比率 (%)					
毛利率	36.34	36.45	36.55	36.65	36.75
EBITDA	28.96	32.08	32.32	32.54	32.96
净利率	5.97	6.46	6.88	7.21	7.41
ROE	15.77	15.90	15.62	15.00	14.16
ROA	2.14	2.23	2.30	2.34	2.33
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	234.63	200.69	175.31	149.22	128.11
流动比率	1.35	1.44	1.61	1.74	1.88
速动比率	1.08	1.19	1.34	1.46	1.58
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.36	0.34	0.34	0.32	0.31
应收账款周转天数	4.04	3.74	3.74	3.74	3.74
应付账款周转天数	105.29	110.79	110.79	110.79	110.79
存货周转天数	67.66	73.78	73.78	73.78	73.78
现金转换周期	(33.59)	(33.27)	(33.27)	(33.27)	(33.27)
每股指标 (美元)					
EPS	0.14	0.16	0.17	0.19	0.20
每股净资产	0.92	1.03	1.17	1.32	1.47

正文目录

投资要点	6
复盘过去：业务结构多元化，扎根印尼，拓展海外	7
消费性食品：Indofood 是印尼食品行业龙头，增势强劲	10
聚焦印尼：Indomie 是印尼最受欢迎的方便面品牌	13
走出印尼：海外业务提速，中东及非洲市场收入占比提升	15
基础设施建设：聚焦东南亚基建行业，近五年盈利能力持续提升	16
电讯业务：用户基础稳固，Maya 实现扭亏	19
自然资源：聚焦金铜研发，矿场产能有望提升	21
展望未来：东南亚市场具备发展活力，稳健前行，持续分红	22
印度尼西亚：方便面行业解读	23
追溯：城镇化进程加速&食品消费占比较高共促行业发展	23
解读：行业发展趋于成熟，Indofood 有望持续领跑	24
菲律宾：基建与电讯行业解读	25
新加坡：发电行业解读	26
经营的可持续性较强，分红能力稳健	28
盈利预测与估值	31
风险提示	34

图表目录

图表 1：公司四大业务分布	7
图表 2：公司营业收入拆分（百万美元）	8
图表 3：公司经营性溢利拆分（百万美元）	8
图表 4：公司发展历程	8
图表 5：公司营业收入	9
图表 6：公司归母净利润	9
图表 7：公司收盘价及 PE-TTM 复盘	9
图表 8：公司股息率 TTM 复盘	9
图表 9：第一太平公司股权结构（截至 25 年 12 月 31 日）	10
图表 10：公司核心管理层履历	10
图表 11：Indofood 数据梳理	11
图表 12：Indofood 公司发展历程	11
图表 13：Indofood 分业务收入情况（亿美元）	12
图表 14：Indofood 业务主体	12
图表 15：Indofood 已实现全产业链覆盖	13
图表 16：棕榈油期货价格变化情况	13
图表 17：Indomie 发展历程	13

图表 18: Indomie 产品矩阵.....	14
图表 19: 印尼消费者人群划分及主要对应的食品品牌.....	14
图表 20: Indomie 核心竞争优势.....	15
图表 21: Indofood 印尼收入与印尼以外市场收入情况.....	16
图表 22: Indofood 印尼以外市场收入拆分情况.....	16
图表 23: MPIC 业务分布 (截至 25 年末)	16
图表 24: MPIC 数据梳理.....	17
图表 25: Meralco 的收入及核心溢利.....	18
图表 26: PLP 的收入及核心溢利.....	18
图表 27: MPTC 的收入及核心溢利.....	18
图表 28: Maynilad Water 的收入及核心溢利.....	18
图表 29: 第一太平基建业务各业务条线合同到期年份梳理.....	19
图表 30: PLDT 数据梳理.....	20
图表 31: 电讯业务的业务方向.....	20
图表 32: Maya 不仅是一个钱包.....	21
图表 33: 自然资源业务的营运收入及核心溢利 (百万美元)	21
图表 34: 25 年末公司矿产业务的股权结构图.....	21
图表 35: 印尼、菲律宾、新加坡的人均 GDP 与失业率.....	22
图表 36: 19-24 年东南亚地区食品加工市场规模.....	22
图表 37: 东南亚食品加工主要企业.....	22
图表 38: 印尼 GDP 总量及增速.....	23
图表 39: 印尼人口结构 (25 年 6 月数据)	23
图表 40: 印尼方便面行业规模.....	24
图表 41: 印尼的城镇化率从 00 年的 42.0% 提升至 24 年的 59.2%.....	24
图表 42: 印尼方便面行业竞争格局.....	24
图表 43: 印尼方便面企业 Indofood 和 Wings 的代表产品和售价对比.....	25
图表 44: 菲律宾 GDP 总量及增速.....	26
图表 45: 菲律宾人口总量及增速.....	26
图表 46: 菲律宾平均每日车辆驶入量 (辆)	26
图表 47: 2000-2022 年菲律宾移动蜂窝网络订阅数 (个)	26
图表 48: 新加坡 GDP 总量及增速.....	27
图表 49: 新加坡年中人口数量及增速.....	27
图表 50: 新加坡电力需求情况.....	27
图表 51: 新加坡液化天然气 (LNG) 需求情况.....	27
图表 52: 影响公用事业产业趋势的重要变量.....	28
图表 53: 公司现金流及股息收入情况.....	29
图表 54: 第一太平负债比例变化情况.....	29
图表 55: 25 年年底公司债务净额及负债对权益比率.....	30
图表 56: 第一太平收入预测拆分 (单位: 百万美元)	31
图表 57: 第一太平经常性溢利预测拆分 (单位: 百万美元)	32



图表 58: 第一太平毛利率&费用率预测明细 (单位: 百万美元)	32
图表 59: 第一太平分部估值预测明细.....	33
图表 60: 可比公司估值表.....	34
图表 61: 第一太平 PE-Bands	34
图表 62: 第一太平 PB-Bands	34

投资要点

第一太平是一家独特的、深度根植于东南亚民生经济体的多元化投资控股平台，其核心投资逻辑在于通过控股或参股消费性食品、基建、电讯、自然资源等领域的市场领导者，构建了一个需求偏刚性、现金流稳定且具备增长潜力的业务组合。在当前东南亚基础设施建设需求旺盛的背景下，公司不仅受益于各子公司的内生增长，更因其多元化布局而展现出卓越的抗风险能力和业绩韧性。我们认为，随着主要子公司资本开支高峰期结束，公司自由现金流的稳健性与股息回报能力有望持续提升。

业务结构多元：消费性食品、基建、电讯等业务需求偏刚性

公司业务聚焦于消费性食品 (Indofood)、基建 (MPIC & PLP) 等，25 年收入占比分别为 73.1%/26.9%，经常性溢利贡献占比分别为 46.2%/46.4% (另外电讯业务亦有少量经营性溢利贡献)。公司各业务板块均处于各自市场前列，且所选业务板块的需求受经济周期的影响较小，整体需求偏刚性。

1) 消费性食品：公司旗下的营多面 (Indomie) 2025 年在印尼方便面市场的市占率为 70.4% (据欧睿)。Indofood 的竞争优势在于通过全产业链整合 (如自有棕榈油工厂 & Bogasari 掌控面粉生产的垄断权) 实现较高的性价比、以经典口味与快速创新构建产品护城河，凭借深度情感营销将品牌融入国民记忆，并依托深度下沉的全渠道体系实现对印尼市场的“无缝”覆盖。

2) 基础建设：公司基建业务涵盖电力、收费道路、水务、医疗等领域，主要由 MPIC 和 PLP 等公司协同负责。MPIC 的核心优势在于依托政府特许经营权，在菲律宾能源、交通、水务等领域构建了准垄断性的基础设施网络，从而获得稳定且可预期的现金流。MPIC 的基本面自 2021 年起持续向好，盈利能力提升主要得益于庞大的刚性市场需求以及政府长期基建政策的强力支持。展望未来，受益于菲律宾在能源转型、PPP 项目推进及水资源处理等方面的迫切需求，公司三大业务板块仍具备增长空间。

3) 电讯业务：PLDT 作为菲律宾领先的电讯运营商，旗下核心子公司包括负责移动通信的 Smart、专注 ICT (信息通信技术一站式服务) 解决方案的 ePLDT 及金融科技部门 Maya，通过光纤与 5G 网络建设稳固市场地位。25 年 Maya 金融科技部门扭亏为盈，后续有望贡献增长；子公司目标于 26 年或之前实现正的自由现金流，其中资本开支已过高峰水平。

区域增长引擎：坐拥东南亚人口与经济红利

公司核心资产集中于印尼、新加坡、菲律宾等东南亚新兴市场，25 年收入占比分别为 57.3%/13.7%/13.7%。东南亚区域年轻人口占比高、城镇化进程加速、中产阶级不断壮大，为消费升级和基础设施建设的进一步完善提供了发展动力，东南亚各国的公共基础设施各领域面临系统性、长期性的增量需求。Indofood 的印尼国内基本盘、MPIC 在政府 PPP 项目下的新合同获取、PLDT 数据与金融科技业务的增长，均直接受益于这一宏观趋势，公司通过其投资组合深度参与并分享东南亚市场的增长红利。

持续分红能力：经营的可持续性带来稳健的现金流表现与较强的分红能力

消费性食品、基础建设、电讯业务等多元化的业务结构使得集团即使在宏观经济波动期也能获得持续稳定的现金流，为股息分配和再投资提供坚实的基础。此前 MPIC、PLDT 等子公司为抢占市场份额或升级网络投入了大量资本开支，具体来看，公司大额资本开支主要集中在 MPIC，过去几年已集中投放，目前进入收获期；据公司投资者简介，预计 PLDT 的资本开支 25 年及之后有望进入下降通道；FPM/PLP 新增氢能项目，预计阶段性资本开支会有所提升。我们预计集团整体自由现金流有望增强，从而为增加股息支付创造空间。

我们与市场观点不同之处：我们认为市场对于第一太平的投资价值尚未认知充分，业务结构的多元化是第一太平的核心优势所在，其各业务板块并非随意拼凑，而是经过精挑细选，集中于具有持久竞争优势和高准入壁垒的民生必需品领域，这种组合有效平滑了单一行业或国家的波动风险。此外，随着核心子公司 MPIC 的资本开支暂告一段落、目前已转入回报期，集团的股息支付能力有望增强。我们建议重视第一太平作为高质量“现金流组合”的属性和正在稳步到来的股东回报提升周期。

复盘过去：业务结构多元化，扎根印尼，拓展海外

通过四大分部运营，业务重心聚焦在亚洲市场。分业务看，公司主要经营食品、电讯、基建及自然资源四大业务板块，25年的资产价值分别为17.8/12.1/18.9/5.8亿美元，占资产总值的34%/23%/33%/11%。其中消费性食品业务依托于PT Indofood Sukses Makmur Tbk及其子公司ICBP，负责生产和销售各类食品，Indofood构建了四大业务板块，覆盖方便面、乳制品、休闲食品、食品调味料等多个高频消费品类，25年Indofood旗舰品牌Indomie占据了印尼方便面市场超过70%的份额；基建分部通过MPIC和PLP等公司从事基建投资管理，主营业务包括供电，供水，营运收费道路、医院集团、铁路以及发电厂等；电讯分部通过PLDT从事提供电讯服务；天然资源分部通过Philex Mining Corporation从事金属采矿业务，生产黄金、铜及银。此外，公司还从事综合蔗糖及乙醇业务。截至25年12月31日，公司持有Indofood 50.1%的股权、MPIC 49.9%的股权、PLDT 25.6%的股权和Philex mining 31.2%的股权。分区域看，公司目前主要投资集中在印尼、新加坡、菲律宾等亚太地区，25年收入占比为57.3%/13.7%/13.7%。

图表1：公司四大业务分布

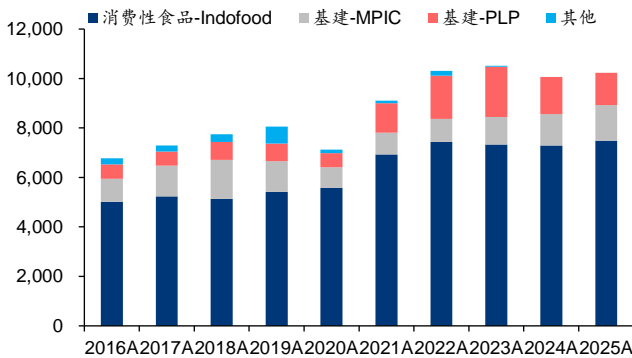


资料来源：公司公告，华泰研究

收入端看：公司主要收入来源为食品业务（Indofood）和基建业务（MPIC & PLP）。Indofood公司的收入从2016年的50.1亿美元（合356.6亿人民币）增长至2025年的74.8亿美元（合516.3亿人民币），期间CAGR为4.6%。Indofood主营方便面等消费性食品，为母公司持续提供稳定增长的收入来源；MPIC公司的收入从2016年的7.6亿美元（合54.1亿人民币）增长至2025年的14.5亿美元（合99.8亿人民币），期间CAGR为4.9%，PLP公司的收入从2016年的5.8亿美元（合39.5亿人民币）增长至2024年的13.0亿美元（合89.8亿人民币），期间CAGR为9.5%，两家公司共同在基建领域为公司整体业务的增长提供另一支持。

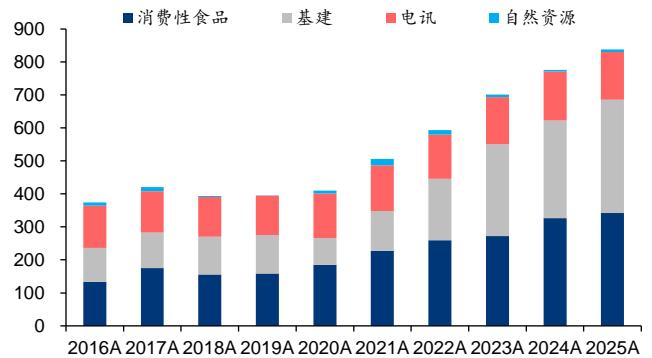
利润端看：2025年公司各业务板块对经常性溢利的贡献情况如下：食品业务（Indofood）贡献占比46.2%，基建业务（MPIC & PLP）贡献占比46.4%，电讯业务（PLDT）贡献占比19.6%，天然资源业务（Philex mining）贡献占比1.0%，以上贡献占比为对应业务溢利与对应基数的比值。1）食品业务：经常性溢利从2016年的1.3亿美元（合9.3亿人民币）增长至2025年的3.4亿美元（合23.6亿人民币），期间CAGR为11.0%，作为核心业务之一，消费性食品为公司整体经营溢利提供了重要且稳定的支撑，其中子公司Indofood主营方便面业务，是公司收入&利润的主要来源之一；2）基建业务：经营溢利于2020年后大幅上升，2025年占整体经营溢利的46.4%，21-25年CAGR为33.1%，与消费性食品业务共同成为后期拉动公司经营溢利增长的核心板块；3）电讯业务：经营溢利从2016年的1.3亿美元（合8.8亿人民币）增长至2025年的1.5亿美元（合10.0亿人民币），期间CAGR为1.4%，经营溢利稳步增长但增速相对平缓；4）天然资源业务：经营溢利规模较小且整体呈下降趋势，2025年仅贡献740万美元（合5105.3万人民币），对公司整体作用有限。

图表2：公司营业收入拆分（百万美元）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：公司经营性溢利拆分（百万美元）



资料来源：公司公告，华泰研究

纵向追溯来看，公司发展历程主要可以分为以下阶段：

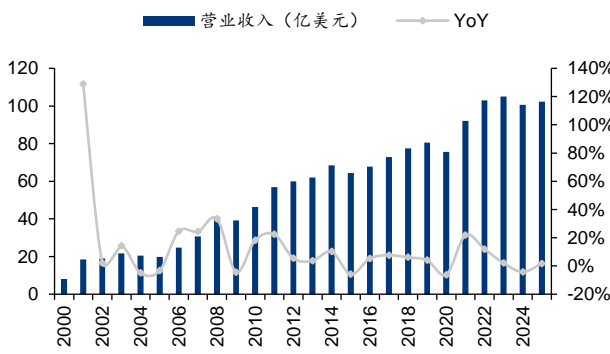
- 1) 起步期 (1981-1997 年)：**1981 年第一太平的前身第一太平财务有限公司在香港成立，随后几年连续收购美国 Hibernia 银行、荷兰 Hagemeyer 等企业，快速搭起跨境业务平台；公司成立初期投资于金融服务及银行业务，并不断拓展多元化业务范畴，1988 年在香港交易所上市，完成原始积累；
- 2) 转型期 (1998-2005 年)：**亚洲金融危机触发集团战略转向，退出欧美非核心资产，回笼现金，把资源集中于东南亚；1998-2000 年公司连续收购菲律宾电讯公司 PLDT 股权与巩固印尼食品公司 Indofood 的控股地位，奠定“电讯+食品”两项收入增长引擎；随后 PLDT 于 2000 年收购 Smart（菲律宾最大的智能通信公司之一）100% 股权，2019 年之前菲律宾电讯市场由 PLDT 与 Globe 形成双头垄断格局；
- 3) 成长期 (2006-2011 年)：**此阶段公司迅速扩张并多次收购各板块龙头公司，2006 年将菲律宾的基建公司(MPIC)重新上市，随后五年通过 MPIC 陆续控股 Maynilad 供水、Meralco 配电及 MPTC 收费公路，拓展基建业务；2011 年公司将自然资源业务分拆上市，至此，公司形成了以“食品+电讯+基建+天然资源”为核心的事业蓝图，公司营收从 2006 年的 24.7 亿美元增长至 2011 年的 46.4 亿美元，对应期间 CAGR 为 18.1%，公司归母净利从 2006 年的 1.6 亿美元增长至 2011 年的 6.0 亿美元，对应期间 CAGR 为 29.6%；
- 4) 成熟期 (2012 年至今)：**2012 年公司依托已有的 PLDT、MPIC 等公司，不断进行对外投资以拓展四大业务的辐射范围。其中 Indofood 将产能拓展至非洲、中东等区域，积极寻找海外发展新机遇。公司营收从 2012 年的 59.9 亿美元增长至 2025 年的 102.3 亿美元，对应期间 CAGR 为 4.2%，公司归母净利从 2012 年的 3.5 亿美元增长至 2025 年的 6.6 亿美元，对应期间 CAGR 为 5.0%，盈利能力保持强韧。

图表4：公司发展历程



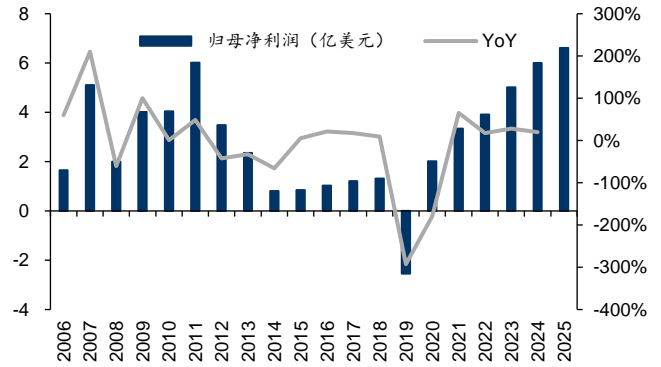
资料来源：公司官网，华泰研究

图表5：公司营业收入



注：2024年公司收入小幅下滑，主要受到大宗商品价格回调及汇率波动影响；
资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：公司归母净利润

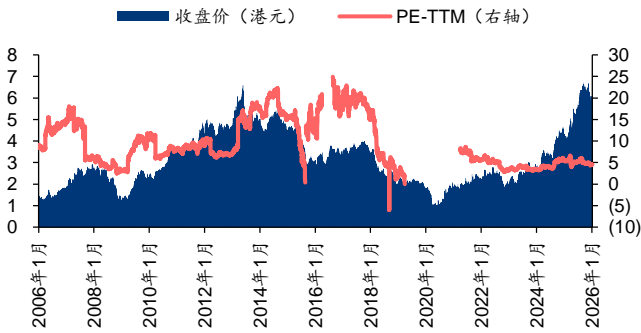


注：2019年公司归母净利润实现亏损主要系当年的非经营性亏损达5.5亿美元，同比+251%；

资料来源：公司公告，华泰研究

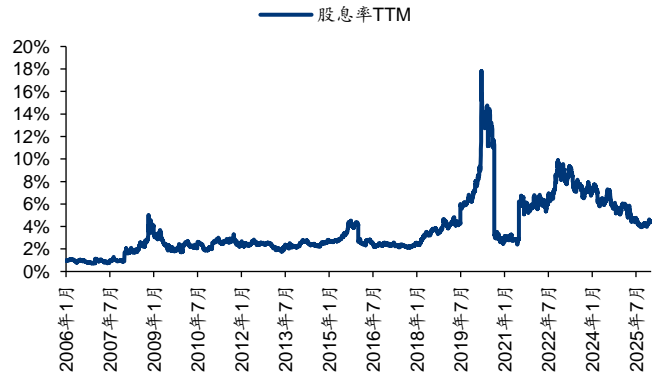
股价复盘：公司股价波动是基本面与宏观环境共同作用的结果，近年来PE估值的波动性减弱。在2008年金融危机前，公司股价持续上涨，此阶段公司营收、归母净利润均实现增长，2008年之前，公司的PE-TTM均值为12.0x，而后金融危机的爆发使得公司股价阶段性承压。09-13年基本面的回暖带动市场对公司的信心回升，公司估值逐步修复，PE-TTM由2009年初的3.0x上行至2013年末的18.1x。18-19年由于印尼盾及菲律宾披索大幅贬值，叠加2019年存在金额较大的非经营性亏损影响，公司PE估值有所下行。2019年后，得益于核心子公司稳健的经营表现以及公司积极优化的战略布局，股价转而上涨，此阶段公司PE-TTM估值基本保持平稳，对应均值为4.8x，PE估值的波动性较此前的发展阶段明显减弱。

图表7：公司收盘价及PE-TTM复盘



资料来源：Wind，华泰研究

图表8：公司股息率TTM复盘

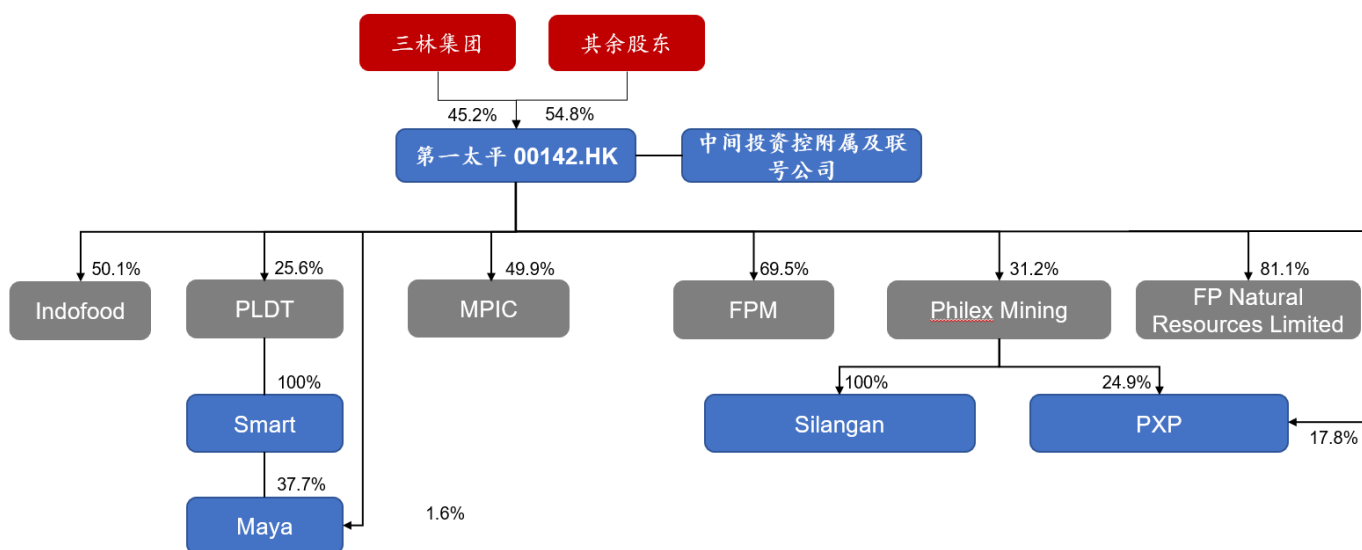


资料来源：Wind，华泰研究

股权结构：林氏家族控股，股权相对集中。公司控股股东为印尼著名的三林集团（前印尼首富林绍良的产业），现由林逢生（林绍良三子）领导。截至2025年12月31日，印尼三林集团及相关控股方持股45.2%，对公司决策起到主导作用，为公司发展提供稳定的大股东支持。其余股东合计持有54.8%的股份，保障了一定的市场流动性。

管理团队：职业经理人运营，关键高管交叉任职、稳定公司战略。公司管理团队成员大多具备金融、法律、运营等多个领域的丰富经验，在金融市场运作、企业并购整合及法律法规等方面展现出突出的专业能力；在性别、种族、专业背景、文化及教育经历等方面呈现多样化特征，增强了组织的包容性与适应性；关键高管的交叉任职有助于公司战略的持续性和稳定性，也促进了各子公司之间的协同合作，实现了更加系统化的运营管理。其中林逢生作为三林集团核心高管，1984年起担任执行总裁主持集团全面工作，同时担任多家相关公司董事职务，凭借丰富的行业经验与广阔的视野，为公司战略制定与业务拓展提供指引，是公司发展的灵魂人物。

图9：第一太平公司股权结构（截至 25 年 12 月 31 日）



注：据公司公告披露，截至 25 年 12 月 31 日，Indofood 其余 49.9% 为公众股东；PLDT 的拥有权划分为第一太平占比 26%、NTT DoCoMo 占比 21%、JG Summit 占比 11%、其他占比 42%；Philex 的经济权益划分为第一太平占比 46%、菲律宾 SSS 占比 17%、其他占比 37%；

资料来源：公司公告，华泰研究

图10：公司核心管理层履历

姓名	职务	入职时间	从业履历
林逢生	董事	1984年	三林集团总裁及行政总监；PT Indofood Sukses Makmur Tbk及PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk总裁董事及行政总监；并于多家公司担任董事。
彭泽仁	常务董事兼行政总监	1981年	马尼拉安德雷尔大学经济学学士学位与宾夕法尼亚大学工商管理硕士学位，曾在多机构任职，1981年创立第一太平；此后在第一太平及印尼、菲律宾多家企业担任重要职务，在多个领域企业中身兼数职。
吴汉邦	首席财务总监兼副董事	1988年	香港理工大学工商管理硕士及会计学文凭；2022年8月任首席财务总监；历任集团财务执行副总裁、集团司库、区域电讯部门财务主管；现任PT Indofood、Philex Mining、PXP Energy、Pacific Light Power等公司董事。
玛亦玲	副董事	2012年	1981成为菲律宾大律师，1989年成为Sycip Salazar Hernandez and Gatmaitan Law Offices 合伙人；现任PLDT、Maya Bank、Metro Pacific、Meralco PowerGen、Global Business Power、Pacific Light Power等公司董事。
任展弘	副董事兼首席可持续发展总裁	2010年	美国康涅狄格大学文学士，牛津大学硕士；曾任财经记者，1990年代创办并领导彭博于莫斯科分部五年；后加入第一太平。
域格荣	副董事	2013年	密歇根州立大学法律硕士，菲律宾综合律师协会会员；1982-2000年于SyCip Salazar Hernandez & Gatmaitan律师事务所合伙人；后加入第一太平。

资料来源：公司公告，华泰研究

消费性食品：Indofood 是印尼食品行业龙头，增势强劲

25 年 Indofood 对第一太平收入贡献 74.8 亿美元（20-25 年 CAGR 为 4.2%），利润贡献 3.4 亿美元（20-25 年 CAGR 为 11.2%），按照自身上市公司口径的 24 年毛利率为 34.7%（19-24 年均值为 33.3%），24 年归母净利率为 7.4%（19-24 年均值为 7.3%），整体盈利能力保持稳定。

图表11: Indofood 数据梳理

Indofood	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
收入/亿美元	58.9	60.8	75.3	81.2	80.1	72.9	74.8
YOY	-	3.3%	23.9%	7.7%	-1.3%	-9.0%	2.7%
核心溢利/亿美元	3.5	4.1	5.6	6.1	6.4	7.1	6.9
YOY	-	17.6%	38.3%	7.8%	5.9%	11.0%	11.0%
归属第一太平的核心溢利/亿美元	1.634	1.944	2.37	2.658	2.851	3.333	3.422
YOY	-	19.0%	21.9%	12.2%	7.3%	16.9%	16.9%
派息/百万美元	49.7	78.4	81.1	78.2	71.2	68.4	
YOY	-43.5%	57.8%	3.4%	-3.6%	-9.0%	-3.9%	
派息率/按美元	30.4%	40.3%	34.2%	29.4%	25.0%	20.5%	
派息/总股息收入	30.1%	41.3%	39.7%	34.6%	22.0%	22.4%	

注: Indofood 将在后续的年度股东大会上宣布其 25 年度股息;

资料来源: 公司公告, 华泰研究

我们将 Indofood 公司的发展历史归纳为以下三个阶段:

1) 奠基阶段 (1990-1999 年): 公司自 1994 年更名上市后, 以零食起家, 于 1995 年收购 Bogasari 面粉厂, 开启了整合供应链的序幕, 奠定了主食业务的根基;

2) 多元化阶段 (2000-2019 年): 此阶段集团通过收购、大举进入种植园/分销等领域, 2007-2011 年间, 公司成功将旗下的农业综合企业 (Indofood Agri Resources) 和品牌消费品 (Indofood CBP) 两大核心业务板块分拆上市, 形成了清晰的集团架构, 并着力于优化子公司的控制权, 推动 CBP 板块通过收购进入乳制品、饮料及包装水等新领域; 公司营收从 2010 年的 42.3 亿美元增长至 2019 年的 58.9 亿美元, 对应期间 CAGR 为 3.8%;

3) 全球化阶段 (2020 年至今): 2020 年收购 Pinehill 公司, Pinehill 公司主要从事制造及分销方便面业务, 其市场分布于沙特阿拉伯、尼日利亚、埃及、肯尼亚以及土耳其等非洲、中东及东南欧国家, 本次收购进一步实现了方便面业务的全球化扩张, 标志着公司从印尼本土巨头向国际化平台的转型。公司营收从 2020 年的 60.8 亿美元增长至 2025 年的 74.8 亿美元, 对应期间 CAGR 为 4.2%, 公司核心溢利从 2020 年的 4.1 亿美元增长至 2025 年的 6.9 亿美元, 对应期间 CAGR 为 11.2%。

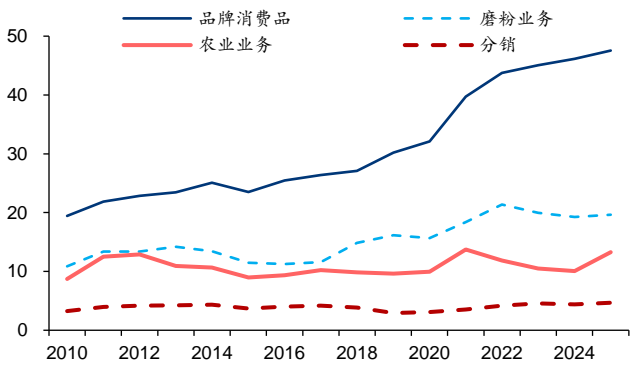
图表12: Indofood 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 华泰研究

Indofood 构建了四个业务板块, 覆盖上游农业种植、中游食品加工生产、下游分销与零售, 主要经营情况如下:

图表13: Indofood 分业务收入情况 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表14: Indofood 业务主体

业务板块	上市主体
控股公司	PT Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF)
品牌消费品	PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk
农业种植园 A	PT Salim Ivomas Pratama Tbk
农业种植园 B	PT Perusahaan Perkebunan London Sumatra Indonesia Tbk
农业种植园 C	Indofood Agri Resources Ltd.

资料来源: 公司公告, 华泰研究

1) 品牌消费品 (Indofood CBP): 该板块生产多种消费者品牌产品, 包括方便面 (含旗舰品牌 Indomie)、乳制品、休闲食品、食品调味料、营养和特色食品以及饮料。2025 年 CBP 板块收入达 47.6 亿美元, 10-25 年收入 CAGR 为 6.1%。CBP 板块整体发展状态良好, 收入&盈利能力逐步增强, 对公司整体发展提供核心支撑。

2) 磨粉业务: 主要生产小麦粉和意大利面, 业务运营由自己的航运和包装部门提供支持。2025 年磨粉业务收入为 19.6 亿美元, 10-25 年 CAGR 为 4.0%。业务发展过程中存在小幅波动, 但整体保持稳定态势。

3) 农业业务: 主要包括研发、种子培育、油棕种植和压榨以及品牌食用油、人造黄油和起酥油的生产与销售, 同时还种植和加工甘蔗、橡胶及其他农作物。2025 年农业业务收入为 13.3 亿美元, 10-24 年 CAGR 为 2.8%, 收入波动较为明显, 但盈利能力在 2024 年有较好的表现 (OPM 为 23.0%), 主因棕榈油价格反弹并维持优势, 印尼生物柴油需求增长与不利天气导致减产的双重因素推动印尼国内棕榈油价格达到 40 年来相对于豆油的最高溢价。

4) 分销: 凭借印尼最广泛的分销网络, 公司将 Indofood 及其子公司以及第三方生产的大部分消费品分销到市场。2025 年分销板块收入为 4.7 亿美元, 10-25 年 CAGR 为 2.4%。分销业务整体发展较为平稳, 2010 年以来, 盈利能力略有提升, 主要得益于渠道数字化提高了交易与运营效率及分销网络覆盖优化。

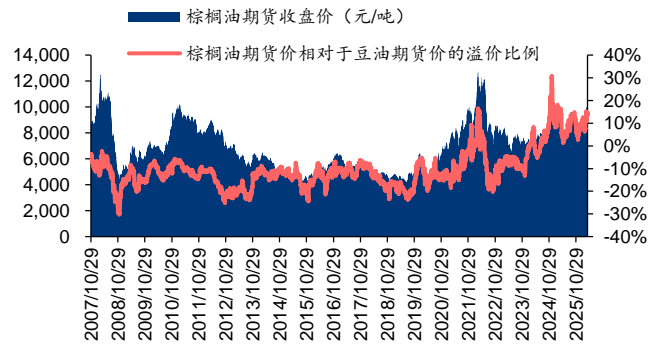
26 年以来, 受伊朗战争等因素影响, 棕榈油期货价已上涨至 9,568 元/吨 (截至 26 年 4 月 8 日), 环比 25 年末上涨 11.5%, 但棕榈油价格对于 Indofood 呈现出复杂的双重效应: 下游消费品业务因原料成本上升而承压, 上游农业业务则因毛棕榈油售价上涨而受益, 整体影响下, 棕榈油价格上涨对于 Indofood 的影响小于业务纯粹的下游食品公司, 且公司具备较强的提价能力以对冲成本压力。具体来看, 一方面, 棕榈油作为方便面的核心原料, 其价格上涨会直接挤压 CBP 部门的毛利率, 但由于 Indofood 在印尼方便面市场连续多年占据 70% 以上的主导地位, 叠加方便面作为低收入群体的刚性主食、需求弹性较低, 公司能够通过直接提价、隐性减量 (缩小包装) 及产品结构升级等多种方式向终端传导成本, Indofood 在 21-22 年棕榈油迅猛涨价期间已成功实施多次提价。另一方面, 上游 IndoAgri 的棕榈油种植业务直接受益于棕榈油价格上涨, 在一定程度上对冲了下游的利润压力, 使公司整体抗冲击能力优于业务纯粹的下游食品企业。综合判断之下, 我们认为 Indofood 已实现全产业链覆盖, 能够通过积极的定价管理及上下游业务的对冲机制, 有效应对棕榈油价格上涨带来的挑战。

图表15: Indofood 已实现全产业链覆盖



资料来源：公司公告，华泰研究

图表16: 棕榈油期货价格变化情况



资料来源：Wind，华泰研究

聚焦印尼: Indomie 是印尼最受欢迎的方便面品牌

营多面 (Indomie) 2025 年在印尼方便面市场的市占率为 70.4%，并已成为“全球最受欢迎的方便面品牌”和“东南亚及印度尼西亚最受欢迎的快速消费品品牌”。Indomie 自 1972 年成立，首款产品为鸡肉味方便面，1982 年公司进一步推出创新产品无汤干捞面 (Mi Goreng)，其灵感源自印尼传统炒面，快速赢得市场欢迎；随后公司推出多种地方特色口味产品，如西瓜哇省的 Mie Kocok (牛肉丸汤面)、西苏门答腊省的 Rendang (巴东牛肉) 等，不断扩充产品矩阵。如今，Indomie 已成为印尼家喻户晓的品牌，并占据该国方便面市场的主导地位 (据欧睿数据，2025 年 Indomie 的零售额市占率达 70.4%)。据凯度 2024 年数据，Indomie 已成为“全球最受欢迎的方便面品牌”和“东南亚及印度尼西亚最受欢迎的快速消费品品牌”。

图表17: Indomie 发展历程



资料来源：Indofood 公司官网，华泰研究

Indomie 产品品类丰富，价格略高于竞对产品，自身产品定价存在梯度设计。Indomie 方便面主要分为经典汤面和干捞面两个系列，主要以袋装的形式销售。与 Indomie 不同，其子品牌 Pop Mie 主要推出杯面，更强调产品的便携与即时性。由于 Indomie 是印尼最知名且悠久的方便面品牌，因此在杯装方便面的包装上，会同时标注 Indomie 和 Pop Mie 两个商标，起到信誉担保的作用。竞争层面，Indomie 在印尼面临来自后起之秀 Wings 的挑战。Indomie 袋装产品价格多在 4000Rp (约合人民币 1.7 元) 上下浮动，杯装产品则多在 5000~7000Rp (约合人民币 2.2~3.0 元) 区间。Wings 采取了典型的价格渗透策略，通过设定略低于 Indomie 的同品类产品价格，有效抢占价格敏感型用户的市场份额。Indomie 自身产品结构层面，袋装面与杯装面之间的价差，或归因于包装材料、生产工艺带来的单位成本。此外，历史悠久、需求稳定的基础款产品 (如鸡肉味) 得益于巨大的生产规模与成熟供应链，实现了成本优化，故而定价更为亲民，为 Indomie 的销售量提供基础性支持。

图表18: Indomie 产品矩阵



资料来源: Indofood 公司官网, Tokopedia, 华泰研究

Indofood 占据印尼方便面市场中最核心的客群，市场地位保持稳定。Indofood 作为印尼方便面的绝对龙头，深度扎根覆盖~2 亿消费者的大众市场，这也是印尼方便面行业最核心、最庞大的客群。Indofood 以“低价高品质”为核心策略，精准契合了当地最广泛消费群体的支付能力与口味偏好。在本地企业主导的大众市场中，Indofood 凭借强大的供应链和品牌认知度，持续巩固着自身的市场地位。

图表19: 印尼消费者人群划分及主要对应的食品品牌

市场层级	目标人群规模	策略重点	市场容量占比	典型企业 (方便面为例)
高端市场	~1000万人	聚焦溢价品牌	3.5%	日清、三养等外资及本土的Mayora
中端市场	5000-6000万人	平衡性价比	9%	
大众市场	~2亿人	本土企业主导，低价高品质	低端12.5%+中端75%	Indofood、Wings

资料来源: Indofood 公司官网, 华泰研究

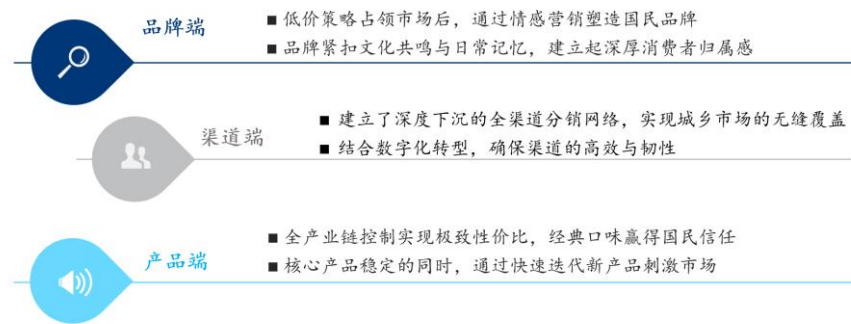
Indofood 的竞争优势主要体现在:

产品端看，Indomie 方便面依托经典的口味和极致的性价比策略，成功构筑了在印尼市场的产品力护城河。具体而言，其核心产品精准复刻印尼街头炒面的弹牙口感，并凭借甜酱油、调味油、干粉包、辣椒粉与炸葱粒组成的五重调料包，系统性呈现甜、咸、辣、香、脆等复合的味觉体验；同时，Indofood 通过全产业链整合（如自有棕榈油工厂& Bogasari 掌控面粉生产的垄断权）严控成本，使 80 克袋装产品出厂价低至约 0.85 元人民币，以超高的性价比牢牢占据大众市场。在此基础上，Indomie 通过“经典固本、新品引流”的产品矩阵持续强化竞争力：一方面，坚持经典口味数十年不变并严格遵守清真认证，稳固国民消费信任与情感联结；另一方面，Indofood 的新品开发周期仅 3-6 个月，推新速度快于行业平均水平，在有限的本地高端市场中保持创新活力，最终形成了以经典产品托底大众基本盘&以快速迭代应对细分需求“双轨并行”的产品体系。

品牌端看，Indofood 通过长期、精准的消费者培育与情感联结，成功将 Indomie 塑造为国民级品牌代表。Indofood 早期以牺牲利润的低价策略切入市场，迅速抢占份额并培养起广泛的消费习惯，随后凭借规模效应掌控定价权。在营销上，品牌不仅针对海外亚裔社区进行精准投放以维系文化纽带，更通过本土化宣传和多元化活动（如高中生广告词比赛等）深化互动与认同。更重要的是，Indomie 已深深融入印尼人的日常生活与集体记忆，通过持续的情感共鸣营销，建立起超越产品功能的情感护城河，童年味道的叙事和家庭温馨场景的传递均使得消费者在选择时产生自然而然的归属感与忠诚度。

渠道端看，Indofood 构建了一个深度下沉、高效响应且数字化程度较高的全渠道体系，实现了对市场的“无缝”覆盖。公司采取双轨并行策略：一方面优先与资本雄厚的本地大经销商合作，锁定利润空间并快速铺货；另一方面在必要时自建分销渠道，并通过与 Indomaret 便利店协同作为新品试验场，成功后再推广至传统渠道与现代零售渠道。其基础设施布局扎实，在全国设有超过 50 万个销售点，能实现高频次、小批量的城乡直达配送，甚至深入村庄。同时，公司积极推动数字化转型，通过专用应用程序支持线上下单，并对销售团队进行数字化培训，有效提升了渠道效率与供应链韧性。

图表20: Indomie 核心竞争优势



资料来源：华泰研究

走出印尼：海外业务提速，中东及非洲市场收入占比提升

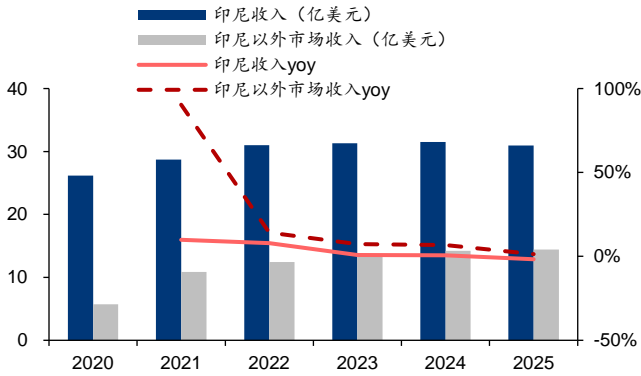
起因：Indofood 在印尼国内市场基础稳健，公司尝试出海以谋求收入增量。印尼国内宏观经济情况稳定，2020 年以来，Indofood 的收入及利润持续增长，为其海外扩张提供了坚实的资金基础和供应链保障。在印尼国内市场，Indofood 凭借强大的品牌影响力、细致的渠道下沉和丰富的产品组合，占据了方便面行业的主导地位。为寻求更多的收入增量，Indofood 将目光投向全球，制定了系统的国际化战略。1998 年金融危机期间，公司就开始将明星品牌 Indomie 作为出海先锋出口至尼日利亚等国家，有效分散了单一市场运营的风险。

现状：Indofood 印尼市场以外的业务呈现出清晰的地域侧重与高效的产能支撑体系。25 年 Indofood 的海外收入合计为 14.4 亿美元（合 99.3 亿人民币），在 Indofood 总收入中占比 31.7%。分区域来看，25 年亚洲及非洲/其他国家及地区分别实现收入 12.8/1.6 亿美元（合 88.1/11.2 亿人民币）。在中东及非洲，公司在沙特阿拉伯/埃及/摩洛哥/尼日利亚等市场均处于领先地位，市占率分别为 65.9%/65.4%/67.4%/65.3%（据欧睿，下同）。在亚洲其他市场，公司保持稳定的渗透率，在马来西亚的市占率为 3.8%。大洋洲及欧洲市场仍处于开拓阶段，Indofood 在澳大利亚/新西兰/保加利亚/英国的市占率分别为 13.8%/13.9%/5.1%/1.4%。

1) 中东及非洲市场：Indofood 印尼以外市场收入增长的核心引擎，其成功源于产能本地化与消费群体的高度契合。近年来，Indofood 在中东市场表现尤为突出。2020 年 6 月 Indofood 以 29.98 亿美元的对价实现对于 Pinehill 的收购，一举新增 12 家全球工厂，覆盖沙特、埃及、尼日利亚、肯尼亚等国家，年产能增加约 100 亿包。收购 Pinehill 后，公司相关出口额从 4.3 万亿印尼盾（合 17.3 亿人民币，1 人民币≈2,490.6 印尼盾，下同）大幅增至约 8 万亿印尼盾（合 32.1 亿人民币）。Indomie 产品兼具清真认证与浓郁的东南亚风味，较好地契合了当地消费者的饮食需求以及庞大的外籍劳工（如菲律宾、巴基斯坦籍）社群口味，从而在沙特、埃及、尼日利亚等国家的方便面市场中占据主导地位。截至 2024 年末，Indofood 的沙特工厂每月向伊拉克出口约 300 个集装箱，具备区域辐射能力。

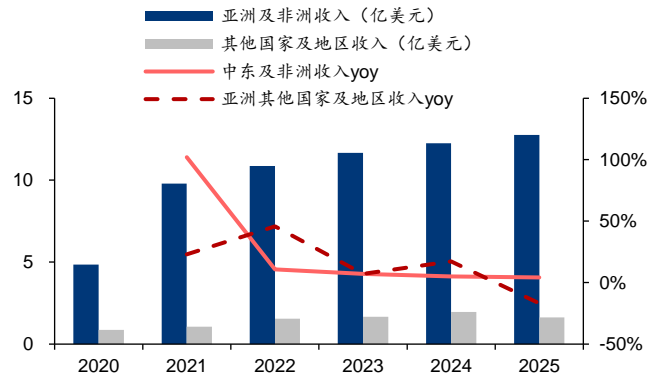
2) 欧洲市场：以东欧及土耳其为重点，通过区域性生产基地进行渗透。与其在中东及非洲的强势地位相比，Indofood 在西欧的市场份额较低。公司战略聚焦于东欧，依托位于塞尔维亚的工厂供应波兰、保加利亚等周边市场，以成本优势和供应链优势，服务对价格敏感且能接受亚洲风味的东欧消费群体。

图表21: Indofood 印尼收入与印尼以外市场收入情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表22: Indofood 印尼以外市场收入拆分情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

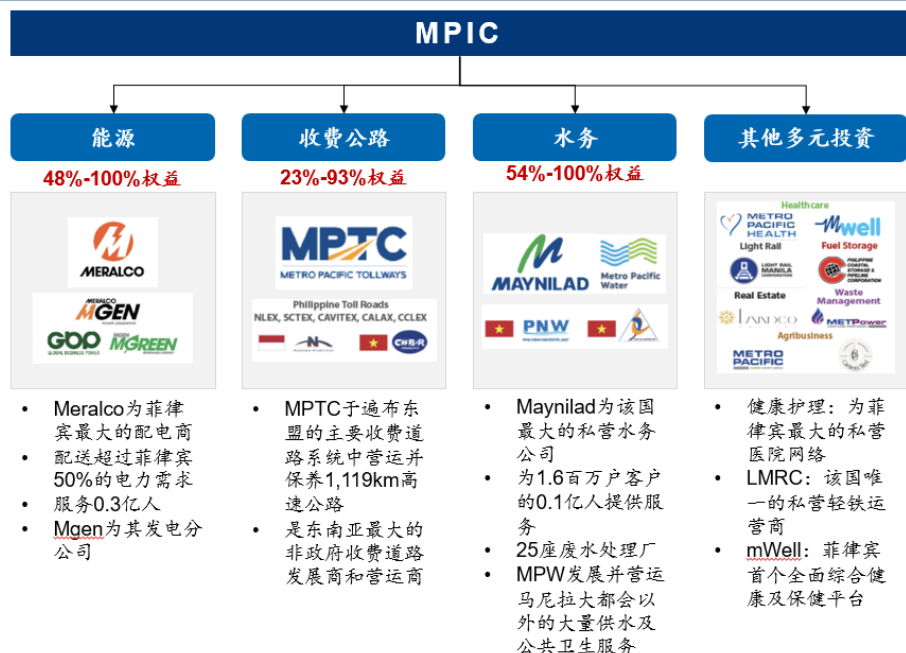
展望: 公司未来的市场拓展方向明确, 在东欧及美国地区计划以海外侨民社群为跳板, 在中东及非洲等优势地区则计划进一步深化本地化生产。Indofood 的全球市场目标路径清晰, 在东欧及美国地区, 主要策略是通过印尼及亚裔侨民社群进行渗透和品牌培育; 在已取得优势的中东及非洲地区, Indofood 则计划通过新建工厂进一步深化本地化生产与供应链, 巩固市场主导权并降低成本, 驱动下一阶段的增长, 贡献更多的收入增量。

基础建设: 聚焦东南亚基建行业, 近五年盈利能力持续提升

MPIC 主营业务包括能源、收费公路、水务以及其他多元投资。

- 1) 能源:** 涵盖电力生产与分销、燃料储存以及相关能源基础设施的投资与运营, 为工业和民生用电提供稳定支持, 其中 Meralco 是菲律宾最大的电力分销公司;
- 2) 收费公路:** MPIC 通过旗下 MPTC 运营和管理菲律宾多条主要高速公路, 构建了覆盖广泛的陆路交通网络, 是该国重要的交通基础设施提供者;
- 3) 水务:** 公司通过 Maynilad 及 Metro Pacific Water 在供水及污水处理领域占据重要地位, 服务于大量居民与工商业用户, 保障水资源的高效与清洁供应。
- 4) 其他多元投资:** 医疗健康板块以 Metro Pacific Health 为代表, 拥有并运营多家医院及医疗设施, 提供全面的医疗服务, 并在医疗信息化和专科诊疗方面持续扩展。此外, MPIC 亦在农业、废物处理、房地产及铁路等领域进行多元化投资, 致力于推动菲律宾各关键领域的发展。

图表23: MPIC 业务分布 (截至 25 年末)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

MPIC 公司此前受到疫情冲击，21-25 年基本面保持稳健发展态势。2025 年 MPIC 公司实现营业收入 14.5 亿美元（合人民币 100.0 亿元），对应 19-25 年 CAGR 为 -0.6%，发展过程中由于新冠疫情等外部环境因素产生一定波动。2025 年 MPIC 公司实现核心溢利 4.7 亿美元（合人民币 32.4 亿元），对应 19-25 年 CAGR 为 7.6%，近年来 MPIC 公司的盈利能力持续提升，主要由于菲律宾基建需求旺盛，但基础设施行业竞争并不激烈，政府的直接调控作用相对显著，公司三大核心业务板块均受政策大力支持。菲律宾政府高度重视经济发展和营商环境的改善，为提升基础设施建设水平，2023 年时任菲律宾总统马科斯签署行政命令批准《2023-2028 年菲律宾发展计划》，菲律宾在基础设施领域延续了前总统杜特尔特时期的重点投资政策，推出“好建多建”计划，批准 194 个基础设施项目，涵盖公共交通、电力、卫生、信息技术、水资源和农业等领域。

近年来，MPIC 公司业绩表现稳健、盈利能力提升，主要来源于政府授权与市场需求的共同驱动：**1) 政府授权：**MPIC 的核心业务大多建立在政府授予的特许经营权或公共服务合同的基础上，具有垄断性或准垄断性特征，收入稳定且可预测。Maynilad Water 拥有大马尼拉西区 540 平方公里的水务特许经营权，负责供水与污水处理，水价受政府监管。MPTC 运营的 254.2 公里的高速公路，收费标准和特许经营权均由政府批准。总结来看，政府授权为 MPIC 公司构筑了深厚的护城河；**2) 市场需求：**特许经营资产的最终价值实现，依赖于其所覆盖区域的庞大人口与经济活动的刚性需求。Meralco 客户账户数量超过 800 万、Maynilad 对于 1,040 万人口提供水务服务、MPTC 日均车流 242 万，庞大的客户基数为 MPIC 公司带来了持续且抗周期的现金流入。

图表24：MPIC 数据梳理

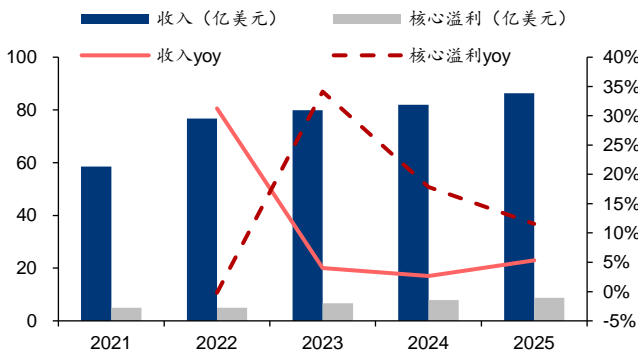
MPIC	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
收入/亿美元	15.0	10.5	8.8	9.3	11.0	12.7	14.5
YOY	6.2%	-29.8%	-16.1%	5.8%	18.2%	15.4%	13.6%
核心溢利/亿美元	3.0	2.1	2.5	2.6	3.5	4.1	4.7
YOY	-	-31.7%	20.8%	4.0%	35.4%	16.8%	14.6%
归属第一太平的核心溢利/亿美元	1.3	0.8	1.0	1.0	1.6	2.0	2.5
YOY	-	-33.1%	15.7%	6.4%	53.1%	24.8%	25.7%
派息/百万美元	27.9	29.0	29.7	27.7	30.2	62.1	68.9
YOY	-0.7%	3.9%	2.4%	-6.7%	9.0%	105.6%	11.0%
派息率/按美元	22.0%	34.2%	30.3%	26.5%	18.9%	31.1%	27.5%

注：20-21 年 MPIC 的收入及核心溢利均受新冠疫情影响；

资料来源：公司公告，华泰研究

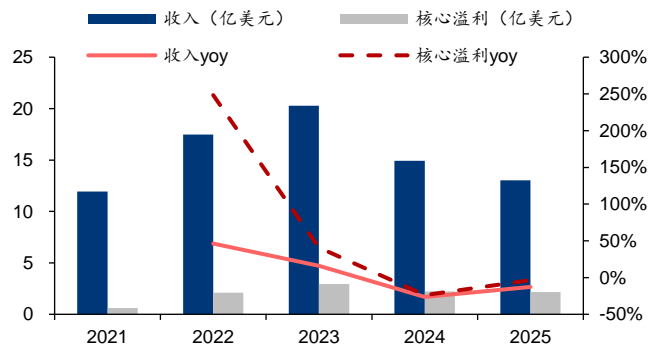
电力：1) Meralco（第一太平持有其 23.7% 的经济权益）：Meralco 公司拥有菲律宾大马尼拉及周边地区 9,685 平方公里的特许经营区面积，涵盖 39 个城市和 72 个市镇，电价受能源监管委员会批准。25 年 Meralco 录得收入 86.3 亿美元（合 595.5 亿人民币），对应 22-25 年 CAGR 为 10.2%；25 年录得核心溢利 8.8 亿美元（合 60.6 亿人民币），对应 22-25 年 CAGR 为 15.2%。Meralco 在特许经营区拥有法律授予的垄断经营权，在该区域内没有直接的配电竞争对手 **2) PLP（第一太平持有其 55.7% 的经济权益）：**PLP 为新加坡电力公司，运营新加坡最具效益及现代化的发电厂之一，25 年 PLP 在新加坡发电市场的市场份额为 9.6%，其 96% 的电力透过赋权合约及合约销售的方式出售。25 年 PLP 录得收入 13.0 亿美元（合 89.8 亿人民币），对应 22-25 年 CAGR 为 2.2%；25 年录得核心溢利 2.2 亿美元（合 14.9 亿人民币），对应 22-25 年 CAGR 为 37.7%。从未来战略上看，PLP 将持续推进新能源及科技转型，发展新加坡首项离岸进口太阳能项目，市场前景预计稳定。

图表25: Meralco 的收入及核心溢利



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表26: PLP 的收入及核心溢利



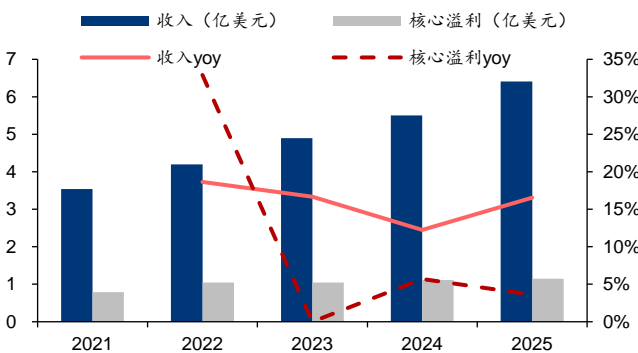
注: 由于售价下降, 25 年 PLP 贡献的收入同比-15%;

资料来源: 公司公告, 华泰研究

收费公路: 第一太平收费道路业务的核心运营主体是 MPTC, 第一太平间接持有其 46.6% 的经营权益。截至 25 年末, MPTC 覆盖 1,119 公里高速公路, 是菲律宾最大的收费公路运营商, 主要竞争对手是 San Miguel Corporation (生力集团) 旗下的 SMC Infrastructure, 主要通过项目对项目的竞标方式进行竞争, 24 年两家企业已达成合作, 致力于共同保护维尔德岛的海峡环境, 促进相关问题研究。25 年 MPTC 的收费收入达 6.4 亿美元 (合 44.2 亿人民币), 对应 22-25 年 CAGR 为 16.0%; 25 年 MPTC 录得核心溢利 1.2 亿美元 (合 7.9 亿人民币), 对应 22-25 年 CAGR 为 9.8%。

水务: 第一太平水务的核心运营主体是 Maynilad Water, 第一太平通过其持股的 Metro Pacific Investments Corporation 间接持有 Maynilad Water 相关权益。截至 2025 年末, Maynilad Water 是菲律宾客户数量最多的公共水务公司, 持有特许经营权。从市场竞争格局来看, Maynilad Water 负责马尼拉市区西区, Manila Water 负责马尼拉市区东区, 此格局由政府特许经营协议规定, 双方在各自区域内没有直接竞争。2025 年 Maynilad Water 录得收入达 6.4 亿美元 (合 43.9 亿人民币), 对应 22-25 年 CAGR 为 9.3%; 2025 年录得核心溢利 2.6 亿美元 (合 18.2 亿人民币), 对应 22-25 年 CAGR 为 18.9%。

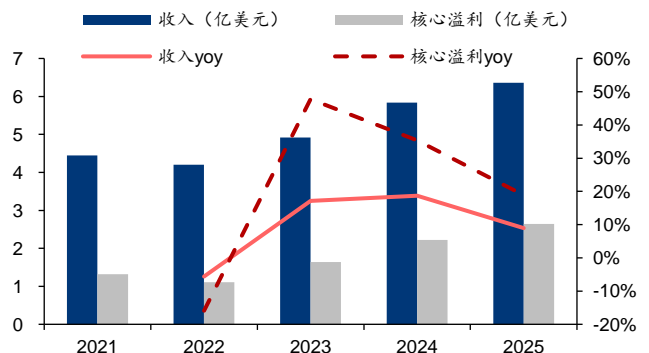
图表27: MPTC 的收入及核心溢利



注: 24 年收费收入同比+12%, 主要得益于通行费的上调与菲律宾经济复苏带动交通量显著增长; 25 年收费收入同比+17%, 主要由于收费及车流量均上升, 以及新道路开始收费服务;

资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表28: Maynilad Water 的收入及核心溢利



资料来源: 公司公告, 华泰研究

据 2024 年“一带一路”基建指数国别报告（菲律宾），受益于菲律宾在能源转型、PPP 项目推进及水资源处理等方面的迫切需求，MPIC 三大主要业务板块均存在增长空间：**1）能源：**菲律宾政府推出《可再生能源法》、《国家可再生能源计划》（2020-2040 年）等一系列支持电力投资的优惠政策，并实施零增值税率等激励措施，推动电力行业实现扩张；**2）收费公路：**菲律宾政府通过公私合营（PPP）模式启动多个交通基础设施项目，杜特尔特时期引入 28 个 PPP 项目，总投资超 1.7 万亿披索（约合 2041.7 亿人民币），马科斯政府则计划以 PPP 模式推进 45 个项目，价值约 3 万亿披索（约合 3717.1 亿人民币）；**3）水务：**由于缺乏充足的淡水资源，加上城市化和工业化进程不断加速，菲律宾面临严重的缺水现象，这一趋势将显著推高菲律宾对饮用水处理和污水处理设施等水务基础设施建设的需求。

图表 29：第一太平基建业务各业务条线合同到期年份梳理

业务类别	合同/特许权类型	典型合同期限	主要到期年份
配电（Meralco）	配电特许经营权（Legislative Franchise）	菲律宾国会授予的特许权	2053 年（需要国会续期）
收费公路	高速公路特许经营权（BOT / Toll Operating Agreements）	20-40 年 BOT（各路段有所不同）： - SCTEX: 2043 年 - CAVITE: 2038 年 - C5 Link: 2045 年	分散到期（未来 8 年内没有收费道路特许经营权到期）
水务（Maynilad）	水务特许经营权（Concession Agreement）	特许权	2047 年（到期后可申请续期）
医院	医院运营（非特许权，为自有资产或管理合同）	无固定期限（自有资产）	不适用
发电（PLP）	购电协议（PPA）	短期合同（多为 3-5 年滚动合同）	滚动到期

资料来源：公司公告，华泰研究

参考华泰证券 2026 年 3 月 29 日发布的研究报告《印尼工业增长下的电力平衡与定价》，中东冲突带来的高油价对东南亚国家的用电用水业务影响有限，主要体现在燃油供应而非电力安全上。以印尼为例，尽管其原油和成品油高度依赖进口（净进口比例分别高达 32% 和 78%），且部分进口来自中东及新加坡、马来西亚等转口枢纽，可能因中东区域冲突导致“缺油”，但由于印尼发电结构中煤电和气电占比高达 83%（煤炭和天然气自给自足），柴油发电量占比仅 2%，因此缺油几乎不会影响电力供给。对于其他东南亚国家，若发电同样以煤电或气电为主（如越南、菲律宾部分依赖进口煤），高油价对电价的直接冲击有限；但若国家依赖燃油发电（如部分岛国或偏远地区），则可能面临成本上升压力。总体而言，中东区域冲突主要通过推高国际油气价格间接影响区域通胀和工业成本，但不会对东南亚核心国家的用电用水业务造成系统性短缺风险。

电讯业务：用户基础稳固，Maya 实现扭亏

公司电讯业务由菲律宾龙头企业 PLDT 负责，截至 25 年末，第一太平持股 25.6%，PLDT 旗下核心子公司包括负责移动通信的 Smart、专注 ICT（信息通信技术一站式服务）解决方案的 ePLDT 以及金融科技公司 Maya。从收入端看，25 年 PLDT 实现服务收入 36.1 亿美元（约合 249.1 亿人民币），对应 22-25 年 CAGR 为 1.4%；分业务看，25 年家居业务/无线消费者业务（此前称为个人业务）/企业业务/国际业务的收入占比分别为 31.1%/43.3%/24.7%/0.9%。从利润端看，25 年 PLDT 实现核心溢利 5.9 亿美元（约合 40.7 亿人民币），对应 22-25 年 CAGR 为 -1.2%。从现金流的角度看，据公司投资者简介，公司目标于 26 年或之前实现正的自由现金流，其中公司资本开支已过高峰水平，25 年资本开支总额由 24 年的 782 亿披索下降至 603 亿披索（对应 25 年同比降幅 23%），预计 26 年资本开支将进一步下降。

图表30: PLDT 数据梳理

PLDT	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
收入/亿美元	28.6	30.6	32.6	34.7	34.9	35.9	36.1
YOY	2.7%	7.0%	6.8%	6.2%	0.7%	2.8%	0.7%
核心溢利/亿美元	5.3	5.7	6.1	6.1	6.2	6.1	5.9
YOY		8.2%	7.9%	-0.3%	1.1%	-1.0%	-3.8%
归属第一太平的核心溢利/亿美元	1.2	1.3	1.4	1.3	1.4	1.5	1.5
YOY		13.1%	3.1%	-3.9%	7.1%	3.7%	-2.3%
派息/百万美元	71.6	80.9	83.5	117.7	85.9	89.1	87.1
YOY		13.1%	3.1%	41.0%	-27.0%	3.7%	-2.3%
派息率/按美元	60%	60%	60%	88%	60%	60%	60%

资料来源: 公司公告, 华泰研究

移动通信业务 (Smart): Smart Communications 作为 PLDT 的全资子公司, 聚焦移动通信市场, 其 5G/4G 合并网络已覆盖约 97% 的菲律宾人口, 且 5G 网络在发展初期仅覆盖马尼拉、宿务、达沃等主要城市, 但难以渗透二三线城市, 目前 5G 网络处于加速渗透阶段。通过持续升级网络容量, Smart 致力于支撑 5G 需求增长, 并在业务中融入人工智能, 以增强收入动力。与此同时, 母公司 PLDT 在固网与光纤领域与 Smart 形成协同, 已建成菲律宾规模最大的光纤网络, 截至 25 年底, 其网络总长度约 120 万千米 (其中本地光纤约 100 万千米、国际光纤约 20 万千米), 光纤到户覆盖达 1,850 万户, 网络遍及全国 73% 的城镇和 91% 的省份。

图表31: 电讯业务的业务方向

投资方向	说明
网络升级、覆盖与容量扩容	支持持续增长的数据流量, 提升网络质量与覆盖 将AI技术应用于业务运营, 如通过AI提升网络运维效率 (如自智网络)、优化客户服务等
人工智能 (AI) 应用	
具备AI功能的数据中心	投资建设或升级数据中心, 引入AI技术提升能效和管理水平 (如通过AI优化制冷能耗), 支持云计算和AI算力需求
海底光缆系统	投资或参建海底光缆系统, 增强国际连接能力, 支持国际数据流动和云计算服务

资料来源: 公司公告, 华泰研究

数据中心业务 (ePLDT): ePLDT 是菲律宾企业的数字化转型合作伙伴, 目前在该领域处于行业领先地位。ePLDT 的 VITRO 网络涵盖 11 个先进设施, 营运使用率为 75%, 是菲律宾最大的网络, 且 24 年新投用菲律宾首个 AI 超大型数据中心。展望来看, PLDT 将持续投资菲律宾数字化转型的关键基建, 并将 VITRO 定位为菲律宾人工智能应用的主要推动者。

金融科技生态系统 (Maya): Maya 作为领先的数字金融服务提供商, 整合了数字钱包、数字银行与商户收单业务, 在支付处理、商户收单及消费者应用领域均居市场首位, 并于 25Q1 实现盈利, Maya 金融科技部门于 25 年录得溢利净额 17 亿披索。从 Maya 的股权结构来看, 截至 25 年末, PLDT 持有其 38% 的股份 (第一太平持有其 1.6% 的经济权益), 其余股东包括 KKR/腾讯, 其中 KKR 持股超 20%、腾讯持股 15%。展望来看, Maya 有望进一步扩张用户与业务规模, 巩固 PLDT 在菲律宾数码金融领域的头部地位, 成为 PLDT 金融科技板块的核心增长引擎。

图表32: Maya 不仅是一个钱包

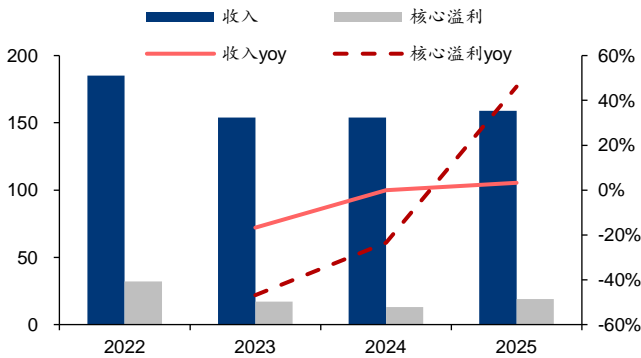


资料来源: 25H1 公司投资者简介, 华泰研究

自然资源: 聚焦金铜研发, 矿场产能有望提升

公司自然资源业务由 Philex Mining 负责, 截至 25 年末, 第一太平持有其 31.2% 的经济权益。Philex Mining 是菲律宾黄金和铜矿开采商, 专注于金属矿产勘探开发。25 年 Philex 录得收入 120.2 亿美元, 对集团溢利贡献 0.074 亿美元, 对于集团整体的贡献较少。展望未来, Silangan 矿场 (开发已进入最后阶段) 的产能有望于 26 年大幅提升, 后续有望贡献更多的收入和利润。

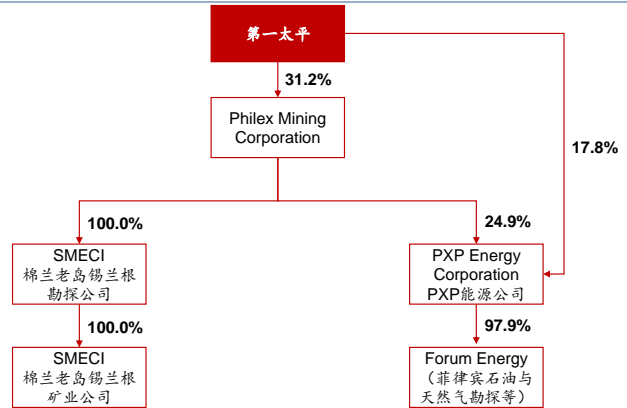
图表33: 自然资源业务的营运收入及核心溢利 (百万美元)



注: 25H1 营运收入同比-9%, 主要系质量及提取率均下降, 被金属产量和价格上升所抵消; 由于收入同比下降, EBITDA 同比-28%; 尽管成本下降, 但由于收入下降及折旧上升, 核心溢利同比-23%;

资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表34: 25 年末公司矿产业务的股权结构图



资料来源: 公司公告, 华泰研究

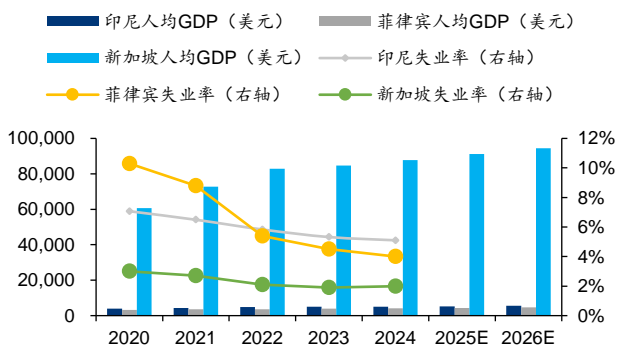
矿产 (Philex Mining): Philex Mining 通过两大矿场运营金与铜业务, Padcal 矿场为原核心资产, 已运营六十多年, 于 2024 年关闭; Silangan 为在建矿场, 计划于 26 年首季开始商业运作, 后续有望大幅提升产能, 贡献收入&利润增量。

能源 (PXP): PXP 持有一家在英国注册成立的上游油气企业 Forum Energy Limited (FEL) 97.9% 的经济权益, FEL 的业务聚焦在菲律宾市场。24 年 PXP 石油收入增长且成本下降, 核心亏损收窄, 同时计划在当地探索其他潜在的油气项目, 发展潜力较大。

展望未来：东南亚市场具备发展活力，稳健前行，持续分红

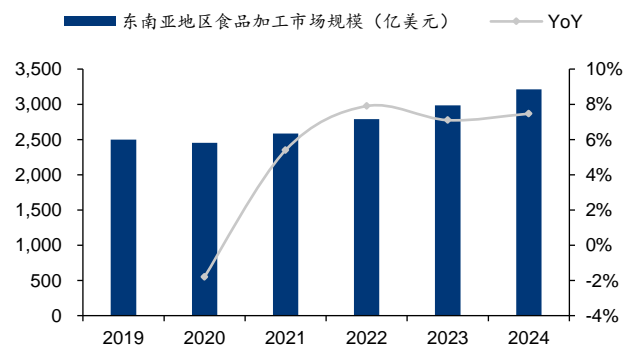
东南亚地区具备经济发展与人口红利，食品加工市场规模稳步增长。东南亚主要国家近几年都展现出较为快速的增长，印尼/菲律宾/新加坡的人均 GDP 在 20-24 年内累计增长 29.7%/25.2%/44.6%，同时失业率稳步下降，印尼/菲律宾/新加坡的失业率分别从 2020 年的 7.1%/10.3%/3.0% 下滑至 2024 年的 5.1%/4.0%/2.0%。据国际货币基金组织《世界经济展望预测》预测，25-26 年印尼/菲律宾/新加坡人均 GDP 的增长 CAGR 分别为 5.1%/5.4%/3.7%。聚焦食品加工领域，据 Statista 数据统计，东南亚地区的食品加工市场规模从 2019 年的 2,496.9 亿美元（合 1.7 万亿元）增长至 2024 年的 3,210.0 亿美元（合 2.2 万亿元），对应期间 CAGR 为 5.2%。丰富的农业资源、政府的支持、年轻化的人口结构以及逐渐快节奏的现代生活方式、宏观经济的发展等共同驱动东南亚地区包装食品市场规模持续扩张。

图表35：印尼、菲律宾、新加坡的人均 GDP 与失业率



资料来源：国际货币基金组织（IMF）《世界经济展望》，华泰研究

图表36：19-24 年东南亚地区食品加工市场规模



资料来源：Statista，华泰研究

东南亚食品加工市场中，少数本土龙头与跨国公司占据塔尖，但整体市场仍较为分散，头部食品企业的份额仍有提升空间。以 Indofood 的核心市场印尼为例，少数几家大型本土集团 Indofood（第一太平核心子公司）、Wings（印尼头部快消品牌）、Mayora（以营销驱动抢占中端市场）以及雀巢&联合利华等全球食品巨头在食品加工板块中占据约 40% 的份额，在乳制品、冰激淋、营养品等高端细分市场占据领先优势，剩余约 60% 的份额则由中小型企业占据。从印尼快消品的渠道结构来看，据行业公开数据，2025 年传统渠道占整体零售额的约 2/3，印尼现有约 400 万家传统网点，渠道碎片化特征显著，现代渠道（含便利店、超市等）加电商合计占比约 30%，高端及以上的产品在现代渠道更为集中。在渠道执行层面，终端关系管理（包括分销商的管理与门店的管理）和区域的灵活性是竞争的核心，印尼本土企业在渠道端相比外资巨头具备相对优势。

图表37：东南亚食品加工主要企业

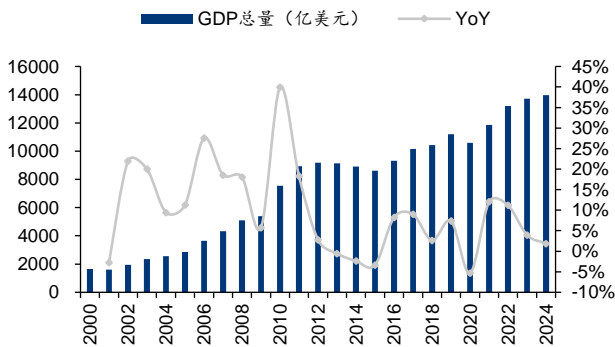
企业类别	公司名称	核心产品领域
本土大型企业	Indofood	方便面、面粉、食用油、乳制品、零食等
本土大型企业	Wings Group	方便面、饮料、家庭及个人护理品等
本土大型企业	Mayora Indah	饼干、糖果、咖啡等
跨国企业	雀巢 (Nestlé)	乳制品 (含奶粉)、咖啡、谷物早餐、糖果等
跨国企业	联合利华 (Unilever)	冰淇淋、人造黄油、调味品等

资料来源：各公司官网，华泰研究

印度尼西亚：方便面行业解读

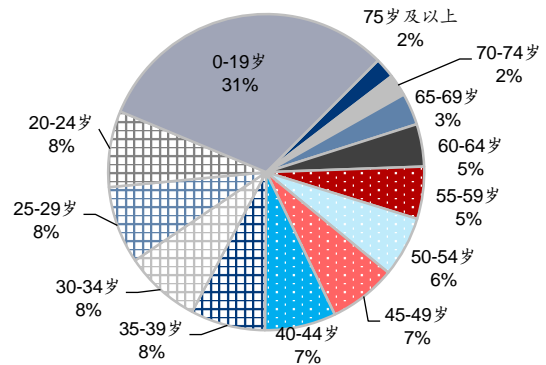
印度尼西亚是世界上最大的群岛国家，亦是东盟最大的经济体。印尼的人口优势主要体现在人口相对密集、人口结构年轻化、出生率较高等。2024 年印尼 GDP 总量达 13963 亿美元，近 10 年 CAGR 为 4.6%。据国际货币基金组织 (IMF)，到 2029 年，印尼的 GDP 预计占东盟 GDP 总量的 38%。家庭消费作为印尼最大的 GDP 贡献者，2024 年同比增长 4.9%，较 2023 年的 4.8% 进一步提速，推动 2024 年印尼快消品行业实现中单位数增长。印尼是世界第四人口大国，2024 年人口数量为 2.8 亿，对应 20-24 年 CAGR 为 1.0%。印尼的人口主要集中在爪哇岛/苏门答腊岛等资源丰富、设施完善的岛屿。印尼的人口结构相对年轻化，2025 年 6 月印尼年轻人口 (15-34 岁) 占比 31.3%。截至 2024 年 2 月，印尼劳动人口达 1.5 亿，劳动参与率为 69.8%，劳动力资源丰富。从新生人口的角度看，2024 年印尼人口出生率为 15.7‰，截至 2035 年，印尼每年新生儿数量均预期维持在 430 万以上 (据联合国《世界人口展望 2024》)，人口红利有望继续保持。宏观经济的发展亦带动了印尼包装食品的市场规模从 2020 年的 520 亿美元增长至 2024 年的 650 亿美元，对应期间 CAGR 为 5.7%。

图表38：印尼 GDP 总量及增速



资料来源：世界银行，华泰研究

图表39：印尼人口结构 (25 年 6 月数据)



资料来源：印尼中央统计局，华泰研究

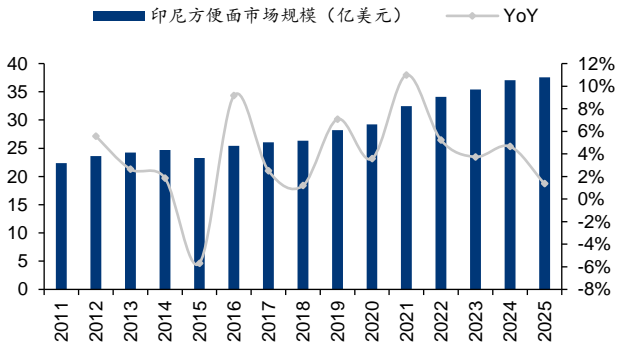
追溯：城镇化进程加速&食品消费占比较高共促行业发展

纵向追溯印尼方便面的发展历程：印尼方便面由日本引进，随后进行本土化改良。日本企业家安藤百福于 1956 年发明了世界第一款方便面，随后向全球范围内推广。第一个印尼方便面品牌是日本&印尼的合资企业 PT Lima Satu Sankyo Industri Pangan 推出的 Supermi，第二个印尼方便面品牌是印尼商人 Djajadi 发明的 Indomie。1979 年印尼华人首富林绍良的三林集团建立食品制造厂，1982 年推出了方便面品牌 Sarimi，随后在 1984 年与 Djajadi 合营 PT Indofood Interna，并继续销售 Indomie 旗下的不同口味方便面 (如咖喱鸡味、牛肉汤味等)，该品牌得到消费者的追捧，深刻影响着印尼方便面市场。

印尼方便面行业规模由 2011 年的 22.4 亿美元增长至 2025 年的 37.6 亿美元，已发展成为全球方便面市场的重要支柱。据欧睿，印尼方便面行业规模从 2011 年的 22.4 亿美元 (合 155.6 亿人民币) 稳健增长至 2025 年的 37.6 亿美元 (合 261.5 亿人民币)，期间 CAGR 为 3.8%，目前印尼方便面行业已逐渐步入成熟阶段，已成为全球第二大方方便面消费国 (据世界方便面协会，2024 年印尼方便面消费量达 146.8 亿份，占全球总需求的 11.9%)。

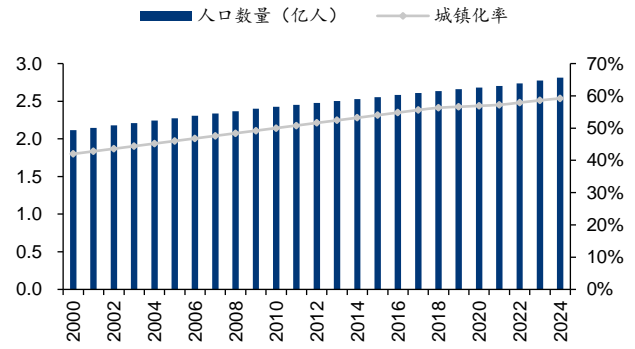
印尼方便面市场的持续扩张主要得益于结构性因素的强力支撑：**1) 印尼城镇化进程加速或为核心驱动因素：**世界银行数据显示，印尼的城镇化率从 2000 年的 42.0% 大幅提升至 2024 年的 59.2%，日益增多的城市人口带来生活节奏加快、通勤时间延长等变化，催生了对便捷食品的需求。**2) 本地消费习惯为市场提供了坚实的基础：**根据印尼中央统计局数据，2024 年印尼居民超过 50% 的消费支出于食品，在此结构下，方便面凭借其较高的产品性价比成为理想选择。

图表40: 印尼方便面行业规模



资料来源: 欧睿, 华泰研究

图表41: 印尼的城镇化率从00年的42.0%提升至24年的59.2%



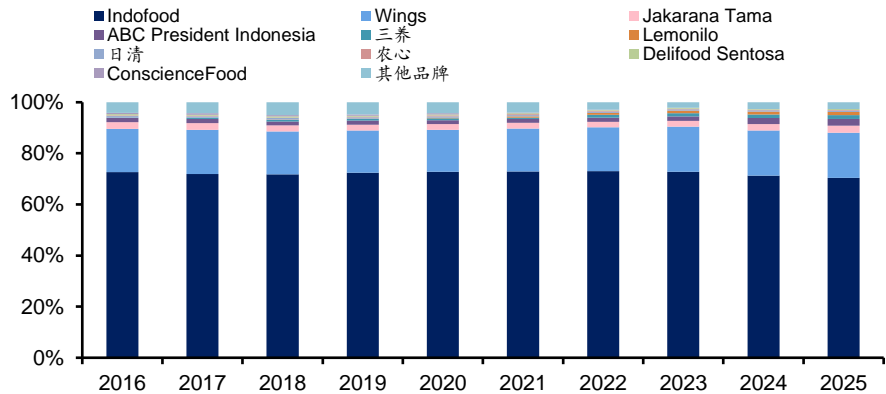
资料来源: 世界银行, 华泰研究

解读: 行业发展趋于成熟, Indofood 有望持续领跑

印尼方便面市场的庞大需求, 根植于其独特的社会经济和消费文化。印尼方便面市场拥有坚实的客群基础, 深受学生/年轻上班族等时间紧张、预算有限群体的青睐, 同时也因价格低廉、方便烹饪成为中低收入家庭重要的食品储备。方便面在印尼不仅被视为主食、频繁出现在家庭三餐中, 更通过街头摊贩的“再加工”(如用本地香料和新鲜配料烹煮), 演变为一种风味多样、物美价廉的街头美食, 共同使得方便面超越便捷充饥食品的范畴, 进阶为一种深入日常生活与情感记忆的“国民食品”, 其消费场景与消费频次均因此得到拓展。印尼的方便面已构建起高频、广泛且稳定的消费基础, 使其在面对环境变化时展现出更强的韧性。

印尼方便面市场格局趋于稳定, Indofood 持续领跑行业。据欧睿, 15-25 年 Indofood 始终保持 70% 以上的市占率, 2025 年市场份额达 70.4%, 持续保持印尼方便面市场的龙头地位。我们认为, Indofood 的核心竞争力在于其先发优势&成本掌控力, Bogasari 磨粉业务控制了印尼全国过半的面粉产能, 为其带来了原料掌控力及渠道控制力等。Indofood 公司可以从磨粉业务部门直接购买面粉, 有效降低了生产成本、保障了盈利空间的稳定性, 亦维护了核心原材料供应的安全与稳定, 显著降低了供应链断裂及大宗商品价格波动的运营风险。印尼方便面市场中, Wings 位列行业第二, 凭借独特的口感以及产品种类的创新, 市场占有率从 2015 年的 16.2% 增长至 2025 年的 17.7%。除上述两家主要企业外, 其他厂家对印尼方便面市场的影响相对较小。

图表42: 印尼方便面行业竞争格局



资料来源: 欧睿, 华泰研究

横向对比 Indofood 与 Wings: 两家企业的产品售价均处在偏低价格带, 同类产品中 Wings 存在小幅价格优势; Indofood 相较于 Wings 拥有更加齐全的产品种类。1) 从产品定价来看: 据 Tokopedia (印尼最大的电商平台之一), Indofood 杯面的单杯价格为 5000-7500 印尼卢比 (合人民币 2.2-3.2 元), Wings 杯面的单杯价格为 5000-6000 印尼卢比 (合人民币 2.2-2.6 元); Indofood 袋面产品价格差异较大, 不同口味的价格在 3000-7000 印尼卢比 (合人民币 1.3-3.0 元) 不等, Wings 袋面产品价格基本处于 3000-4000 印尼卢比 (合人民币 1.3-1.7 元)。2) 从产品种类来看: Indofood 旗下的方便面品牌较多, Indomie、Supermi、Sarimi 和 Sakura 主营袋面, Pop Mie 主营杯面, Mie Telur Cap 3 Ayam 主营鸡蛋面, Sarimi Gelas 主营马克杯面 (mug noodles, 即可以使用马克杯煮的袋面, 单包净重较小), Indofood 可以覆盖绝大部分的印尼方便面产品领域; Wings 旗下的方便面品牌主要为 Mie Sedaap Cup 与 Mie Sedaap Instant, 包括袋面和杯面产品, 产品种类相对较少。

图表43: 印尼方便面企业 Indofood 和 Wings 的代表产品和售价对比

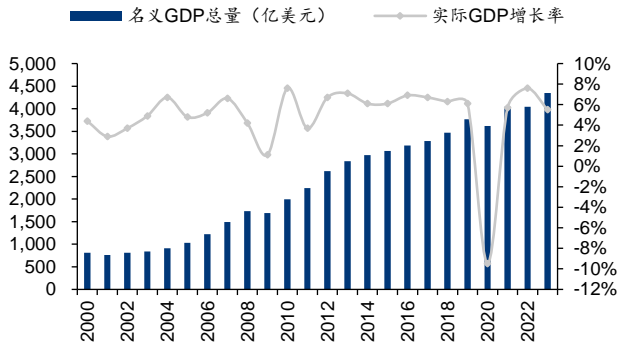
		产品矩阵对比									
		袋装方便面			杯装方便面			鸡蛋面、马克杯面			
Indofood THE SYMBOL OF QUALITY FOODS		营多炒面 Rp 3800 80g	唐扬鸡肉风味 Rp 6000 89g	韩式玫瑰酱 Rp 6960 85g		日本拉面鸡肉味增杯面 Rp7250 77g	饺子味杯面 Rp6800 75g	苏多鸡汤味杯面 Rp5500 75g		鸡蛋面 Rp 5256 200g	咖喱鸡肉味马克杯面 Rp 1100 30g
	WINGS		干捞风味 Rp 3350 90g	韩国香辣鸡肉风味 Rp 3250 87g	新加坡辣叻沙风味 Rp 3400 83g		干捞风味杯装面 Rp 5250 85g	烤鸡风味杯装面 Rp 5300 75g	特别咖喱风味杯装面 Rp 5575 72g		

资料来源: Tokopedia, 华泰研究

菲律宾: 基建与电讯行业解读

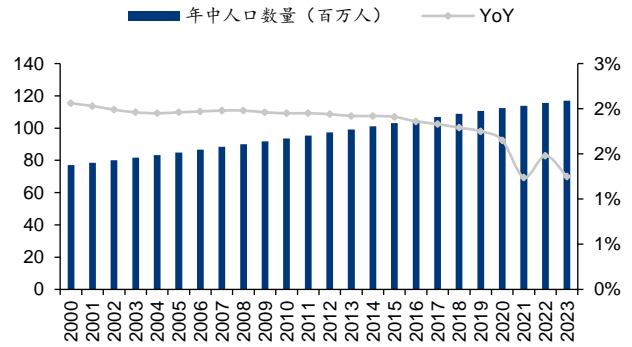
菲律宾自 21 世纪以来的宏观发展呈现出“人口数量与 GDP 总量共振扩张”的路径。经济总量方面, 菲律宾的名义 GDP 已从 2000 年的 810.3 亿美元跃升至 2023 年的 4,350.0 亿美元, 对应期间 CAGR 为 7.6%, 实现了从亚洲金融危机后的复苏到新兴市场“准强国”的规模跨越。菲律宾 GDP 总量持续增长的背后, 核心驱动力在于其独特的人口结构, 据菲律宾统计局, 菲律宾的人口数量从 2000 年中的 7,701 万人增长至 2023 年中的 1.2 亿人, 对应期间 CAGR 为 1.8%。年轻化的人口不仅提供了充沛的劳动力与旺盛的内需, 支撑了消费与服务业的繁荣, 更构成了其抵御外部冲击的韧性基础。然而, 庞大的人口基数在持续释放“人口红利”的同时, 也为就业创造、基础设施和公共资源分配等带来一定的压力。因此, 菲律宾的宏观图景本质上是一场经济总量增长与人口转型的竞赛, 未来其能否将规模优势有效转化为发展质量, 将决定这一东南亚高增长经济体能否真正实现可持续的升级与转型。从区域分布来看, 菲律宾首都区的经济趋于饱和, 但次级城市经济增速快于全国平均水平。

图表44：菲律宾 GDP 总量及增速



资料来源：世界银行，华泰研究

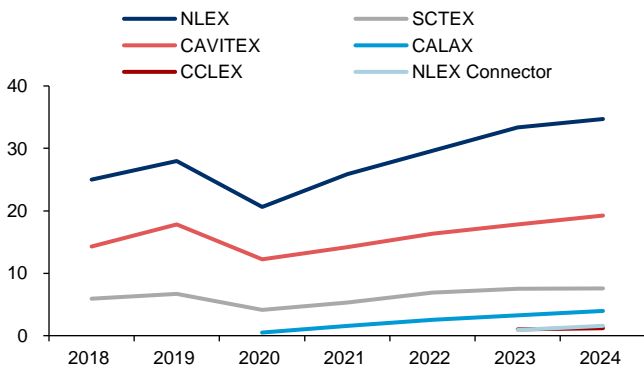
图表45：菲律宾人口总量及增速



资料来源：菲律宾统计局，华泰研究

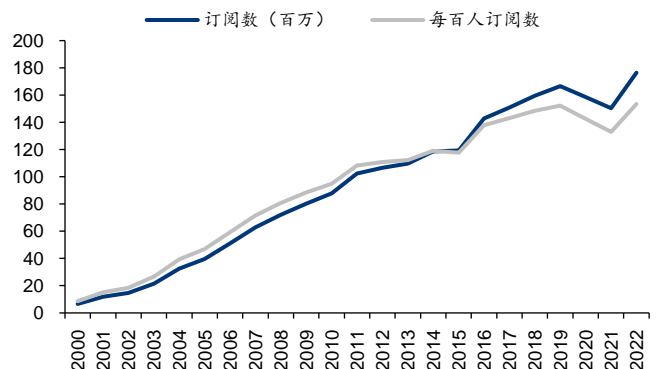
在菲律宾人口红利持续释放、总人口保持稳定增长的宏观背景下，公共基础设施各领域面临系统性、长期性的增量需求。1) 电讯服务需求因年轻人口的网络依赖性较高，数字化生活习惯有望快速扩张，推动移动通信覆盖、数据容量及宽带网络建设须持续扩容升级，从 ARPU (用户平均收入) 来看，24 年预付费用户占比超 80%，对应 ARPU 约 3.7 美元；合约用户的 ARPU 约 18 美元，但用户总数约 2440 万 (在总用户中占比约 20%)；2) 菲律宾的交通基础设施因城市化进程加速与机动车保有量上升承受一定的压力，尤其是大马尼拉等核心区域需通过路网优化、轨道交通扩建及公共交通现代化来应对持续增长的出行需求；3) 供水与电力系统随人口规模扩张与家庭数量增加而面临负荷提升，供水管网覆盖、输配电能力及能源供应稳定性均需同步强化；4) 医疗服务等社会公共服务体系也因人口基数持续扩大而需要逐步增强资源供给与设施覆盖，以匹配不断增长的民生需求。整体上，人口增长不仅是菲律宾经济发展的重要动力，也直接驱动了其公共基础设施规模与服务质量的战略性投入。

图表46：菲律宾平均每日车辆驶入量 (辆)



资料来源：MPTC 公司公告，华泰研究

图表47：2000-2022 年菲律宾移动蜂窝网络订约数 (个)

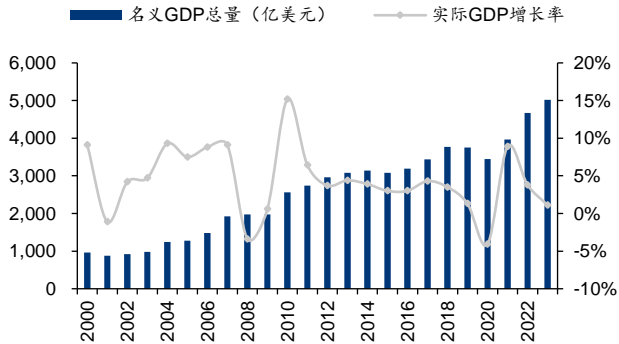


资料来源：世界银行，华泰研究

新加坡：发电行业解读

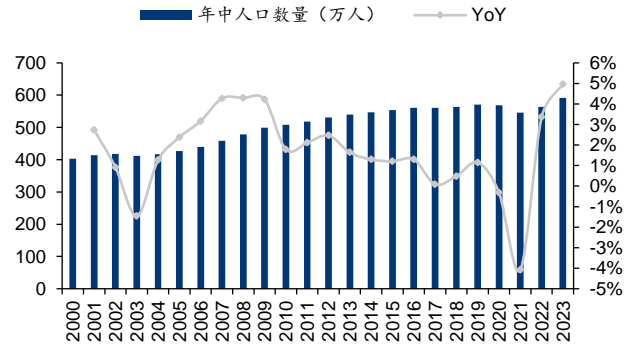
新加坡的宏观环境呈现出“高度集约型发达经济体”的典型特征，其增长模式始终贯穿着规模与效率的精密平衡。在经济总量维度上，新加坡的名义 GDP 自 2000 年以来实现了从约 960 亿美元到近 5000 亿美元的跨越式增长，即便经历全球金融危机与疫情冲击，仍展现出较强的韧性，其经济结构高度依赖全球贸易、金融及高端制造，波动性与开放性并存。在人口维度上，作为城市国家，新加坡的人口规模从 2000 年中的约 402.8 万扩张至 2023 年中的 591.7 万，增长轨迹受移民政策影响显著——早期通过主动引入外劳与人才驱动经济扩张，后期则因社会承载力考量收紧政策、转向低速优质增长。总体而言，新加坡的宏观图景是“以精准调控的人口规模服务于高度外向型经济”的战略成果，其增长质量取决于在全球价值链中的核心竞争力，而非单纯依赖人口或资本的数量扩张。

图表48: 新加坡 GDP 总量及增速



资料来源: 世界银行, 华泰研究

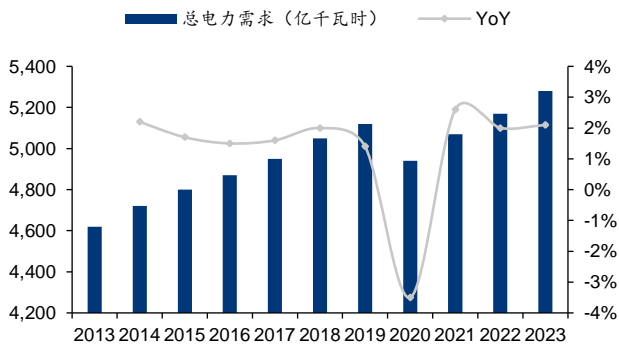
图表49: 新加坡年中人口数量及增速



资料来源: 新加坡统计局, 华泰研究

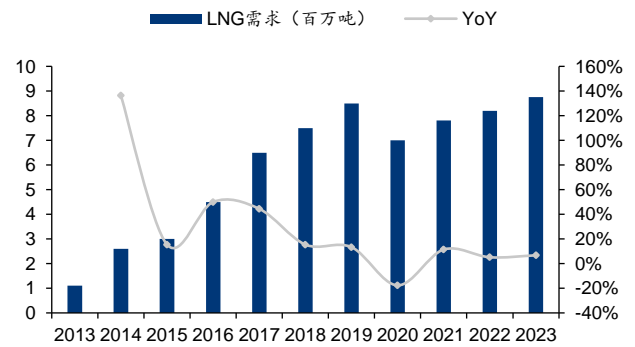
新加坡的发电市场是一个高度集约化、以进口天然气为核心燃料的寡头竞争型市场。新加坡的发电结构高度单一，约 95% 的电力依赖进口天然气，这种模式确保了较高的发电效率与较低的本地污染，但也使电价受全球天然气价格波动的影响相对明显，能源安全风险集中。市场运营由能源市场管理局统一监管，并采用全国电力市场（NEM）机制进行批发交易，通过实时竞价平衡供需。近年来，新加坡发电市场正面临关键转型：一方面，持续攀升的电力需求对发电容量与电网稳定性构成压力；另一方面，政府正积极推动能源结构多元化，通过扩大太阳能部署、投资区域电网互联互通、探索低碳能源（如氢能）及天然气与碳捕获技术结合，以在保障供电安全的前提下，实现 2050 年净零排放目标。公司旗下的新加坡电力公司 FPM Power/PLP 目前呈现平稳增长，受惠于已与零售客户签订的合同锁定利润率，PLP 预计其 830 兆瓦液化天然气发电厂的表现有望持续强劲；此外，FPM Power/PLP 规划新增氢能项目，迎合目前新加坡发电市场的消费趋势。

图表50: 新加坡电力需求情况



资料来源: 新加坡能源市场管理局 (EMA), 华泰研究

图表51: 新加坡液化天然气 (LNG) 需求情况



资料来源: 新加坡能源市场管理局 (EMA), 华泰研究

经营的可持续性较强，分红能力稳健

我们对于公司主营的消费性食品与公用事业展开经营稳健性分析：

以方便面为代表的消费性食品具备穿越经济周期的业务稳健性，这源于其始终存在的刚性消费基础。从需求端看，方便面品类作为高性价比的“民生必需”食品，其消费量在经济波动中表现稳定，且能通过持续的产品升级与口味创新适应消费趋势的变化。从供给端看，Indofood 已构建起深厚的壁垒，通过全产业链整合（如自有棕榈油工厂 & Bogasari 掌控面粉生产的垄断权）有效控制核心成本与品质，保障在极端环境下的供应安全与价格竞争力；此外，东南亚的渠道呈现碎片化的特征，Indofood 在印尼市场拥有难以撼动的渠道掌控力，其深度分销网络渗透至城乡终端，不仅牢牢占据主流货架，更能高效执行新品铺货与促销策略，产品/成本/渠道等多维优势共同构成了 Indofood 方便面业务坚实的护城河，使得其在面对市场竞争或宏观波动时，仍能保持基本盘的稳定。

公用事业行业的商业模式在财务上的典型体现包括增速有限但稳定性强，成熟期自由现金流强劲。1) **需求刚性且稳定**：公用事业提供的服务是居民生活及工业生产的必需品，需求价格弹性、受经济周期波动影响较小；公用事业服务的质量和价格直接关系到民生福祉、社会稳定和经济发展。大量行业存在政府补贴，现金流回收情况取决于财政等。2) **供给自然垄断**：由于需要铺设庞大的物理网络（如电网、自来水管网、燃气管道等），重复建设会造成资源浪费和低效，因此在特定区域内通常仅一家或少数几家企业提供服务，通常拥有排他性经营权，形成自然垄断，但扩张依赖跨区域并购或政策开放等途径。3) **受政府严格监管**：由于具有垄断性质，为了防止企业滥用市场支配地位、制定过高的价格或提供低质量的服务，政府会对公用事业企业进行严格的价格、服务质量和准入监管。大部分行业定价受监管、需政府审批，调整周期较长。4) **资本密集型+长运营周期**：前期需投入巨额资金，建设周期通常较长，折旧年限通常在 40-60 年，属于长久期资产。

图表52：影响公用事业产业趋势的重要变量

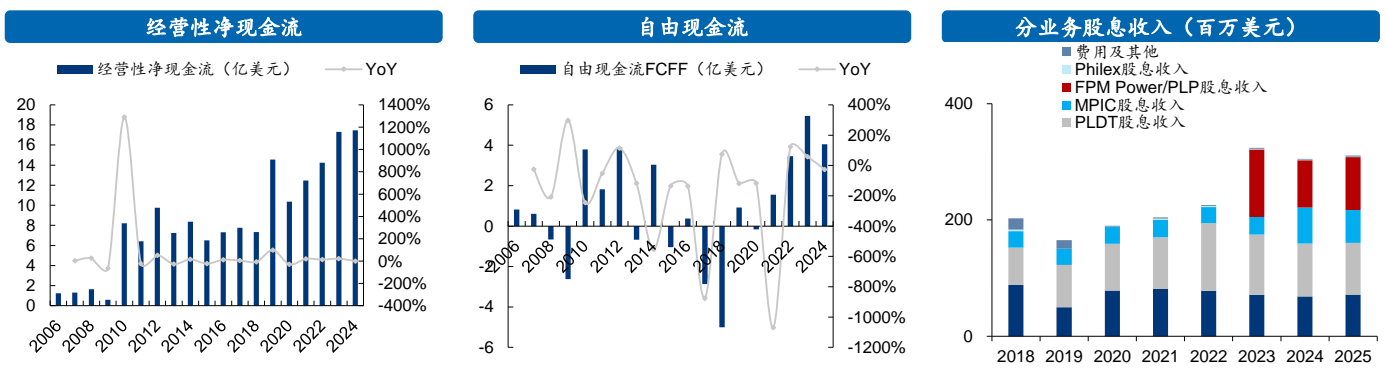
重要变量	描述
利率变化	无风险收益率的变化必然带来行业投资收益率/准许收益率的变动
经营权年限变更或者到期	为维护公用利益、防止垄断滥用、适应技术需求和政策变化，公用事业大量行业有经营权年限变更或者到期的问题
政策导向变化	公用事业是有强政策属性的行业，大的方向性政策变更会彻底改变行业发展方向和趋势，近年来最典型的就包括：1) 能源转型政策，带来行业资本开支变化&需求变化；2) 对价格的指导和改革方向，从压制价格到走向市场化定价
供需周期	部分公用事业作为一种商品提供，同样受到供需周期的影响，最典型的就是电力；其他公用事业同样受到需求周期的影响，需求上行期通常意味着更大的资本开支和盈利增长，而进入成熟期后行业通常面临整合和转型的挑战
技术周期	大部分公用事业行业属于成熟行业，技术变化不大，仅有少数行业受技术周期变化影响，如核电、风光和通信技术的代际变化

资料来源：Wind，国务院发展研究中心，华泰研究

20-24 年经营性现金流持续增长，资本开支周期影响下自由现金流呈现周期性成长。从现金流的角度看，公司 20-24 年经营性现金流由 10.4 亿美元增长至 17.5 亿美元，对应期间 CAGR 为 13.9%，基本保持稳健。在资本开支周期的影响下，公司自由现金流呈现周期性成长。具体来看，公司大额资本开支主要集中在 MPIC，过去几年已集中投放，目前进入收获期；据公司投资者简介，预计 PLDT 的资本开支 25 年及之后有望进入下降通道；FPM/PLP 新增氢能项目，预计阶段性资本开支会有所提升。

21-24 年公司的现金分红总额平均值在 8.5 亿元，从股息收入构成来看：1) **Indofood**：作为公司核心业务，Indofood 的派息以美元计价，其分红贡献受到印尼盾兑美元的汇率波动和自身扩张周期的影响。自 2022 年起，因持续进行海外产能扩张带来的资本开支和负债压力，其派息绝对额、派息率及对集团的贡献占比均有所下降。随着扩张项目逐步完成并产生效益，我们预计 Indofood 的派息率有望恢复至 30% 以上，为集团股息增长提供额外动力。2) **PLDT**：作为稳定的“现金牛”业务，其分红政策一贯稳健，分红比例长期维持在约 60% 的水平，主要得益于其成熟的电讯业务产生的强劲且可预测的经营性现金流，为集团提供了持续可靠的股息收入基础。3) **MPIC**：随着过去几年在菲律宾的基建项目陆续投入运营并产生收益，MPIC 的现金流能力大幅增强，2023 年秋季 MPIC 完成私有化，目前为私人控股公司，反映其从投资期向回报期过渡的财务特征，未来股息贡献有望持续增长。4) **FPM/PLP**：新加坡电厂建成后 FPM/PLP 已进入成熟运营阶段，现金流表现亮眼，23-25 年派息率分别为 100%/90%/100%。

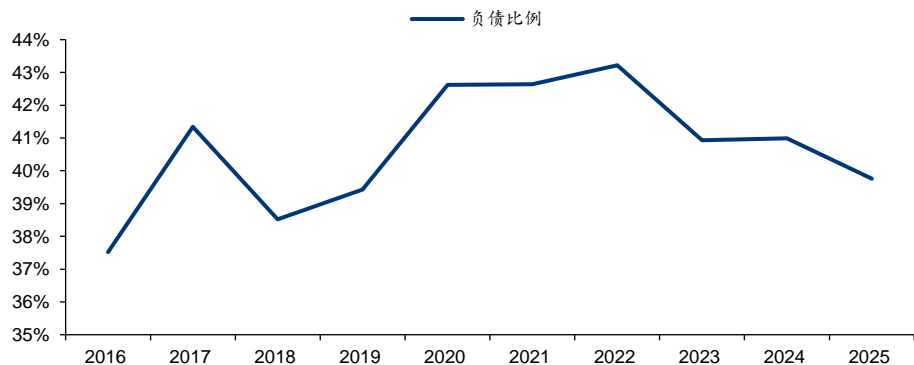
图表 53：公司现金流及股息收入情况



资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

25 年公司负债比例出现下降趋势，Indofood 与 MPIC 的负债对权益比率均有一定程度的下滑。由于公司此前的收并购，公司负债比例处于相对高位，但截至 25 年末，公司的负债比例为 39.8%，同比-1.2pct，公司主动压降债务规模，财务杠杆得到有效修复。随着债务结构优化及利息覆盖倍数提升，公司自由现金流有望进一步增厚，为未来稳定分红和应对市场波动提供更充裕的缓冲空间。

图表 54：第一太平负债比例变化情况



注：按有息负债除以有息负债与权益之和计算；
资料来源：Wind，华泰研究


图表55：25年年底公司债务净额及负债对权益比率

百万美元	2024年12月31日 结算			2025年12月31日 结算		
	债务净额/ (现金)	权益总额/ (亏损)	负债对权益 比率 (倍)	债务净额/ (现金)	权益总额/ (亏损)	负债对权益 比率 (倍)
总公司	1337.4	847.8	1.58x	1315.8	931.8	1.41x
Indofood	1985.5	6556.8	0.30x	1614.1	6959.3	0.23x
MPIC	5726.1	5163.1	1.11x	5785.1	5931.9	0.98x
FPM Power/PLP	-22.4	343.8	-	-45.3	406.3	-
FP Natural Resources/Roxas	71.9	-70.9	-	68.0	-124.0	-
本集团调整	-	-910.4	-	-	-981.7	-
总计	9,098.5	11,930.2	0.76x	8,737.7	13,123.6	0.67x

注1：债务净额/（现金）包括短期存款及受限制现金；

注2：负债对权益比率按债务净额除以权益总额计算；

注3：本集团调整主要指就2001年1月1日前收购所产生之商誉与本集团保留盈利之对销，以及其他标准综合账项调整以将本集团作为单一经济实体列报；

资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测与估值

收入：我们预计 26-28 年营收为 106.4/110.0/113.6 亿美元，同比+3.9%/+3.4%/+3.2%，经常性溢利为 8.0/8.6/9.1 亿美元，同比+8.3%/+7.0%/+5.9%。

1) 消费性食品：Indofood 作为东南亚食品龙头企业，依托于东南亚稳定的基础消费需求以及领先的市场地位构建竞争优势，品牌粘性较高，产品创新与产业链一体化布局预计可有效对冲成本波动。Pinehill 公司（2020 年收购）的业务布局于中东、非洲及欧洲东南部等区域，为 Indofood 贡献了海外市场的核心收入增长来源，亦为 Indofood 业务板块未来增长的重要引擎。23-25 年 Indofood 收入 CAGR 为 0.2%，需求韧性较强，综合考虑 Indofood 在印尼市场稳固的竞争优势与 Pinehill 公司拓展市场的增长趋势，结合汇率的影响后，我们预计 Indofood 26-28 年收入分别为 76.7/78.3/79.8 亿美元，同比+2.5%/+2.0%/+2.0%；26-28 年贡献经常性溢利 3.5/3.6/3.8 亿美元，同比+3.5%/+3.0%/+3.0%，对应经常性溢利占收入比分别为 4.6%/4.7%/4.7%，由于公司已实现产业链一体化布局，我们预计 Indofood 的盈利能力整体保持稳中有升的态势。

2) 基础设施：公司基建业务涵盖电力、收费道路、水务、医疗等领域，主要由 MPIC 和 PLP 等公司协同负责，23-25 年公司基建业务收入 CAGR 为 0.8%。展望来看，受益于东南亚区域基础设施投资加速、民生需求升级的宏观背景，我们判断公司基建业务未来的收入增长动力充足，结合汇率的影响后，我们预计公司基础设施业务 26-28 年收入分别为 29.7/31.8/33.8 亿美元，同比+7.9%/+7.1%/+6.3%，其中 MPIC 业务有望延续较好的收入增速，PLP 将持续推进新能源及科技转型，后续收入贡献有望保持稳中有升的态势；我们预计公司基础设施业务 26-28 年贡献经常性溢利 3.8/4.2/4.6 亿美元，同比+12.0%/+10.0%/+8.0%，对应经常性溢利占收入比分别为 13.0%/13.3%/13.5%，考虑交通、电力、水务三大核心板块在需求增长、定价优化、成本控制、财务杠杆改善及数字化运营等多项举措下的协同效应，我们预计公司基础设施业务的盈利能力有望保持稳健提升态势。

3) 电讯业务：电讯业务的核心运营公司为 PLDT（截至 2025 年末，集团持股比例为 25.6%，电讯业务贡献的经常性溢利在公司利润表中体现为投资收益），金融科技生态系统 Maya 已实现扭亏，后续有望贡献利润增量。综合考虑东南亚电讯行业的数字化转型浪潮，叠加区域移动互联网普及、企业数字化需求提升等行业背景，结合汇率的影响后，我们预计公司电讯业务 26-28 年贡献经常性溢利 1.5/1.6/1.6 亿美元，同比+4.0%/+3.0%/+2.0%。

4) 自然资源：自然资源业务的核心运营公司为 Philex mining（截至 2025 年末，集团持股比例为 31.2%，自然资源业务贡献的经常性溢利在公司利润表中体现为投资收益），Silangan 矿场（在建矿场）的产能有望于 26 年后大幅提升，有望进一步承接行业需求红利。综合考虑大宗商品价格的周期性波动，叠加矿山运营效率优化与产能稳步释放，结合汇率的影响后，我们预计自然资源业务 26-28 年贡献经常性溢利 0.1/0.1/0.2 亿美元，同比+35.0%/+30.0%/+20.0%。

图表56：第一太平收入预测拆分（单位：百万美元）

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	10,305	10,511	10,057	10,233	10,637	11,003	11,359
YOY	13.2%	2.0%	-4.3%	1.7%	3.9%	3.4%	3.2%
消费性食品 (Indofood)	7,430	7,338	7,290	7,484	7,671	7,825	7,981
YOY	7.3%	-1.2%	-0.7%	2.7%	2.5%	2.0%	2.0%
基础设施	2,682	3,133	2,767	2,749	2,966	3,178	3,377
YOY	29.1%	16.8%	-11.7%	-0.7%	7.9%	7.1%	6.3%
MPIC	934	1,104	1,274	1,447	1,664	1,863	2,049
YOY	5.8%	18.2%	15.4%	13.0%	15.0%	12.0%	10.0%
PLP	1,748	2,029	1,501	1,302	1,302	1,315	1,328
YOY	46.3%	16.1%	-26.0%	-13.3%	0.0%	1.0%	1.0%
其他	193	39	-	-	-	-	-
YOY	92.8%	-79.7%	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

图表57：第一太平经常性溢利预测拆分（单位：百万美元）

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经常性溢利	508.8	603.8	672.5	740.0	801.6	858.1	908.5
YOY	19.3%	18.7%	11.4%	10.0%	8.3%	7.0%	5.9%
消费性食品 (Indofood)	259.4	272.1	326.9	342.2	354.2	364.8	375.7
YOY	13.7%	4.9%	20.1%	4.7%	3.5%	3.0%	3.0%
经常性溢利占收入比	3.5%	3.7%	4.5%	4.6%	4.6%	4.7%	4.7%
基础设施 (MPIC & PLP)	186.8	278.6	296.3	343.2	384.4	422.8	456.6
YOY	55.8%	49.1%	6.4%	15.8%	12.0%	10.0%	8.0%
经常性溢利占收入比	7.0%	8.9%	10.7%	12.5%	13.0%	13.3%	13.5%
电讯业务 (PLDT)	133.7	143.2	148.5	145.1	150.9	155.4	158.5
YOY	-3.9%	7.1%	3.7%	-2.3%	4.0%	3.0%	2.0%
自然资源 (Philex mining)	13.4	7.6	4.8	7.4	10.0	13.0	15.6
YOY	-30.6%	-43.3%	-36.8%	54.2%	35.0%	30.0%	20.0%
其他	-84.5	-97.7	-104.0	-97.9	-97.9	-97.9	-97.9
YOY	5.8%	15.6%	6.4%	-5.9%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

利润：我们预计 26-28 年归母净利润为 7.3/7.9/8.4 亿美元，同比+10.6%/+8.5%/+6.1%。

1) 毛利端：随着公司核心资产运营效率优化，22-25 年公司综合毛利率有所提振，24 年公司毛利率同比大幅提升 4.2pct，主因农业部门棕榈原油价格上升和生产成本下降等，25 年毛利率延续稳中有升的态势；展望来看，公司核心业务的协同拓展带来的规模效应或将进一步提振其盈利能力，我们预计 26-28 年公司毛利率分别为 36.6%/36.7%/36.8%，同比+0.1/+0.1/+0.1pct。

2) 费用端：伴随新业务&新市场的开拓，公司 22-24 年销售费用率小幅抬升，但 25 年同比小幅回落，后续预计公司销售费用率整体保持稳中有降的态势，我们预计 26-28 年销售费用率为 7.3%/7.2%/7.1%，同比-0.3/-0.2/-0.1pct；管理费用率则随着运营效率优化与资源调配动态调整，我们预计 26-28 年管理费用率为 6.5%/6.6%/6.5%，同比+0.1/+0.1/-0.1pct。

图表58：第一太平毛利率&费用率预测明细（单位：百万美元）

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	29.7%	32.1%	36.3%	36.5%	36.6%	36.7%	36.8%
同比	-0.7pct	2.4pct	4.2pct	0.2pct	0.1pct	0.1pct	0.1pct
销售费用率	7.0%	7.1%	7.8%	7.5%	7.3%	7.2%	7.1%
同比		0.1pct	0.6pct	-0.3pct	-0.2pct	-0.1pct	-0.1pct
管理费用率	5.5%	5.7%	6.3%	6.4%	6.5%	6.6%	6.5%
同比		0.2pct	0.6pct	0.1pct	0.1pct	+0.1pct	-0.1pct
归母净利润	391.6	501.2	600.3	661.0	731.3	793.8	841.8
归母净利润同比		28.0%	19.8%	10.1%	10.6%	8.5%	6.1%
归母净利率	3.8%	4.8%	6.0%	6.5%	6.9%	7.2%	7.4%
同比		1.0pct	1.2pct	0.5pct	0.4pct	0.3pct	0.2pct

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

考虑食品公司和电力公司估值逻辑差异较大，我们以分部估值法作为主要的目标价依据：

我们采用分部估值法与 PE 估值法对于公司价值进行评估，考虑食品公司和电力公司估值逻辑差异较大，我们以分部估值法作为主要的目标价依据：

-分部估值法：

1) 对于上市子公司（如 Indofood、PLDT、Philex），我们直接采用其当前市值（最新汇率折算）与第一太平的持股比例来计算其价值。

2) 对于基建资产，由于其存在两个运营主体 MPIC & PLP，MPIC 中的非上市资产由于缺乏公开市场报价，故我们以公司整体的归母净利/经营性溢利 (91.2%) 来估算得公司基础设施业务的归母净利为 3.5 亿美元，参考可比公司 East Water (泰国水务公司)、B. Grimm Power (泰国电力公司)、First Gen (菲律宾清洁能源公司) 26 年 PE 均值 12x，叠加公司对于基建业务的持股比例，计算得归属价值为 22.3 亿美元。

将所有业务板块的归属价值加总，我们计算得第一太平的股权价值约为 54.7 亿美元 (428.5 亿港元，1 美元≈7.84 港币)，考虑“控股公司折价” (由于第一太平复杂的业务结构可能导致投资者担心管理效率、透明度以及不同业务间的协同效应不足，故在股价中给予一定的折价)，参考可比公司怡和集团、太古股份、复星国际 25 年的控股折价区间中枢，我们假设折价 33%，对应目标市值 287.1 亿港元、目标价 6.74 港币 (对应 26 年 5.0xPE)，首次覆盖给予“买入”评级。

图表59：第一太平分部估值预测明细

分部	代码	EV (亿美元)	控股权益	分部 EV (亿美元)	
消费性食品	Indofood	INDF IJ	34.0	50.1%	17.0
电讯	PLDT	TEL PM	44.0	25.6%	11.3
天然资源	Philex	PX PM	13.2	31.2%	4.1
控股权益		2026E 归母净利润	2026 年 PE 倍数		
		(亿美元)	(参考可比公司均值)		
基建	综合权益比例 54.5%				
	MPIC (47.5%)，PLP (69.5%)	3.5	12x		22.3
合计					54.7
基建业务具体估值明细					
2026E 基础设施经营性溢利 (百万美元)		384.4			
2026E 归母净利润/经营性溢利		91.2% (731.3/801.6)			
2026E 基础设施归母净利润 (百万美元)		350.7 (384.4*91.2%)	若我们以公司整体的归母净利/经营性溢利来估算公司基础设施业务的归母净利		
可比公司		代码		2026 年 PE 倍数	
East Water (泰国)		EASTW TB EQUITY		11x	
B. Grimm Power (泰国)		BGRIM TB EQUITY		14x	
First Gen (菲律宾)		FGEN PM		10x	
平均值				12x	
控股公司折价可比公司参考明细					
可比公司		代码	25 年的控股折价区间	中枢	
怡和集团		J36 SP	28%-33%	30%	
太古股份		0019 HK	22%-28%	25%	
复星国际		0656 HK	42%-48%	45%	
平均值				33%	

注 1：集团持股比例截至 2025 年末；

注 2：公司对于基建业务的综合权益比例参考 MPIC 和 PLP 的 25 年核心溢利作为计算依据；

资料来源：Wind，公司公告，Bloomberg，华泰研究预测

-PE 估值法：

公司在四大业务的跨国运营积淀、多领域资源整合等方面优势突出，我们预计 26-28 年归母净利为 7.3/7.9/8.4 亿美元，同比+10.6%/+8.5%/+6.1%。我们选取了康师傅控股、统一企业中国、长江电力、华能水电四家上市公司作为可比公司，其中康师傅控股和统一企业中国为食品饮料行业的综合性龙头企业，具备成熟的渠道布局与品牌运营能力，与第一太平的消费性食品业务具备可比性，长江电力和华能水电为公用事业领域的标杆企业，在资产运营与稳定收益方面表现突出，与第一太平的公用事业板块运营逻辑相近。参考 Wind 一致预期，可比公司 26 年平均 PE 为 16x PE。

图表60: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值(LC)	PE (倍)					EPS (元)				25-27 净利润
		2026/4/14	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	CAGR	
600900 CH	长江电力	646,450	20	19	18	18	1.33	1.40	1.44	1.50	4%	
600025 CH	华能水电	175,319	20	20	19	18	0.46	0.47	0.50	0.53	5%	
0322 HK	康师傅控股	74,740	18	15	15	14	0.66	0.80	0.81	0.87	10%	
0220 HK	统一企业中国	34,296	17	15	14	13	0.43	0.47	0.53	0.57	10%	
	平均值	187,755	19	17	16	15	0.72	0.79	0.82	0.87		
	中间值	74,740	18	15	15	16	0.66	0.80	0.81	0.72		

注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期;

资料来源: Wind, 华泰研究预测

风险提示

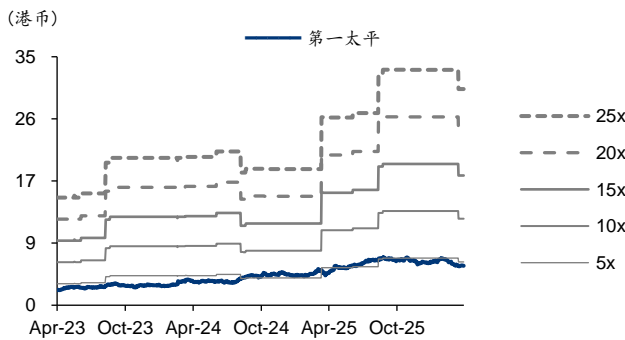
东南亚市场方便面行业竞争加剧。公司核心业务 Indofood 虽在东南亚市场占据领先地位, 但行业竞争态势正持续加剧。当前需持续应对本土品牌的竞争及国际品牌的全球化扩张冲击, 竞争压力可能影响业务增长质量。若考虑东南亚市场方便面行业竞争加剧, 我们的预测可能不及预期。

新兴市场运营与政策风险。公司业务集中于印尼、菲律宾等东南亚新兴市场, 当地政府若出台外汇管制、税收调整、行业监管收紧等政策, 或受经济波动、社会不稳定等因素影响, 将直接干扰业务正常运转, 降低运营效率。

汇率波动。公司主营业务收入多以印尼盾、菲律宾比索等当地货币计价, 而财务报表折算及汇兑结算主要参考港元或美元。若未来当地货币兑港元、美元出现大幅贬值或剧烈波动, 将影响财务报表汇兑收益稳定性, 给财务表现带来不确定性风险。

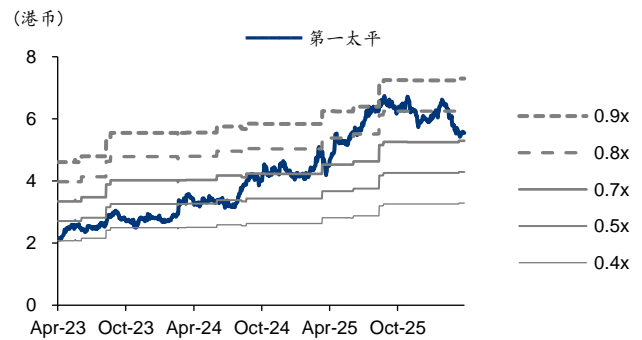
商誉减值。截至 25 年底, 公司共有商誉 36.6 亿美元, 由于披露受限, 公司 24 年末的商誉中 Indofood/MPIC/其他分别占比 85.4%/6.7%/7.9%, 若后续上述经营主体业绩承压, 则公司存在商誉减值的风险。

图表61: 第一太平 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表62: 第一太平 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，吕若晨、王可欣，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师吕若晨、王可欣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司