

## 公司研究

## 整体销量企稳盈利承压，中国市场销量降幅持续收窄

## ——百威亚太（1876.HK）2026年一季报点评

## 增持（维持）

当前价：8.13 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

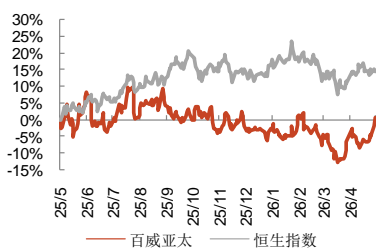
021-52523808

nieboya@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	132.43
总市值(亿港元)	1076.69
一年最低/最高(港元)	6.95/9.42
近3月换手率	6.13%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.73	6.29	-13.67
绝对	7.18	2.10	0.61

资料来源：Wind

## 相关研报

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（2026-2-13）

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

## 要点

**事件：**百威亚太 26Q1 实现营收 14.93 亿美元，内生同比-0.7%；正常化 EBITDA 为 4.63 亿美元，内生同比-8.1%。

## 26Q1 销量重回增长，印度表现持续领跑。

拆分量价来看，1) 量：公司 26Q1 实现销量 1973.7 万千升，内生同比+0.1%，主要得益于印度市场的强劲表现及中国行业状况的改善。2) 价：26Q1 每百升收入同比-0.8%，主要受中国市场为支持渠道而增加投资的影响。受销量提升推动，26Q1 毛利率为 51.1%，同比+0.01pcts；正常化 EBITDA 盈利率为 31.0%，同比-2.46pcts，主要系中国及韩国的商业投资增加，以及中国政府激励减少所致。

分地区看，1) 亚太地区西部：26Q1 销量内生同比+1.7%，收入内生同比+0.7%，正常化 EBITDA 内生同比-7.5%。印度业务持续高增，26Q1 实现强劲的双位数销量及收入同比增长，主要受高端及超高端产品组合增长的推动，并实现了市场份额的同比增长，印度地方邦逐步缩小高度烈酒相对啤酒的税收优势，利好低度酒行业发展。2) 亚太地区东部：26Q1 销量内生同比-9.8%，收入内生同比-6.1%，正常化 EBITDA 内生同比-10.4%。韩国市场 26Q1 销量呈低双位数跌幅，主要由于 2025 年 4 月加价前的提前发货导致去年同期基数较高。韩国市场在即饮、家庭消费渠道均跑赢行业，市场份额持续提升；得益于收入管理策略，该地区每百升收入同比增长低单位数。

## 中国市场销量降幅持续收窄，战略投入为复苏蓄力。

26Q1 中国市场销量内生同比-1.5%，降幅自 2025 年下半年以来持续收窄。为支持经销商及活化品牌，公司加大了在非即饮及新兴渠道的投资，导致收入及每百升收入分别内生同比-4.0%及-2.5%。公司自 24Q4 起主动推进渠道去库存，低库存已成为新常态。公司渠道扩张策略取得进展，26Q1 非即饮渠道和 O2O 渠道对总销量及总收入的贡献均有所提升。公司持续推进高端化与产品创新，加速百威黑金在全国的扩张，并推出哈尔滨 1900 以布局 8 至 10 元的核心++价格带，巩固产品组合。2026 年公司将加大中国市场投入，绑定世界杯 40 周年赞助 IP 推出纪念包装，同时赞助中超、川超、粤超等地方足球联赛撬动夜经济消费。

2026 年，公司将聚焦稳定中国市场销量，加大投资以重塑增长动能。尽管短期利润因战略性投入而承压，但中国市场销量降幅的持续收窄、非即饮渠道的拓展以及印度市场的强劲增长，显示出公司战略执行的初步成效。未来需持续关注公司在中国市场份额的恢复情况，以及渠道和产品组合优化的长期效果。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持公司 2026-2028 年归母净利润预测分别为 6.21/6.80/7.29 亿美元，当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 22x/20x/19x，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%	26.9%	9.6%	7.1%
EPS (美元)	0.055	0.037	0.047	0.051	0.055
EPS (元人民币)	0.38	0.25	0.32	0.35	0.38
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.1%	4.8%	6.1%	6.9%	7.6%
P/E	19	28	22	20	19
P/B	1.3	1.3	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 2026-05-05, 1USD=7.8359HKD

## 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	-451	-449	-450
其他收益净额	115	85	81	73	65
经销开支	-496	-441	-461	-471	-476
EBITDA	1,840	1,633	1,689	1,749	1,759
折旧及摊销	-680	-647	-664	-668	-623
扣非前 EBIT	1,160	986	1,025	1,081	1,135
非经常性项目	-62	-83	-75	-75	-75
扣非后 EBIT	1,098	903	950	1,007	1,061
财务开支净额	31	10	12	14	15
应占联营及合营公司损益	31	38	40	41	42
EBT	1,160	951	1,002	1,062	1,117
所得税	-410	-431	-351	-350	-357
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	1,628	1,276	1,723
净利润	1,160	951	1,002	1,062	1,117
折旧摊销及减值	580	547	564	568	523
营运资本变化	-322	-82	250	-179	250
其他非现金调整	-284	-465	-188	-175	-167
投资活动现金流	-409	-324	-400	-380	-354
资本性支出	-379	-307	-400	-380	-354
其他投资活动产生的现金	-30	-17	-	-	-
融资活动现金流	-903	-738	-785	-988	-1,080
偿还借款	-131	-29	-	-	-
债务增加	47	120	6	7	7
支付股利	-698	-748	-750	-952	-1,044
其他融资活动产生的现金	-121	-81	-41	-42	-44
净现金流	-178	-111	442	-91	289

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	4,336	4,212	4,578
现金及现金等价物	2,867	2,828	3,270	3,179	3,468
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	10,794	10,606	10,437
固定资产/PP&E	2,585	2,379	2,225	2,047	1,888
无形资产	7,401	7,607	7,597	7,587	7,577
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	15,130	14,818	15,015
流动负债:	3,933	3,837	4,284	4,205	4,676
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	1,443	1,577	1,723
其他流动负债	172	187	189	191	193
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	4,900	4,829	5,310
股本	5,486	5,070	5,070	5,070	5,070
储备	4,698	5,192	5,063	4,791	4,476
股东权益合计(不含少数股东权益)	10,184	10,262	10,133	9,861	9,546
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	10,230	9,989	9,705
负债及股东权益总计	14,778	14,773	15,130	14,818	15,015

## 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的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