



百威亚太 (1876.HK): 中国市场销量趋势改善可能是以加大促销力度为代价的

百威亚太 1Q26 整体销量转正主要归功于印度市场持续高速增长,但中国与韩国两大主要市场 1Q26 销量依然同比下降。中国市场 1Q26 销量下滑虽然有所收窄,但平均销售单价同比依然有较大幅度的下降,主要是公司加大了对经销商以及新兴渠道的支持力度。管理层将销量增长作为今年的主要目标,但我们担心这一目标的实现是建立在加大促销力度的基础上,从而可能令平均销售单价以及利润率持续承压。我们小幅调整盈利预测,并维持目标价 8.7 港元以及“持有”评级不变。

• **1Q26 销量与收入趋势有所改善,但 EBITDA 利润表现不容乐观:** 百威亚太 1Q26 整体销量同比上升 0.1%,内生收入同比下降 0.7%,趋势有所改善,主要归功于印度市场的强劲表现(收入与销量皆实现同比双位数增长)。然而,同期中国市场的平均销售单价持续承压,韩国市场的销量也在高基数下大幅下滑。1Q26 单吨成本同比下降 0.8%,降幅与平均单价基本一致,帮助毛利率同比保持稳定。但由于公司加大了市场投入以及其他运营收入的下降,常态化 EBITDA 同比下降 8.1%(亚太西同比下降 7.5%,亚太东同比下降 10.4%),常态化 EBITDA 利润率同比降低 246bps 至 31%。

• **中国:销量跌幅继续收窄,但销售单价与利润率恐继续承压:** 百威亚太 1Q26 中国市场销量同比下降 1.5%,跌幅继续收窄。但内生收入与销售单价同比分别下降 4%与 2.5%(单价跌幅显著高于其他中国本土啤酒企业),主要是因为公司加大对经销商的支持力度,和家庭渠道以及新兴渠道的促销力度。常态化 EBITDA 同比下降 10.9%,主要是由于市场营销力度加大、其他运营收入的下降以及经营负杠杆。管理层表示超高端价格带产品的销量在 1Q26 取得双位数增长,主要是由于夜场渠道的恢复,但餐饮渠道依然面临较大的挑战。我们认为公司对非即饮渠道与新兴渠道的积极投入有望使销量趋势持续改善,但不排除较大的促销力度可能使平均销售单价与 EBITDA 利润率持续承压的可能。

• **韩国:1Q26 销售趋势再次恶化,业绩受基数影响较大:** 韩国市场 1Q26 销量同比降低双位数,内生收入同比下降中单位数,相较前两个季度大幅恶化。公司将其归咎于较弱的市场环境以及去年同期的高基数(主要是由于涨价前的提前发货)。平均销售单价同比上升低单位数。在经营负杠杆的影响下,韩国常态化 EBITDA 同比降低双位数。尽管 2Q26 销量进入低基数,但平均销售单价将不再受到涨价的帮助从而面临较高的基数。

• **投资风险:** (1) 行业需求放缓; (2) 超高端增速不如预期; (3) 高端市场份额被蚕食; (4) 原材料价格上涨高于预期。

林闲嘉

首席消费分析师
 richard_lin@spdbi.com
 (852) 2808 6433

何丽敏

消费分析师
 limin_he@spdbi.com
 (852) 2808 6438

2026 年 5 月 5 日

评级

持有

目标价(港元)	8.7
潜在升幅/降幅	+7.0%
目前股价(港元)	8.1
52周内股价区间(港元)	6.95-9.42
总市值(百万港元)	107,669
近3月日均成交额(百万港元)	108.7

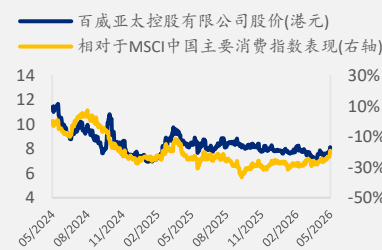
注:截至2026年5月5日收盘价

市场预期区间

HKD 7.5 ◆ HKD 8.1 ▲ HKD 8.7 ◆ HKD 11.5

▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
 资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究



图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,246	5,764	5,882	5,997	6,085
同比变动 (%)	-8.9%	-7.7%	2.1%	1.9%	1.5%
归母净利润	726	489	561	620	644
同比变动 (%)	-14.8%	-32.6%	14.8%	10.5%	4.0%
PE (X)	18.9	28.1	24.3	22.0	21.1
ROE (%)	6.9%	4.8%	5.5%	6.1%	6.5%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 百威亚太

利润表

(百万美元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,246	5,764	5,882	5,997	6,085
同比	-8.9%	-7.7%	2.1%	1.9%	1.5%
销售成本	-3,099	-2,877	-2,927	-2,976	-3,018
毛利	3,147	2,887	2,956	3,021	3,067
毛利率	50.4%	50.1%	50.2%	50.4%	50.4%
销售费用	-1,625	-1,532	-1,602	-1,620	-1,631
管理费用	-477	-454	-459	-462	-462
其他经营收入及收益 (损失)	115	85	71	72	73
经营溢利	1,160	986	966	1,011	1,046
经营利润率	18.6%	17.1%	16.4%	16.9%	17.2%
净融资成本	31	10	12	13	15
税前溢利	1,160	951	940	986	1,023
所得税开支	-410	-431	-348	-335	-348
所得税率	35.3%	45.3%	37.0%	34.0%	34.0%
净利润	750	520	592	651	675
少数股东权益	24	31	31	31	31
归母净利润	726	489	561	620	644
归母净利率	12%	8%	10%	10%	11%
同比	-14.8%	-32.6%	14.8%	10.5%	4.0%

现金流量表

(百万美元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	750	520	592	651	675
折旧与摊销	682	635	651	669	687
融资开支净额	-31	-10	-12	-13	-15
所得税开支	410	431	348	335	348
其他	-24	2	-42	-42	-42
未计营运资金变动前之经营溢利	1,787	1,578	1,537	1,601	1,653
存货减少 / (增加)	25	26	-26	-6	-5
应收贸易款项 (增加) / 减少	76	-29	-15	-10	-8
应付贸易款项 (减少) / 增加	-335	-216	4	36	31
拨备及退休金减少	-99	-23	18	0	0
已收 / (已付) 利息	-23	-18	-43	-44	-44
已收股息	11	16	0	0	0
已付所得税	-368	-433	-344	-335	-348
经营活动所得 (所用) 现金净额	1,134	951	1,186	1,298	1,338
出售 / (收购) 物业、厂房及设备	-368	-295	-310	-310	-290
收购附属公司及其他投资	-18	-6	0	0	0
百威集团现金池存款所得款项	-23	-23	0	0	0
投资活动所用现金净额	-409	-324	-310	-310	-290
百威集团实收资本还款 / 所得款项	0	0	0	0	0
就上市发行股份所得款项	0	0	0	0	0
偿还百威集团贷款所得款项及百威集团资金池贷款的所得款项 (偿还)	0	0	0	0	0
借款所得款项	47	120	0	0	0
偿还借贷	-131	-29	13	0	0
已付股息	-730	-773	-748	-808	-849
其他	-89	-56	-62	-67	-67
融资活动 (所用) 所得现金净额	-903	-738	-797	-875	-916
现金及现金等价物变动	-274	-39	79	113	132
于年初的现金及现金等价物	3,141	2,867	2,828	2,907	3,020
现金及现金等价物汇兑差额	-96	72	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	2,867	2,828	2,907	3,020	3,152

资产负债表

(百万美元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
物业、机器及设备	2,585	2,379	2,143	1,897	1,612
商誉	5,945	6,130	6,130	6,130	6,130
土地使用权	199	200	200	200	200
无形资产	1,456	1,477	1,364	1,318	1,273
其他	761	772	818	860	902
非流动资产	10,946	10,958	10,655	10,405	10,117
存货	376	343	369	375	380
应收贸易款项	496	505	516	526	533
应收百威集团款项	0	0	0	0	0
其他应收款项-即期部分	0	0	0	0	0
总公司资金池	48	71	71	71	71
现金及等同现金项目	2,867	2,828	2,907	3,020	3,152
其他	45	68	53	53	53
流动资产	3,832	3,815	3,916	4,045	4,190
应付贸易款项	2,228	2,111	2,125	2,161	2,191
应付百威集团款项	91	110	100	100	100
其他应付款项及应计费用	0	0	0	0	0
计息贷款及借款	136	217	230	230	230
百威集团资金池贷款	0	0	0	0	0
委托包装及合约负债	1306	1212	1212	1212	1212
其他	172	187	191	191	191
流动负债	3,933	3,837	3,858	3,894	3,924
计息贷款及借款	68	60	60	60	60
应付贸易及其他款项	13	7	7	7	7
递延税项负债	375	384	388	388	388
其他	149	157	156	156	156
非流动负债	605	608	611	611	611
股本	4,698	5,192	5,005	4,817	4,612
储备	5,486	5,070	5,070	5,070	5,070
非控制性权益	56	66	97	128	159
权益	10,240	10,328	10,172	10,015	9,841

财务和估值比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股数据 (美元)					
摊薄每股收益	0.05	0.04	0.04	0.05	0.05
每股销售额	0.47	0.44	0.45	0.45	0.46
每股收益	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
同比变动					
收入	-9%	-8%	2%	2%	1%
经营溢利	-15%	-15%	-2%	5%	3%
归母净利润	-15%	-33%	15%	10%	4%
摊薄每股收益	-15%	-33%	16%	10%	4%
费用与利润率					
毛利率	50%	50%	50%	50%	50%
经营利润率	19%	17%	16%	17%	17%
归母净利率	12%	8%	10%	10%	11%
回报率					
平均股本回报率	6.9%	4.8%	5.5%	6.1%	6.5%
平均资产回报率	7.1%	5.1%	5.8%	6.4%	6.8%
资产效率					
库存周转天数	48	46	46	46	46
应收账款周转天数	32	32	32	32	32
应付账款周转天数	287	275	265	265	265
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
负债 / 权益 (%)	44%	43%	44%	45%	46%
估值					
市盈率 (x)	18.9	28.1	24.3	22.0	21.1
企业价值 / EBITDA (x)	6.1	7.0	6.9	6.6	6.3
股息率	5%	5%	6%	6%	6%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：百威亚太各季度主要项目内生同比增速

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
收入增速									
集团	-0.4%	-7.8%	-9.4%	-11.0%	-7.5%	-3.9%	-8.4%	-4.2%	-0.7%
亚太东	5.2%	21.2%	15.7%	7.8%	11.7%	-8.4%	3.9%	-0.6%	-6.1%
亚太西	-1.5%	-13.2%	-15.1%	-17.0%	-11.7%	-2.7%	-12.0%	-5.6%	0.7%
中国	-2.7%	-15.2%	-16.1%	-20.1%	-12.7%	-6.4%	-15.1%	-11.4%	-4.0%
销量增速									
集团	-4.8%	-7.3%	-11.4%	-12.7%	-6.1%	-6.2%	-8.6%	-0.7%	0.1%
亚太东	-4.0%	6.0%	3.9%	8.5%	11.9%	-10.4%	-0.6%	-3.7%	-9.8%
亚太西	-4.9%	-9.0%	-13.5%	-17.0%	-8.6%	-5.6%	-9.9%	0.1%	1.7%
中国	-6.2%	-10.3%	-14.2%	-18.9%	-9.2%	-7.4%	-11.4%	-3.9%	-1.5%
单价增速									
集团	4.6%	-0.5%	2.2%	1.9%	-1.5%	2.4%	0.1%	-3.5%	-0.8%
亚太东	9.6%	14.4%	11.4%	-0.6%	-0.2%	2.2%	4.5%	3.2%	4.0%
亚太西	3.6%	-4.6%	-1.9%	-0.1%	-3.4%	3.0%	-2.4%	-5.7%	-1.0%
中国	3.7%	-5.4%	-2.1%	-1.4%	-3.9%	1.1%	-4.1%	-7.7%	-2.5%
EBITDA增速									
集团	4.2%	-6.2%	-16.6%	-7.2%	-11.2%	-4.5%	-6.9%	-24.7%	-8.1%
亚太东	18.7%	69.6%	33.3%	17.0%	24.4%	-26.5%	8.7%	-5.9%	-10.4%
亚太西	2.0%	-16.3%	-25.9%	-20.4%	-17.6%	1.4%	-11.9%	-40.0%	-7.5%
中国	1.0%	-17.2%	-21.1%	-19.9%	-17.1%	-4.0%	-17.4%	-42.3%	-10.9%

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3：百威亚太经营情况（同比增速为报表口径）

百万美元	4Q24	4Q25	YOY	1Q25	1Q26	YOY
营业收入	1,142	1,073	-6.0%	1,461	1,493	2.2%
销量 (百万升)	1,361	1,352	-0.7%	1,974	1,974	0.0%
单价(美元/升)	0.84	0.79	-5.4%	0.74	0.76	2.2%
营业成本	-621	-598	-3.7%	-716	-730	2.0%
毛利润	521	475	-8.8%	745	763	2.4%
毛利率	45.6%	44.3%	-1.4	51.0%	51.1%	0.1
营业费用	-485	-466	-3.9%	-438	-466	6.4%
营业费用率	42.5%	43.4%	1.0	30.0%	31.2%	1.2
其他经营收益	33	12	-63.6%	24	18	-25.0%
常态EBITDA	228	167	-26.8%	485	463	-4.5%
EBITDA 利润率	20.0%	15.6%	-4.4	33.2%	31.0%	-2.2
经营利润	69	21	-69.6%	331	315	-4.8%
经营利润率	6.0%	2.0%	-4.1	22.7%	21.1%	-1.6
非基础项目	-23	-46	100.0%	-2	-8	300.0%
财务费用	8	8	0.0%	4	6	50.0%
联营公司盈利	3	1	-66.7%	4	5	25.0%
所得税	-70	-86	22.9%	-95	-83	-12.6%
净利润	-13	-102	n.m.	242	235	-2.9%
净利润率	-1.1%	-9.5%	-8.4	16.6%	15.7%	-0.8
少数股东权益	3	1	-66.7%	8	9	12.5%
归母净利润	-16	-105	n.m.	234	226	-3.4%
归母净利润率	-1.4%	-9.8%	-8.4	16.0%	15.1%	-0.9
核心归母净利润	1	-12	n.m.	235	234	-0.4%
核心归母净利润率	0.1%	-1.1%	-1.2	16.1%	15.7%	-0.4

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 4: SPDBI 财务预测变动: 百威亚太 (1876.HK)

(百万美元)	2026E	2027E	2028E
营业收入			
旧预测	5,789	5,901	6,086
新预测	5,882	5,997	6,085
变动	1.6%	1.6%	0.0%
归母净利润			
旧预测	547	607	653
新预测	561	620	644
变动	2.6%	2.1%	-1.3%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

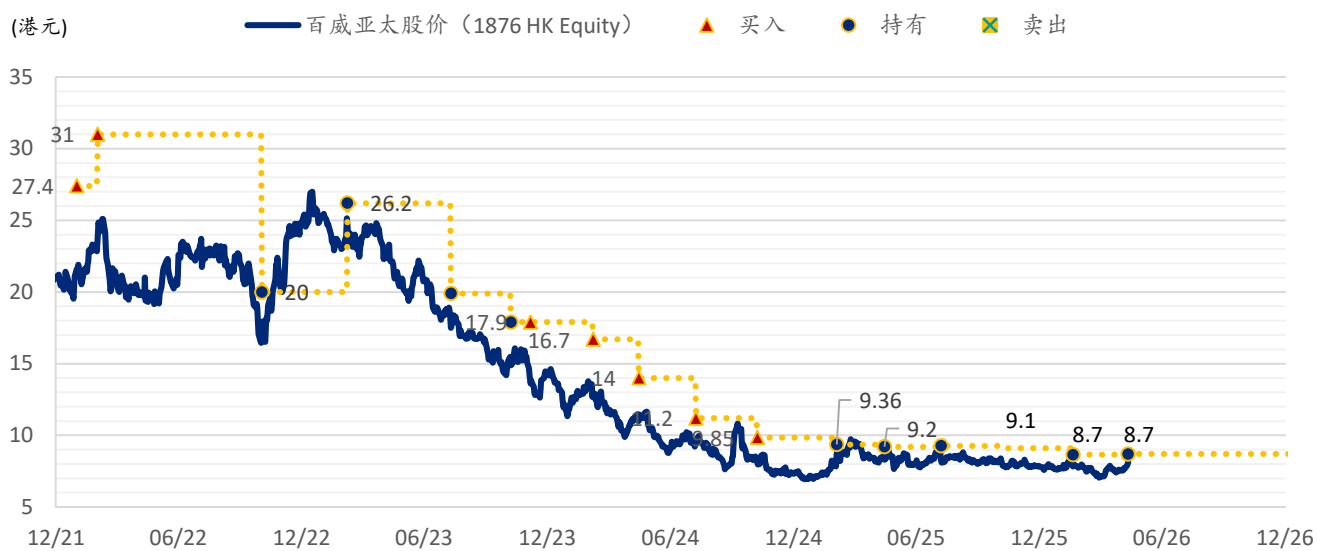
图表 5: 百威亚太 SOTP 估值表 (基于 2026 年的盈利预测)

(百万美元)	2026E EBITDA	目标 EV/EBITDA	企业价值	股权价值	目标价
亚太东	409	5.0	2,045		
亚太西	1,208	8.5	10,266		
合计	1,617	7.6	12,311	14,831	8.7 港元

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 百威亚太 (1876.HK)

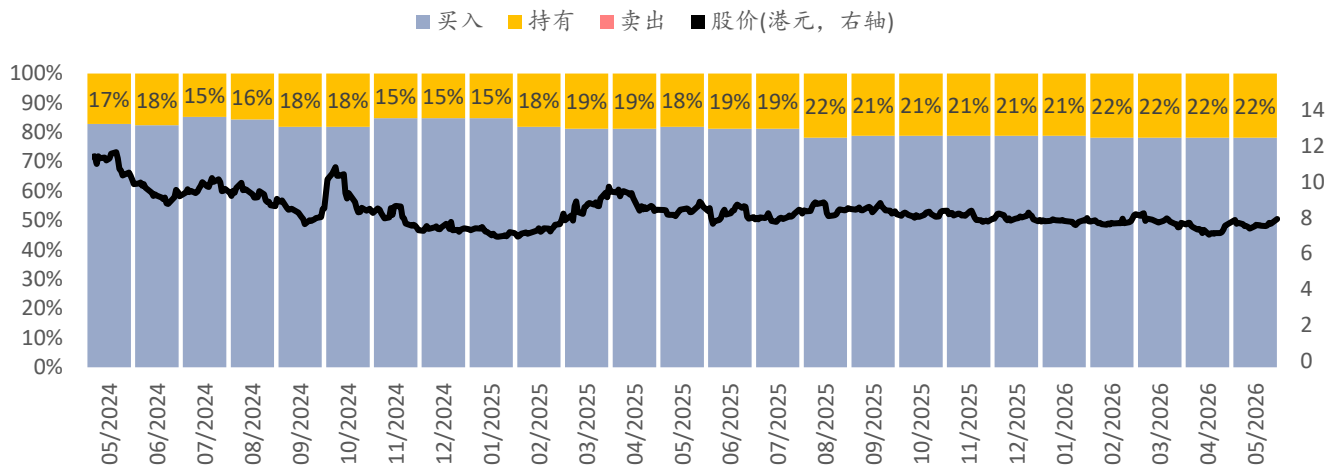


注: 截至 2026 年 5 月 5 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

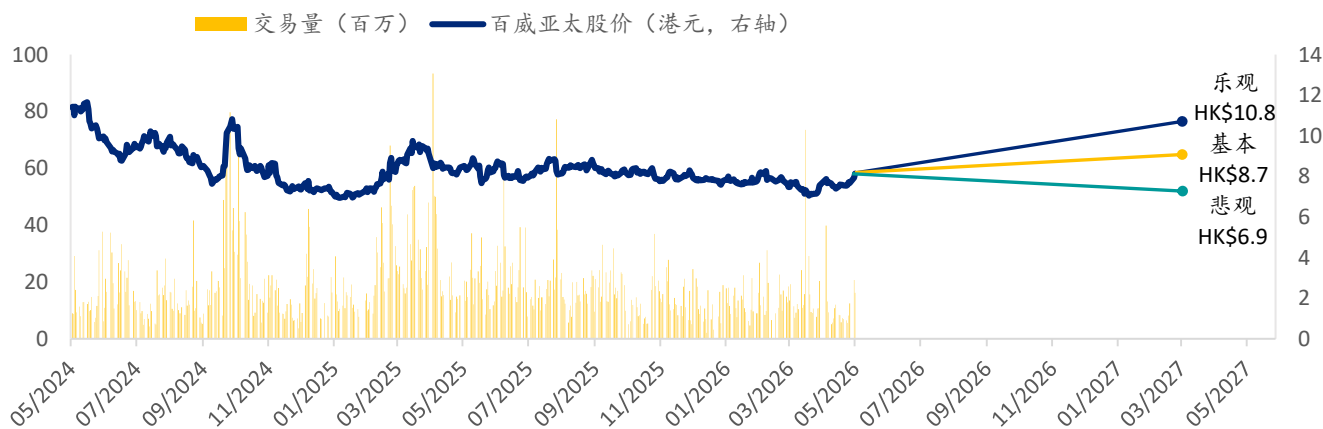
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 百威亚太市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 百威亚太 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 10.8 港元

概率: 25%

- 中国地区高端及超高端产品收入持续增长, 2026 年中国地区收入同比增长低单位数;
- 2026 年公司毛利率水平同比上升 50bps;
- 2026 年公司整体费用率同比保持稳定。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 6.9 港元

概率: 20%

- 中国地区高端及超高端产品收入增速不及预期, 2026 年中国地区收入同比下降中单位数;
- 2026 年公司毛利率水平同比下降 50bps;
- 2026 年公司整体费用率同比提升 100bps。

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808-6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

