

燕京啤酒 (000729.SZ)

持有(首次评级)

当前价格: 10.56 元

目标价格: 12.4 元

U8 拉动结构升级, 改革红利加速兑现

投资要点:

➤ **高端化+产能2.0, 开启啤酒行业新篇章。**在行业总量稳定的环境下, 青岛啤酒、重庆啤酒、华润啤酒、燕京啤酒均通过产品结构升级进一步提高吨酒收入, 同时“关小上大”的产能结构调整亦能降低吨酒成本。高端化和产效提升预计将共同打开公司毛利空间。

➤ **燕京啤酒急起直追, 大单品赋能结构升级。**2019年, 公司推出“U8”产品, 并集中资源在营销上高举高打, 使得该产品连续三年维持50%以上的强劲增速, 预计达成公司十四五规划的百万吨目标可期。同时, 公司在U8所定位档次上下布局了多款产品, 产品矩阵持续完善, 当前已实现全档次布局, 低、中、高度产品全覆盖。矩阵的完善预计将大幅增强公司在高端市场的竞争力, 享受行业高端化红利。

➤ **改革红利兑现逻辑不改, 子公司减亏大幅增厚业绩表现。**从产能布局来看, 公司目前有30+啤酒厂, 产能利用率仅41.9%, 相比同业仍具较大改善空间, 待公司缩减产能规模后, 人员配置、资产周转率等方面亦将相应得到优化, 看好公司后续经营效益持续释放。另外, 此前公司缺乏完善的产品矩阵, 不同区间难以形成合力, 导致各地子公司产能储备高、实际销量低, 规模不经济现象直接导致各地子公司亏损严重, 拖累公司总体盈利水平。在公司持续对弱势区域的跟踪指导下, 21-22年子公司亏损大幅减少, 驱动当年净利润同比增长87.5%。随公司产品矩阵的完善, 我们认为未来弱势市场减亏工作仍将顺利推进, 进而为公司增厚业绩表现。

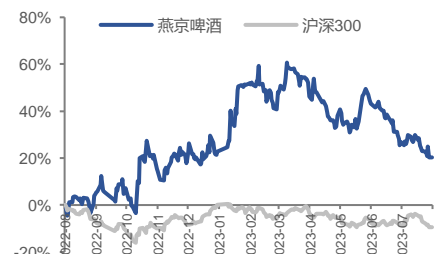
➤ **盈利预测与投资建议:**我们预计公司23-25年归母净利润分别为6.99/9.22/11.64亿元, 对应PE为42.6/32.3/25.6倍。考虑到公司未来三年增速相比同业较高, 且业绩释放的确定性较强, 我们给予公司23年50倍PE进行估值, 对应每股目标价12.4元, 首次覆盖给予持有评级。

➤ **风险提示:**大单品动销不及预期、改革进程慢于预期, 雨季增多影响需求量、原材料成本重回增势、高端市场竞争加剧、食品安全问题、业绩不达预期对公司估值溢价产生负面影响风险。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2819/2510
总市值/流通市值 (百万元)	29764/26501
每股净资产 (元)	4.71
资产负债率 (%)	35.82
一年内最高/最低 (元)	14.1/8.38

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 刘畅
 执业证书编号: S0210523050001
 邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师 张东雪
 执业证书编号: S0210523060001
 邮箱: zdx30145@hfzq.com.cn

研究助理 林若尧
 邮箱: lry30204@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11,961	13,202	14,347	15,512	16,605
增长率	9%	10%	9%	8%	7%
净利润 (百万元)	228	352	699	922	1,164
增长率	16%	55%	98%	32%	26%
EPS (元/股)	0.08	0.12	0.25	0.33	0.41
市盈率 (P/E)	130.5	84.5	42.6	32.3	25.6
市净率 (P/B)	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设：

- 1) 量：考虑到公司为我国国产啤酒龙头，当前 U8 全国化拓张逻辑不改，高增态势不变，预计在消费场景的复苏将进一步赋能公司产品全国拓张，我们预计公司啤酒 23-25 年销量增速分别为 6.02%/5.51%/4.51%
- 2) 价：考虑到公司 U8 产品热度较高，预计将拉动公司产品结构升级，我们预计 23-25 年吨价增速分别为 3.5%/3.2%/3%；

我们区别于市场的观点：

- 1) 行业：市场普遍对 2023 年啤酒行业的销量恢复较为悲观，但我们认为销量在短期内仍具备回补空间，从一季度的来看，青岛啤酒、重庆啤酒、华润啤酒、重庆啤酒厂商均实现了较高的销量增长，且 2022 年第二季度为疫情较为严重时段，彼时销量受到了一定的压制，我们认为今年的二季度各厂商销量将会呈现较高的增速，除了旺季高温对销量的正向刺激以外，啤酒消费场景的恢复亦将给行业增量带来贡献。
另外，低度酒板块为全球销量占比最大的酒饮市场，我们认为伴随未来场景的持续丰富和消费习惯在代际变迁下的多样化，低度酒板块或存在结构性机会，而啤酒作为我国低度酒市场的头号玩家，具备最大的细分市场占比，各啤酒厂商或最具发展潜力。
- 2) 公司：市场对燕京啤酒的 U8 大单品持续性和内部改革有一定的质疑。
 - a) 从 U8 大单品角度出发，经过 19-21 年 3 年的铺货，U8 在疫情严重的 2022 年仍旧实现了 53.85% 的增速，我们认为除了铺货因素以外，还因为其定位并非为 10 元以上高端档次，而是 8 元次高档，相应具备更广阔的市场容量和更顺畅的升级进程，并且在公司营销的配合下，U8 预计仍将进一步增长；同时，公司产品矩阵亦在持续丰满，预计 U8 的放量增长将引领公司整体产品矩阵升级；
 - b) 从内部改革角度出发，公司新高层管理团队到任后，积极变革、提升经营管理效益，21-22 年，公司持续关闭落后产能提升产效，并且积极指导并跟进弱势市场子公司的减亏工作，子公司亏损从 4.55 亿锐减至 0.41 亿，驱动 22 年净利润同比增长 87.5%。我们认为当前高层管理团队年富力强，改革决心大，应期待公司后期改革红利的持续兑现。

股价上涨的催化因素：

- 1) 夏季温度突破往年：由于啤酒销量受到气候因素影响较大，高温天气往往能够促进啤酒销售，若 2023 年的 2-3 季度高温天气持续时间长于往年，或对公司销量具备较大的促进作用；
- 2) 提效改革超预期：由于燕京啤酒过去改革迟滞，当前具备较大提效空间，倘若改革红利加速兑现，预计将进一步提振市场对公司改革进程的信心；
- 3) 大单品动销超预期：U8 作为公司的全国化大单品，过去在疫情影响下仍实现了较好的增长，市场信心十足，倘若今年其在 40 万吨的基础上，仍旧实现了中高双位数增长，预计将大幅提振市场信心；

估值及目标价：考虑到同业公司平均 PE 约为 27 倍，结合公司未来三年增速相比同业较高，且改革增效逻辑推进下业绩释放的确定性较强，我们给予公司 23 年 50 倍 PE 进行估值，对应每股目标价 12.4 元，首次覆盖给予持有评级。

风险提示：

大单品动销不及预期、改革进程慢于市场预期，雨季增多影响需求量、原材料成本重回增势、高端市场竞争加剧、食品安全问题、业绩不达预期对公司估值溢价产生负面影响风险。

正文目录

1	老字号国产啤酒，看好公司十四五规划重塑国企预期	4
2	高端化驱动吨酒价格提升，“关小上大”开启产能 2.0 时代	5
3	大单品拉动全国化逻辑，产品丰满重塑矩阵推力	6
4	提效改革红利加速兑现，弱势市场减亏储备较大利润增量	7
5	盈利预测与投资建议	9
6	风险提示	11

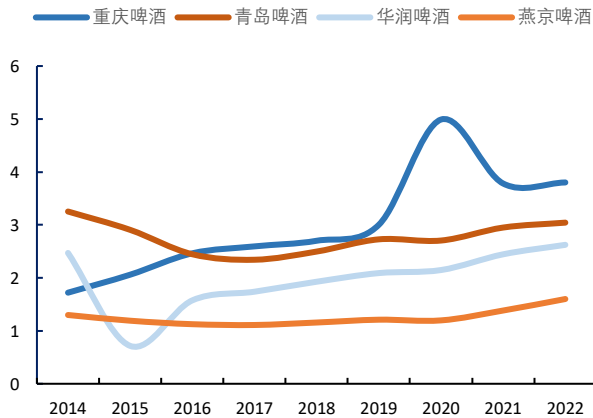
图表目录

图表 1:	各厂商固定资产周转率高于燕京啤酒	4
图表 2:	燕京啤酒产能利用率低于其他厂商	4
图表 3:	公司吨酒价格近年来加速提升	4
图表 4:	燕京啤酒十四五发展战略规划	4
图表 5:	相比其余食品饮料细分板块公司，啤酒企业出厂价格持续上涨	5
图表 6:	啤酒零售价持续提升	5
图表 7:	华润啤酒关闭工厂提升产能利用率	6
图表 8:	单厂吨酒成本伴随生产能力扩大而降低	6
图表 9:	“漓泉 1998”爆火后拉动漓泉净利率提升	6
图表 10:	华南地区拉动公司净利率提升	6
图表 11:	U8 推出后，公司倾斜大量资源将其打造为大单品	7
图表 12:	U8 放量和矩阵完善，驱动中高端档次产品收入占比逐步提升	7
图表 13:	公司产品矩阵持续丰满，当前已较为完善	7
图表 14:	公司营运周期高于同业，但已显著改善	8
图表 15:	公司人效提升显著，但仍有较大空间	8
图表 16:	燕京啤酒营收构成	8
图表 17:	公司子公司亏损严重，拉低总体盈利水平	8
图表 18:	燕京啤酒盈利驱动分业务拆分	10
图表 19:	可比公司估值表	10
图表 20:	财务预测摘要	12

1 老字号国产啤酒，看好公司十四五规划重塑国企预期

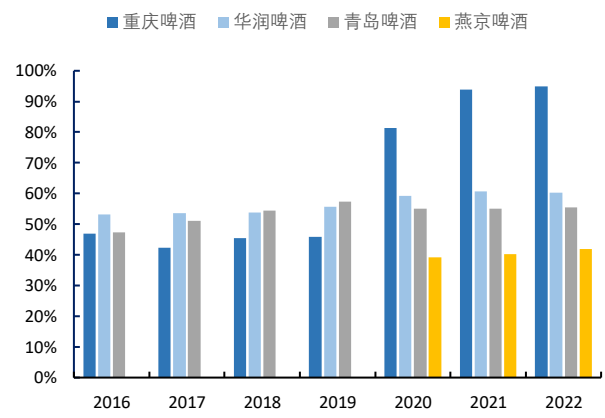
燕京啤酒改革进度慢于行业，经营效率改善空间较大。燕京啤酒当前供给侧改革进度较为落后，22年产能利用率仅41.9%，落后于青啤的55.5%和华润的60.3%，因此当前整体经营效率提升空间相对较大。

图表 1: 其他啤酒厂商固定资产周转率高于燕京啤酒



数据来源: Wind, 华福证券研究所

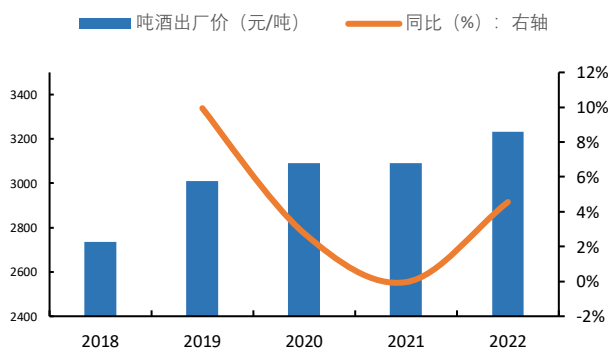
图表 2: 燕京啤酒产能利用率低于其他厂商



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

公司当前发展潜力突出。燕京啤酒明确发展目标，全面启动“五年增长与转型战略”，陆续推出 U8、V10 白啤等多款高端产品，营销造势配合进行，驱动公司吨酒出厂价格持续提升。当前，U8 产品销量增长态势强劲，预计可为公司结构升级提供着力点和强劲动能，而新董事长耿超的上任，以及新管理团队的年轻化，预计将促进公司内部改革进程加速，进一步兑现其发展潜力。

图表 3: 公司吨酒价格近年来加速提升



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 4: 燕京啤酒十四五发展战略规划

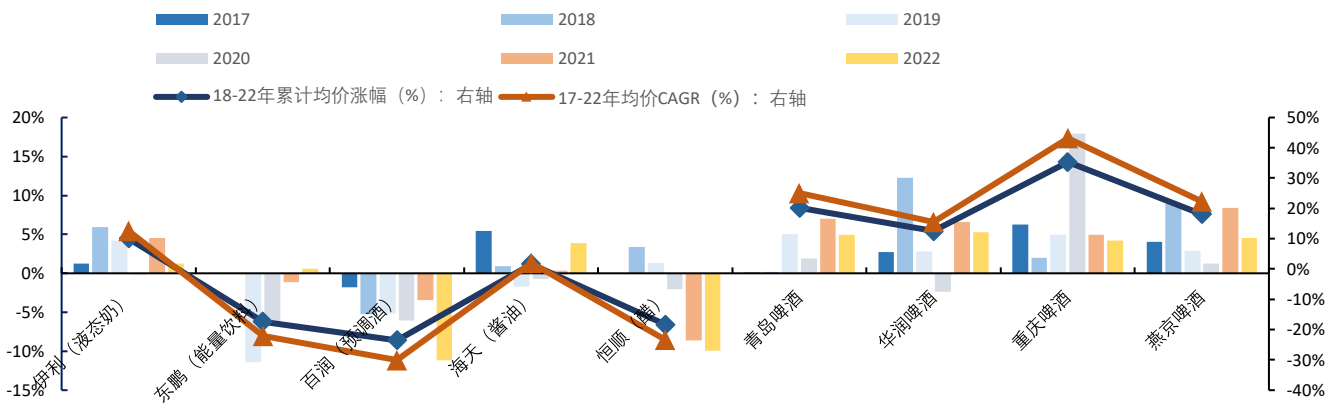


数据来源: 官方公众号, 华福证券研究所

2 高端化驱动吨酒价格提升，“关小上大”开启产能 2.0 时代

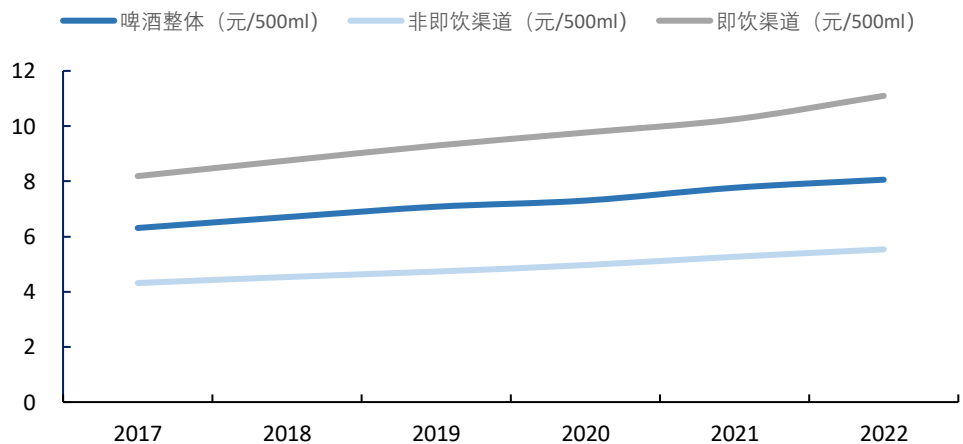
高端化抬升收入，“关小上大”优化成本，共振打开毛利空间。过去五年，啤酒企业出厂价格涨幅相比于其他细分子板块企业更为强劲。各啤酒厂商在 17-21 年间价增持续，甚至在 2022 年疫情期间仍保持了正向增长，高端化韧劲十足。同时，啤酒零售价格同样保持增长，亦在一定程度上说明了高端化趋势为需求侧所接受，并非供给端单方面推动。

图表 5：相比其余食品饮料细分板块公司，啤酒企业出厂价格持续上涨



数据来源：公司公告，华福证券研究所

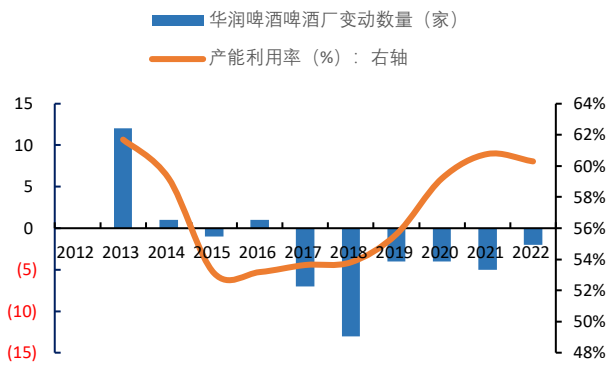
图表 6：啤酒零售价持续提升



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

产能 1.0 阶段为各厂商关厂匹配下滑后的市场容量，2.0 阶段为关小厂开大厂，在恒定需求下提高单厂经济效益。在行业容量总体保持稳定的环境下，青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒均通过产品结构升级进一步提高收入，同时“关小上大”的产能结构调整亦能降低企业吨酒成本。高端化和产效的提升将共同打开啤酒厂商毛利空间。

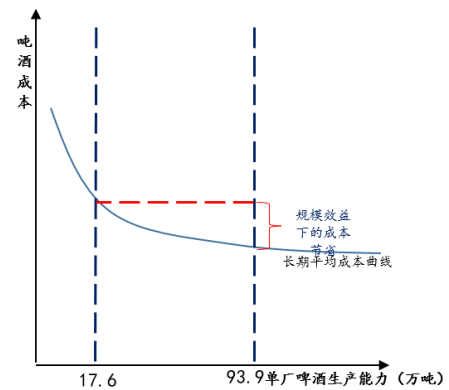
图表 7：华润啤酒关闭工厂提升产能利用率



数据来源：公司公告，华福证券研究所；

注：华润啤酒产能利用率计算公式为：销量/产能

图表 8：单厂吨酒成本伴随生产能力扩大而降低

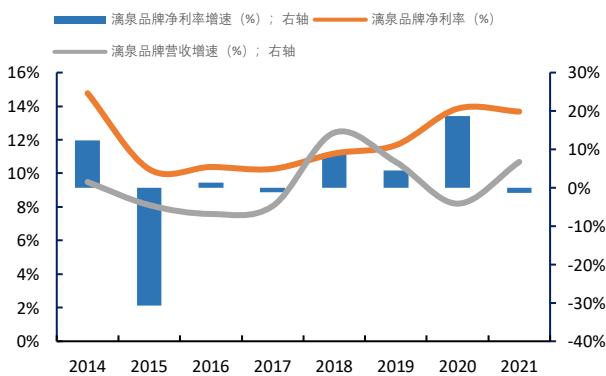


数据来源：《美国产业结构》，华福证券研究所

3 大单品拉动全国化逻辑，产品丰满重塑矩阵推力

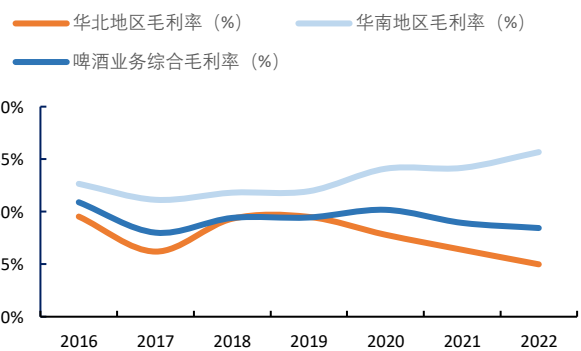
“漓泉 1998”单品的火爆拉动了燕京啤酒公司在广西地区的盈利增长。漓泉为燕京啤酒旗下品牌，其在 2016 年为纪念美国前总统克林顿 1998 年到访漓泉并且亲笔题词而推出“漓泉 1998”产品，该产品推出后，通过较好的品质和差异化包装得到了广西市场消费者的广泛认可，直接驱动了漓泉品牌整体的净利率提升，而燕京啤酒在华南地区的毛利率（45.7%）亦显著高于公司整体水平（38.4%），给燕京啤酒公司提供了较佳的大单品示例。

图表 9：“漓泉 1998”爆火后拉动漓泉净利率提升



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 10：华南地区毛利率水平高于公司整体



数据来源：公司公告，华福证券研究所

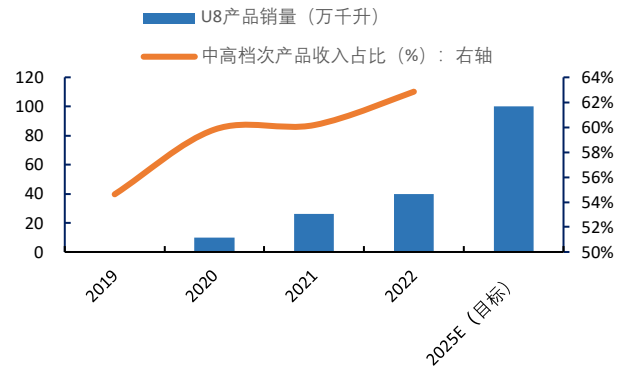
U8 大单品高举高打，首都地位赋能全国扩张。2019 年，燕京啤酒推出“U8”产品，试图复制“漓泉 1998”的成功，由于北京同为燕京啤酒基地市场，且首都的特殊地位使其具备一定的消费引导能力，因此我们认为，公司在北京地区打造大单品相比于广西地区更具战略意义。不同于“漓泉 1998”主要依靠自然动销放量，燕京啤酒推出“U8”单品后，便在营销上高举高打，公司亦为其制定了百万吨的十四五目标销量，当前该产品销量已连续三年维持 50% 以上增速，百万吨目标达成值得期待。

图表 11: U8 推出后, 公司倾斜大量资源将其打造为大单品



数据来源: 燕京啤酒广告, 华福证券研究所

图表 12: U8 放量和矩阵完善, 驱动中高端档次产品收入占比逐步提升



数据来源: 官方公众号, 公司公告, 华福证券研究所

产品矩阵的完善大幅增强了公司在高端市场的竞争力。公司除了推出定位次高端的 U8 产品外, 还向下布局了雪鹿、鲜啤 2022 等中端产品, 亦向上推出高端档次的燕京八景系列, 以及果啤、白啤、皮尔森等新兴品类, 以满足高端市场个性化需求。随着公司新品的推出, 当前产品矩阵已实现了全档次布局, 且低、中、高度产品均已实现占位。我们认为, 产品矩阵的完善将大幅增强公司在高端市场的综合竞争力, 看好公司后续高端化发展。

图表 13: 公司产品矩阵持续丰满, 当前已较为完善

产品	零售价	酒精度	麦汁浓度
U8	6.9	2.5	8
新雪鹿	4.7	2.5	8
燕京冰爽	4.1	2.5	8
经典白听	5.0	3.3	10
2022鲜啤	4.5	3.3	9
燕京干啤	4.7	3.3	9
燕京本生	3.5	3.3	9
燕京纯生	6.6	3.6	10
国航蓝听	3.8	4	11
燕京八景精酿啤酒			
金台夕照	18.7	3.3	10.0
太液秋风	18.8	3.3	10.0
琼岛春阴	17.6	3.7	11.0
卢沟晓月	15.4	3.7	11.0
玉泉趵突	25.1	4.1	12.0
蓟门烟树	16.7	4.1	12.0
西山晴雪	24.2	5.2	16.0
居庸叠翠	15.5	7.1	18.0
新兴品类			
燕京无醇啤酒	5.0	0.3-0.5	3
果啤·树莓小麦	19.5	3.3	10
生姜木槿花啤酒	25.0	3.3	10
白啤 (V10)	5.4	3.3	10
白啤 (狮王桶装)	25.0	3.3	10
S12皮尔森	14.6	4.1	12

数据来源: 淘宝官方旗舰店, 华福证券研究所

注: 零售价均已换算为元/500ml, 且价格信息截止至 2023 年 6 月 17 日

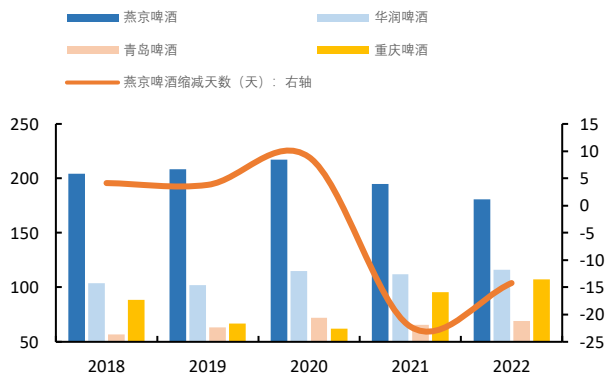
4 提效改革红利加速兑现, 弱势市场减亏储备较大利润增量

公司 2022 年运营效率相较 21 年显著改善, 但仍有提升空间。燕京啤酒公司目

前有 30+啤酒厂，青岛啤酒为 57 家，华润啤酒为 63 家，考虑到青岛啤酒和华润啤酒销量分别为燕京啤酒的 2.14/2.94 倍，从销量比例来看，燕京啤酒现有销量仅需 22-26 家啤酒厂就足以支撑，而待公司缩减啤酒厂规模后，人员的配置、营运效率也将相应得到优化。

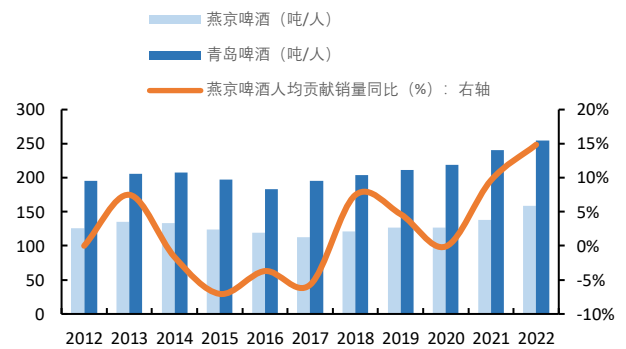
在公司 2022 年推进的改革提效下，营运周期和人均销量贡献均已得到提升，但距离青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒仍有较大空间，看好公司后续经营效益持续释放。

图表 14: 公司营业周期高于同业，但已显著改善



数据来源: Wind, 华福证券研究所

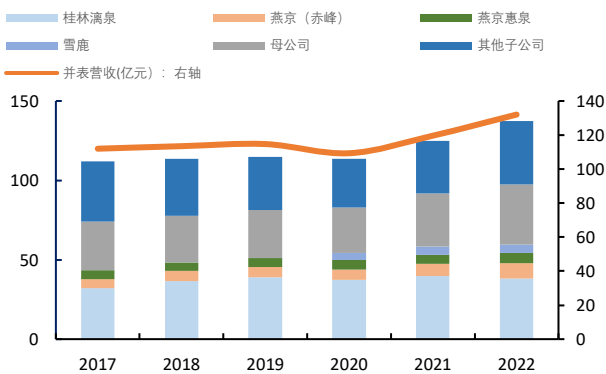
图表 15: 公司人效提升显著，但仍有较大空间



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

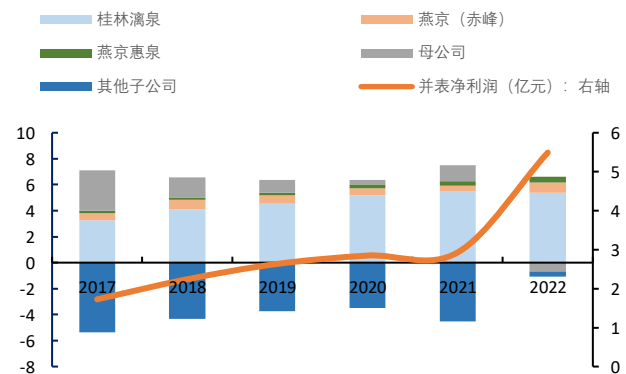
子公司减亏可增厚公司盈利表现。由于公司过去缺乏统一和规范化的产品矩阵，不同地区间难以形成合力，导致各地子公司产能储备高，实际销量却较低，规模不经济现象直接导致各地子公司亏损严重。21-22 年，在公司推进的改革增效战略下，其他子公司亏损从 4.55 亿锐减至 0.41 亿，驱动当年净利润同比增长 87.5%。随公司产品升级的推进，我们认为未来弱势市场减亏工作仍将顺利推进，预计将增厚公司业绩表现。

图表 16: 燕京啤酒营收构成



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 17: 公司子公司亏损严重，拉低总体盈利水平



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所;

注: 母公司净利润为剔除“成本法核算的长期股权投资收益”的净利润

5 盈利预测与投资建议

考虑到疫情放开后，餐饮渠道的复苏将带来该渠道内啤酒销量的快速提升，由于 U8、漓泉 1998 等产品均主要绑定餐饮渠道，因此我们认为公司业绩将在消费场景复苏下实现快速增长，同时内部提效改革预计亦将增厚公司业绩表现。

啤酒业务：结合公司指定的十四五规划的 U8 百万吨目标，我们预计 U8 未来 23-25 年增速分别为 40%/35%/23.5%，对应销量 60/81/100 万吨，考虑到 U8 大部份销量来自于基地市场，预计未来一部分 U8 的量增将来源于对其他低端产品的替代，而 U8 本身突破市场亦会带来产品矩阵整体的区域突破，我们认为 U8 在全国市场突破对其他产品的销量拉动将略大于基地市场内的替代，预计其他产品销量增速 23-25 年分别为 0.8%/0.3%/0%。总体来看，预计公司销量增速分别为 6.02%/5.51%/4.51%，吨价增幅分别为 3.5%/3.2%/3%，综合营收增速分别为 9.73%/8.88%/7.64%，对应啤酒业务收入分别为 133.69/145.57/156.69 亿元。啤酒业务总体毛利率方面，我们预计在公司改革提效战略的持续推进以及原材料价格后续的回落下，公司 23-25 年毛利率预计为 41.81%/43.4%/44.94%。

茶饮料：近年来健康消费观念的兴起，大众对茶饮需求日益增强，但该业务并非公司主营业务，因此我们预计未来公司茶饮料业务 23-25 年收入增速将维持原有平均水平，分别为-6.26%/0.37%/0.61%。

矿泉水：近年来人们健康饮水观念的日益增强，但该业务并非公司主要发展重心，因此我们预计未来公司矿泉水业务 23-25 年收入增速将维持原有平均水平，分别为-20.13%/-18.82%/-16.41%。

费率方面，我们预计公司除销售费用率 2023 年预计将在提高 U8 势能下有所增长以外，管理费用率和研发费用率均将伴随公司改革提效下人员薪酬费率和折旧摊销费率的改善而持续下降。我们预计公司 23-25 年收入分别为 143.47/155.12/166.05 亿元，同比增速分别为 8.67%/8.12%/7.05%；归母净利润分别为 6.99/9.22/11.64 亿元，同比增速分别为 98.48%/31.86%/26.22%，对应 PE 为 42.6/32.3/25.6 倍。

考虑到同业公司平均 PE 约为 27 倍，结合公司未来三年增速相比同业较高，且改革增效逻辑推进下业绩释放的确定性较强，我们给予公司 23 年 50 倍 PE 进行估值，对应每股目标价 12.4 元，首次覆盖给予持有评级。

图表 18：燕京啤酒盈利驱动分业务拆分

	21A	22A	23E	24E	25E
营业总收入	11960.99	13202.07	14346.96	15511.64	16604.56
YoY	9.45%	10.38%	8.67%	8.12%	7.05%
营业总成本(百万元)	7362.92	8259.45	8478.54	8938.56	9305.59
YoY	10.79%	12.18%	2.65%	5.43%	4.11%
毛利率	38.44%	37.44%	40.90%	42.38%	43.96%
其中:					
啤酒(百万元)	11187.88	12183.27	13368.77	14556.58	15668.76
YoY	11.01%	8.90%	9.73%	8.88%	7.64%
销量(万吨)	362	377	400	422	441
YoY	2.42%	4.15%	6.02%	5.51%	4.51%
吨酒价格(元/吨)	3090.57	3231.47	3344.57	3451.59	3555.14
YoY	8.39%	4.56%	3.50%	3.20%	3.00%
营业成本(百万元)	6831.92	7499.50	7779.37	8238.55	8627.08
毛利率	38.93%	38.44%	41.81%	43.40%	44.94%
占总营收比例	93.54%	92.28%	93.18%	93.84%	94.36%
茶饮料(百万元)	55.62	59.91	56.16	56.37	56.71
YoY(%)	-0.33%	7.72%	-6.26%	0.37%	0.61%
营业成本(百万元)	44.45	45.75	43.88	43.55	44.06
毛利率	20.08%	23.64%	21.86%	22.75%	22.30%
占总营收比例	0.47%	0.45%	0.39%	0.36%	0.34%
矿泉水(百万元)	23.40	20.99	16.77	13.61	11.38
YoY	-26.05%	-10.28%	-20.13%	-18.82%	-16.41%
成本	25.90	25.91	19.63	16.37	13.50
毛利率	-10.71%	-23.41%	-17.06%	-20.24%	-18.65%
业务收入比例	0.20%	0.16%	0.12%	0.09%	0.07%
其他主营业务(百万元)	152.24	125.73	93.10	72.91	55.55
YoY	-34.49%	-17.42%	-25.95%	-21.68%	-23.82%
成本	99.37	74.24	57.87	44.19	34.10
毛利率	34.73%	40.95%	37.84%	39.39%	38.62%
业务收入比例	1.27%	0.95%	0.65%	0.47%	0.33%
其他业务(百万元)	541.85	812.16	812.16	812.16	812.16
YoY	2.14%	49.89%	26.01%	37.95%	31.98%
成本	361.27	614.05	577.78	595.91	586.84
毛利率	33.33%	24.39%	28.86%	26.63%	27.74%
业务收入比例	4.53%	6.15%	5.66%	5.24%	4.89%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 19：可比公司估值表

公司简称	EPS				PE				EPS CAGR (22-25年)
	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
青岛啤酒	2.72	3.27	3.85	4.41	39.52	28.87	24.50	21.39	17%
百威亚太	0.07	0.08	0.10	0.11	45.67	26.00	22.18	19.55	16%
华润啤酒	1.34	1.67	2.02	2.36	36.39	25.39	20.92	17.90	21%
重庆啤酒	2.61	3.16	3.75	4.36	48.79	29.21	24.61	21.17	19%
平均值					42.59	27.37	23.05	20.00	18%
燕京啤酒	0.12	0.25	0.33	0.41	84.5	42.6	32.3	25.6	49%

数据来源：Wind，华福证券研究所；注：以上估值数据截止日期为 2023 年 8 月 20 日

6 风险提示

大单品动销不及预期: 由于大单品对公司业绩拉动至关重要,倘若大单品动销不及预期,公司盈利能力或受到一定压制

改革进程慢于市场预期: 由于改革提效战略的推进将改善公司整体营运效率,若进度慢于预期或压制公司业绩表现,进而对估值溢价产生负面影响;

雨季增多影响需求量: 由于雨季会压制大众外出消费欲望,进而导致现饮渠道啤酒销量低于正常水平;

原材料成本重回增势: 由于啤酒包材、大麦成本合计占比超 50%以上,若原材料价格若重回增势,会对公司盈利能力造成一定压制;

高端市场竞争加剧: 若高端档次竞争加剧,公司或被迫提高费用投放,进而影响盈利能力兑现;

食品安全问题: 食品安全问题会大幅冲击消费者对公司产品的信心,进而影响公司品牌价值和渠道信心;

业绩不达预期对公司估值溢价产生负面影响风险: 由于公司相对可比公司的估值溢价是基于公司未来较高的业绩增速,倘若业绩不达预期或对公司估值产生负面影响。

图表 20：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,110	7,152	8,796	10,464	营业收入	13,202	14,347	15,512	16,605
应收票据及账款	194	220	233	252	营业成本	8,259	8,479	8,939	9,306
预付账款	122	148	144	156	税金及附加	1,153	1,284	1,388	1,486
存货	4,141	4,606	4,841	5,009	销售费用	1,634	1,847	1,966	2,021
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,413	1,492	1,598	1,661
其他流动资产	239	137	150	170	研发费用	236	243	247	264
流动资产合计	10,806	12,263	14,164	16,052	财务费用	-153	-157	-197	-191
长期股权投资	573	348	363	378	信用减值损失	-13	-4	-6	-6
固定资产	8,050	7,409	6,816	6,267	资产减值损失	-90	-77	-76	-77
在建工程	58	33	13	3	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	894	824	765	718	投资收益	42	39	39	39
商誉	81	147	136	130	其他收益	48	51	50	51
其他非流动资产	232	146	159	174	营业利润	692	1,189	1,611	2,090
非流动资产合计	9,888	8,907	8,253	7,671	营业外收入	5	7	8	9
资产合计	20,695	21,171	22,417	23,722	营业外支出	2	8	9	10
短期借款	300	0	0	0	利润总额	695	1,188	1,610	2,089
应付票据及账款	1,658	1,653	1,769	1,828	所得税	146	243	329	427
预收款项	0	0	0	0	净利润	549	945	1,281	1,662
合同负债	1,212	1,364	1,449	1,565	少数股东损益	197	246	359	498
其他应付款	2,411	2,283	2,347	2,315	归属母公司净利润	352	699	922	1,164
其他流动负债	650	685	693	712	EPS (按最新股本摊薄)	0.12	0.25	0.33	0.41
流动负债合计	6,232	5,986	6,258	6,420					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	197	134	166	150					
非流动负债合计	197	134	166	150					
负债合计	6,429	6,120	6,424	6,570					
归属母公司所有者权益	13,426	13,965	14,548	15,205					
少数股东权益	840	1,086	1,445	1,943					
所有者权益合计	14,266	15,051	15,993	17,147					
负债和股东权益	20,695	21,171	22,417	23,717					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,718	1,209	1,754	2,018
现金收益	1,115	1,550	1,785	2,117
存货影响	-230	-465	-235	-168
经营性应收影响	114	25	68	46
经营性应付影响	520	-132	179	27
其他影响	198	233	-43	-4
投资活动现金流	-2,001	260	-1	-16
资本支出	-355	-26	-29	-40
股权投资	-263	225	-15	-15
其他长期资产变化	-1,383	61	44	40
融资活动现金流	2	-428	-110	-334
借款增加	300	-300	0	0
股利及利息支付	-275	-463	-705	-1,006
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-23	335	595	672

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	10.4%	8.7%	8.1%	7.0%
EBIT 增长率	66.2%	90.4%	37.0%	34.4%
归母公司净利润增长率	54.5%	98.48%	31.86%	26.22%
获利能力				
毛利率	37.4%	40.9%	42.4%	44.0%
净利率	4.2%	6.6%	8.3%	10.0%
ROE	2.5%	4.6%	5.8%	6.8%
ROIC	3.9%	7.1%	9.1%	11.4%
偿债能力				
资产负债率	31.1%	28.9%	28.7%	27.7%
流动比率	1.7	2.0	2.3	2.5
速动比率	1.1	1.3	1.5	1.7
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	5	5	5	5
存货周转天数	175	186	190	191
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.25	0.33	0.41
每股经营现金流	0.61	0.43	0.62	0.72
每股净资产	4.76	4.95	5.16	5.39
估值比率				
P/E	84	43	32	26
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	99	70	59	49

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn