

啤酒结构持续升级，加速推进啤白双赋能

核心观点

- 公司发布 2023 年中报，2023H1 实现营收 238.71 亿元（yoy+13.7%），实现归母净利润 46.49 亿元（yoy+22.3%），业绩稳健增长。
- 啤酒量价齐升，结构持续升级。**啤酒业务来看，23H1 实现收入 228.94 亿元（yoy+9.0%），实现销量 657.1 万吨（yoy+4.4%），实现吨价 3484 元/吨（yoy+4.4%），量价齐升。23H1，次高档及以上产品销量为 144.4 万吨（yoy+26.4%），占比同比增加 3.8%至 22.0%，产品结构持续升级。国际品牌端，高端新品无醇啤酒喜力 0.0 表现较好，引领喜力品牌 23H1 销量增速接近 60%；中国品牌端，公司积极开展营销活动，雪花纯生、SuperX、老雪等产品保持快速增长。分地区，啤酒在东区/中区/南区分别实现收入 112.0/66.1/58.9 亿元，分别同比增长 7.1%/8.2%/9.9%；东区/中区/南区分别实现 EBIT 22.9/20.4/18.8 亿元，分别同比增长 6.1%/24.7%/36.1%，中、南区盈利快速增长。
- 毛利率提升，盈利明显改善。**2023H1，公司毛利率为 46.0%（yoy+3.8pct），其中啤酒毛利率为 45.2%（yoy+2.9pct），主要受益于吨价提升、部分包装物成本下降；销售/管理/财务费用率分别为 16.4%、6.6%、0.6%，分别同比 +1.1/+0.2/+0.5pct。23H1，公司净利率为 19.7%（yoy+1.6pct），盈利明显改善。
- 完成金沙股权交割，啤白业务双向赋能。**公司上半年已完成贵州金沙股权转让的交割，当前华润啤酒旗下形成景芝酒业、金沙酒业的白酒矩阵，有望形成啤白双赋能。23H1，白酒业务收入为 9.77 亿元、EBIT 为 0.71 亿元，剔除因收购贵州金沙所产生的无形资产摊销的影响，EBIT 为 3.95 亿元，白酒业务盈利可观。2023 年是公司“3+3+3”企业发展战略中“决胜高端”的战略元年，预计产品结构优化将驱动公司营收、盈利持续增长。

盈利预测与投资建议

- 根据半年报，对 23-24 年上调收入、毛利率；考虑到白酒业务运营，上调 23-24 年费用率。我们预测 23-25 年每股收益分别为 1.67、2.03、2.44 元（原预测 23-24 年为 1.67、2.02 元）。结合可比公司估值，给予公司 23 年 33 倍 PE，以港元兑人民币汇率 0.93 计算，对应目标价 59.26 港元，维持买入评级。

风险提示：次高档及以上产品销售不及预期、原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33,387	35,263	40,210	43,564	47,098
同比增长(%)	6.2%	5.6%	14.0%	8.3%	8.1%
营业利润(百万元)	6,255	5,674	7,174	8,869	10,385
同比增长(%)	94.3%	-9.3%	26.4%	23.6%	17.1%
归属母公司净利润(百万元)	4,587	4,344	5,416	6,590	7,913
同比增长(%)	119.1%	-5.3%	24.7%	21.7%	20.1%
每股收益(元)	1.41	1.34	1.67	2.03	2.44
毛利率(%)	39.2%	38.5%	42.3%	44.7%	46.3%
净利率(%)	13.7%	12.3%	13.5%	15.1%	16.8%
净资产收益率(%)	20.1%	16.9%	18.9%	20.5%	21.7%
市盈率(倍)	31.0	32.7	26.2	21.6	18.0
市净率(倍)	6.7	5.8	5.2	4.7	4.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年08月17日）	47.1 港元
目标价格	59.26 港元
52 周最高价/最低价	65.19/35.68 港元
总股本/流通 H 股（万股）	324,418/324,418
H 股市值（百万港币）	152,801
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 08 月 18 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.08	-6.82	-11.66	-14.95
相对表现%	2.71	-1.22	-5.35	-6.94
恒生指数%	-4.79	-5.6	-6.31	-8.01



证券分析师

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888*6079
caiqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519080001

证券分析师 赵越峰

021-63325888*7507
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860513060001
香港证监会牌照：BPU173

证券分析师 周翰

021-63325888*7524
zhouhan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521070003

联系人

联系人 姚晔

yaoye@orientsec.com.cn

相关报告

高端化持续推进+费用管控强化，利润表现超预期	2022-08-18
21 年顺利收官，高端化持续推进	2022-04-01
决战高端提振吨价，盈利能力持续改善	2021-08-19

投资建议

根据半年报，对 23-24 年上调收入、毛利率；考虑到白酒业务运营，上调 23-24 年费用率。我们预测 23-25 年每股收益分别为 1.67、2.03、2.44 元（原预测 23-24 年为 1.67、2.02 元）。结合可比公司估值，给予公司 23 年 33 倍 PE，以港元兑人民币汇率 0.93 计算，对应目标价 59.26 港元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益（元）			市盈率		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
燕京啤酒	000729	10.97	0.21	0.30	0.40	51.9	36.3	27.1
重庆啤酒	600132	91.72	3.17	3.76	4.37	29.0	24.4	21.0
青岛啤酒	600600	96.59	3.27	3.85	4.41	29.6	25.1	21.9
百润股份	002568	34.41	0.87	1.15	1.45	39.6	30.0	23.7
百威亚太	1876	17.34	0.66	0.77	0.87	26.4	22.5	19.9
调整后平均						33	27	22

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2023 年 8 月 17 日收盘价，百威亚太最新价格和每股收益单位为港元）

风险提示

- **次高档及以上产品销售不及预期风险。**次高档及以上等产品销量增长是公司未来业绩增长的核心逻辑，若因为经济增长放缓、居民消费升级速度低于预期、公司产品高端化低于预期等因素导致次高档及以上产品销售不及预期，将对公司业绩产生负面影响。
- **原材料价格大幅上涨风险。**玻璃瓶、易拉罐、大麦等成本占比较高，若原材料成本大幅提升，公司提价、结构升级以及费用投放减少无法完全对冲成本涨幅，将对盈利带来负面影响。
- **行业竞争加剧风险。**在高端化趋势下，各啤酒主要玩家均积极布局高端赛道，加大高端餐饮、夜场等渠道的费用投放。若行业竞争加剧，费用及促销增加，将对公司利润造成一定拖累。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,376	10,208	11,640	12,611	14,326	营业收入	33,387	35,263	40,210	43,564	47,098
应收账款	349	349	398	431	466	销售成本	(20,313)	(21,702)	(23,188)	(24,075)	(25,283)
存货	6,458	7,402	7,909	8,211	8,623	其他收入及收益	3,543	2,183	2,356	2,552	2,759
预付账款	205	205	219	227	239	销售费用	(6,743)	(6,750)	(8,126)	(8,774)	(9,455)
流动资产合计	15,897	20,878	23,154	24,672	27,048	行政成本	(3,619)	(3,320)	(4,077)	(4,398)	(4,736)
固定资产	13,717	14,050	17,549	18,477	19,362	其他支出	0	1	2	3	4
使用权资产	3,379	3,156	13,102	12,657	12,216	营业利润	6,255	5,674	7,174	8,869	10,385
商誉	9,250	9,385	9,385	9,385	9,385	财务费用	(19)	(79)	(209)	(416)	(248)
递延所得税资产	3,368	3,266	3,317	3,292	3,304	税前利润	6,215	5,528	6,898	8,386	10,070
其他非流动资产	5,442	6,578	6,628	6,603	6,615	所得税	(1,625)	(1,178)	(1,474)	(1,787)	(2,146)
非流动资产合计	35,156	36,435	49,980	50,413	50,883	净利润	4,590	4,350	5,424	6,599	7,924
资产总计	51,053	57,313	73,134	75,085	77,931	少数股东损益	3	6	7	9	11
短期借款	0	512	4,750	2,323	0	归属于母公司净利润	4,587	4,344	5,416	6,590	7,913
合同负债	7,427	7,427	8,469	9,175	9,920	每股基本收益 (元)	1.41	1.34	1.67	2.03	2.44
应付账款	2,710	2,710	2,896	3,006	3,157	每股稀释收益 (元)	1.41	1.34	1.67	2.03	2.44
已收按金	4,412	4,412	4,714	4,894	5,140	主要财务比率					
流动负债合计	21,170	23,667	30,018	28,932	28,221		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
递延所得税负债	1,955	1,850	1,903	1,876	1,889	成长能力					
非流动负债合计	5,394	6,569	12,788	11,934	10,861	营业收入	6.2%	5.6%	14.0%	8.3%	8.1%
负债合计	26,564	30,236	42,806	40,866	39,082	营业利润	94.3%	-9.3%	26.4%	23.6%	17.1%
少数股东权益	57	38	51	49	46	归属于母公司净利润	119.1%	-5.3%	24.7%	21.7%	20.1%
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090	获利能力					
储备	10,342	12,949	16,188	20,081	24,713	毛利率	39.2%	38.5%	42.3%	44.7%	46.3%
权益合计	24,489	27,077	30,329	34,220	38,849	净利率	13.7%	12.3%	13.5%	15.1%	16.8%
负债和权益总计	51,053	57,313	73,134	75,085	77,931	ROE	20.1%	16.9%	18.9%	20.5%	21.7%
现金流量表						ROA	9.7%	8.0%	8.3%	8.9%	10.3%
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
税前利润	6,215	5,528	6,898	8,386	10,070	资产负债率	52.0%	52.8%	58.5%	54.4%	50.1%
折旧摊销	1,641	848	855	1,517	1,556	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
融资成本	6	1	318	537	382	流动比率	0.75	0.88	0.77	0.85	0.96
营运资金变动	(96)	1,919	1,228	814	941	速动比率	0.45	0.57	0.51	0.57	0.65
支付所得税	(1,637)	(1,178)	(1,474)	(1,787)	(2,146)	营运能力					
财务收益	(243)	0	(109)	(121)	(135)	应收账款周转天数	3.8	3.6	3.3	3.4	3.4
经营活动现金流	4,995	7,118	7,716	9,346	10,668	存货周转天数	110.5	115.0	118.9	120.5	119.9
资本支出	(1,471)	0	(4,300)	(1,900)	(1,900)	总资产周转天数	511.2	553.2	583.9	612.4	584.8
其他	(1,279)	(395)	(10,353)	76	(188)	每股指标 (元)					
投资活动现金流	(2,750)	(395)	(14,653)	(1,824)	(2,088)	每股收益	1.41	1.34	1.67	2.03	2.44
债权融资	0	0	0	0	0	每股经营现金流	1.54	2.19	2.38	2.88	3.29
股权融资	0	0	0	0	0	每股净资产	7.55	8.35	9.35	10.55	11.97
支付股息	(1,281)	(1,739)	(2,172)	(2,708)	(3,295)	估值比率					
其他	(85)	1,021	10,541	(3,843)	(3,571)	市盈率	31.0	32.7	26.2	21.6	18.0
筹资活动现金流	(1,366)	(718)	8,369	(6,551)	(6,866)	市净率	6.7	5.8	5.2	4.7	4.2
现金净增加额	879	6,005	1,432	971	1,715	EV/EBITDA	17.8	21.7	17.6	13.6	11.8
汇率变动影响	(41)	0	0	0	0	EV/EBIT	22.5	25.0	19.7	15.9	13.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。