

消费

收盘价  
港元 37.95

目标价  
港元 43.90↓

潜在涨幅  
+15.7%

2024 年 3 月 19 日

## 华润啤酒 (291 HK)

### 高端化仍然强韧；白酒逆转指日可待

- 业绩符合预期，但下半年增速放缓：2023 年销售额同比增长 10.4%，归母净利润同比增长 18.6%至 51.5 亿人民币（符合市场预期）。利润率有所改善（毛利率同比+2.9 个百分点，净利率率同比+0.9 个百分点）。下半年中低端啤酒销售放缓，整体啤酒收入的同比增速放缓至-2.0%（23 年上半年为同比增长 9.0%）。宣布派发特别股息，整体股息率为 2.7%，派息率为 59%（高于去年的 40%）。
- 啤酒 - 虽然总体销量偏软，但高端化仍在继续：华润啤酒的高端化仍在继续（23 年上/下半年次高端及以上的产品销量分别同比增长 26%/10%），而中低端价格段的销量则加速下滑（23 年上/下半年的销量同比变化-0.5%/-8%）。2023 年，次高端及以上的销量同比增长 19%（指引目标为高于 20%的同比增长），管理层预计 2024 年同比增长可达 15-20%。对于 2024 年，我们预计利润率将在以下因素的支持下提升：（1）持续的高端化；（2）向利润率较高的小包装（250 毫升/330 毫升瓶装）产品组合转变；（3）大宗原材料价格下降。按渠道划分，家庭渠道具有巨大的高端化上升空间，但餐饮渠道在 2024 年可能会放缓。按品牌划分，喜力（销售额同比增长 60%）保持强劲，公司将从现有的主要市场（福建、浙江、广东）向新市场（安徽、四川）拓展。
- 白酒 - 重组结束，进入销售和储能重建阶段：重新确立白酒品牌（高端：摘要；中端：金沙；低端：金种子/景芝）的定价结构是管理层的首要任务，因为严格的价格管控可确保渠道库存的健康和经销商的盈利能力。因为所需的老酒的量是其销售量的 5 倍（一般发酵 5 年），储能扩张是下一个重点。公司计划将储能扩大 60,000 吨（未来 2-3 年资本支出 18 亿元人民币）以支持未来每年 80-100 亿人民币的销售额（2023 年为 20 亿元人民币）。
- 维持买入，下调目标价至 43.9 港元：我们下调华润啤酒的每股盈利和目标价至 43.9 港元（原为 62 港元），基于 22.2 倍 2024-25 年平均市盈率（原为 27.0x 2024 年市盈率）和 1.3x PEG（百威亚太采用的是 22.0x 市盈率和 1.3x PEG）。鉴于整体销量可能继续承压而高端价格段继续更具韧性，我们下调对华润啤酒（78%的销量来自核心/价值）的偏好程度，现更看好更高端的同行百威亚太（中国市场 50%-60%的销量来自核心/价值）。

#### 财务数据一览

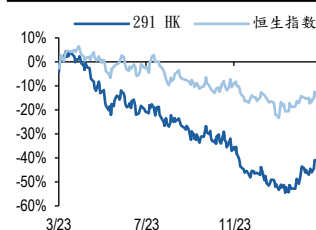
| 年结12月31日     | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入(百万人民币)    | 35,263 | 38,932 | 41,328 | 44,896 | 49,459 |
| 同比增长(%)      | 5.6    | 10.4   | 6.2    | 8.6    | 10.2   |
| 净利润(百万人民币)   | 4,344  | 5,153  | 5,336  | 6,513  | 8,442  |
| 每股盈利(人民币)    | 1.39   | 1.62   | 1.64   | 2.01   | 2.60   |
| 同比增长(%)      | 26.2   | 16.3   | 1.5    | 22.1   | 29.6   |
| 前EPS预测值(人民币) |        |        | 1.90   | 2.56   |        |
| 调整幅度(%)      |        |        | -13.6  | -21.5  |        |
| 市盈率(倍)       | 25.1   | 21.6   | 21.2   | 17.4   | 13.4   |
| 每股账面净值(人民币)  | 8.33   | 9.34   | 10.05  | 11.23  | 12.83  |
| 市账率(倍)       | 4.19   | 3.74   | 3.48   | 3.11   | 2.72   |
| 股息率(%)       | 1.5    | 2.7    | 2.4    | 2.9    | 3.7    |

资料来源：公司资料，交银国际预测

#### 个股评级

买入

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

|             |            |
|-------------|------------|
| 52周高位(港元)   | 64.75      |
| 52周低位(港元)   | 28.15      |
| 市值(百万港元)    | 123,116.63 |
| 日均成交量(百万)   | 19.83      |
| 年初至今变化(%)   | 10.96      |
| 200天平均价(港元) | 36.61      |

资料来源: FactSet

吕浩江, CFA, CESGA

edward.lui@bocomgroup.com

(852) 3766 1809

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com

(852) 3766 1856

本文翻译自“[China Resources Beer \(291 HK\) - Premiumization resilient; Baijiu turnaround around the corner](#)”，原报告发布于 2024 年 3 月 19 日

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

## 2023 年业绩概览

图表 1：华润啤酒 2023 年业绩概览（年度及半年度）

|                       | 2021A          | 2022A          | 2023A          | 2024E           | 2025E           | 2026E           | 1H23           | 2H23           | 1H23          | 2H23          |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| (百万人民币)，截至 12 月 31 日  | 实际             | 实际             | 实际             | 预测.             | 预测.             | 预测.             | 实际             | 实际             | 同比%           | 同比%           |
| <b>销售</b>             | <b>33,387</b>  | <b>35,263</b>  | <b>38,932</b>  | <b>41,328</b>   | <b>44,896</b>   | <b>49,459</b>   | <b>23,871</b>  | <b>15,061</b>  | <b>13.6%</b>  | <b>5.7%</b>   |
| – 啤酒                  | 33,387         | 35,263         | 36,865         | 38,383          | 40,501          | 42,818          | 22,894         | 13,971         | 9.0%          | -2.0%         |
| – 白酒                  | n.a.           | n.a.           | 2,067          | 2,945           | 4,395           | 6,640           | 977            | 1,090          | n/a           | n/a           |
| <b>毛利</b>             | <b>13,074</b>  | <b>13,561</b>  | <b>16,103</b>  | <b>18,350</b>   | <b>20,958</b>   | <b>24,200</b>   | <b>10,991</b>  | <b>5,112</b>   | <b>23.8%</b>  | <b>9.2%</b>   |
| – 啤酒                  | 13,074         | 13,561         | 14,802         | 16,344          | 17,851          | 19,386          | 10,348         | 4,454          | 16.6%         | 9.2%          |
| – 白酒                  | n.a.           | n.a.           | 1,301          | 2,006           | 3,107           | 4,814           | 643            | 658            | n/a           | n/a           |
| <b>经营费用</b>           | <b>(6,840)</b> | <b>(7,954)</b> | <b>(8,781)</b> | <b>(10,329)</b> | <b>(10,821)</b> | <b>(11,090)</b> | <b>(4,538)</b> | <b>(4,243)</b> | <b>26.8%</b>  | <b>-3.0%</b>  |
| – 营销费用                | (6,743)        | (6,750)        | (8,065)        | (8,818)         | (9,239)         | (9,686)         | (3,914)        | (4,151)        | 21.6%         | 17.6%         |
| – 行政费用                | (3,619)        | (3,320)        | (3,362)        | (3,676)         | (3,851)         | (4,038)         | (1,576)        | (1,786)        | 17.1%         | -9.5%         |
| – 其他收入                | 3,543          | 2,183          | 2,651          | 2,165           | 2,269           | 2,634           | 955            | 1,696          | -7.1%         | 46.8%         |
| <b>经营利润</b>           | <b>6,234</b>   | <b>5,607</b>   | <b>7,192</b>   | <b>6,816</b>    | <b>8,017</b>    | <b>9,467</b>    | <b>6,453</b>   | <b>869</b>     | <b>21.8%</b>  | <b>182.1%</b> |
| <b>EBIT（除一次性项目）</b>   | <b>4,652</b>   | <b>5,462</b>   | <b>7,102</b>   | <b>7,660</b>    | <b>9,672</b>    | <b>12,280</b>   | <b>6,339</b>   | <b>763</b>     | <b>22.9%</b>  | <b>151.8%</b> |
| – 啤酒                  |                | 5,511          | 7,030          | 7,703           | 8,533           | 9,450           | 6,296          | 734            | 21.8%         | 114.6%        |
| – 白酒                  |                | n.a.           | 797            | 1,195           | 1,914           | 3,025           | 71             | 59             | n/a           | n/a           |
| <b>税前利润</b>           | <b>6,215</b>   | <b>5,528</b>   | <b>7,078</b>   | <b>7,834</b>    | <b>9,950</b>    | <b>12,923</b>   | <b>6,318</b>   | <b>760</b>     | <b>19.8%</b>  | <b>200.4%</b> |
| 所得税费用                 | (1,625)        | (1,178)        | (1,864)        | (1,959)         | (2,488)         | (3,231)         | (1,620)        | (244)          | 10.1%         | -183.0%       |
| <b>归母净利润</b>          | <b>4,587</b>   | <b>4,344</b>   | <b>5,153</b>   | <b>5,333</b>    | <b>6,510</b>    | <b>8,465</b>    | <b>4,649</b>   | <b>504</b>     | <b>22.3%</b>  | <b>-7.0%</b>  |
| <b>占销售%</b>           |                |                |                |                 |                 |                 | <b>同比百分点变动</b> |                |               |               |
| <b>毛利率</b>            | <b>39.2%</b>   | <b>38.5%</b>   | <b>41.4%</b>   | <b>44.4%</b>    | <b>46.7%</b>    | <b>48.9%</b>    | <b>46.0%</b>   | <b>33.9%</b>   | <b>3.8%</b>   | <b>1.1%</b>   |
| – 啤酒                  | 39.2%          | 38.5%          | 40.2%          | 42.6%           | 44.1%           | 45.3%           | 45.2%          | 31.9%          | 2.9%          | (1.0%)        |
| – 白酒                  |                |                | 62.9%          | 68.1%           | 70.7%           | 72.5%           | 65.8%          | 60.4%          | n/a           | n/a           |
| <b>经营费用率</b>          | <b>-20.5%</b>  | <b>-22.6%</b>  | <b>-22.6%</b>  | <b>-25.0%</b>   | <b>-24.1%</b>   | <b>-22.4%</b>   | <b>-19.0%</b>  | <b>-28.2%</b>  | <b>(2.0%)</b> | <b>2.5%</b>   |
| – 营销费用率               | -20.2%         | -19.1%         | -20.7%         | -21.3%          | -20.6%          | -19.6%          | -16.4%         | -27.6%         | (1.1%)        | (2.8%)        |
| – 行政费用率               | -10.8%         | -9.4%          | -8.6%          | -8.9%           | -8.6%           | -8.2%           | -6.6%          | -11.9%         | (0.2%)        | 2.0%          |
| – 其他收入率               | 10.6%          | 6.2%           | 6.8%           | 5.2%            | 5.1%            | 5.3%            | 4.0%           | 11.3%          | (0.9%)        | 3.2%          |
| <b>经营利润率</b>          | <b>18.7%</b>   | <b>15.9%</b>   | <b>18.5%</b>   | <b>16.5%</b>    | <b>17.9%</b>    | <b>19.1%</b>    | <b>27.0%</b>   | <b>5.8%</b>    | <b>1.8%</b>   | <b>3.6%</b>   |
| <b>EBIT 率（除一次性项目）</b> | <b>13.9%</b>   | <b>15.5%</b>   | <b>18.2%</b>   | <b>18.5%</b>    | <b>21.5%</b>    | <b>24.8%</b>    | <b>26.6%</b>   | <b>5.1%</b>    | <b>2.0%</b>   | <b>2.9%</b>   |
| – 啤酒                  |                |                | 19.1%          | 20.1%           | 21.1%           | 22.1%           | 27.5%          | 5.3%           | 2.9%          | 2.9%          |
| – 白酒                  |                |                | 38.6%*         | 40.6%           | 43.6%           | 45.6%           | 7.3%           | 5.4%           | n/a           | n/a           |
| 税前利润率                 | 18.6%          | 15.7%          | 18.2%          | 19.0%           | 22.2%           | 26.1%           | 26.5%          | 5.0%           | 1.4%          | 3.3%          |
| 有效税率                  | 26.1%          | 21.3%          | 26.3%          | 25.0%           | 25.0%           | 25.0%           | 25.6%          | 32.1%          | (2.3%)        | 148.3%        |
| <b>净利润率</b>           | <b>13.7%</b>   | <b>12.3%</b>   | <b>13.2%</b>   | <b>12.9%</b>    | <b>14.5%</b>    | <b>17.1%</b>    | <b>19.5%</b>   | <b>3.3%</b>    | <b>1.4%</b>   | <b>(0.5%)</b> |

资料来源: 公司资料、交银国际预测; 注: 白酒 2023 年的 EBIT 率已作调整, 并增加了金沙无形资产摊销 6.67 亿元。

图表 2：华润啤酒主要财务总结（同比%）：

|                     | 2021A         | 2022A         | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|---------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 同比增长率%              | 实际            | 实际            | 实际           | 预测.          | 预测.          | 预测.          |
| <b>销售</b>           | <b>6.2%</b>   | <b>5.6%</b>   | <b>10.4%</b> | <b>6.2%</b>  | <b>8.6%</b>  | <b>10.2%</b> |
| - 啤酒                | 6.2%          | 5.6%          | 4.5%         | 4.1%         | 5.5%         | 5.7%         |
| - 白酒                |               |               |              | 42.5%        | 49.2%        | 51.1%        |
| <b>毛利</b>           | <b>8.3%</b>   | <b>3.7%</b>   | <b>18.7%</b> | <b>14.0%</b> | <b>14.2%</b> | <b>15.5%</b> |
| - 啤酒                | 8.3%          | 3.7%          | 9.2%         | 10.4%        | 9.2%         | 8.6%         |
| - 白酒                |               |               |              | 54.2%        | 54.9%        | 54.9%        |
| <b>经营费用</b>         | <b>-22.8%</b> | <b>16.3%</b>  | <b>10.4%</b> | <b>17.6%</b> | <b>4.8%</b>  | <b>2.5%</b>  |
| - 营销费用              | 10.1%         | 0.1%          | 19.5%        | 9.3%         | 4.8%         | 4.8%         |
| - 行政费用              | -18.1%        | -8.3%         | 1.3%         | 9.3%         | 4.8%         | 4.8%         |
| - 其他收入              | 110.0%        | -38.4%        | 21.4%        | -18.3%       | 4.8%         | 16.1%        |
| <b>经营利润</b>         | <b>93.6%</b>  | <b>-10.1%</b> | <b>28.3%</b> | <b>-5.2%</b> | <b>17.6%</b> | <b>18.1%</b> |
| <b>EBIT（除一次性项目）</b> | <b>21.5%</b>  | <b>17.4%</b>  | <b>30.0%</b> | <b>7.9%</b>  | <b>26.3%</b> | <b>27.0%</b> |
| - 啤酒                |               |               | 27.6%        | 9.6%         | 10.8%        | 10.7%        |
| - 白酒                |               |               |              | 49.9%        | 60.2%        | 58.0%        |
| 税前利润率               | 106.5%        | -11.1%        | 28.0%        | 10.7%        | 27.0%        | 29.9%        |
| 有效税率                | 77.6%         | -27.5%        | 58.2%        | 5.1%         | 27.0%        | 29.9%        |
| <b>净利润</b>          | <b>119.1%</b> | <b>-5.3%</b>  | <b>18.6%</b> | <b>3.5%</b>  | <b>22.1%</b> | <b>30.0%</b> |

资料来源: 公司资料、交银国际预测

图表 3：华润啤酒之啤酒业务运营数据拆分

| 同比增长率%          | 2021A         | 2022A       | 2023A       | 2024E       | 2025E       | 2026E       |
|-----------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>混合平均零售价</b>  | <b>6.6%</b>   | <b>5.2%</b> | <b>4.0%</b> | <b>3.5%</b> | <b>4.7%</b> | <b>5.3%</b> |
| <b>销量增长</b>     | <b>(0.4%)</b> | <b>0.4%</b> | <b>0.5%</b> | <b>0.6%</b> | <b>0.8%</b> | <b>0.4%</b> |
| - 次高档及以上（8 元以上） | 27.8%         | 12.6%       | 18.9%       | 17.0%       | 20.0%       | 18.0%       |
| - 中档及以下（8 元以下）  | (4.7%)        | (2.1%)      | (3.8%)      | (4.2%)      | (6.0%)      | (7.5%)      |
| <b>销量占比</b>     |               |             |             |             |             |             |
| - 次高档及以上（8 元以上） | 16.9%         | 18.9%       | 22.4%       | 26.1%       | 31.1%       | 36.5%       |
| - 中档及以下（8 元以下）  | 83.1%         | 81.1%       | 77.6%       | 73.9%       | 68.9%       | 63.5%       |

资料来源: 公司资料、交银国际预测

图表 4: 华润啤酒 (291 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 5: 交银国际消费行业覆盖公司

| 股票代码      | 公司名称 | 评级 | 收盘价<br>(交易货币) | 目标价<br>(交易货币) | 潜在涨幅   | 最新目标价/评级<br>发表日期 | 子行业     |
|-----------|------|----|---------------|---------------|--------|------------------|---------|
| 291 HK    | 华润啤酒 | 买入 | 37.95         | 43.90         | 15.7%  | 2024 年 03 月 19 日 | 啤酒      |
| 1876 HK   | 百威亚太 | 买入 | 12.30         | 15.60         | 26.8%  | 2024 年 02 月 29 日 | 啤酒      |
| 600597 CH | 光明乳业 | 买入 | 9.34          | 12.30         | 31.7%  | 2023 年 09 月 05 日 | 乳业      |
| 2319 HK   | 蒙牛乳业 | 买入 | 20.05         | 34.70         | 73.1%  | 2023 年 09 月 04 日 | 乳业      |
| 600887 CH | 伊利股份 | 买入 | 29.11         | 33.20         | 14.1%  | 2023 年 08 月 30 日 | 乳业      |
| 6186 HK   | 中国飞鹤 | 中性 | 3.70          | 3.40          | -8.1%  | 2024 年 03 月 11 日 | 乳业      |
| 600882 CH | 妙可蓝多 | 中性 | 14.09         | 17.60         | 24.9%  | 2023 年 08 月 30 日 | 乳业      |
| 1112 HK   | 健合国际 | 中性 | 11.30         | 10.40         | -8.0%  | 2023 年 08 月 24 日 | 乳业      |
| 9633 HK   | 农夫山泉 | 买入 | 42.45         | 51.80         | 22.0%  | 2023 年 08 月 30 日 | 食品饮料    |
| 2313 HK   | 申洲国际 | 买入 | 67.95         | 95.50         | 40.5%  | 2023 年 08 月 31 日 | 纺织服装    |
| 6690 HK   | 海尔智家 | 买入 | 23.55         | 31.05         | 31.8%  | 2024 年 02 月 21 日 | 家电      |
| 000333 CH | 美的集团 | 买入 | 62.36         | 85.50         | 37.1%  | 2024 年 01 月 11 日 | 家电      |
| 000651 CH | 格力电器 | 中性 | 38.30         | 37.63         | -1.8%  | 2024 年 01 月 11 日 | 家电      |
| 1044 HK   | 恒安国际 | 买入 | 25.65         | 37.60         | 46.6%  | 2023 年 08 月 25 日 | 个护家清    |
| 3331 HK   | 维达国际 | 中性 | 23.45         | 19.20         | -18.1% | 2023 年 07 月 21 日 | 个护家清    |
| 9922 HK   | 九毛九  | 买入 | 5.98          | 9.90          | 65.6%  | 2024 年 02 月 19 日 | 餐厅      |
| 2020 HK   | 安踏   | 买入 | 77.75         | 129.00        | 65.9%  | 2023 年 08 月 23 日 | 运动品牌    |
| 2331 HK   | 李宁   | 中性 | 19.96         | 16.70         | -16.3% | 2024 年 01 月 22 日 | 运动品牌    |
| 6110 HK   | 滔搏国际 | 买入 | 5.73          | 7.20          | 25.7%  | 2023 年 10 月 24 日 | 体育用品经销商 |
| 3813 HK   | 宝胜国际 | 买入 | 0.68          | 1.46          | 114.7% | 2023 年 08 月 15 日 | 体育用品经销商 |

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 3 月 18 日

## 财务数据

| 损益表 (百万元人民币) |               |               |               |               |               |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 年结12月31日     | 2022          | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
| 收入           | 35,263        | 38,932        | 41,328        | 44,896        | 49,459        |
| 主营业务成本       | (21,702)      | (22,829)      | (22,979)      | (23,937)      | (25,258)      |
| <b>毛利</b>    | <b>13,561</b> | <b>16,103</b> | <b>18,350</b> | <b>20,958</b> | <b>24,200</b> |
| 销售及管理费用      | (10,070)      | (11,427)      | (12,494)      | (13,090)      | (13,724)      |
| 其他经营净收入/费用   | 2,183         | 2,651         | 2,165         | 2,269         | 2,599         |
| <b>经营利润</b>  | <b>5,674</b>  | <b>7,327</b>  | <b>8,021</b>  | <b>10,137</b> | <b>13,075</b> |
| 财务成本净额       | (79)          | (244)         | (187)         | (187)         | (187)         |
| 应占联营公司利润及亏损  | (67)          | (5)           | 0             | 0             | 0             |
| <b>税前利润</b>  | <b>5,528</b>  | <b>7,078</b>  | <b>7,834</b>  | <b>9,950</b>  | <b>12,888</b> |
| 税费           | (1,178)       | (1,864)       | (1,959)       | (2,488)       | (3,222)       |
| 非控股权益        | (6)           | (61)          | (540)         | (950)         | (1,224)       |
| <b>净利润</b>   | <b>4,344</b>  | <b>5,153</b>  | <b>5,336</b>  | <b>6,513</b>  | <b>8,442</b>  |
| 作每股收益计算的净利润  | 4,520         | 5,258         | 5,335         | 6,512         | 8,441         |

| 资产负债表 (百万元人民币) |               |               |               |               |               |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 截至12月31日       | 2022          | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
| 现金及现金等价物       | 10,208        | 5,520         | 7,117         | 12,161        | 18,957        |
| 有价证券           | 3             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应收账款及票据        | 2,612         | 1,506         | 2,773         | 3,012         | 3,318         |
| 存货             | 7,402         | 9,502         | 9,564         | 9,963         | 10,513        |
| 其他流动资产         | 653           | 613           | 613           | 613           | 613           |
| <b>总流动资产</b>   | <b>20,878</b> | <b>17,141</b> | <b>20,067</b> | <b>25,750</b> | <b>33,402</b> |
| 物业、厂房及设备       | 14,050        | 16,294        | 17,112        | 18,001        | 18,981        |
| 无形资产           | 12,744        | 29,026        | 28,270        | 27,449        | 26,545        |
| 长期应收收入         | 9,641         | 9,063         | 9,063         | 9,063         | 9,063         |
| <b>总长期资产</b>   | <b>36,435</b> | <b>54,383</b> | <b>54,446</b> | <b>54,513</b> | <b>54,588</b> |
| <b>总资产</b>     | <b>57,313</b> | <b>71,524</b> | <b>74,512</b> | <b>80,263</b> | <b>87,990</b> |
| 短期贷款           | 512           | 931           | 931           | 931           | 931           |
| 应付账款           | 23,002        | 22,755        | 22,904        | 23,860        | 25,177        |
| 其他短期负债         | 153           | 678           | 678           | 678           | 678           |
| <b>总流动负债</b>   | <b>23,667</b> | <b>24,364</b> | <b>24,513</b> | <b>25,469</b> | <b>26,786</b> |
| 长期贷款           | 588           | 4,181         | 4,181         | 4,181         | 4,181         |
| 其他长期负债         | 5,981         | 8,805         | 8,805         | 8,805         | 8,805         |
| <b>总长期负债</b>   | <b>6,569</b>  | <b>12,986</b> | <b>12,986</b> | <b>12,986</b> | <b>12,986</b> |
| <b>总负债</b>     | <b>30,236</b> | <b>37,350</b> | <b>37,499</b> | <b>38,455</b> | <b>39,772</b> |
| 股本             | 14,090        | 14,090        | 14,090        | 14,090        | 14,090        |
| 储备及其他资本项目      | 12,949        | 16,205        | 18,504        | 22,349        | 27,535        |
| <b>股东权益</b>    | <b>27,039</b> | <b>30,295</b> | <b>32,594</b> | <b>36,439</b> | <b>41,625</b> |
| 非控股权益          | 38            | 3,879         | 4,419         | 5,369         | 6,593         |
| <b>总权益</b>     | <b>27,077</b> | <b>34,174</b> | <b>37,013</b> | <b>41,808</b> | <b>48,218</b> |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

| 现金流量表 (百万元人民币) |               |                 |                |                |                |
|----------------|---------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 年结12月31日       | 2022          | 2023            | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
| 税前利润           | 5,159         | 8,613           | 8,411          | 10,488         | 13,179         |
| 折旧及摊销          | 1,510         | 1,565           | 1,661          | 1,805          | 1,988          |
| 营运资本变动         | 1,447         | (1,241)         | (1,180)        | 317            | 461            |
| 税费             | (1,270)       | 255             | (1,959)        | (2,488)        | (3,222)        |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>6,846</b>  | <b>9,192</b>    | <b>6,934</b>   | <b>10,122</b>  | <b>12,406</b>  |
| 资本开支           | (1,661)       | (2,336)         | (2,480)        | (2,694)        | (2,968)        |
| 投资活动           | 0             | 0               | 0              | 0              | 0              |
| 其他投资活动现金流      | 1,603         | 364             | 361            | 465            | 795            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(58)</b>   | <b>(1,972)</b>  | <b>(2,119)</b> | <b>(2,228)</b> | <b>(2,172)</b> |
| 负债净变动          | 1,100         | (9,988)         | 0              | 0              | 0              |
| 权益净变动          | 0             | 0               | 0              | 0              | 0              |
| 股息             | (1,742)       | (1,739)         | (3,037)        | (2,668)        | (3,256)        |
| 其他融资活动现金流      | (169)         | (181)           | (182)          | (182)          | (182)          |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(811)</b>  | <b>(11,908)</b> | <b>(3,219)</b> | <b>(2,850)</b> | <b>(3,438)</b> |
| 汇率收益/损失        | (145)         | 0               | 0              | 0              | 0              |
| <b>年初现金</b>    | <b>5,376</b>  | <b>10,208</b>   | <b>5,520</b>   | <b>7,117</b>   | <b>12,161</b>  |
| <b>年末现金</b>    | <b>10,208</b> | <b>5,520</b>    | <b>7,117</b>   | <b>12,161</b>  | <b>18,957</b>  |

| 财务比率             |        |        |        |        |        |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 年结12月31日         | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| <b>每股指标(人民币)</b> |        |        |        |        |        |
| 核心每股收益           | 1.393  | 1.621  | 1.645  | 2.007  | 2.602  |
| 全面摊薄每股收益         | 1.393  | 1.621  | 1.645  | 2.007  | 2.602  |
| 每股股息             | 0.536  | 0.936  | 0.822  | 1.004  | 1.301  |
| 每股账面价值           | 8.335  | 9.338  | 10.047 | 11.232 | 12.831 |
| <b>利润率分析(%)</b>  |        |        |        |        |        |
| 毛利率              | 38.5   | 41.4   | 44.4   | 46.7   | 48.9   |
| EBITDA利润率        | 19.3   | 23.7   | 24.9   | 27.4   | 30.2   |
| EBIT利润率          | 14.8   | 17.9   | 18.5   | 21.5   | 24.8   |
| 净利率              | 12.3   | 13.2   | 12.9   | 14.5   | 17.1   |
| <b>盈利能力(%)</b>   |        |        |        |        |        |
| ROA              | 8.0    | 8.0    | 7.3    | 8.4    | 0.0    |
| ROE              | 16.8   | 16.8   | 15.0   | 16.5   | 0.0    |
| ROIC             | 24.6   | 16.0   | 14.6   | 17.3   | 0.0    |
| <b>其他</b>        |        |        |        |        |        |
| 净负债权益比(%)        | 净现金    | 净现金    | 净现金    | 净现金    | 净现金    |
| 利息覆盖率            | (85.9) | (37.9) | (55.1) | (65.9) | (79.9) |
| 流动比率             | 0.9    | 0.7    | 0.8    | 1.0    | 1.2    |
| 存货周转天数           | 122.8  | 149.8  | 149.8  | 149.8  | 0.0    |
| 应收账款周转天数         | 1.2    | 1.1    | 1.1    | 1.1    | 0.0    |
| 应付账款周转天数         | 57.1   | 46.7   | 46.7   | 46.7   | 0.0    |

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。