

结构提升盈利增长，23 年圆满收官

核心观点

- 公司发布 2023 年业绩公告，全年实现营收 389.3 亿元（yoy+10.4%）、归母净利润 51.5 亿元（yoy+18.6%）；23H2 实现营收 150.6 亿元（yoy+5.7%）、归母净利润 5.0 亿元（yoy-7.0%），业绩基本符合预期。
- **喜力增速亮眼，产品结构持续提升。**2023 年，公司啤酒业务实现收入 368.7 亿元（yoy+4.5%）、销量 1115 万吨（yoy+0.5%）、吨价 3306 元/吨（yoy+4.1%）。次高档及以上啤酒销量同比增长 18.9%至 250 万吨，其中喜力同比增长近 60%至 60 万吨，预计全年纯生销量增长 15%左右，老雪呈现较快的双位数增长，红爵增速较快。23H2，啤酒业务收入同比下滑 2.0%，销量同比下滑 4.6%，吨价同比增长 2.8%；次高档及以上销量同比增长 10.0%，占销量比重同比增加 3.1pct 至 23.1%。
- **吨价提升推升毛利率，盈利水平提升。**23 年啤酒吨成本同比增长 1.1%，毛利率同比增加 1.7pct 至 40.2%，主要受益于吨价提升。费率情况来看，23 年销售费用率为 20.7%（yoy+1.6pct），管理费用率为 8.6%（yoy-0.8pct）；根据我们测算，剔除关厂裁员带来的一次性非经损益影响，管理费用率同比减少 0.5pct，归母净利润同比增长 16.1%。
- **白酒营收同比下滑，持续推进全方位改革。**2023 年，白酒业务实现收入 20.7 亿元、EBIT1.3 亿元，如剔除收购贵州金沙导致的无形资产摊销，EBIT 为 8.0 亿元，EBIT 率为 38.6%。我们预计 23 年金沙酒业收入同比下滑，预计主要因酱酒热度下降、次高端商务场景承压、库存累积等。公司 23 年对金沙坚定推进“稳价格、去库存、丢包袱”的策略，23 年底经销商库存较年初下降 30%；同时积极梳理产品线，对原产品进行市场秩序整顿，同时推出金沙小酱等新品，有望促进业绩恢复增长。

盈利预测与投资建议

- 基于 23 年业绩公告，对 24-25 年下调收入、上调销售费用率；考虑到澳麦价格边际下滑，上调 24-25 年毛利率。我们预测公司 2023-2025 年每股收益分别为 1.59、1.88、2.18 元（原预测 23-25 年为 1.67、2.03、2.44 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 24 年的 20 倍市盈率，以港元兑人民币汇率 0.92 计算，对应目标价为 40.81 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	38,932	41,869	44,300
同比增长(%)	6.2%	5.6%	10.4%	7.5%	5.8%
营业利润(百万元)	6,255	5,674	7,327	8,629	9,855
同比增长(%)	94.3%	-9.3%	29.1%	17.8%	14.2%
归属母公司净利润(百万元)	4,587	4,344	5,153	6,090	7,088
同比增长(%)	119.1%	-5.3%	18.6%	18.2%	16.4%
每股收益(元)	1.41	1.34	1.59	1.88	2.18
毛利率(%)	39.2%	38.5%	41.4%	44.9%	46.4%
净利率(%)	13.7%	12.3%	13.2%	14.5%	16.0%
净资产收益率(%)	20.1%	16.9%	18.0%	19.0%	19.8%
市盈率(倍)	23.4	24.7	20.8	17.6	15.1
市净率(倍)	5.0	4.4	4.0	3.1	2.8

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（2024年03月22日）	35.95 港元
目标价格	40.81 港元
52 周最高价/最低价	64.76/27.2 港元
总股本/流通 H 股（万股）	324,418/324,418
H 股市值（百万港币）	116,628
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024 年 03 月 26 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.96	7.63	8.28	-40.64
相对表现%	0.36	9.08	7.31	-24.86
恒生指数%	-1.32	-1.45	0.97	-15.78



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001
李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn

投资建议

基于 23 年业绩公告，对 24-25 年下调收入、上调销售费用率；考虑到澳麦价格边际下滑，上调 24-25 年毛利率。我们预测公司 2023-2025 年每股收益分别为 1.59、1.88、2.18 元（原预测 23-25 年为 1.67、2.03、2.44 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 24 年的 20 倍市盈率，以港元兑人民币汇率 0.92 计算，对应目标价为 40.81 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	9.04	0.22	0.32	0.41	40.2	28.7	22.1
重庆啤酒	600132	65.35	2.76	3.31	3.74	23.7	19.7	17.5
青岛啤酒	600600	84.05	3.24	3.88	4.49	25.9	21.7	18.7
百润股份	002568	18.68	0.83	1.07	1.34	22.4	17.4	14.0
百威亚太	1876	11.54	0.50	0.65	0.74	23.1	17.8	15.6
调整后平均						24	20	17

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2024 年 3 月 22 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。

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。