

买入

2024 年 4 月 9 日

啤酒高端化稳步向前，白酒重塑成效显著

- **23FY 业绩表现稳健，派息率提升超预期：** 23FY 营业额共计 389.3 亿元，同比+10%。EBIT 共计录得 69.6 元，低基数税率影响下同比+33%，EBIT 率为 17.9%，同比+3.1pct。期内公司股东应占溢利共计 51.5 亿元，同比+19%，归母净利润率 13.2%，同比+0.9pct。公司拟派末期股息每股人民币 0.349 元，以及集团三十周年特别股息每股人民币 0.300 元，全年派息率合计达 59%，同比大幅+19pct。
- **啤酒高端化战略目标坚定：** 23FY 公司啤酒业务共计录得营业额 368.7 亿元，同比+5%。其中销量实现 11.15 百万千升，同比基本持平，平均销售单价为每千升人民币 3,306 元，同比+4%，营业额及销售单价提高主要由结构升级所致。23FY 次高端及以上产品销量为 2.5 百万千升，同比+18.9%，占整体销量比重为 22.4%，同比提升 3.5pct，其中雪花纯生、老雪、红爵等销量预计同比均实现双位数快速增长，喜力实现同比大幅+60%至 60 万千升。2023 年公司顺利实现与喜力第一个五年合作战略的完美收官，2024 年将继续启动第二个五年战略，计划进一步锚定 12-15 元细分第一品牌地位，预计将未来在全国铺开喜力的小瓶化、非现饮市场发展，继续增强喜力盈利能力及市场地位。23FY 公司啤酒业务产品结构持续升级，叠加部分包材成本下降及降本控费效益提升等影响，期内毛利率突破至 40.2%，同比+1.7pct，EBIT 及税后利润（剔除特别项目）分别贡献 70.3/52.5 亿元，同比+28%/15%，EBIT 率及税后利润率（剔除特别项目）分别为 19.1%/14.2%，同比+3.5pct/+1.3pct。展望 2024 年，预计持续高端化及澳麦“双反”成本边际改善将进一步带动啤酒业务盈利能力提高。
- **白酒业务重塑卓有成效：** 23FY 公司白酒业务录得营业额 20.7 亿元，贡献 EBIT 为 1.3 亿元，EBIT 率为 6.3%。若剔除因收购贵州金沙所产生的无形资产摊销影响后，EBIT 为 7.97 亿元，EBIT 率为 38.6%。公司完成收购金沙酒业后，积极推动品牌、产品、组织等全方位重塑工作。考虑到 2023 年整体白酒行业仍处于调整阶段，上半年公司坚定以去库存、稳价格作为营销重心，大力控制出货节奏，预计整体金沙酒业库存成功下降 8 亿元左右（占全年任务量约 40%左右），截至报告期库存水平已回落至合理水平，价格水平大幅改善，其中战略大单品摘要珍品已由年初 400+元恢复至近 600 元左右。下半年公司相继推出小光瓶金沙小酱及 500 元企业团购直采产品等新品进行产品体系梳理。据市场调研反馈，我们预计 23H2 起公司白酒销售已顺利实现提速，其中摘要珍品开瓶率大幅提升，且今年 1-2 月份销量仍延续高增趋势，整体白酒业务重塑工作成效显著。
- **目标价 41.3 港元，买入评级：** 尽管当前国内经济环境面临变化，我们认为啤酒行业整体升级和提效共识并未改变，公司次高及以上核心啤酒单品增长目标坚定，预计未来盈利有望延续高增，白酒业务调整后有望逐渐提速。综上，预计 2024-2026 年盈利预测为 60.7/70.2/80.3 亿元人民币，给予目标价 41.3 港元，相当于 2024 财年盈利预测的 20 倍 PE，距当前 21.8%涨幅空间，维持买入评级。
- **重要风险：** 1) 啤酒高端化不及预期；2) 白酒业务不及预期；3) 行业竞争加剧；4) 经济修复不及预期；5) 食品安全。

黎航荣

wayne.li@firstshanghai.com.hk

852 2522 2101

主要数据

行业	啤酒/消费
股价	33.9 港元
目标价	41.3 港元 (+21.8%)
股票代码	291
总股本	32.44 亿股
港股市值	1099.78 亿港元
52 周高/低	64.6/27.2 港元
每股净资产	10.305 港元
主要股东	华润集团 (51.91%)

盈利摘要

财务年度截至12月31日	2022历史	2023预测	2024预测	2025预测	2026预测
营业额(百万元)	35,263.0	38,932.0	41,407.8	43,905.5	46,635.8
变动(%)	5.6%	10.4%	6.4%	6.0%	6.2%
归母净利润(百万元)	4,344.0	5,153.0	6,072.3	7,016.4	8,029.2
变动(%)	-5.3%	18.6%	17.8%	15.5%	14.4%
基本每股收益(元)	1.34	1.59	1.87	2.16	2.47
市盈率@33.9港元(倍)	22.94	19.33	16.42	14.21	12.42
每股股息(元)	0.54	0.94	0.75	0.87	0.99
股息现价比 (%)	1.7%	3.0%	2.4%	2.8%	3.2%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1： 主要财务报表

损益表					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测
营业额	35,263.0	38,932.0	41,407.8	43,905.5	46,635.8
销售成本	(21,702.0)	(22,829.0)	(23,372.4)	(23,984.3)	(24,639.2)
毛利	13,561.0	16,103.0	18,035.5	19,921.2	21,996.5
其他收入	2,183.0	2,651.0	2,695.4	2,770.1	2,849.1
销售及分销费用	(6,750.0)	(8,065.0)	(8,656.0)	(9,166.2)	(9,764.4)
行政及其他费用	(3,320.0)	(3,362.0)	(3,545.8)	(3,693.7)	(3,851.5)
营业利润	8,994.0	10,689.0	8,529.0	9,831.5	11,229.7
财务成本	(79.0)	(244.0)	(221.1)	(232.7)	(246.0)
税项	(1,178.0)	(1,864.0)	(2,158.7)	(2,494.4)	(2,854.5)
净利润	4,350.0	5,214.0	6,144.1	7,099.4	8,124.2
归母净利润	4,344.0	5,153.0	6,072.3	7,016.4	8,029.2
少数股东损益	6.0	61.0	71.9	83.1	95.0
基本每股收益	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5
增速					
收入 (%)	5.6%	10.4%	6.4%	6.0%	6.2%
净利润 (%)	-5.3%	18.6%	17.8%	15.5%	14.4%
归母净利润 (%)	-5.0%	18.7%	17.7%	15.5%	14.4%

资产负债表					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测
现金及现金等价物	10,208.0	5,520.0	12,853.6	20,624.2	29,454.4
贸易及其他应收款项	2,612.0	1,506.0	2,189.9	2,322.0	2,466.4
存货	7,402.0	9,502.0	8,989.5	9,531.7	10,124.5
固定资产	14,050.0	16,294.0	13,143.8	12,920.8	12,679.5
使用权资产及其他	7,914.0	6,963.0	6,963.0	6,963.0	6,963.0
商誉	9,385.0	16,806.0	16,806.0	16,806.0	16,806.0
无形资产	203.0	8,991.0	8,991.0	7,484.0	7,379.4
资产总额	57,313.0	71,524.0	74,425.7	81,149.5	90,380.7
短期借款	512.0	931.0	931.0	931.0	931.0
应付票据及应付账款	23,002.0	22,755.0	24,063.4	25,350.5	26,717.8
租赁负债	112.0	173.0	149.4	140.9	138.9
负债合计	30,236.0	37,350.0	39,634.8	41,913.4	44,278.7
归属于母公司股东权益合计	27,039.0	30,295.0	30,911.9	35,357.1	42,223.0
少数股东权益	38.0	3,879.0	3,879.0	3,879.0	3,879.0
股东权益合计	27,077.0	34,174.0	34,790.9	39,236.1	46,102.0
负债和股东权益合计	57,313.0	71,524.0	74,425.7	81,149.5	90,380.7

财务能力分析					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2022	2023	2024	2025	2026
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率	38%	41%	44%	45%	47%
归母净利润率	12%	13%	15%	16%	17%
运营表现					
SG&A/收入	29%	29%	29%	29%	29%
实际税率	21%	26%	26%	26%	26%
股息支付率	40%	59%	40%	40%	40%
贸易及其他应收款项周转天数	31	19	19	19	19
存货周转天数	72	79	79	79	79
应付票据及应付账款周转天数	370	366	376	386	396
财务状况					
资产负债率	53%	52%	53%	52%	49%
总资产/股本	212%	209%	214%	207%	196%
ROE	17%	17%	18%	19%	19%
ROA	8%	8%	8%	9%	9%

现金流量表					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2022	2023	2024	2025	2026
	实际	预测	预测	预测	预测
除税前利润	5,528.0	7,078.0	8,302.9	9,593.8	10,978.7
折旧与摊销	1,562.0	2,277.0	1,619.4	1,636.3	1,654.5
存货的减少	(1,203.0)	(2,100.0)	512.5	(542.2)	(592.7)
经营性应收项目的减少	132.0	1,106.0	(683.9)	(132.1)	(144.4)
经营性应付项目的增加	2,518.0	(247.0)	1,308.4	1,287.1	1,367.3
经营活动产生的现金流量净额	6,846.0	6,632.0	9,202.6	9,639.6	10,699.2
资本开支	(1,560.0)	(1,560.0)	(1,560.0)	(1,560.0)	(1,560.0)
其他	502.0	502.0	502.0	502.0	502.0
投资活动产生的现金流量净额	(1,058.0)	(1,058.0)	(1,058.0)	(1,058.0)	(1,058.0)
负债变化	(2,400.0)	4,073.0	(23.6)	(8.6)	(1.9)
其他	1,589.0	(4,884.0)	(787.4)	(802.4)	(809.1)
融资活动所得现金流量净额	(811.0)	(811.0)	(811.0)	(811.0)	(811.0)
现金及现金等价物净增加额	4,977.0	4,763.0	7,333.6	7,770.6	8,830.2
期初现金及现金等价物余额	5,376.0	10,208.0	14,971.0	22,304.6	30,075.2
期末现金及现金等价物余额	10,208.0	14,971.0	22,304.6	30,075.2	38,905.4

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。