

## 食品饮料行业+公司首次覆盖

# 中低速增长阶段的行业发展路径——啤酒篇

增持（维持）

2024年04月19日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书：S0600522090007

liyzzh@dwzq.com.cn

关键词：#产品结构变动带来利润率上升 #股息率高 #成本下降

投资要点

■ 重结构轻总量，升级趋势延续，股息率靠前。

从价来看，我国啤酒行业升级趋势是放缓不是降级，企业毛销差持续上行。2023年国内餐饮企业吊销数近130万家，达2022年两倍以上。现饮场景作为啤酒结构升级主阵地复苏偏慢，叠加整体消费力承压，高端化趋势有所放缓，但酒企中端产品保持良好增长。国内主要酒企吨价均在2023年实现低中个位数增长，升级需求延续，利润率提升仍有空间。

从量来看，龙头集中度仍有提升边际提升空间。受益于疫后需求回补，2023年全年中国啤酒行业产量3555.5万千升（yoy+0.3%），但较2019年仍有差距。我们认为人均啤酒消费量下行带来的需求收紧将使得行业壁垒提高，集中度将进一步向龙头酒企靠拢。

估值已进入历史底部区间。2023年12月基金啤酒配置比例为0.37%，降至2020年6月水平，啤酒市值比A股整体市值在23年12月达过去13年来历史最低，啤酒个股估值均处于低位，配置价值凸显。

■ 以日为鉴：多元创新引领成长，高端化空间潜力可观。

中低速增长阶段，产品创新与业务多元化带动新质增长，企业提振股东回报，估值中枢稳健。日本经济下行&人均啤酒消费量见顶后，本国啤酒龙头步入中低速增长阶段，该阶段公司通过产品创新（把握核心消费需求，打造明星单品）、业务创新（非主业多元增长）、出海（逐步试水，通过兼并购买实现快速增长）、降本增效（控费带来盈利能力提升）等方式实现增长。啤酒作为大众消费品需求较刚性，具备一定抗周期属性，参考朝日啤酒案例，2003-2011年公司收入同比增速在0~5%区间，估值底部有支撑（PE15x左右）。中低速增长期啤酒公司成熟业务资本开支逐步下降，现金流持续向好，公司2012年转向强调股东回报后，龙头估值中枢仍有进一步提升空间（PE20x左右）。

我国啤酒行业仍处结构升级红利期，品质和价格兼具空间。我国630ml瓶装啤酒价格已迈过5元大关（2013-2024年价格CAGR为2.3%），10元以上啤酒已有一定占比，但相较其他酒种、酒精饮料和部分软饮料，价格仍然较低。2022年我国中高档啤酒销量占比为35%（日本43%、美国79%）；啤酒整体单价2.5美元/升（分别为日本的45%、美国的52%），过去10年我国啤酒升级主要聚焦瓶装&现饮，消费者需求日趋健康化&减量提质，产品升级/渠道优化/包装创新/品类多元化将在中长期驱动我国啤酒均价持续上行。龙头品牌经营韧性较强，有望持续受益。

■ 投资建议：相较日本酒企，当前我国啤酒企业仍在业绩端享受收入规模增长、产品结构升级及盈利能力提升红利，业绩增速、ROE水平普遍更高。同时，公司在股东回报端亦逐步强调分红重要性，股息率提升预期之下动态估值仍然偏低。啤酒2024Q1动销良好，我们认为今年各家酒企将以提结构、保利润作为今年战略重点，深耕各自强势市场，部分产品存在提价&减费空间，结构升级延续。同时企业倾向控制在竞争对手强势市场的费用投入以提升费效比，盈利能力有望继续改善，顺周期场景复苏之下，2024年旺季值得期待。目前板块内具有业绩支撑的优质标的股价已处于历史估值下限，存较大上修空间。我们推荐青岛啤酒（A股）、华润啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒，建议同步关注青岛啤酒（H股）。

■ 风险提示：现饮场景复苏不及预期风险；啤酒厂商竞争加剧；消费需求迭代与政策约束风险；替代酒种的竞争加速。

### 行业走势



### 相关研究

《近期普飞批价波动思考——一次积极的情景测试》

2024-04-15

《港股餐饮及供应链2023年报精读：翻台企稳，分红大幅提升》

2024-04-08

## 内容目录

1. 轻总量重结构，升级趋势延续，高股息价值凸显 .....	5
1.1. 我国代表性酒企吨价与毛销差稳健上行 .....	5
1.2. 分红政策优化，底部配置价值凸显 .....	6
2. 以日为鉴：我国啤酒路在何方？ .....	8
2.1. 日本啤酒业变迁：政策主导，第三类啤酒崛起 .....	8
2.2. 朝日啤酒：百年浮沉，历久弥新 .....	9
2.2.1. 基本面复盘：产品创新与业务多元化带动高质量增长 .....	9
2.2.2. 估值复盘：增长降速之下提振股东回报，估值中枢稳健 .....	13
3. 启示与投资建议：高端化有空间，估值有支撑 .....	16
3.1. 启示一：中低速增长时代，企业需把握优质创新增长 .....	16
3.2. 启示二：结构升级持续，估值有支撑 .....	18
3.3. 2024 年展望：顺周期复苏&结构优化&成本下行，弹性凸显 .....	20
3.3.1. 场景复苏渐进，量稳价增可期 .....	20
3.3.2. 成本下行红利集中释放 .....	21
3.4. 板块标的梳理与推荐 .....	23
4. 风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1:	各酒企 2023 年啤酒业务量价拆分.....	5
图 2:	各酒企历年毛销差.....	5
图 3:	中美日 15 岁以上人均啤酒消费量 (升) .....	6
图 4:	啤酒板块配置情况.....	7
图 5:	啤酒个股 5 年 PE-BAND (财务匹配规则-盈利预测) .....	7
图 6:	日本 15 岁以上人均啤酒消费量 (升) .....	8
图 7:	日本人均啤酒消费占比逐步企稳.....	8
图 8:	1997-2012 年日本 GDP 增速放缓 (现价同比) .....	9
图 9:	日本各类酒种销量 (千升) .....	9
图 10:	日本外食率 2009 年以后缓速下降, 啤酒非现饮需求提升.....	9
图 11:	1892 年朝日啤酒成立.....	10
图 12:	Super Dry 的醇爽口感.....	10
图 13:	2020 年各国 350ml 啤酒国内税负 (单位: 日元) .....	11
图 14:	日本各类啤酒征税情况 (千日元/升) .....	11
图 15:	日本啤酒行业 CR4 份额稳定在 90% 左右.....	11
图 16:	2023 年朝日啤酒日本国内业务收入拆分.....	12
图 17:	2023 年朝日区域收入及占比.....	12
图 18:	公司利润率稳中有升.....	13
图 19:	啤酒公司股息率稳中有升.....	13
图 20:	朝日收入 CAGR .....	14
图 21:	朝日市值及估值变化.....	14
图 22:	朝日分红率及股息率.....	15
图 23:	朝日啤酒 2009-2022 年 ROE 平均水平为 9.2%.....	15
图 24:	公司中期财务目标.....	15
图 25:	华润喜力第二个五年计划可期 (万千升) .....	16
图 26:	燕京 U8 快速放量 (万千升) .....	16
图 27:	中国 36 大中城市啤酒均价 (元) .....	17
图 28:	我国啤酒罐化率远低于美日 (2021 年) .....	17
图 29:	喜力不同规格产品单位化均价 (折扣价, 以元/100ml 计) .....	17
图 30:	2023 年啤酒线上消费占比不断提升 (多选) .....	18
图 31:	天猫 2021 年不同价格带啤酒销售额同比增速.....	18
图 32:	中美精酿啤酒渗透率持续增长 (按销量口径) .....	18
图 33:	消费者心中高端啤酒的要素.....	18
图 34:	中国啤酒产品结构 (以销量计) .....	19
图 35:	日本啤酒产品结构 (以销量计) .....	19
图 36:	美国啤酒产品结构 (以销量计) .....	19
图 37:	我国啤酒均价提升空间大 (2022 年, 美元/升) .....	19
图 38:	我国社零餐饮收入增速.....	20
图 39:	我国历年啤酒产量.....	21
图 40:	啤酒主要原材料价格指数 (以 2020 年 1 月=100 为基数) .....	22
图 41:	2022 年麦芽为青岛啤酒第三大成本项目.....	22

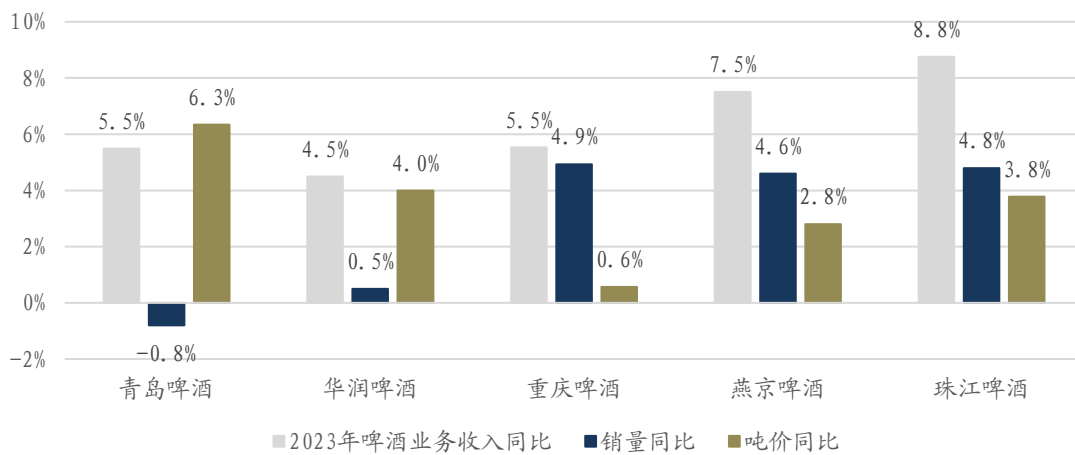
表 1: 啤酒公司分红梳理.....	6
表 2: 朝日出海业务梳理.....	12
表 3: 啤酒公司 2020-2023 年主要财务指标.....	20
表 4: 澳洲大麦采购价格&比例变动对毛利率影响测算 (以青啤为例) .....	23
表 5: 行业可比公司估值表 (单位: 亿元) .....	24

## 1. 轻总量重结构，升级趋势延续，高股息价值凸显

### 1.1. 我国代表性酒企吨价与毛销差稳健上行

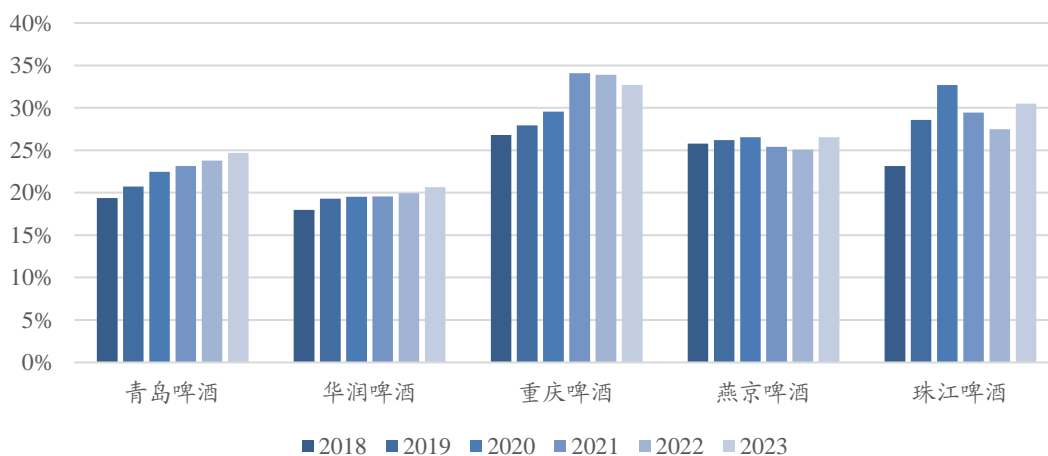
从价来看，啤酒行业升级趋势是放缓不是降级，企业毛销差持续上行。现饮场景作为啤酒产品结构升级的主阵地复苏偏慢，据企查查数据显示，2023年国内餐饮企业吊销数量接近130万家，达2022年两倍以上。叠加整体消费力承压，啤酒高端化趋势有所放缓，但酒企中端产品仍保持良好增长。青岛啤酒、华润啤酒2023年吨价较2022年仍有明显提升。重庆啤酒产品价格矩阵较高，2023年高档（10元以上）、主流（6-10元）、经济（6元以下）产品收入分别增长5.2%、5.6%、10.1%，升级需求延续，2018年以来各家酒企毛销差持续上行，利润率提升空间显著。

图1：各酒企2023年啤酒业务量价拆分



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

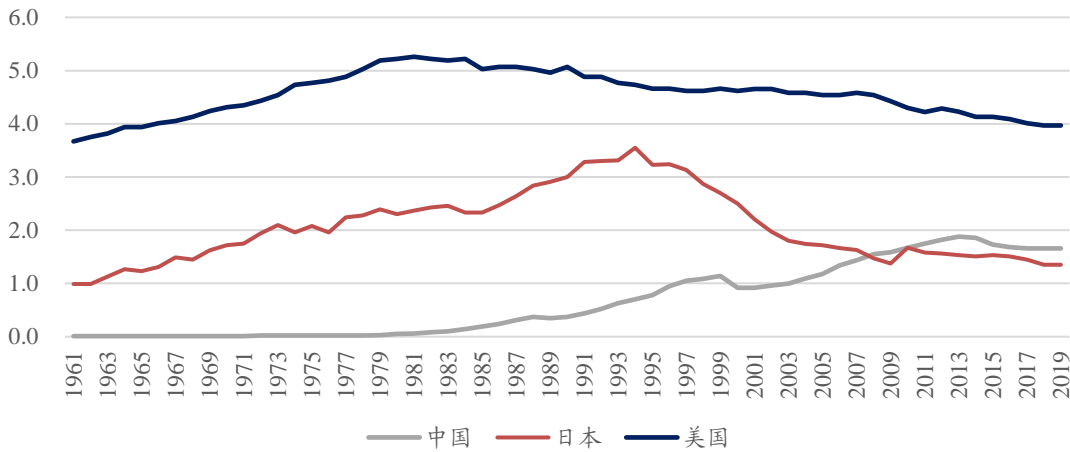
图2：各酒企历年毛销差



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

从量来看，龙头集中度仍有提升边际提升空间。受益于疫后需求回补，2023 年全年中国啤酒行业产量 3555.5 万千升，同比增长 0.3%，但产量较 2019 年同期水平仍有差距。参考美日等成熟市场发展，经济增速放缓、人口结构老龄化与健康意识提高等原因使得人均啤酒消费量下行。行业收缩，新进入企业减少，集中度将进一步向龙头酒企靠拢。虽然国内啤酒行业 CR5 已经处于高水平，但边际提升空间仍有一定空间。

图3: 中美日 15 岁以上人均啤酒消费量 (升)



数据来源: WHO, 东吴证券研究所

## 1.2. 分红政策优化，底部配置价值凸显

啤酒行业竞争格局稳定，公司现金流充沛，资本开支伴随酒厂关停并转、产能优化而逐步减少。当前公司估值处低位，在业绩持续增长，分红率仍有提升空间的基础之上，股息率吸引力提升。

表1: 啤酒公司分红梳理

公司	分红梳理	2024 预计分红 (亿元)	分红率	股息率
青岛啤酒	2024 分红金额较 2023 (含特别分红) 实现增长、增加中期分红。	30.3	60%	2.9%
华润啤酒	公司成立三十周年新增特别分红。中长期分红率有望稳定至 50~60%	33.8	55%	3.6%
燕京啤酒	分红率逐年提升，伴随业绩持续兑现消化估值，股息率吸引力增强	3.2	50%	1.2%
重庆啤酒	延续高分红政策，我们预计分红率仍将保持 90%以上。	14.0	95%	4.4%

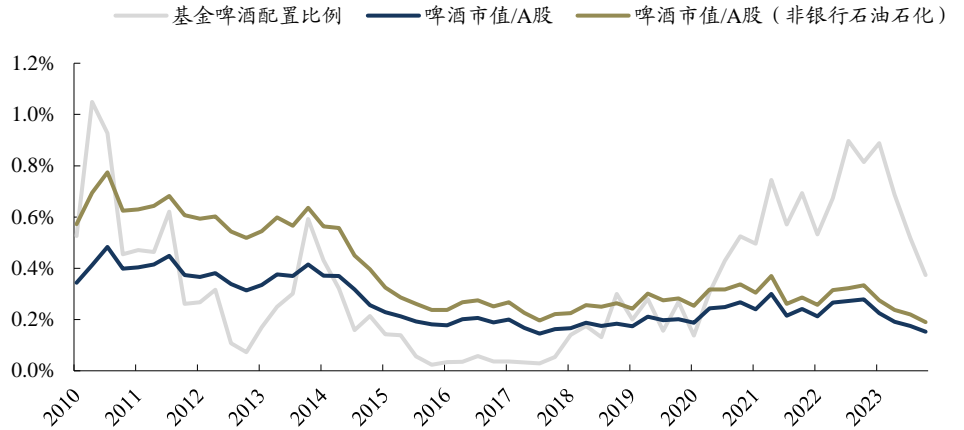
注: 股息率以 2024 年 4 月 16 日收盘价计算。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预计

当前估值已处于历史底部区间，配置价值凸显。2023 年 12 月基金啤酒配置比例为 0.37%，降至 2020 年 6 月水平，啤酒市值占比 A 股整体市值在 2023 年 12 月达到过去 13 年来的历史最低点，上一轮的最低点在 2017 年 9 月。啤酒个股估值均处于历史低点，配置价值凸显。

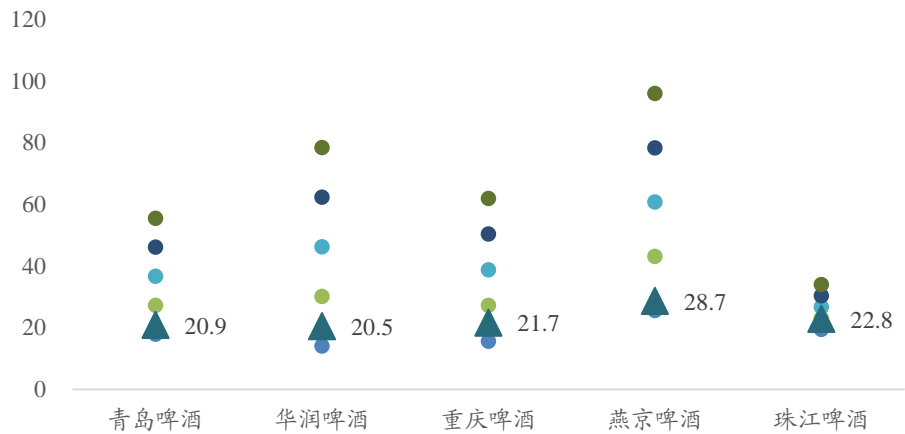


图4: 啤酒板块配置情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 啤酒个股 5 年 PE-BAND (财务匹配规则-盈利预测)



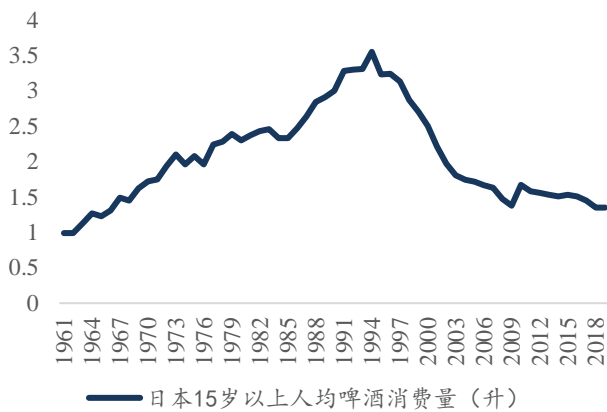
数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 注: 数据截至 2024 年 4 月 16 日

## 2. 以日为鉴：我国啤酒路在何方？

### 2.1. 日本啤酒业变迁：政策主导，第三类啤酒崛起

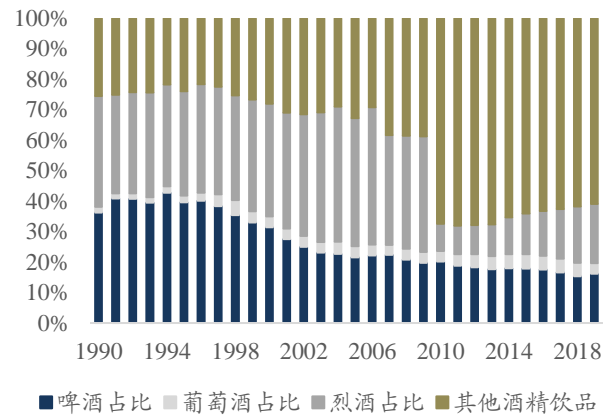
日本啤酒行业消费结构受到经济、人口等多因素影响，且具有较强政策底色，啤酒企业在快速的波动周期中积极求变以适应行业新趋势。整体来看，日本啤酒行业由四大龙头企业主导，但企业在各自不同生命阶段内产品、渠道、营销的策略变动也带来市场份额变化。

图6：日本15岁以上人均啤酒消费量（升）



数据来源：WHO，东吴证券研究所

图7：日本人均啤酒消费占比逐步企稳



数据来源：WHO，东吴证券研究所

**行业早期（1906年-1945年）：**日本政府以政策推动强化本土酒企竞争力，1906年札幌麦酒、日本麦酒、大阪麦酒三家本土酒企合并为“大日本麦酒”株式会社，合计占据超过70%市场份额。而企业在二战后反垄断法案使其分拆为朝日与札幌，并与麒麟啤酒三足鼎立。

**行业发展期（1946年-1996年）：**这一阶段日本经济高速增长，但由于每升啤酒的税收负担率超过45%，啤酒厂商很难通过降低价格刺激啤酒消费，龙头玩家茁壮成长，三得利在1960年凭借创新生啤进入市场。日本的啤酒厂商通过降低麦芽比率规避啤酒税率，从而推出更具性价比的新酒种，传统啤酒的市场被逐步蚕食，人均啤酒消费量于1994年见顶。

**行业成熟期（1997年-至今）：**行业量缩价稳，高入门槛使得业内四大玩家市场份额稳定，精酿产品萌芽。为规避高额税收，酒企纷纷推出发泡酒（麦芽浓度50%以下），产品市场份额迅速上升。2003年政府上调发泡酒税率，以豌豆、玉米等原料发酵制成的第三类啤酒（麦芽浓度0%），由于低税负的定价优势而快速崛起。截至2021年，第三类啤酒已占据行业整体销量超过50%。

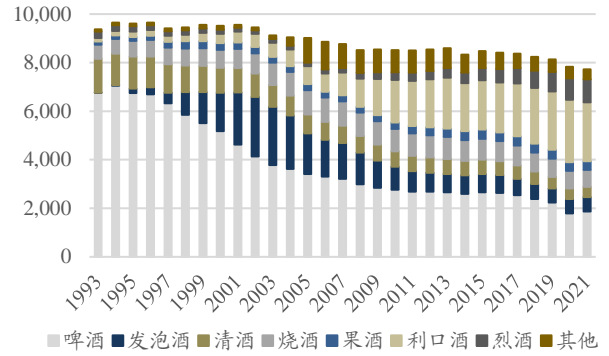


图8: 1997-2012 年日本 GDP 增速放缓 (现价同比)



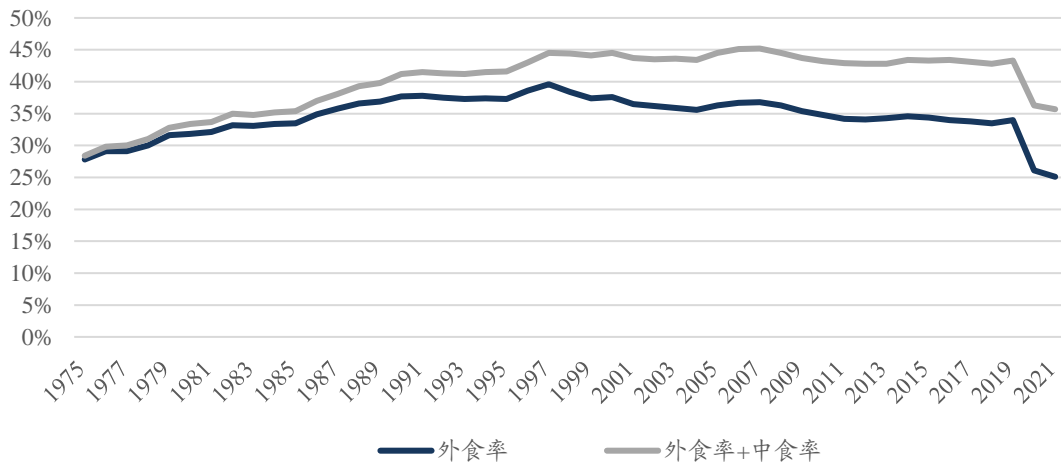
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 日本各类酒种销量 (千升)



数据来源: 日本国税厅, 东吴证券研究所

图10: 日本外食率 2009 年以后增速下降, 啤酒非现饮需求提升



注: 日本就餐场景可分为内外中三种。外食是指餐饮店堂食; 内食是指购买食材在家烹饪; 中食介于两者之间, 通常包含外卖/门店自取、购买熟食或预制调理产品自烹饪。

数据来源: 日本外食产业协会, 东吴证券研究所

## 2.2. 朝日啤酒: 百年浮沉, 历久弥新

作为日本啤酒的代表性企业, 朝日啤酒见证了行业兴替。在不断波动的经济与行业大周期, 我们通过复盘公司不同成长阶段的战略打法以期探索与回答以下问题: 1) 中国啤酒企业的成长空间怎么看? 公司如何实现长期稳健增长? 2) 行业中低速增长阶段如何估值? 哪些资本策略值得学习?

### 2.2.1. 基本面复盘: 产品创新与业务多元化带动高质量增长

**品牌初创 (1892-1949 年):** 1892 年大阪麦酒在吹田开设工厂, 以“朝日”作为其品牌名称, 朝日啤酒由此而生并迅速发展, 1893 年朝日啤酒在芝加哥世博会上斩获最优等奖项。1900 年, 朝日推出日本首款未经热处理的瓶装生啤于巴黎世博会斩获金奖。而后

大阪麦酒并入“大日本麦酒”，朝日在上世纪 30 年代中后期成为日本最畅销啤酒品牌。二战后美国为避免日本经济高度集中垄断，通过《消除经济权力过度集中法》将“大日本麦酒”在 1949 年一分为二，日本麦酒（后为札幌啤酒）市占率 39%、朝日麦酒（后为朝日啤酒）市占率 36%，与麒麟啤酒三足鼎立。

**由盛转衰（1950~1985 年）：**朝日在分拆后由于研产销部门协调性较差，公司资源未能有效聚焦，叠加外部竞争加剧（1963 年三得利进入啤酒行业、1955~1973 年麒麟啤酒在日本推行家庭市场策略快速占领广泛消费渠道、1977 年札幌啤酒推出“纯生啤酒”受消费者青睐），朝日啤酒产品渠道双双受阻，1985 年市场份额降至历史最低 9.6%。

**锐意改革，重回巅峰（1986~2008 年）：**伴随日本的经济的发展，人均 GDP 继续攀升，泡沫经济之下，个性化、高端化消费成风，消费升级趋势明显。朝日通过大规模市场调研判断新一代消费者对啤酒的苦涩口味没有执念，更偏好“新鲜”、“醇”、“爽”。同时由于此前公司产品库存较高，无法满足新鲜的要求，1986 年刚刚上任社长的樋口广太郎决定推行“鲜度循环行动”，将市场上所有滞销的、出厂超过 3 个月的朝日啤酒全部收回销毁，并规定之后啤酒生产后 20 天内必须从工厂出货，不再销售陈啤酒。该次行动花费超 10 亿日元，约占当年利润的 40%。该行动有效加速公司渠道变革，也为消费者留下了朝日尤为重视啤酒鲜度的深刻印象。

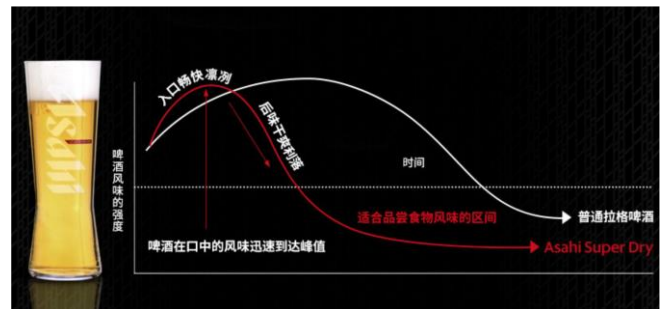
1987 年，在开发团队不断努力之下推出破圈级产品“Super Dry”，其凭借独特口感一炮而红并持续风靡，1989 年 Super Dry 年出货量首次突破 1 亿箱，公司市场份额提升至 25%。伴随竞对推出类似产品，朝日进一步制定了小批量和弹性生产计划，将罐装产品的出厂时间逐步缩短到 3 日，并通过不断完善渠道流通，回收 2 周以上未销售产品。而后，朝日与 2001 年推出 Honnama 发泡酒，市占率重回行业第一。

图11: 1892 年朝日啤酒成立



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图12: Super Dry 的醇爽口感

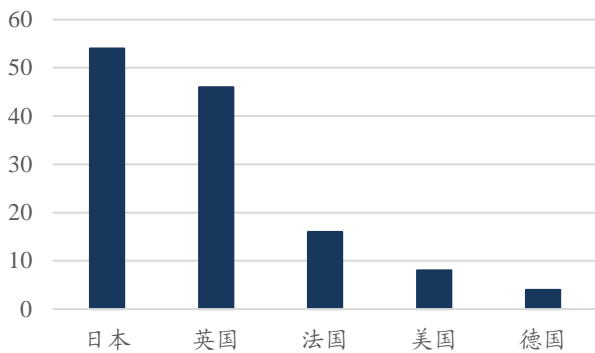


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

多元增长之路 (2009 年-至今): 次贷危机后, 日本国内啤酒市场已较为饱和, 公司通过创新与内部降本寻求持续增长之路。

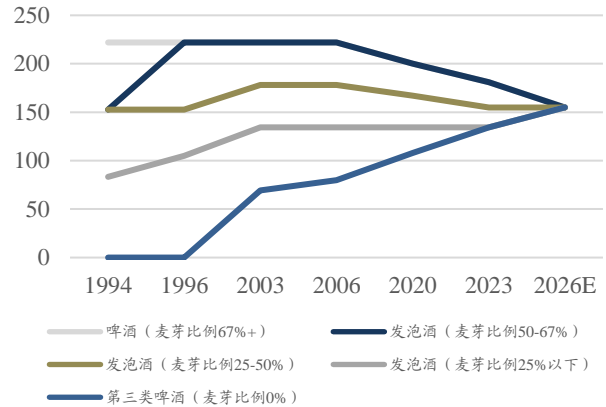
**产品创新**: 在供给端, 由于啤酒税提升, 酒企不断推出更高单价的中高端升级产品占领市场, 同时逐步转向更低浓度与税率的发泡酒、第三类啤酒等新兴业务; 在需求端, 伴随消费者健康意识觉醒、女性消费者增加, 如朝日本生、Clear Asahi Prime Rich、Super Dry Premium。

图13: 2020 年各国 350ml 啤酒国内税负 (单位: 日元)



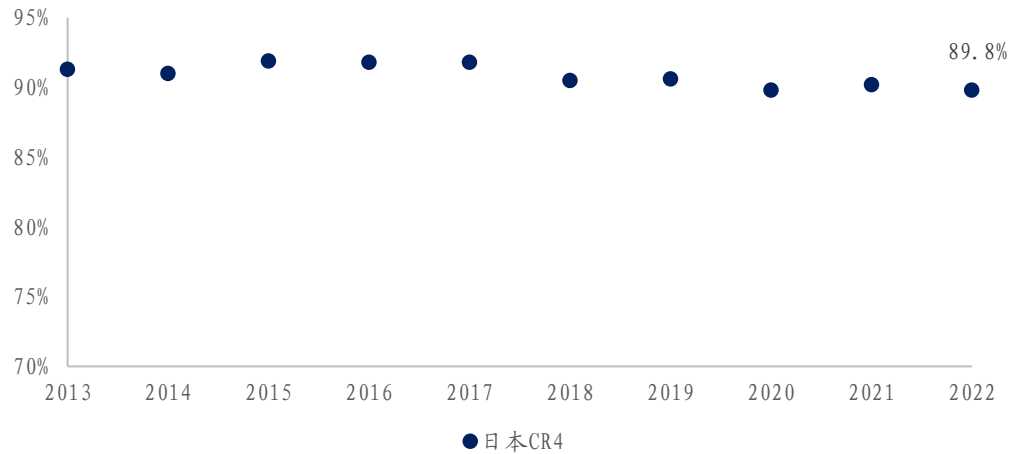
数据来源: 啤酒酿造协会, 东吴证券研究所

图14: 日本各类啤酒征税情况 (千日元/升)



数据来源: 日本国税厅, 啤酒酿造协会, 东吴证券研究所

图15: 日本啤酒行业 CR4 份额稳定在 90%左右



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

**业务创新**: 1994 年日本啤酒行业见顶, 公司加大布局饮料、食品等领域, 1982 年成立朝日饮料公司、1992 年成立朝日食品公司、2003 年后收购多家相关企业布局幼儿食品、冷冻食品与 RTD 产品, 2023 年公司日本非酒精饮料以外产品业务收入占其国内营收超过 40%。

**出海**: 从上世纪 90 年代起公司便尝试将日本国内啤酒业务拓展至海外, 2009 年后

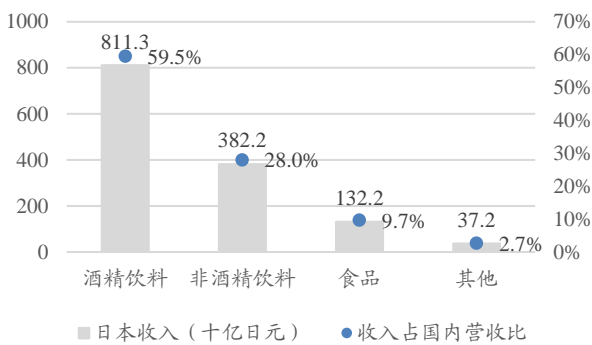
公司加码海外业务，快速收购多国啤酒及饮料知名公司，对精酿业务较为重视，截至 2023 年底，公司海外业务收入占比超过 50%。

表2: 朝日出海业务梳理

海外布局区域	
欧美	1997 年进入欧洲 12 国市场并于次年成立美国、欧洲啤酒厂；2016 年以来收购 SAB Miller 意/荷/英等国业务；2019 年收购 Fuller's 高端啤酒、果酒业务
澳大利亚&新西兰	2009-2011 年收购澳大利亚知名饮料公司 Schweppes、收购 P&N 饮料矿泉水及饮料业务；收购新西兰酒企 Flavoured Beverages、饮料公司 Charlie's, 2020 年收购 AB InBev 澳洲业务
中国&马来西亚	1994 年即投资中国三家区域酒企，2004 年与康师傅合作布局饮料业务，2009 年向百威收购青啤 19.99% 股权，于 2017 年出售给复星。2011 年-2014 年期间收购马来西亚饮料公司，并布局 RTD 咖啡、乳制品等业务。

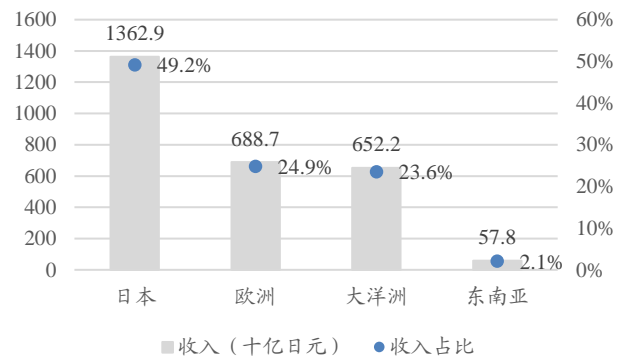
数据来源：朝日啤酒公告，东吴证券研究所

图16: 2023 年朝日啤酒日本国内业务收入拆分



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

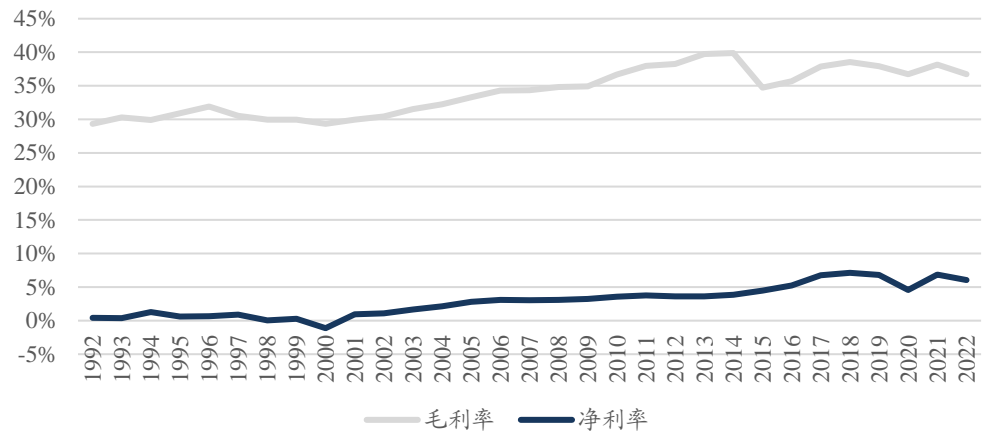
图17: 2023 年朝日区域收入及占比



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

**降本增效:** 公司从体制改革（设立降费目标，优化管理体系）、内部资产整合（2010 年合并酒厂、2013 年提升生产效率，强化海外业务协同）、优化渠道市场投入（2009 年提升费效比及物流效率）等多方面入手，优化成本结构，实现盈利能力提升。

图18: 公司利润率稳中有升

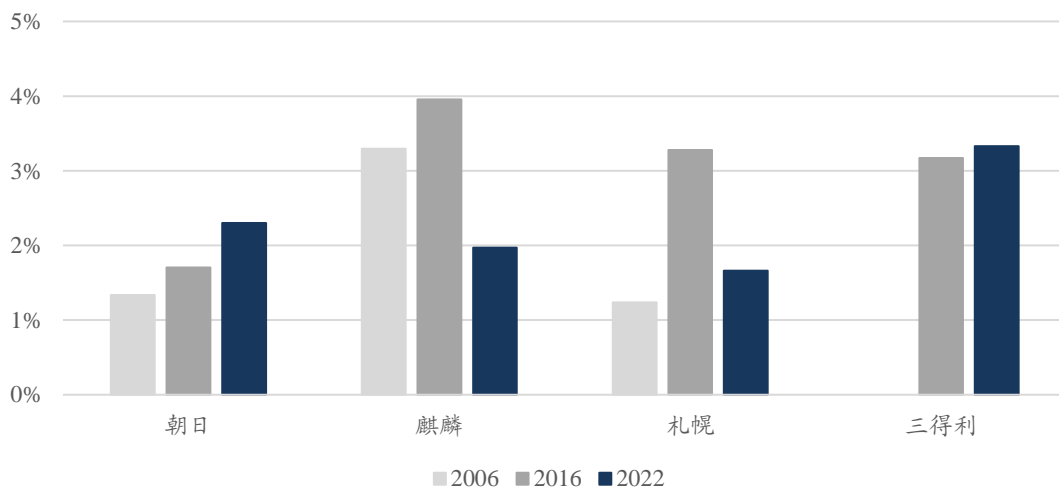


数据来源: 公司财报, 彭博, 东吴证券研究所

2.2.2. 估值复盘: 增长降速之下提振股东回报, 估值中枢稳健

上世纪 90 年代以来日本经济降速, 股票估值大幅回落, 政策导向更加强调回报率, 日企股息率普遍提升。消费降级背景之下, 朝日、麒麟等龙头企业通过研发发泡酒、第三类啤酒规避高额税收, 向市场推出平价低度酒产品实现增长, 消费需求稳健。业绩支撑叠加分红率提升, 该阶段啤酒企业估值相对稳定。而在 2010s 安倍经济学 (大胆的货币政策、灵活的财政政策和快速的增长策略) 刺激下, 日本经济逐步复苏, 资本市场回暖, 酒企股息率与估值进一步提升。

图19: 啤酒公司股息率稳中有升



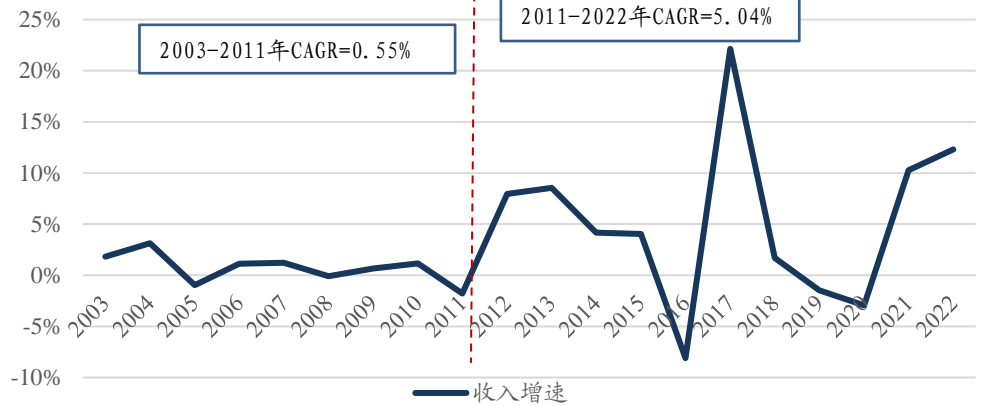
注: 股息率以当年年末市值计算;

数据来源: 彭博, 公司财报, 东吴证券研究所

以朝日为例, 公司在 2003 年以来由于经济下行、低度酒销量崛起等因素影响, 收入增长放缓, 2003-2011 年 CAGR 为 0.55%, 资本开支处于低位。公司于 2005 年首次提

出将分红率稳定在 20%，2005-2011 年市盈率稳定在 16x 左右，估值底部支撑明显，市值持续稳健。

图20: 朝日收入 CAGR



数据来源: 彭博, 公司财报, 东吴证券研究所

图21: 朝日市值及估值变化



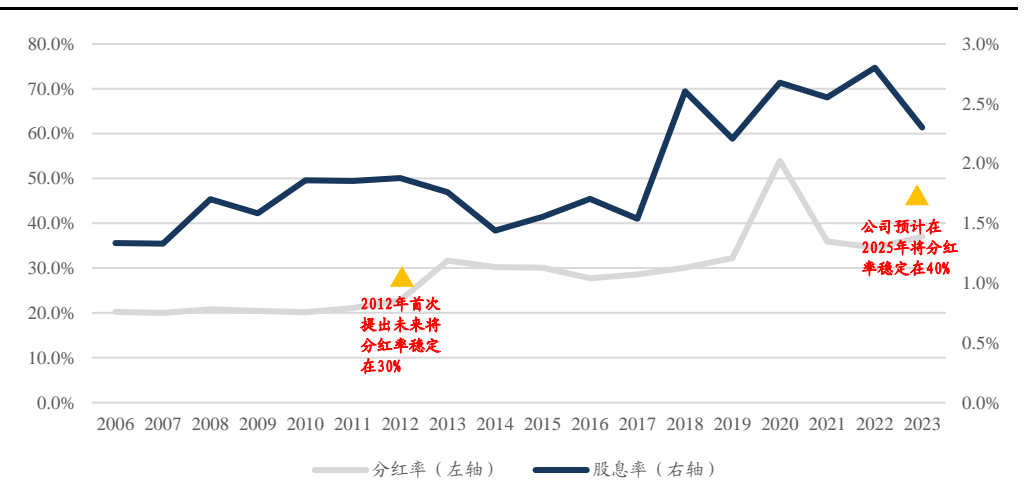
注: 总市值以年末市值计;

数据来源: 彭博, 公司财报, 东吴证券研究所

伴随全球经济复苏与公司推动业务多元化, 营收持续转暖, 朝日 2011-2022 年收入 CAGR 达到 5.04%, 到 2012 年提出未来分红率达到 30%、回购 1000 亿日元, 市场反馈积极, 业绩估值双升。公司股息率逐步提升至 2022 年的 2.8% (以当年末市值计), 2012-2020 年平均市盈率提升至 20x, 2021-2022 年疫中回落, 此时公司宣布到 2025 年分红率达逐步到 40%, 2023 年以来公司市盈率中枢回归 16x。



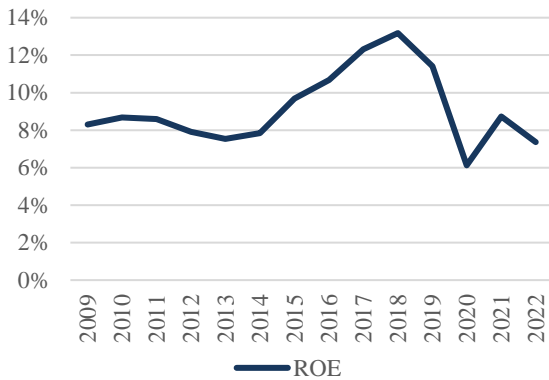
图22: 朝日分红率及股息率



注: 股息率以当年年末市值计算;

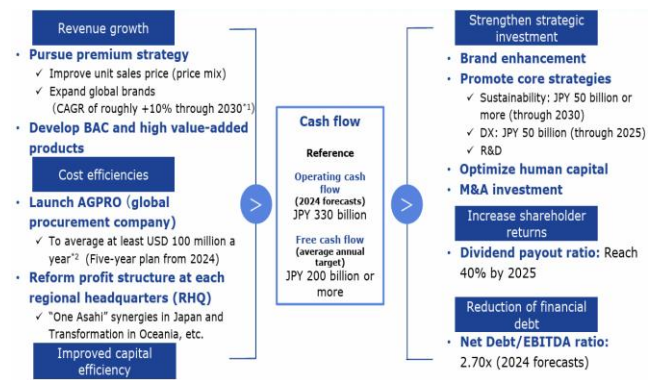
数据来源: 彭博, 公司财报, 东吴证券研究所

图23: 朝日啤酒 2009-2022 年 ROE 平均水平为 9.2%



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

图24: 公司中期财务目标



数据来源: 朝日 2023 年业绩 PPT, 东吴证券研究所

### 3. 启示与投资建议：高端化有空间，估值有支撑

#### 3.1. 启示一：中低速增长时代，企业需把握优质创新增长

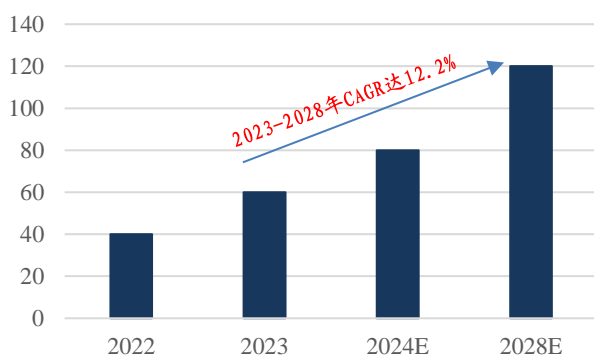
通过复盘海外啤酒发展路径，我们发现：伴随经济下行与总量增长稳定，中低速增长成为行业常态，啤酒企业必须进入新的优质创新增长阶段，在该阶段公司通过产品创新（把握核心消费需求，打造明星单品）、业务创新（非主业多元增长）、出海（逐步试水，通过兼并购实现快速增长）、降本增效（控费带来盈利能力提升）等方式，实现收入业绩增长。

结合我国行业发展现状，我们认为国内啤酒企业将在以下方面实现创新成长：

**1) 产品创新：打造经典大单品，结构仍有向上突破空间。**华润啤酒自 2019 年与喜力合作，借助自身强渠道能力与国际品牌认知度，以喜力经典、喜力星银等差异化产品发力福建/浙江/广东等中高端市场，挖掘需求升级潜力（喜力星银为双方合作 1 周年推出新品，定位年轻群体，口感更加爽口）。到 2023 年，喜力产品第 1 个五年目标达成，销量突破 60 万千升。第二个五年（2024-2028 年）公司计划达到 120 万千升，做中国 12 元以上价格带第一大单品。

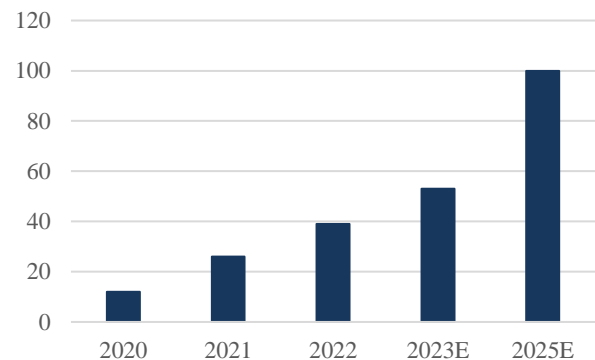
燕京啤酒于 2020 年开始推广 U8 产品，该产品聚焦年轻消费群体，定位 8-10 元价格带，其相较竞品拥有更低的酒精及麦芽浓度，广受消费者青睐，铺市以来便实现快速增长，当年销量突破 10 万千升，我们预计 U8 销量有望在 2025 年达到 90~100 万千升。

图25：华润喜力第二个五年计划可期（万千升）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

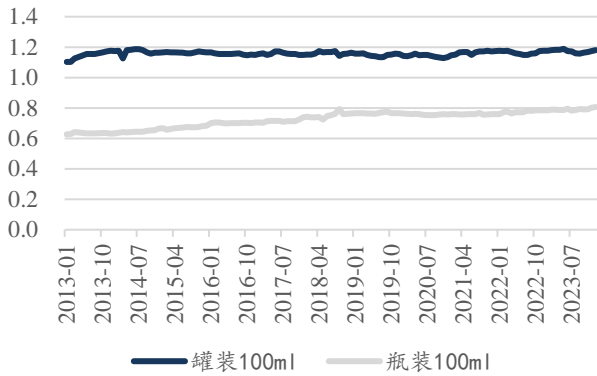
图26：燕京 U8 快速放量（万千升）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

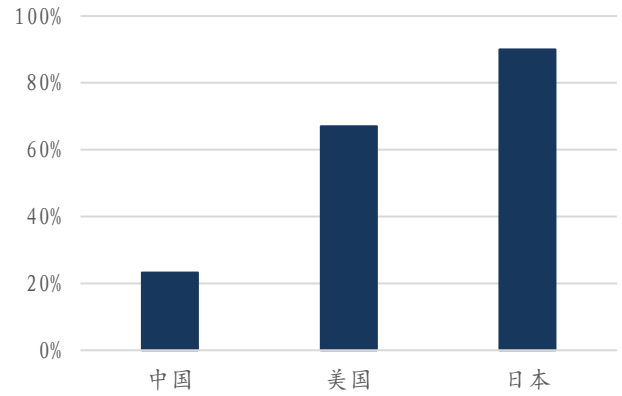
**2) 包装创新：罐化、小瓶化实现单价提升。**过去 10 年产品升级主要聚焦瓶装啤酒，随着我国罐化率提升，经济与场景复苏之下单价更高的罐装啤酒有望帮助我国啤酒行业迎来进一步升级，此外，330ml、250ml 等啤酒小瓶较 500ml 产品单价&毛利率更高，伴随消费者需求日趋健康化&减量提质，并将在中长期驱动我国啤酒均价持续上行。龙头品牌经营韧性较强，有望持续受益。

图27: 中国 36 大中城市啤酒均价 (元)



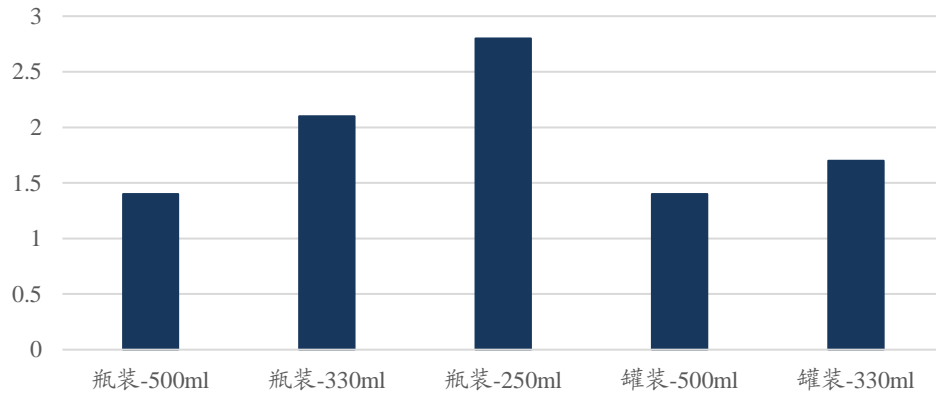
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图28: 我国啤酒罐化率远低于美日 (2021 年)



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

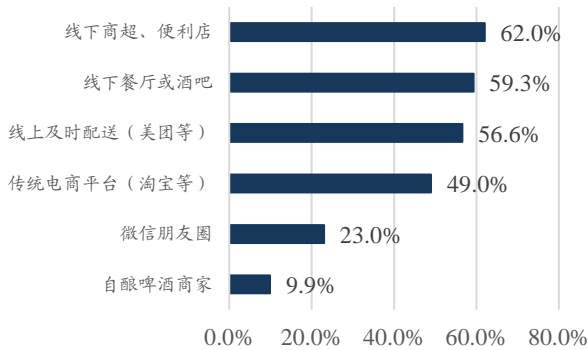
图29: 喜力不同规格产品单位化均价 (折扣价, 以元/100ml 计)



数据来源: 天猫旗舰店, 东吴证券研究所

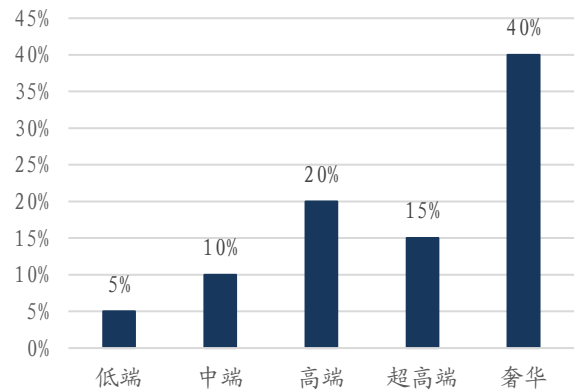
**3) 渠道创新: 线上消费场景逐步成为啤酒升级的重要补充。**当前啤酒消费仍以线下消费为主(含商超、便利店、餐厅酒吧等)。2023 年以来伴随外出就餐频次的下降, 啤酒到家的配送需求快速增长, 线上消费需求快速攀升。与线下相比, 线上场景消费选择更加多元化, 较为适合推广中高端产品, 据天猫数据显示 2021 年高端及以上价格带啤酒销售增速快于中低端。

图30: 2023年啤酒线上消费占比不断提升(多选)



数据来源: 知萌咨询, 东吴证券研究所

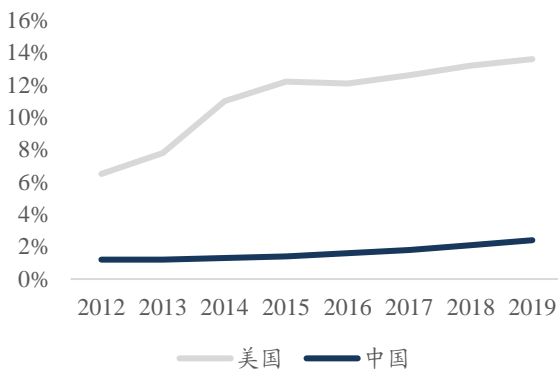
图31: 天猫2021年不同价格带啤酒销售额同比增速



数据来源: 天猫, 东吴证券研究所

**4) 品类创新: 精酿啤酒或成全新增长点。**2019年我国精酿啤酒销量在啤酒总销量中占比约2.4%(美国同期为13.6%),相比2012年的1.2%实现翻倍增长。从价格角度看,我国精酿啤酒价格可达普通啤酒3-4倍,目标客群的价格敏感性比大众啤酒低,“价格战”不易重新成为拓展市场的方式。高端啤酒市场中我国仍处于萌芽期,精酿有望成为下一增长点。

图32: 中美精酿啤酒渗透率持续增长(按销量口径)



数据来源: 观研网, 东吴证券研究所

图33: 消费者心中高端啤酒的要素

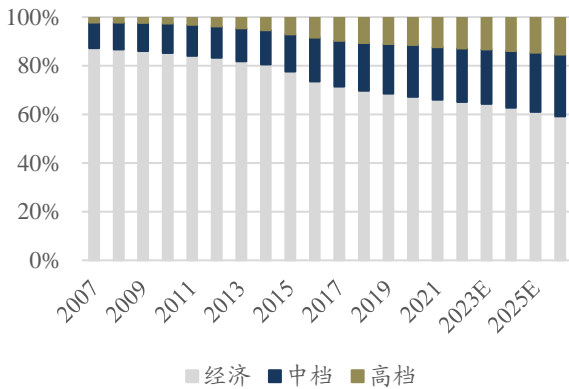


数据来源: 益普索, 东吴证券研究所

### 3.2. 启示二: 结构升级持续, 估值有支撑

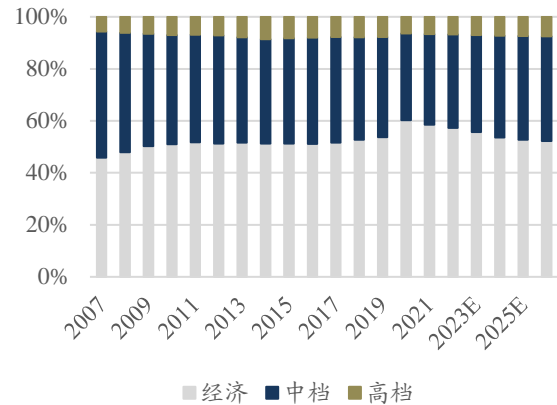
我国啤酒行业仍处结构升级红利期,品质和吨价均具空间。从量来看,2022年我国中高档啤酒销量占比为35%(日本43%、美国79%)。从价来看,2022年我国啤酒整体单价2.5美元/升(分别为日本的45%、美国的52%)。

图34: 中国啤酒产品结构 (以销量计)



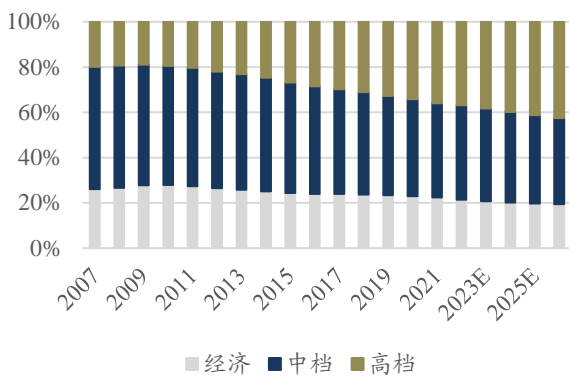
注: 高中档定义为 14 元以上、7-14 元、7 元以下  
数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图35: 日本啤酒产品结构 (以销量计)



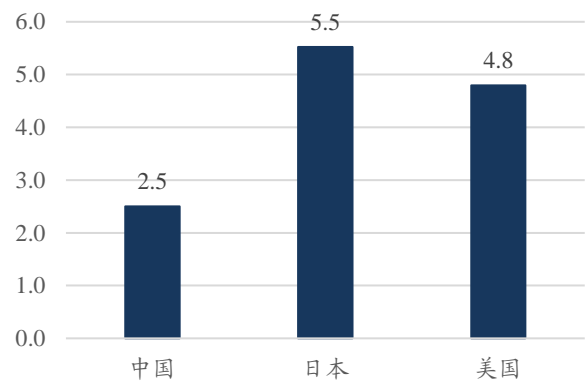
注: 高中档定义为 31 元以上、23-31 元、23 元以下, 日元汇率以 0.048 计;  
数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图36: 美国啤酒产品结构 (以销量计)



注: 高中档定义为 19.2-38.2 元、11.9-18.9 元、6.6-11.6 元, 美元汇率以 7.2 计;  
数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

图37: 我国啤酒均价提升空间大 (2022 年, 美元/升)



数据来源: 欧睿, 东吴证券研究所

以日本经验来看, 经济下行期啤酒作为大众消费品需求较为刚性, 具备一定抗周期属性。参考朝日啤酒案例, 2003-2011 年公司收入同比增速在 0~5% 区间, 估值底部有支撑 (PE15x 左右)。中低速增长期啤酒公司成熟业务资本开支逐步下降, 现金流持续向好, 公司 2012 年转向强调股东回报后, 龙头估值中枢仍有进一步提升 (PE 20x 左右)。

**我国啤酒板块处于高性价比配置阶段。**相较日本酒企, 当前我国啤酒企业仍在利润端享受收入规模增长、产品结构升级及盈利能力提升红利, 业绩增速、ROE 水平普遍更高。同时, 公司在股东回报端亦逐步强调分红重要性, 股息率提升预期之下动态估值仍然偏低, 布局价值凸显。

表3: 啤酒公司 2020-2023 年主要财务指标

公司	收入 CAGR	归母净利润 CAGR	平均 ROE	平均分红率	平均股息率	2024 年 PE
青岛啤酒	6.9%	24.7%	14.2%	55.4%	1.8%	21x
华润啤酒	7.4%	35.0%	16.3%	44.3%	2.0%	15x
燕京啤酒	9.2%	48.5%	2.6%	47.2%	0.6%	30x
重庆啤酒	10.6%	7.5%	84.3%	94.7%	3.8%	22x
百威亚太	7.1%	18.3%	7.5%	63.2%	3.0%	15x

注: 百威亚太数据取 Wind 一致预期, 其余均为东吴预测; 股息率以当年年末市值计; PE 以 2024 年 4 月 17 日收盘价计算

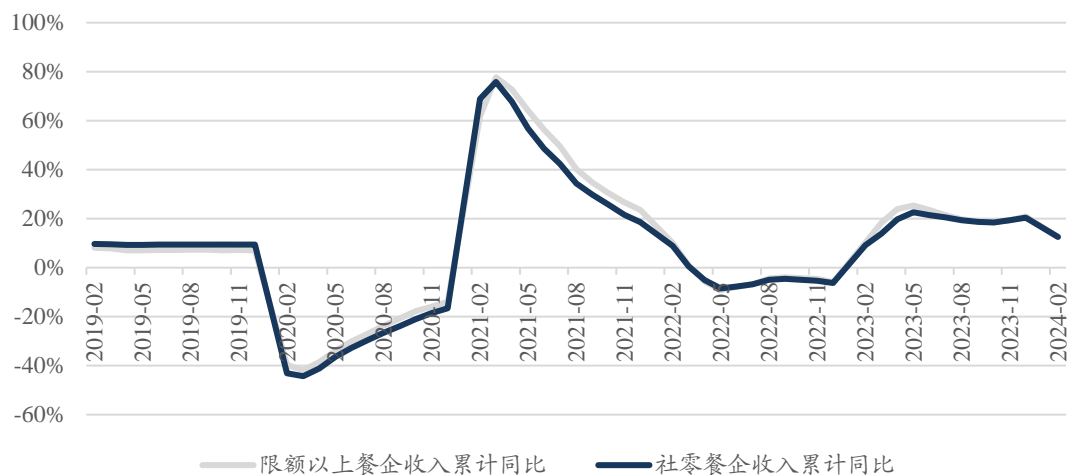
数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

### 3.3. 2024 年展望: 顺周期复苏&结构优化&成本下行, 弹性凸显

#### 3.3.1. 场景复苏渐进, 量稳价增可期

据国家统计局数据显示, 2024 年 1-2 月啤酒合计产量因低基数、春节备货、现饮场景修复等原因, 高基数下同比增长 12.1%, 表现良好。我们预计 2024 年 Q1 啤酒企业铺货稳健, 当前库存水平良性, 动销改善之下结构升级趋势延续。我们认为各家酒企将以提结构、保利润作为今年战略重点, 深耕各自强势市场, 部分产品存在提价&减费空间。同时企业倾向控制在竞争对手强势市场的费用投入以提升费效比, 盈利能力有望继续改善, 展望 2024 年销售节奏前低后高(对应 2023 年销量基数前高后低), 旺季值得期待。

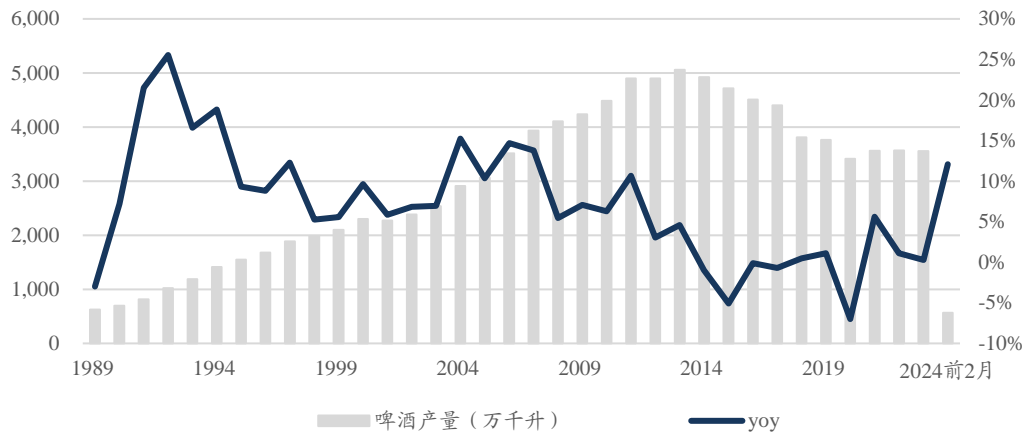
图38: 我国社零餐饮收入增速



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所



图39: 我国历年啤酒产量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

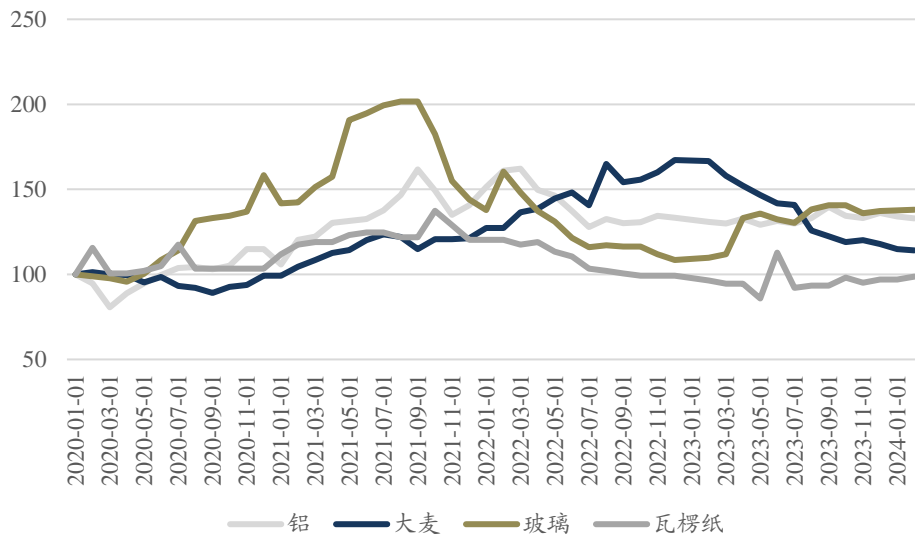
### 3.3.2. 成本下行红利集中释放

大麦: 2023 年伴随俄乌局势有所缓解、欧美大麦产量提升等因素, 截至 2024 年 2 月底国内进口大麦价格 280.2 美元/吨, 较 2022 年 12 月下降 32%。澳洲大麦价格优势领先, 在双反前为啤酒企业主要采购品种 (部分酒企澳麦供应比率达 100%), 此前澳麦双反税终止, 澳麦供给量逐步提升 (考虑大麦生长周期, 我们预计酒企澳麦供给比例有望在 2025 年恢复到双反前水平), 采购成本有望持续下行。

铝&玻璃: 铝价在 2023Q4 环比有所回落, 玻璃价格在 10 月上行后环比回落, 当前材料采购价保持稳定, 酒企或能通过锁价部分对冲高位压力。

瓦楞纸: 自 2023 年 6 月以来价格回落明显, 2023Q4 旺季价格环比回落, 伴随纸企产能扩张、进口增加等因素, 2024 年价格或有继续下降空间。

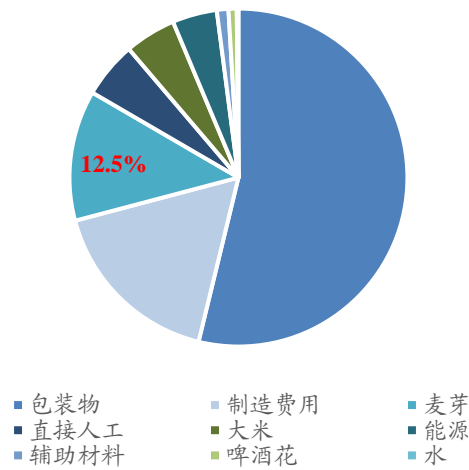
图40: 啤酒主要原材料价格指数 (以 2020 年 1 月=100 为基数)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

以青岛啤酒作为样板公司, 2022 年麦芽占其原料成本 12.5%。我们通过澳麦采购价变动进行测算, 中性假设大麦价格调整区间-10%~-20%, 叠加考虑澳洲大麦替代比例在 40~60%区间内变动, 毛利率平均提升幅度约 0.6pct。

图41: 2022 年麦芽为青岛啤酒第三大成本项目



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表4: 澳洲大麦采购价格&amp;比例变动对毛利率影响测算 (以青啤为例)

		澳麦替代比例				
		20%	40%	60%	80%	100%
澳麦价格变动	-5%	0.08%	0.16%	0.24%	0.32%	0.40%
	-10%	0.16%	<b>0.32%</b>	<b>0.47%</b>	0.63%	0.79%
	-15%	0.24%	<b>0.47%</b>	<b>0.71%</b>	0.95%	1.19%
	-20%	0.32%	<b>0.63%</b>	<b>0.95%</b>	1.26%	1.58%
	-25%	0.40%	0.79%	1.19%	1.58%	1.98%
	-30%	0.47%	0.95%	1.42%	1.90%	2.37%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算; 注: 测算仅考虑采购中澳麦部分价格下降, 静态假设非澳麦部分 (如大麦、加麦等) 价格稳定。若考虑供需变动对大麦整体价格的影响, 则啤酒企业利润率弹性将进一步扩大

### 3.4. 板块标的梳理与推荐

**青岛啤酒:** 龙头地位稳固, 规模优势凸显。作为国内较早介入高端产品系龙头酒企, 先发优势显著, 旗下品牌口碑获得消费者认可度较高, 动销流动性优于同行, 明星单品有望带动公司吨价持续提升; 渠道经验丰富且占据山东等优势区域, 基本面持续向好。

展望 2024 年, 公司将延续产品升级策略, 打造经典/纯生/白啤核心产品矩阵, 加快迭代低档产品。叠加原材料成本下降 (我们预计 2024 年吨成本同比下降 2~3%), 利润率有望持续改善。我们维持 2024-26 年归母净利润预测 50/57/64 亿元 (2024-26 年归母净利润 CAGR 为 13%), 4 月 17 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 为 21/19/17 倍。青啤 H 股估值低于 A 股且股息率更高, 未来分红亦有潜在提升空间, 同步建议关注。

**华润啤酒:** 啤酒行业销量稳居国内第一, “国内+国际”、“4+4”产品结构稳固, 产品端旗下雪花品牌主打中低端, 提价空间较大, 喜力表现亮眼、Superx、纯生持续增长, 公司利润率有望持续提升。渠道端通过大客户平台加速高端化进程, 构筑企业护城河。中长期白酒业务或打开进一步打开公司业绩空间。

展望 2024, 我们预计啤酒业务销量微增, 吨价提升 3~4%, 次高及以上产品销量受益喜力拉动保持 15%以上同比增长, 同时毛利率有望受益结构升级+原材料下降提升 1.5pct 以上, 费用端稳健。白酒业务收入及业绩有望实现双位数增长。我们预计 2024-26 年归母净利至 61/72/82 亿元 (2024-26 年归母净利润 CAGR 为 16%), 4 月 17 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 为 15/13/12 倍。

**燕京啤酒：** 高端大单品快速崛起+降本提效，新管理层锐意改革有望持续兑现业绩高增长红利。公司明星单品 U8 锚定 10 元价格带，自 2019 年推出以来持续高增，产品矩阵不断优化覆盖，十四五规划百万吨目标可期。公司对内持续革新，通过关厂、优化人工等方式增质提效并积极推进弱势市场减亏，业绩潜力有望快速释放。

展望 2024 年，我们预计公司将进一步推动产研销改革，优化供应链，U8 大单品保持良好增长带动公司量价齐升，公司盈利能力仍有较大提振空间。我们预计公司 2024-26 年归母净利润 9.0/11.7/14.3 亿元（2024-26 年归母净利润增速为 40%/30%/22%，对应净利率分别为 5.8%/7.1%/8.2%），4 月 17 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 为 30/23/19 倍。

**重庆啤酒：** 资产重组后重啤行业龙头地位持续巩固，西部市场之王全国化之路打开业绩成长空间。产品端：达到“国际高端+本地强势”品牌矩阵，推出乌苏、乐堡、1664 爆款产品，中高档销量占比不断提升，盈利能力领先行业。渠道端：核心市场地位巩固，改革后成效渐显，伴随行业复苏未来持续推进大城市计划加速布局全国，扬帆 27 指引未来发展战略，成长可期。

2023 年公司实现收入 148.1 亿元（yoy+5.5%），其中量同比增长 4.9%，产品吨价达 4943 元（yoy+0.6%），处行业领先水平，全年实现归母净利润 13.4 亿元（yoy+5.8%）。展望 2024 年，公司将聚焦强势市场及渠道，多元产品矩阵并进，成本端下行费用率稳健，在销量/吨价/利润方面实现优于行业增长。我们预计公司将延续高分红政策，股息率有望维持在 4% 左右。我们预计公司 2024-26 年归母净利润 14.7/15.9/17.0 亿元（2024-26 年归母净利润 CAGR 为 7.5%），4 月 17 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 为 22/20/19 倍。

表5：行业可比公司估值表（单位：亿元）

公司	总市值	归母净利润				同比增速			PE		
		2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
青岛啤酒	1051	42.7	50.5	57.1	64.0	18.2%	13.1%	12.2%	21	19	17
华润啤酒	947	51.5	61.4	71.8	82.1	19.2%	16.9%	14.3%	15	13	12
燕京啤酒	262	6.4	9.0	11.7	14.3	39.6%	30.1%	21.9%	30	23	19
重庆啤酒	316	13.4	14.7	15.9	17.0	9.9%	8.1%	7.1%	22	20	19

注：相关数据货币单位均为人民币，港元汇率为 2024 年 4 月 17 日 0.907。PE 以 4 月 17 日市值计算；公司盈利预测均为东吴预测。

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

#### 4. 风险提示

**现饮场景复苏不及预期风险。**啤酒的动销及高端化创新离不开终端渠道的支持，而现饮场景是产品结构升级的主要阵地，若 2024 年餐饮等渠道需求不振，消费者支出下降，酒企量价将存在较大增长压力。

**啤酒厂商竞争加剧。**目前啤酒行业已经入存量竞争时代，伴随产品结构化升级，各大厂商纷纷加码，中高端产品竞争加剧将使得行业整体竞争格局进一步激烈，进而压制企业盈利空间。

**替代酒种竞争加速，消费需求迭代。**当前消费者更加强调健康化饮食，伴随行业创新，传统啤酒的替代酒种层出不穷，消费迭代导致需求变化。

**政策约束风险。**我国十四五规划和 2035 年远景目标纲提出的加强限酒健康教育，控制酒精过度使用，减少酗酒，政策约束或压制啤酒消费。

# 青岛啤酒 (600600)

## 结构升级延续，2024 加速迭代

买入 (维持)

2024 年 04 月 18 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书: S0600522090007

liyzzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	32,172	33,937	35,745	37,540	38,973
同比 (%)	6.65	5.49	5.33	5.02	3.82
归母净利润 (百万元)	3,711	4,268	5,046	5,708	6,403
同比 (%)	17.59	15.02	18.23	13.12	12.19
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.72	3.13	3.70	4.18	4.69
P/E (现价&最新摊薄)	28.68	24.93	21.09	18.64	16.62

关键词: #产品结构变动带来利润率上升 #成本下降

### 投资要点

- 百年品牌，国潮领先。**青岛啤酒拥有悠久的历史和高品牌价值，连续 19 年保持中国啤酒行业品牌价值第一。公司始创于 1903 年，1993 年同时 A+H 两地上市，发展至今其啤酒产品销售全球一百余个国家和地区，作为国内较早推出高端产品的龙头酒企，公司先发优势显著，消费者认可度较高，动销稳健，优于同行。公司近年来注重提质增效，管理上实现员工激励，股东回报持续进步，基本面维持向好。2023 年公司营收 339.4 亿元 (yoy+5.5%)，归母净利润 42.7 亿元 (yoy+15.0%)；2023 年公司啤酒总销量 800.7 万千升 (yoy-0.8%)，中高档及以上产品销量 324 万千升 (yoy+10.6%)，产品结构升级提速带动整体吨价提升至 4238 元/千升 (yoy+6.4%)。2023 年公司每股拟派发现金红利 2.0 元/股 (含税)，分红总额 27.3 亿元，分红率大幅提升至 64%。
- 领跑产品高端化，渠道效率优势突出。**公司成长路径清晰，从产品看，“青岛”高端+“崂山”中低端双品牌布局完善。公司借助经典/1903/纯生等优质产品持续推动产品结构优化，白啤及鲜啤有望在中长期持续贡献增长势能。从渠道看，青啤深耕山东，推广“大客户+微观运营”模式，线上线下立体销售渠道共同发力，2023 年公司山东地区营收 228.7 亿元 (yoy+7.0%)，快于整体，占总营收比达到 68.5%，该核心市场利润贡献突出，2023 年毛利率达 34.6% (yoy+1.1pct)。
- 结构升级持续推进，2024 加速迭代，成本回落助力盈利提升。**我们预计 2024 年公司整体销量平稳，结构升级良好，吨价持续提升。在利润端，结构升级+费控良好公司盈利能力持续提升，利润增速将持续快于收入。24Q1 以来线下餐饮场景有所修复，公司备货及动销情况良好，升级趋势延续。展望全年，公司将持续打造核心产品矩阵，加快迭代低档产品，推动产品结构优化。叠加原材料成本下降 (我们预计 2024 年吨成本同比下降 2~3%)，预判利润率有望改善。
- 盈利预测与投资评级：**我们维持 2024-26 年归母净利润预测 50/57/64 亿元 (2024-26 年归母净利润 CAGR 为 13%)，4 月 17 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 为 21/19/17 倍。我们认为当前估值处于历史低位，中长线看好公司持续成长性，维持“买入”评级。青啤 H 股估值低于 A 股，股息率更高，未来分红亦有潜在提升空间，建议同步关注。
- 风险提示：**原材料成本波动、现饮场景复苏不及预期、产品结构升级不及预期、竞争格局变化等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	78.33
一年最低/最高价	67.56/119.62
市净率(倍)	3.89
流通 A 股市值(百万元)	55,199.03
总市值(百万元)	106,857.53

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	20.12
资产负债率(% ,LF)	42.64
总股本(百万股)	1,364.20
流通 A 股(百万股)	704.70

### 相关研究

《青岛啤酒(600600): 2023 年报点评: 业绩基本符合预期, 结构持续优化》

2024-03-28

《青岛啤酒(600600): 2023 年三季度报点评: 业绩符合预期, 期待结构化升级弹性》

2023-10-30



## 青岛啤酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>29,612</b>	<b>30,030</b>	<b>33,718</b>	<b>37,847</b>	<b>营业总收入</b>	<b>33,937</b>	<b>35,745</b>	<b>37,540</b>	<b>38,973</b>
货币资金及交易性金融资产	21,206	20,717	24,158	28,106	营业成本(含金融类)	20,817	21,383	21,916	22,282
经营性应收款项	311	363	380	384	税金及附加	2,387	2,574	2,628	2,728
存货	3,540	3,932	4,041	4,100	销售费用	4,708	4,826	4,993	5,106
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,519	1,609	1,614	1,676
其他流动资产	4,555	5,017	5,139	5,257	研发费用	101	71	75	78
<b>非流动资产</b>	<b>19,644</b>	<b>20,089</b>	<b>20,543</b>	<b>20,950</b>	财务费用	(457)	(575)	(551)	(644)
长期股权投资	365	368	371	374	加:其他收益	391	558	551	543
固定资产及使用权资产	11,265	11,715	12,183	12,615	投资净收益	172	197	198	206
在建工程	499	501	502	503	公允价值变动	230	50	50	50
无形资产	2,493	2,463	2,433	2,403	减值损失	(97)	(86)	(86)	(86)
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307	资产处置收益	179	249	149	211
长期待摊费用	111	131	141	141	<b>营业利润</b>	<b>5,737</b>	<b>6,826</b>	<b>7,728</b>	<b>8,672</b>
其他非流动资产	3,604	3,605	3,606	3,606	营业外净收支	10	13	9	11
<b>资产总计</b>	<b>49,256</b>	<b>50,119</b>	<b>54,261</b>	<b>58,797</b>	<b>利润总额</b>	<b>5,746</b>	<b>6,839</b>	<b>7,737</b>	<b>8,683</b>
<b>流动负债</b>	<b>16,918</b>	<b>19,399</b>	<b>19,741</b>	<b>20,545</b>	减:所得税	1,398	1,641	1,857	2,084
短期借款及一年内到期的非流动负债	50	100	150	200	<b>净利润</b>	<b>4,348</b>	<b>5,198</b>	<b>5,880</b>	<b>6,599</b>
经营性应付款项	3,146	3,512	3,608	3,655	减:少数股东损益	80	152	172	196
合同负债	7,691	9,000	8,980	9,568	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,268</b>	<b>5,046</b>	<b>5,708</b>	<b>6,403</b>
其他流动负债	6,030	6,786	7,003	7,122	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.13	3.70	4.18	4.69
非流动负债	4,083	4,098	4,108	4,108	EBIT	4,778	6,264	7,186	8,039
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	5,961	6,848	7,794	8,658
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.66	40.18	41.62	42.83
租赁负债	63	78	88	88	归母净利率(%)	12.58	14.12	15.20	16.43
其他非流动负债	4,019	4,019	4,019	4,019	收入增长率(%)	5.49	5.33	5.02	3.82
<b>负债合计</b>	<b>21,001</b>	<b>23,497</b>	<b>23,849</b>	<b>24,653</b>	归母净利润增长率(%)	15.02	18.23	13.12	12.19
归属母公司股东权益	27,449	25,665	29,282	32,818					
少数股东权益	805	957	1,130	1,325					
<b>所有者权益合计</b>	<b>28,255</b>	<b>26,623</b>	<b>30,412</b>	<b>34,144</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>49,256</b>	<b>50,119</b>	<b>54,261</b>	<b>58,797</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,778	6,885	6,219	7,407	每股净资产(元)	20.12	18.81	21.46	24.06
投资活动现金流	(3,463)	(856)	(992)	(784)	最新发行在外股份(百万股)	1,364	1,364	1,364	1,364
筹资活动现金流	(2,868)	(2,713)	(3,085)	(3,479)	ROIC(%)	13.14	17.26	19.01	18.77
现金净增加额	(3,548)	3,322	2,142	3,143	ROE-摊薄(%)	15.55	19.66	19.49	19.51
折旧和摊销	1,182	584	608	619	资产负债率(%)	42.64	46.88	43.95	41.93
资本开支	(895)	(776)	(922)	(833)	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.93	21.09	18.64	16.62
营运资本变动	(2,203)	1,524	45	572	P/B (现价)	3.88	4.15	3.63	3.24

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

# 华润啤酒 (00291.HK)

## 决胜高端，盈利能力持续优化

买入 (维持)

2024年04月18日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书: S0600522090007

liyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	36,428.0	40,064.0	42,813.8	45,323.8	47,378.5
同比 (%)	5.9%	10.0%	6.9%	5.9%	4.5%
归母净利润 (百万元)	4,344.0	5,153.0	6,143.5	7,179.8	8,208.1
同比 (%)	-5.3%	18.6%	19.2%	16.9%	14.3%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.34	1.59	1.89	2.21	2.53
P/E (现价&最新摊薄)	22	18	15	13	12

关键词: #产品结构变动带来利润率上升 #成本下降

### 投资要点

■ **啤酒行业龙头，强势发力高端。**公司历经卅载并购及市场化竞争发展成为中国啤酒行业销量和营收冠军，核心管理层任职 20 余年，具有成熟运营管理经验。通过控股股东的战略合作，2019 年引入股东全球知名啤酒商喜力 (间接持有 20.67% 权益)，更为强势切入高端市场。公司产品结构持续升级，形成“国内雪花+国际喜力”双品牌系列，雪花品牌主打中低端，2017 年以来提价路径清晰；2023 年公司次高端及以上品牌销量占比达 22.4% (较 2020 年提升 9.2pct)，啤酒高端细分领域布局已初见成效。2023 年公司毛利率 41.4% (较 2020 年提升 3.0pct)，受益于喜力等次高端产品销量占比提升，利润率有望持续上行。

■ **“产品迭代+渠道改革”，企业护城河稳固。**1) 资本化运作交叉赋能“品牌+渠道”，对外收并购：自 1999-2018 年，不包含喜力中国区业务，公司收购产能高达 722.6 万千升，2023 年公司旗下 62 家啤酒厂合计产能 1910 万千升；2019 年完成对喜力中国区业务的收购，从产品、运营、渠道多方位深入合作，迅速提高公司品牌势能及喜力渠道动能。2) 通过产品升级迭代，做大品牌影响力，公司打造“国内+国际”4+4 产品矩阵，结构升级主力产品包括喜力、纯生、SuperX 等，喜力深耕中高端，加速推进全国化；纯生持续加码非现饮渠道；SuperX 升级新品放量可期。3) 深耕渠道，四步升级构筑企业护城河。2002-2016 年：公司通过蘑菇战略及深度分销快速铺开下沉市场，以“农村包围城市”打造雪花品牌高知名度；2017-2019 年：通过 CDDS 改造优化升级渠道促进次高端销量提升；2020 至今：开启大客户模式，分级分条线精细化管理，华东/西南/东北基地市场稳固，高端化聚焦两省五市八大高地，持续提升份额。4) 啤白双赋能、白白共成长。2023 年 1 月公司将贵州金沙 55.19% 股权整合至华润酒业白酒平台，开创啤白模式，随着白酒调整见底，正贡献可期。

■ **2024 年啤白共成长，盈利能力有望持续提升。**展望 2024，我们预计啤酒量价趋势有望延续 2023 年表现，全年受益喜力 (我们预计销量同增 30%+)、纯生及超勇 (销量双位数增长) 等产品的拉动，次高及以上产品销量有望维持 15+% 增长，毛利率受益结构升级+原材料成本下降等因素提升 1.5pct 以上，费用端稳健。我们预计 2024 年白酒业务收入及业绩有望实现双位数增长。

■ **盈利预测与投资评级：**基于上述假设，我们维持 2024-26 年归母净利润预测 61/72/82 亿元 (2024-26 年归母净利润 CAGR 为 16%)，4 月 17 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 为 15/13/12 倍，龙头优势地位显著，业绩成长性与确定性兼具，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料成本波动、现饮场景复苏不及预期、产品结构升级不及预期、竞争格局变化等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	32.85
一年最低/最高价	27.20/64.15
市净率(倍)	2.83
港股流通市值(百万港元)	106,571.21

### 基础数据

每股净资产(元)	10.53
资产负债率(%)	52.22
总股本(百万股)	3,244.18
流通股本(百万股)	3,244.18

### 相关研究

《华润啤酒(00291.HK): 2023 年报点评: 业绩符合预期, 啤白共成长提速》

2024-03-19

《华润啤酒(00291.HK): 2023 半年报点评: 业绩符合预期, 结构化升级加速》

2023-08-22

## 华润啤酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	17,141	24,091	30,993	37,766	<b>营业总收入</b>	40,064	42,814	45,324	47,378
现金及现金等价物	5,520	12,467	18,554	25,636	营业成本	22,829	23,698	24,616	25,303
应收账款及票据	124	133	135	143	销售费用	8,065	8,448	8,849	9,130
存货	9,502	8,487	8,837	8,358	管理费用	3,362	3,329	3,346	3,211
其他流动资产	1,995	3,005	3,468	3,629	<b>经营利润</b>	5,808	7,339	8,513	9,734
<b>非流动资产</b>	54,383	52,445	50,735	48,779	利息收入	361	166	374	557
固定资产	16,294	14,259	12,367	10,594	利息支出	187	264	230	227
商誉及无形资产	29,026	28,396	27,766	27,136	其他收益	1,096	1,158	1,158	1,158
长期投资	1,451	1,735	1,945	2,392	<b>利润总额</b>	7,078	8,399	9,815	11,221
其他长期投资	3,716	4,160	4,761	4,761	所得税	1,864	2,184	2,552	2,917
其他非流动资产	3,896	3,896	3,896	3,896	<b>净利润</b>	5,214	6,215	7,263	8,304
<b>资产总计</b>	71,524	76,536	81,729	86,545	少数股东损益	61	71	84	95
<b>流动负债</b>	24,364	26,433	28,110	29,285	<b>归属母公司净利润</b>	5,153	6,143	7,180	8,208
短期借款	931	431	631	731	EBIT	6,904	8,497	9,671	10,892
应付账款及票据	2,959	3,027	3,135	3,211	EBITDA	9,181	10,382	11,413	12,514
其他	20,474	22,976	24,344	25,343					
<b>非流动负债</b>	12,986	12,786	12,628	12,481					
长期借款	4,181	3,981	3,823	3,676					
其他	8,805	8,805	8,805	8,805					
<b>负债合计</b>	37,350	39,219	40,738	41,766					
股本	14,090	14,090	14,090	14,090					
少数股东权益	3,879	3,950	4,034	4,129					
归属母公司股东权益	30,295	33,367	36,957	40,650					
<b>负债和股东权益</b>	71,524	76,536	81,729	86,545					
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
经营活动现金流	6,228	10,168	9,144	10,798	每股收益(元)	1.59	1.89	2.21	2.53
投资活动现金流	-12,830	815	721	1,072	每股净资产(元)	10.53	11.50	12.64	13.80
筹资活动现金流	1,914	-4,035	-3,778	-4,789	发行在外股份(百万股)	3,244.18	3,244.18	3,244.18	3,244.18
现金净增加额	-4,688	6,947	6,087	7,082	ROIC(%)	15.08	15.52	16.42	17.03
折旧和摊销	2,277	1,886	1,742	1,623	ROE(%)	17.01	18.41	19.43	20.19
资本开支	-21,563	780	780	780	毛利率(%)	41.36	43.05	44.08	44.85
营运资本变动	-354	2,961	1,067	1,803	销售净利率(%)	13.24	14.76	16.31	17.89
					资产负债率(%)	52.22	51.24	49.85	48.26
					收入增长率(%)	9.98	6.86	5.86	4.53
					归母净利润增长率(%)	18.62	19.22	16.87	14.32
					P/E	18.33	15.38	13.16	11.51
					P/B	2.76	2.53	2.30	2.11
					EV/EBITDA	10.92	8.32	7.04	5.85

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据货币单位均为人民币,港元汇率为2024年4月17日的0.907,预测均为东吴证券研究所预测。

# 燕京啤酒 (000729)

## U8 持续高增，改革红利加速释放

买入 (首次)

2024 年 04 月 18 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书: S0600522090007

liyzzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	13,202	14,213	15,424	16,535	17,435
同比 (%)	10.38	7.66	8.52	7.20	5.44
归母净利润 (百万元)	352.26	644.71	899.83	1,170.95	1,427.03
同比 (%)	54.49	83.02	39.57	30.13	21.87
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.12	0.23	0.32	0.42	0.51
P/E (现价&最新摊薄)	77.69	42.45	30.41	23.37	19.18

关键词: #产品结构变动带来利润率上升 #成本下降

### 投资要点

- **老牌酒厂焕新颜，高端化战略持续落地。**公司 1980 年创建于北京顺义，并逐步拓展出北京、内蒙古、广西三大优势市场。当前已形成以燕京品牌为核心，漓泉、惠泉、雪鹿等区域品牌并进的“1+3”品牌战略。在业绩方面，公司 2023 全年实现营收 142.1 亿元 (yoy+7.7%)，归母净利润 6.4 亿元 (yoy+83.0%)，扣非归母净利润 5.0 亿元 (yoy+84.2%)，2023 年公司各项改革成果逐步兑现，产品结构持续优化。
- **大单品卓有成效，品牌矩阵和产品战略更趋清晰。**公司经营聚焦中高档，持续推出全国化大单品。2019 年公司聚焦资源高举高推出燕京 U8，定位“小度酒、大滋味”的中高端年轻化产品，迅速成为市场上同价位 (8-10 元) 明星单品，2023 年公司啤酒业务收入同比增长 7.5%，其中吨价同增 2.8%至 3,322 元；销量达 394 万千升，同增 4.6%，大单品 U8 同比增长超 36%，销量达 53 万千升，十四五规划百万吨目标可期。公司已形成以燕京 U8、燕京 V10、漓泉 1998、鲜啤 2022、新雪鹿等多元大单品矩阵，销量提升空间显著。
- **渠道拓展顺利，潜力市场空间大。**当前公司重点市场为华北及华南区域，2023 年营收占比约 80%，其中华北地区收入贡献更高，华南地区整体盈利能力较强。北京市场消费能力强，人口基数大，当地消费者对燕京啤酒品牌认可度高，是公司高端化战略主阵地。内蒙古市场主力品牌雪鹿盈利水平较为稳定，产能优势显著。漓泉啤酒公司管理、营销体系健全，2022 年广西市场市占率超过 85%，利润贡献突出。
- **深化改革巩固成果，降本增效可期，红利持续兑现。**2022 年 5 月耿超出任董事长并启用多位年轻优秀管理者，加速推进全面改革，降本增效成果显著。随着关厂提速，产能利用率逐步提升，子公司减亏明显。同时，公司员工数量持续精简，冗员问题逐步解决，2023 年员工数量为 21,405 人 (同比减少 2,303 人)。人均创收逐年提高，费用下降明显，盈利潜力有望快速释放。2023 年公司整体净利润 8.55 亿元，其中漓泉&惠泉净利润 7.41 亿，其他子公司近年来首次转盈，实现净利润 1.14 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**展望 2024 年，我们预计 U8 大单品保持良好增长带动公司量价齐升，公司将进一步推动产研销改革，优化供应链，改革减亏之下，公司盈利能力提升空间可观。我们预计公司 2024-26 年归母净利润 9.0/11.7/14.3 亿元 (2024-26 年归母净利润增速为 40%/30%/22%，对应净利率分别为 5.8%/7.1%/8.2%)，4 月 17 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 为 30/23/19 倍，看好公司长期成长性，盈利能力仍有较大提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，现饮场景复苏不及预期，改革成效不及预期，食品安全，原材料成本波动。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.77
一年最低/最高价	7.59/13.75
市净率(倍)	1.99
流通 A 股市值(百万元)	24,518.40
总市值(百万元)	27,537.13

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.91
资产负债率(% LF)	30.40
总股本(百万股)	2,818.54
流通 A 股(百万股)	2,509.56

### 相关研究



## 燕京啤酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>11,555</b>	<b>11,489</b>	<b>13,103</b>	<b>14,587</b>	<b>营业总收入</b>	<b>14,213</b>	<b>15,424</b>	<b>16,535</b>	<b>17,435</b>
货币资金及交易性金融资产	7,212	6,821	8,162	9,422	营业成本(含金融类)	8,865	9,392	9,935	10,391
经营性应收款项	355	357	381	399	税金及附加	1,221	1,296	1,356	1,395
存货	3,864	4,174	4,416	4,618	销售费用	1,575	1,697	1,736	1,744
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,620	1,620	1,620	1,621
其他流动资产	125	137	145	147	研发费用	246	270	289	305
<b>非流动资产</b>	<b>9,676</b>	<b>10,013</b>	<b>10,154</b>	<b>10,284</b>	财务费用	(168)	(194)	(182)	(221)
长期股权投资	576	606	636	666	加:其他收益	160	50	50	50
固定资产及使用权资产	7,668	7,736	7,658	7,604	投资净收益	43	50	50	50
在建工程	101	271	390	473	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,002	1,072	1,142	1,212	减值损失	(56)	(1)	(1)	(7)
商誉	81	81	81	81	资产处置收益	24	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	<b>营业利润</b>	<b>1,025</b>	<b>1,444</b>	<b>1,879</b>	<b>2,292</b>
其他非流动资产	246	246	246	246	营业外净收支	14	2	2	0
<b>资产总计</b>	<b>21,231</b>	<b>21,502</b>	<b>23,257</b>	<b>24,871</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,039</b>	<b>1,446</b>	<b>1,881</b>	<b>2,292</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,263</b>	<b>6,724</b>	<b>7,101</b>	<b>7,460</b>	减:所得税	184	246	320	390
短期借款及一年内到期的非流动负债	541	541	541	591	<b>净利润</b>	<b>855</b>	<b>1,200</b>	<b>1,561</b>	<b>1,903</b>
经营性应付款项	1,239	1,305	1,380	1,443	减:少数股东损益	210	300	390	476
合同负债	1,384	1,465	1,571	1,656	<b>归属母公司净利润</b>	<b>645</b>	<b>900</b>	<b>1,171</b>	<b>1,427</b>
其他流动负债	3,098	3,413	3,609	3,770	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.23	0.32	0.42	0.51
非流动负债	191	211	231	231	EBIT	790	1,251	1,699	2,071
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,509	1,773	2,217	2,648
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.63	39.11	39.91	40.40
租赁负债	3	23	43	43	归母净利率(%)	4.54	5.83	7.08	8.18
其他非流动负债	188	188	188	188	收入增长率(%)	7.66	8.52	7.20	5.44
<b>负债合计</b>	<b>6,454</b>	<b>6,935</b>	<b>7,332</b>	<b>7,691</b>	归母净利润增长率(%)	83.02	39.57	30.13	21.87
归属母公司股东权益	13,845	13,335	14,303	15,082					
少数股东权益	932	1,232	1,622	2,098					
<b>所有者权益合计</b>	<b>14,777</b>	<b>14,567</b>	<b>15,925</b>	<b>17,179</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,231</b>	<b>21,502</b>	<b>23,257</b>	<b>24,871</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,408	1,829	2,156	2,546	每股净资产(元)	4.91	4.73	5.07	5.35
投资活动现金流	(916)	(808)	(608)	(664)	最新发行在外股份(百万股)	2,819	2,819	2,819	2,819
筹资活动现金流	(164)	(452)	(588)	(687)	ROIC(%)	4.35	6.82	8.91	10.02
现金净增加额	328	569	960	1,194	ROE-摊薄(%)	4.66	6.75	8.19	9.46
折旧和摊销	719	522	518	577	资产负债率(%)	30.40	32.25	31.53	30.93
资本开支	(484)	(828)	(628)	(630)	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.45	30.41	23.37	19.18
营运资本变动	(2)	136	104	85	P/B(现价)	1.98	2.05	1.91	1.81

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

# 重庆啤酒 (600132)

## 西部龙头正扬帆，全国化扩张可期

增持 (首次)

2024年04月18日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书: S0600522090007

liyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	14,039	14,815	15,765	16,731	17,555
同比 (%)	7.01	5.53	6.41	6.13	4.92
归母净利润 (百万元)	1,264	1,337	1,469	1,588	1,701
同比 (%)	8.35	5.78	9.89	8.10	7.11
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.61	2.76	3.03	3.28	3.51
P/E (现价&最新摊薄)	25.09	23.72	21.58	19.97	18.64

关键词: #产品结构变动带来利润率上升 #成本下降 #大比例分红

### 投资要点

■ **西部之王全国化扩张进行时，中高端产品矩阵领先。**重庆啤酒创建于1958年，1997年上市，具有历史沉淀和强区域根基。2013年嘉士伯成为公司控股股东，并2020年将旗下优质资产注入重庆啤酒，架构优化、产品矩阵加强并升级。公司通过“6+6”品牌战略将布局扩展至西北/华南/华东等地，持续全国化迈进。2023年公司实现收入148.1亿元 (yoy+5.5%)，其中量同比增长4.9%，产品吨价达4943元 (yoy+0.6%)，处行业领先水平，全年实现归母净利润13.4亿元 (yoy+5.8%)。

■ **看点1: 大单品战略持续推进，品牌矩阵清晰。**公司依托“本地强势品牌+国际高端品牌”的强大品牌矩阵，本地品牌包括乌苏/重庆/西夏/大理/风花雪月/京A，国际高端品牌包括嘉士伯/1664/格林堡/布鲁克林/夏日纷/乐堡等，核心大单品乌苏凭借西域文化特色、绑定烧烤消费场景，以其“高麦芽浓度、高酒精浓度”属性快速在疆外破圈，近年来已从网红走向长红，我们预计2023年整体销量约80万吨。乐堡、重庆、1664、夏日纷等多元化产品分别锚定“年轻、音乐”、“火锅”、“法式风情”、“气泡果酒”，各品牌定位明确，实现全价格带覆盖，多品牌矩阵共同推动公司的高端化进程。

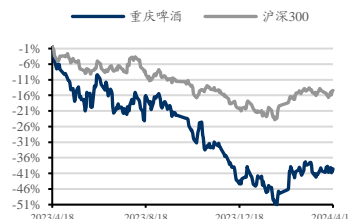
■ **看点2: 渠道持续深耕，基地市场稳固。**嘉士伯在2015年提出大城市计划，加速从西部市场向东南沿海地区拓展，加速并深化大城市全渠道拓展，持续加强经销商能力建设。2020年公司大城市计划开拓38城，并于2023年进一步拓展为91个城市，聚焦餐饮及娱乐渠道，往华南、华东等市场快速迈进。2023年着重渠道布局的精细化，新疆、重庆、宁夏等基地市场优势稳固，公司持续深耕渠道、推动产品结构升级，扬帆27指引未来发展战略，市占率与盈利水平提升可期。

■ **看点3: 成本下行带来利润弹性，强调股东回报的高股息率品种。**伴随澳洲双反政策取消，公司将在2024年逐步提升澳麦采购比例，我们预计公司吨成本有望同比下降2%左右，毛利率有望提升。公司近3年平均分红率约95%，领先行业，我们预计2024年将延续高分红政策，股息率有望维持在4%+。

■ **盈利预测与投资评级:**展望2024年，公司聚焦强势市场，多元产品矩阵并进，成本端下行费用率稳健，在销量/吨价/利润方面实现优于行业增长。我们预计公司2024-26年归母净利14.7/15.9/17.0亿元 (2024-26年归母净利CAGR为7.5%)，4月17日收盘价对应2024-26年PE为22/20/19倍，西部龙头全国化扩张可期，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示:**行业竞争加剧、食品安全风险、现饮场景恢复不及预期、原材料成本上涨风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	66.57
一年最低/最高价	52.53/112.27
市净率(倍)	15.05
流通A股市值(百万元)	32,217.96
总市值(百万元)	32,217.96

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.42
资产负债率(% ,LF)	70.52
总股本(百万股)	483.97
流通A股(百万股)	483.97

### 相关研究



## 重庆啤酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>5,465</b>	<b>7,722</b>	<b>9,889</b>	<b>12,133</b>	<b>营业总收入</b>	<b>14,815</b>	<b>15,765</b>	<b>16,731</b>	<b>17,555</b>
货币资金及交易性金融资产	3,073	5,192	7,178	9,267	营业成本(含金融类)	7,534	7,835	8,276	8,627
经营性应收款项	106	121	128	134	税金及附加	958	1,025	1,088	1,141
存货	2,100	2,177	2,299	2,396	销售费用	2,533	2,680	2,844	2,984
合同资产	0	0	0	0	管理费用	495	552	586	614
其他流动资产	185	233	284	335	研发费用	26	63	67	70
<b>非流动资产</b>	<b>6,922</b>	<b>7,178</b>	<b>7,392</b>	<b>7,613</b>	财务费用	(60)	(77)	(134)	(187)
长期股权投资	141	171	201	231	加:其他收益	61	30	30	30
固定资产及使用权资产	3,827	3,951	4,034	4,123	投资净收益	67	30	20	15
在建工程	784	836	887	938	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	677	727	777	827	减值损失	(103)	(10)	(10)	(16)
商誉	699	699	699	699	资产处置收益	(2)	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>3,353</b>	<b>3,737</b>	<b>4,045</b>	<b>4,333</b>
其他非流动资产	794	794	794	795	营业外净收支	23	10	5	5
<b>资产总计</b>	<b>12,387</b>	<b>14,900</b>	<b>17,282</b>	<b>19,746</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,376</b>	<b>3,747</b>	<b>4,050</b>	<b>4,338</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,182</b>	<b>8,962</b>	<b>9,512</b>	<b>10,036</b>	减:所得税	664	749	810	868
短期借款及一年内到期的非流动负债	42	42	42	92	<b>净利润</b>	<b>2,712</b>	<b>2,998</b>	<b>3,240</b>	<b>3,471</b>
经营性应付款项	2,608	2,721	2,874	3,073	减:少数股东损益	1,375	1,529	1,653	1,770
合同负债	1,667	1,880	2,031	2,107	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,337</b>	<b>1,469</b>	<b>1,588</b>	<b>1,701</b>
其他流动负债	3,865	4,319	4,565	4,764	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.76	3.03	3.28	3.51
非流动负债	553	573	593	593	EBIT	3,245	3,670	3,916	4,151
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	3,760	4,132	4,398	4,704
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	49.15	50.30	50.54	50.86
租赁负债	121	141	161	161	归母净利率(%)	9.02	9.32	9.49	9.69
其他非流动负债	432	432	432	432	收入增长率(%)	5.53	6.41	6.13	4.92
<b>负债合计</b>	<b>8,735</b>	<b>9,535</b>	<b>10,105</b>	<b>10,629</b>	归母净利润增长率(%)	5.78	9.89	8.10	7.11
归属母公司股东权益	2,140	2,324	2,483	2,653					
少数股东权益	1,512	3,041	4,693	6,463					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,652</b>	<b>5,365</b>	<b>7,177</b>	<b>9,117</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,387</b>	<b>14,900</b>	<b>17,282</b>	<b>19,746</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,097	4,075	4,081	4,345	每股净资产(元)	4.42	4.80	5.13	5.48
投资活动现金流	(1,051)	(888)	(881)	(869)	最新发行在外股份(百万股)	484	484	484	484
筹资活动现金流	(2,743)	(1,306)	(1,414)	(1,486)	ROIC(%)	69.14	62.70	48.46	39.65
现金净增加额	(697)	1,881	1,787	1,989	ROE-摊薄(%)	62.45	63.19	63.94	64.09
折旧和摊销	515	462	482	552	资产负债率(%)	70.52	63.99	58.47	53.83
资本开支	(916)	(688)	(671)	(700)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.72	21.58	19.97	18.64
营运资本变动	(196)	641	370	320	P/B(现价)	14.81	13.64	12.77	11.95

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>