

## 高端化势能强劲，利润端改善明显

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2024年中报，上半年实现收入80.5亿元，同比+5.5%，实现归母净利润7.6亿元，同比+47.5%；其中24Q2实现收入44.6亿元，同比+8.8%，实现归母净利润6.6亿元，同比+46%。
- 高端化升级势能强劲，H1吨价表现出色。** 量方面，24H1公司实现销量230.5万吨，同比增长0.6%；在二季度主销区雨水偏多以及整体啤酒需求疲软的大环境下，上半年销量实现正增长表现已优于行业。分档次看，24H1中高档/普通产品分别实现收入50.6/23.2亿元，同比增速分别为+10.6%/-6.4%，其中大单品U8预计Q2增速约30%，带动高档啤酒延续高增态势。价方面，随着整体产品结构持续提升，24H1公司吨价同比+4%至3205元/吨水平。分渠道看，上半年传统渠道/KA渠道/电商渠道分别实现收入70.6/2.2/1.0亿元，同比分别+5.5%/-23.4%/+28.1%。分区域看，24H1华北/华东/华南/华中/西北地区增速分别为+10.9%/+21.4%/-4.7%/-8.4%/-5.5%；其中华北基地市场高基数下实现较快增长，以华东为代表的非强势市场凭借U8持续攫取市场份额。从分子公司看，漓泉/惠泉上半年收入增速分别为-1.8%/+0.3%，漓泉收入有所承压主要系上半年其主销区受雨涝天气影响严重；24H1净利润同比分别+2.5%/+40.7%。
- 成本下行+结构升级，Q2利润端改善明显。** 24H1公司毛利率为43.4%，同比+1.8pp；其中24Q2毛利率为48.3%，同比+2.7pp。毛利率提升主要得益于U8快速放量带动产品结构升级，以及主要原材料采购成本持续下行。费用方面，24Q2公司销售费用率为10%，同比+0.6pp，主要由于公司旺季加大渠道费用投入；管理费用率为11.1%，同比-1.6pp，主要系公司强化卓越管理体系与供应链建设，管理效能持续提升。综合来看，受益于成本端原料价格下降与产品结构升级，24H1/24Q2公司净利率分别同比提升2.9pp/4pp至10.8%/16.7%。
- 管理改革持续深化，燕京复兴正当时。** 1) 产品端：公司将在全国范围内坚定贯彻U8大单品战略，借助U8产品之利打入弱势市场攫取份额，且基地市场依托U8提升产品结构；除此之外，公司亦积极展开新鲜啤与新清爽两大主流单品焕新升级，整体高端化升级势能强劲。2) 品牌端：公司在营销方面不断创新，通过线上线下相结合的整合营销战略举措，成功实现品牌年轻化、潮流化转型，品牌影响力持续提升。3) 改革方面，公司将持续深化包括生产、市场和供应链在内的九大变革，总部职能不断强化以提升管理效能。展望下半年，随着管理改革与成本下行红利释放，U8强劲势能带动下，利润高弹性值得期待。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为0.34元、0.43元、0.51元，对应动态PE分别为28倍、22倍、19倍。考虑到公司大单品U8势能强劲，内部管理改革持续深化，给予公司2025年27倍估值，对应目标价11.61元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动风险，高端化竞争加剧风险。

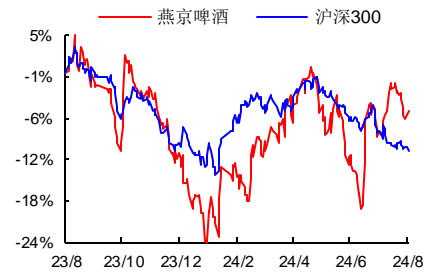
| 指标年度         | 2023A  | 2024E  | 2026E  | 2026E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元)     | 142.13 | 151.99 | 164.38 | 174.12 |
| 增长率          | 7.66%  | 6.94%  | 8.15%  | 5.93%  |
| 归属母公司净利润(亿元) | 6.45   | 9.54   | 12.24  | 14.30  |
| 增长率          | 83.01% | 48.00% | 28.32% | 16.82% |
| 每股收益EPS(元)   | 0.23   | 0.34   | 0.43   | 0.51   |
| 净资产收益率ROE    | 5.79%  | 7.96%  | 9.45%  | 10.17% |
| PE           | 41     | 28     | 22     | 19     |
| PB           | 1.80   | 1.68   | 1.55   | 1.43   |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn  
分析师: 舒尚立  
执业证号: S1250523070009  
电话: 023-63786049  
邮箱: ssl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股)     | 28.19      |
| 流通A股(亿股)    | 25.10      |
| 52周内股价区间(元) | 7.78-10.77 |
| 总市值(亿元)     | 266.67     |
| 总资产(亿元)     | 250.78     |
| 每股净资产(元)    | 5.18       |

### 相关研究

## 目 录

|                            |   |
|----------------------------|---|
| 1 纯正民族啤酒品牌，燕啤复兴正当时.....    | 1 |
| 2 啤酒行业已至成熟期，量稳价增为长期趋势..... | 4 |
| 3 盈利预测与估值.....             | 6 |
| 3.1 盈利预测.....              | 6 |
| 3.2 相对估值.....              | 7 |
| 4 风险提示.....                | 8 |

## 图 目 录

|                            |   |
|----------------------------|---|
| 图 1：公司发展历程.....            | 1 |
| 图 2：截至 24H1 公司股权结构.....    | 2 |
| 图 3：公司收入情况.....            | 2 |
| 图 4：公司归母净利润情况.....         | 2 |
| 图 5：公司毛利率及净利率情况.....       | 3 |
| 图 6：公司费用率情况.....           | 3 |
| 图 7：公司按档次分收入结构.....        | 4 |
| 图 8：公司大单品 U8 历年销量及增速.....  | 4 |
| 图 9：公司近年啤酒销量及增速.....       | 4 |
| 图 10：公司近年啤酒吨价及增速.....      | 4 |
| 图 11：中国啤酒年度产量及增速.....      | 5 |
| 图 12：近年来各啤酒企业吨价.....       | 5 |
| 图 13：啤酒行业近年来 CR5 变化情况..... | 5 |
| 图 14：各品牌高档酒占比.....         | 5 |
| 图 15：啤酒各项原材料成本占比.....      | 6 |
| 图 16：近期大麦价格变动走势.....       | 6 |

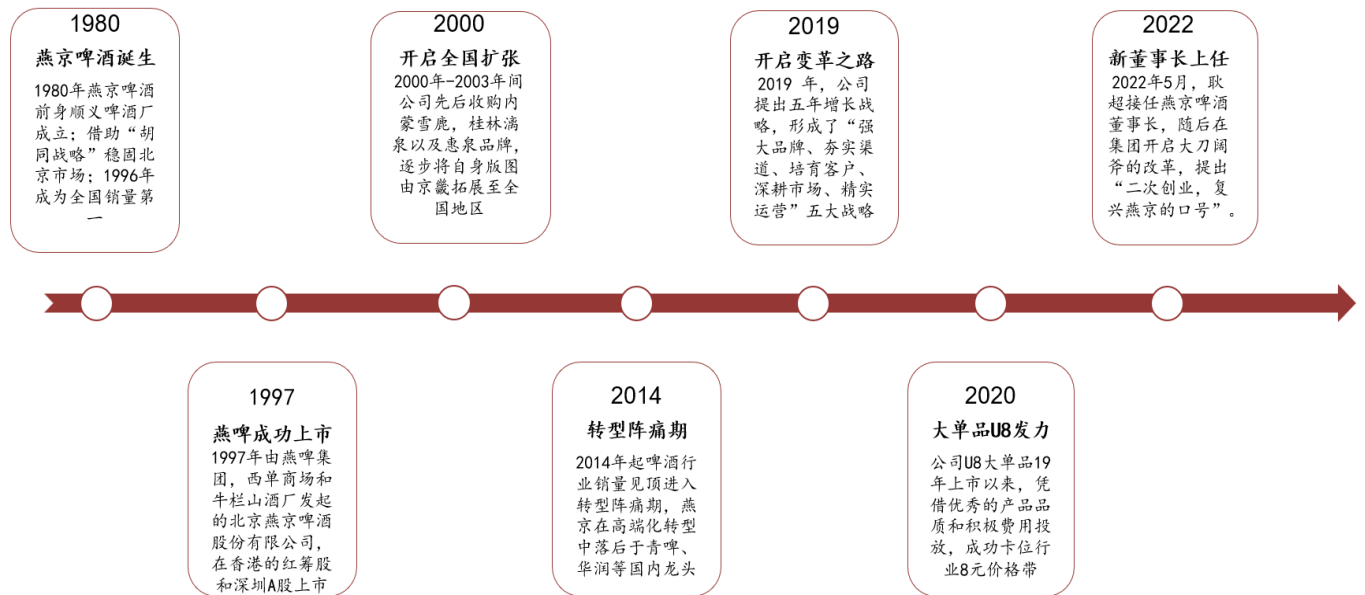
## 表 目 录

|                   |   |
|-------------------|---|
| 表 1：主营业务收入分拆..... | 7 |
| 表 2：可比公司估值.....   | 7 |
| 附表：财务预测与估值.....   | 9 |

# 1 纯正民族啤酒品牌，燕啤复兴正当时

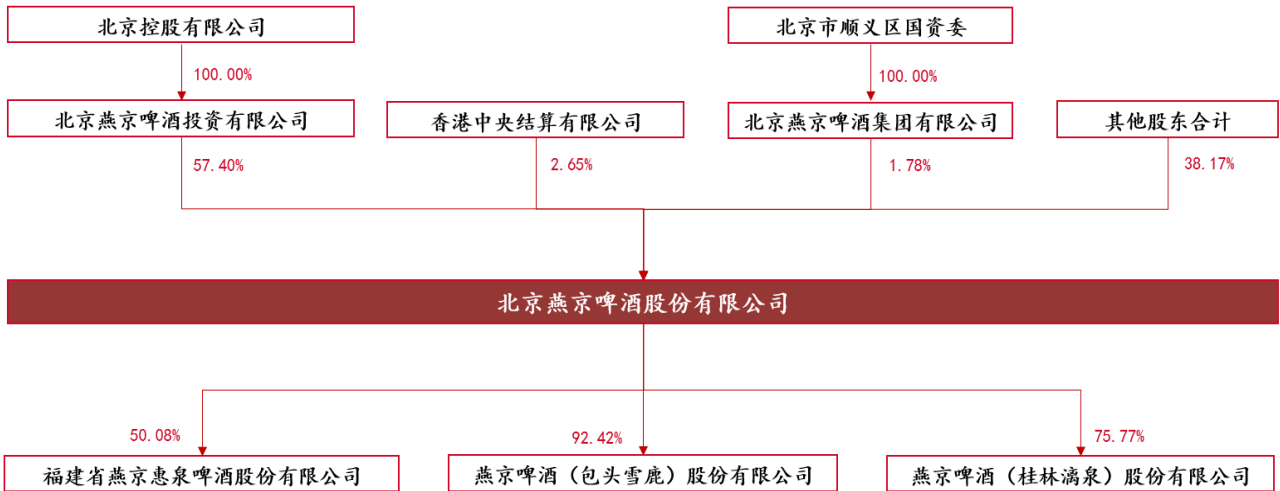
公司前身为 1980 年成立的北京顺义啤酒厂，于 1997 年登陆深交所，目前为港股上市公司北京控股旗下五大业务之一。通过多年的并购发展，目前公司已成为以北京、内蒙古、广西三大基地市场为首的全国化啤酒企业。从产品结构看，公司目前已形成“1+3”（即 1 燕京主品牌+3 大副品牌漓泉、雪鹿、惠泉）的品牌矩阵；此外公司积极贯彻大单品战略，旗下拥有燕京 U8、燕京鲜啤、漓泉 98 等多个消费者耳熟能详的大单品。2023 年公司实现营收 142.1 亿元，实现啤酒销量 394 万吨，以销量计算燕啤 2023 年市占率约为 11.1%，在国内啤酒行业中位列第四。2019 年公司提出“五年增长与转型战略”，从产品、品牌、渠道及内部改革等多个方面开启高端化转型升级之路；2022 年公司发布十四五战略规划，以高质量发展为核心主题，以九大变革积极推动国企转型升级，实现“二次创业，复兴燕京”的战略目标。

图 1：公司发展历程



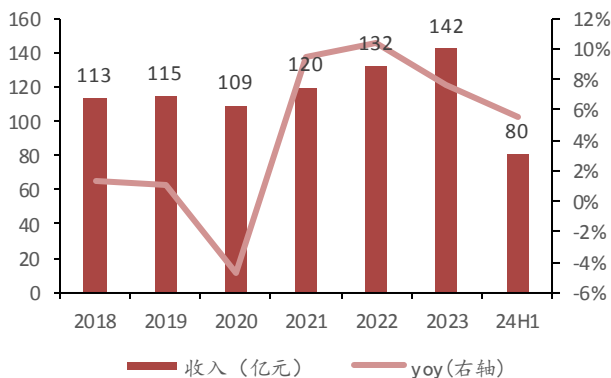
数据来源：公司官网，西南证券整理

**坚守民族品牌责任担当，实控人为北京市国资委。**公司在数十年发展中始终坚持民族品牌的责任与担当，从未引入过外资。截至 24H1，公司实控人为北京市国资委，控股股东北京燕京啤酒投资有限公司持有上市公司主体 57.4% 股权，公司股权结构稳定。

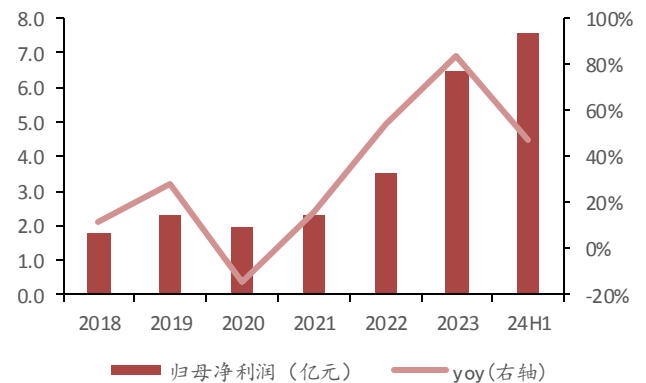
**图 2：截至 24H1 公司股权结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**高端化态势良好，收入利润实现齐增。**自 2019 年公司开启高端化升级转型以来，在大单品 U8 持续放量以及开启内部改革降本增效的拉动下，除 2020 年因疫情影响出现下滑外，近五年来业绩呈现高速增长态势：2018-2023 年收入端复合增速为 4.6%；同时利润端五年复合增速为 29.1%。公司 2024 年上半年实现收入 80.5 亿元，同比+5.5%，实现归母净利润 7.6 亿元，同比+47.5%；其中 24Q2 实现收入 44.6 亿元，同比+8.8%，实现归母净利润 6.6 亿元，同比+46%。在二季度主销区雨水偏多以及整体啤酒需求疲软的大环境下，上半年收入端实现正增长表现已优于行业。分区域看，24H1 华北/华东/华南/华中/西北区域收入增速分别为+10.9%/+21.4%/-4.7%/-8.4%/-5.5%；其中华北基地市场高基数下实现较快增长，以华东为代表的非强势市场凭借 U8 持续攫取市场份额。展望下半年，随着管理改革与成本下行红利释放，U8 强劲势能驱动下，利润高弹性值得期待。

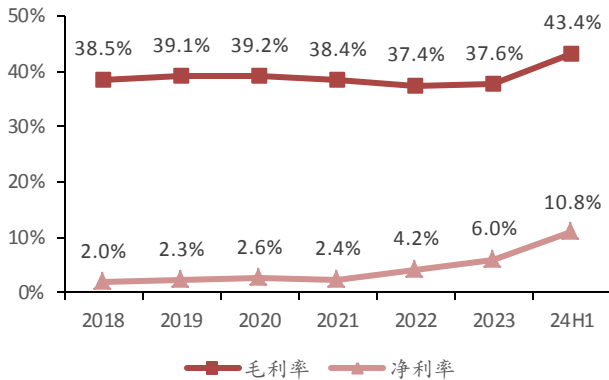
**图 3：公司收入情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

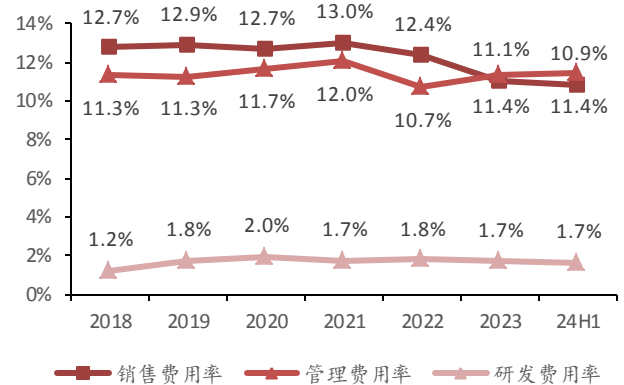
**图 4：公司归母净利润情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**成本下行+结构升级,带动盈利能力持续提升。**24H1 公司毛利率为 43.4%,同比+1.8pp;其中 24Q2 毛利率为 48.3%,同比+2.7pp。毛利率提升主要得益于 U8 快速放量带动产品结构升级,以及主要原材料采购成本持续下行。费用方面,24Q2 公司销售费用率为 10%,同比+0.6pp,主要由于公司旺季加大渠道费用投入;管理费用率为 11.1%,同比-1.6pp,主要系公司强化卓越管理体系与供应链建设,管理效能持续提升。综合来看,受益于成本端原料价格下降与产品结构升级,24H1/24Q2 公司净利率分别同比提升 2.9pp/4pp 至 10.8%/16.7%

**图 5: 公司毛利率及净利率情况**


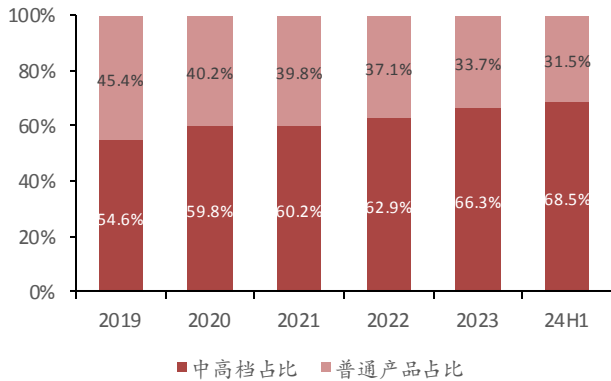
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 6: 公司费用率情况**


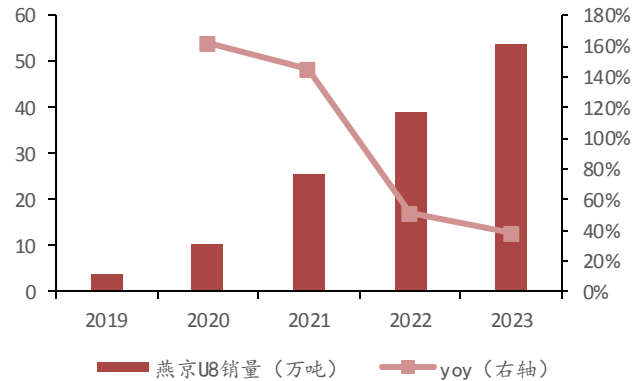
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**中高端占比持续提升, 高端化转型成效斐然。**公司自 2019 年宣布开启五年战略起, 在高端化升级方面收效显著。从分档次收入占比来看, 中高端啤酒收入占比已从 2019 年 54.6% 迅速提升至 2023 年 68.5%; 24H1 中高档/普通产品分别实现收入 50.6/23.2 亿元, 同比增速分别为 +10.6%/-6.4%, 其中大单品 U8 预计 24Q2 增速约 30%, 带动高档啤酒延续高增态势。拆分量价来看, 2018-2023 年公司啤酒销量复合增速为 0.6%, 吨价复合增速为 2.8%; 其中 U8 的持续放量是公司近年来实现高端化的核心动能。24H1 公司实现销量 230.5 万吨, 同比增长 0.6%; 同时随着产品结构持续提升, 24H1 公司吨价同比+4%至 3205 元/吨水平。展望下半年, 随着体育赛事刺激以及 Q3 低基数效应逐步显现, 公司 24H2 有望维持量价齐升的态势。

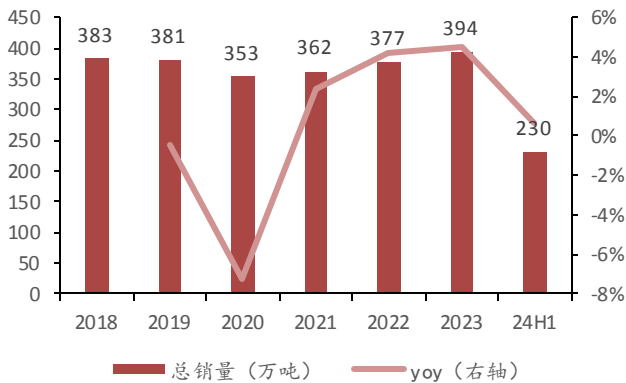
**大单品培育能力出色, U8 销量增长迅猛。**U8 作为公司高端化升级的核心抓手, 其销量由 2019 年的不足 10 万吨快速提升至 2023 年 53 万吨, 近 3 年 CAGR 为 72.4%。而 U8 成为啤酒行业内近年来增速最快的大单品, 主要得益于以下核心因素: 1) 出色的产品设计: U8 创造性的使用了矮胖型瓶体与相对少见的拉环盖包装, 为消费者提供耳目一新的体验; 而“小度数, 大滋味”的酒体设计以及严苛的出厂品质要求, 亦帮助其收获了良好的口碑及复购率。2) 精准卡位 8 元价格带: U8 精准定位于啤酒行业在 6 元 (如勇闯/经典) 与 10 元+ (如纯生) 之间的 8 元空白价格带, 辅之以较为丰厚的渠道利润, 叠加积极的品宣费用投放, 帮助 U8 迅速攫取市场份额, 亦助力公司成功进入到非主销区的薄弱市场。

**图 7：公司按档次分收入结构**


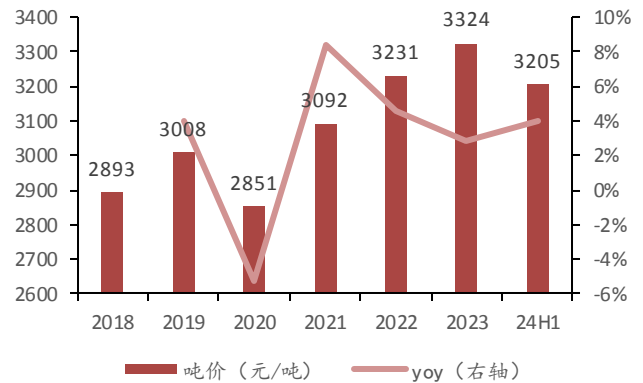
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 8：公司大单品 U8 历年销量及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 9：公司近年啤酒销量及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

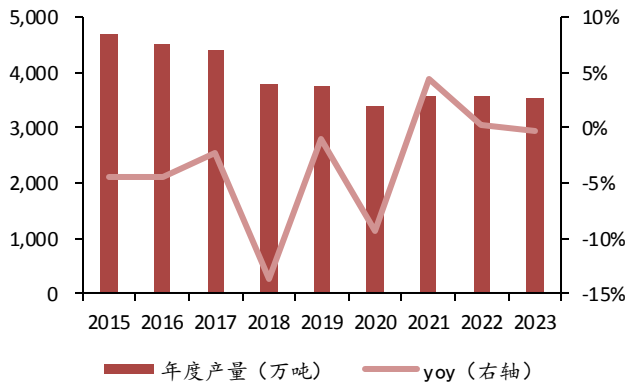
**图 10：公司近年啤酒吨价及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

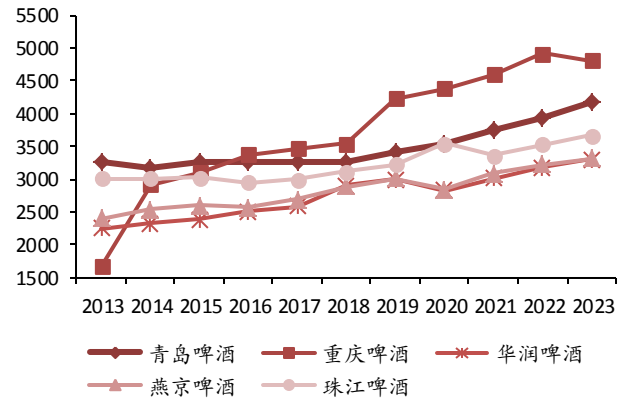
## 2 啤酒行业已至成熟期，量稳价增为长期趋势

**高端化大趋势下，行业长期趋势为量稳价增。量方面：**受老龄化趋势加重、消费者健康意识觉醒、其他低度酒精饮料兴起等多种因素影响，中国啤酒产量自 2013 年达到历史顶峰 4983 万吨后开始逐年下滑；2023 年全国啤酒产量为 3555.5 万吨，同比-0.4%，2019-2023 年复合增速为 1.4%，目前行业已步入成熟期。对标海外，美国啤酒行业自 1980 年进入成熟期后，行业增速长期维持在低个位数水平；未来国内啤酒量长期保持平稳或将成为常态。

**价方面：**从需求端看以 Z 世代为主的年轻人作为啤酒的主力消费群体，其对于差异化和高端化啤酒的需求日渐旺盛；而供给端各啤酒企业纷纷通过主动提价+产品结构升级推动吨价上行，2018-2023 年行业平均吨价年复合增速约 4.4%；且目前行业内低档啤酒仍占比过半，未来价增空间广阔。

**图 11: 中国啤酒年度产量及增速**


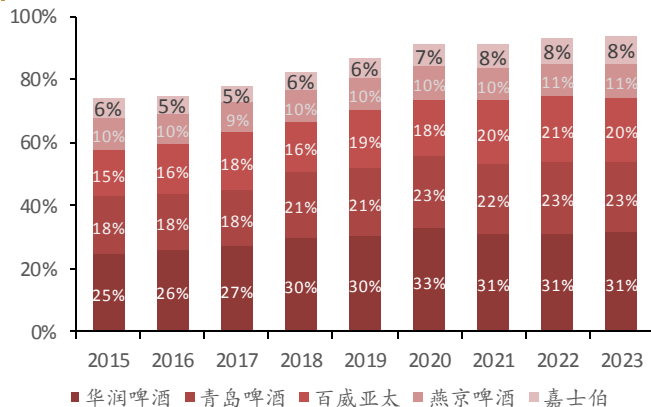
数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

**图 12: 近年来各啤酒企业吨价**


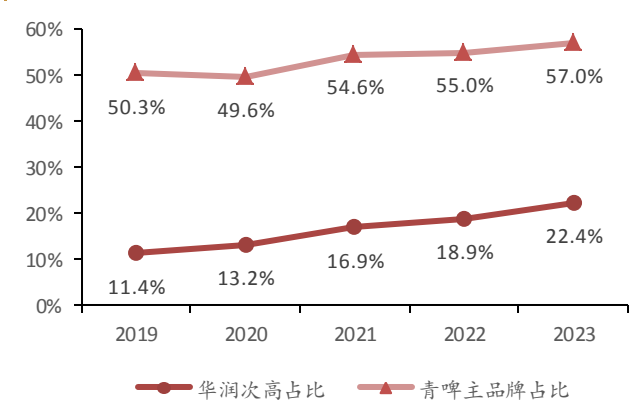
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**行业进入寡头垄断阶段, 竞争格局趋于稳定。**历经多年跑马圈地与扩张并购, 目前国内绝大部分省份竞争格局已确立, 牢固的基地市场在保证龙头公司业绩下限的同时, 也在极大程度上成功限制竞争对手对自身优势市场的全面进攻。此外由于 2010-2015 年间啤酒行业价格战激烈, 一方面拉低行业整体利润率, 另一方面加速中小产能出清; 行业 CR5 由 2013 年 70%+ 迅速提升至 2023 年 90%+ 水平, 寡头垄断格局十分稳固。啤酒行业极为稳定的竞争格局, 基本杜绝绝对现有玩家具备较大威胁的潜在新进入者发展壮大可能性。

**利润优先为行业共识, 啤酒高端化仍在半途。**在过去行业利润率持续低下、低端啤酒消费下滑、进口啤酒连年高增等因素共振下, 行业由规模为先向利润导向转变, 产品结构升级成为行业主线逻辑。与此同时追求高端化的行业共识, 亦从根源上降低了行业再度发生恶性价格战的可能, 因为依赖低价产品与过度补贴所抢夺的份额, 对利润贡献毫无裨益, 反而会对自身价盘以及吨价造成负面影响。拥抱高端化的各大龙头, 近年来产品结构升级态势明显: 例如华润次高及以上占比由 19 年 11% 快速提升至 23 年 22%, 青啤主品牌占比由 2019 年 11.4% 提升至 22.4%。而进入 23 年后, 虽然随着居民消费力与消费信心的双重下降, 性价比消费浪潮的涌现, 客观上对消费升级确有负面影响; 但啤酒作为绝对单价并不高昂的可选消费品, 通过对消费者细分需求的精准把握, 以及多元化优质产品的提供, 中长期来看啤酒行业高端化仍在半途。

**图 13: 啤酒行业近年来 CR5 变化情况**


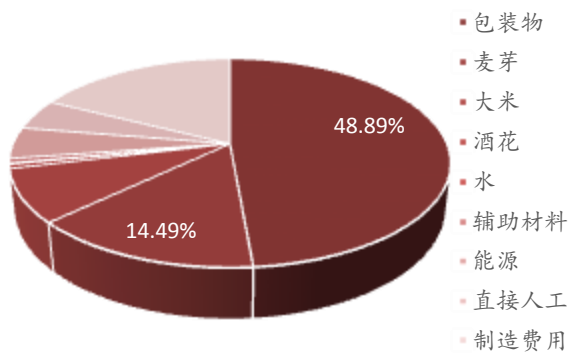
数据来源: 公司公告, 酒业协会啤酒分会, 西南证券整理

**图 14: 各品牌高档酒占比**


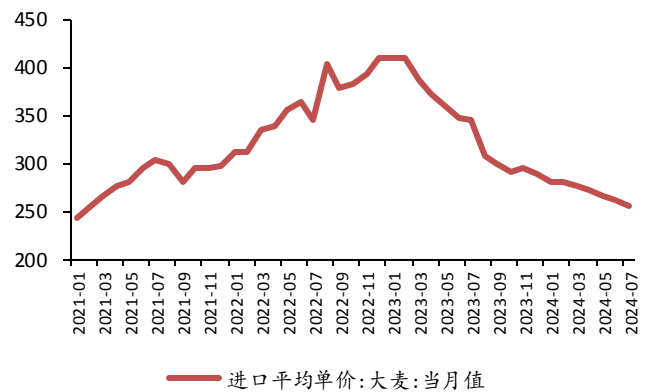
数据来源: 公司公告, 西南证券整理



啤酒受原材料价格波动影响较大。从啤酒的原材料构成来看，占比最高的前两大原料分别是占比接近 50% 的包装材料和占比约 25% 的酿酒原料，具体来看：包装物中铝材、玻璃瓶以及纸箱分别占比约 40%+、30% 和 20%；而酿酒材料中大麦占比超过 50%。受俄乌战争冲突影响，大麦价格自 21 年起持续走高，直至 23Q1 后才逐步下落，但啤酒企业在大麦采购上大多在年末锁价 9 个月至一年，故 23 年实际大麦成本仍在高位。23 年下半年澳麦双反政策取消叠加麦丰收增加供给，而进入 24 年以来，大麦成本持续走低；而各大酒企均在 24 年初完成对包括大麦、包材等各类关键原材的为期一年的锁价，预计 24 年全年大麦成本同比将有 10% 降幅。短期来看，原材料成本的持续下行将有助于行业整体利润弹性释放。

**图 15：啤酒各项原材料成本占比**


数据来源：前瞻经济学网，红餐研究院，西南证券整理

**图 16：近期大麦价格变动走势**


数据来源：《中国辣文化报告》，美团外卖，西南证券整理

## 3 盈利预测与估值

### 3.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：公司坚持贯彻大单品战略，U8 目前在基地市场仍维持较快增速，且在南方地区的弱势市场仍有广阔发展空间，随着可生产 U8 工厂数量持续增加，叠加公司持续加强大单品费用投放力度，预计 2024-2026 年中高档产品销量增速分别为 8.3%、11.3%、7.3%。

假设 2：公司在以内蒙、北京和广西为代表的市场仍存在大量中低端啤酒销量作为基地市场护城河，目前公司正在积极推进清爽和鲜啤两大中低端单品的升级工作，预计 2024-2026 年普通档次产品销量增速分别为-2%、-5%、-5%。

假设 3：公司持续深化内部管理改革，不断强化总部职能，通过优化产能调配、加强产销分离以及大宗原材料统一采购力度等手段，持续优化供应链效率；此外预计未来啤酒行业主要原材料价格仍保持较低水平，预计 2024-2026 年啤酒业务吨成本增速分别为 0.5%、2.0%、2.2%。

**表 1：主营业务收入分拆**

| 单位：亿元 |           | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 啤酒业务  | 收入        | 131.0 | 139.2 | 150.3 | 158.6 |
|       | 增速        | 7.5%  | 6.3%  | 8.0%  | 5.5%  |
|       | 吨价 (元/吨)  | 3,324 | 3,430 | 3,587 | 3,721 |
|       | 增速        | 2.9%  | 3.2%  | 4.6%  | 3.7%  |
|       | 吨成本 (元/吨) | 2,032 | 2,041 | 2,082 | 2,128 |
|       | 增速        | 2.1%  | 0.5%  | 2.0%  | 2.2%  |
| 其他业务  | 毛利率       | 38.9% | 40.5% | 41.9% | 42.8% |
|       | 收入        | 10.2  | 11.1  | 12.8  | 14.1  |
|       | 增速        | 31.8% | 9.4%  | 15.0% | 10.0% |
| 合计    | 毛利率       | 25.4% | 22.8% | 35.0% | 35.0% |
|       | 收入        | 142.1 | 152.0 | 164.4 | 174.1 |
|       | 增速        | 7.7%  | 6.9%  | 8.2%  | 5.9%  |
|       | 毛利率       | 37.6% | 40.0% | 41.4% | 42.1% |

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 152.0、164.4 和 174.1 亿元，归母净利润分别为 9.5 亿元、12.2 亿元、14.3 亿元，EPS 分别为 0.34 元、0.43 元、0.51 元，对应动态 PE 分别为 28 倍、22 倍、19 倍。

### 3.2 相对估值

综合考虑行业地位和未来成长空间，此处选择啤酒行业中的华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒及珠江啤酒作为可比公司，其中青啤和华润为已实现全国化的啤酒龙头企业，重啤和珠啤则是与燕啤类似的区域性龙头企业，4 家可比公司 2024 年平均估值为 20 倍。一方面，燕京啤酒目前拥有啤酒行业内 30 万吨以上级别增速最快的大单品 U8，且 24 年上半年 U8 依旧维持 30%+ 高速增长；分区域来看，主销区深厚的销量基础以及非主销区存在的大量 8 元价格带空白市场，均能为后续 U8 的持续放量提供动能；中期来看至 2025 年 U8 体量有望跻身 90-100 万吨级别。另一方面，公司内部管理体制改革正持续深化，冗员持续优化将带来人效提升与管理降费；总部职能强化及产销分离等举措有助于公司供应链效率提升，整体管理费用下降亦将为公司利润端释放弹性。综合来看，给予公司 2025 年 27 倍估值，对应目标价 11.61 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

| 证券代码      | 可比公司 | 总市值<br>(亿元) | 股价<br>(元) | EPS (元) |      |      |      | PE (倍) |     |     |     |
|-----------|------|-------------|-----------|---------|------|------|------|--------|-----|-----|-----|
|           |      |             |           | 23A     | 24E  | 25E  | 26E  | 23A    | 24E | 25E | 26E |
| 0291.HK   | 华润啤酒 | 725         | 24.46     | 1.59    | 1.74 | 1.96 | 2.17 | 20     | 12  | 10  | 9   |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 792         | 58.05     | 3.13    | 3.68 | 4.21 | 4.72 | 24     | 16  | 14  | 12  |
| 002461.SZ | 珠江啤酒 | 190         | 8.57      | 0.28    | 0.35 | 0.45 | 0.42 | 28     | 25  | 22  | 19  |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 261         | 53.88     | 2.76    | 2.92 | 3.15 | 3.36 | 24     | 18  | 17  | 16  |
| 平均值       |      |             |           |         |      |      |      | 27     | 20  | 17  | 15  |
| 000729.SZ | 燕京啤酒 | 267         | 9.46      | 0.23    | 0.34 | 0.43 | 0.51 | 41     | 28  | 22  | 19  |

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 4 风险提示

现饮场景恢复不及预期；高端化竞争加剧风险。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (亿元)      |               |               |               |               | 现金流量表 (亿元)        |              |              |              |              |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|               | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |                   | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 营业收入          | 142.13        | 151.99        | 164.38        | 174.12        | 净利润               | 8.55         | 12.65        | 16.24        | 18.97        |
| 营业成本          | 88.65         | 91.14         | 96.40         | 100.81        | 折旧与摊销             | 6.99         | 10.82        | 11.08        | 11.38        |
| 营业税金及附加       | 12.21         | 13.13         | 14.17         | 15.02         | 财务费用              | -1.68        | -2.11        | -2.46        | -3.04        |
| 销售费用          | 15.75         | 17.02         | 18.25         | 19.15         | 资产减值损失            | -0.58        | -0.50        | -0.40        | -0.40        |
| 管理费用          | 16.20         | 17.17         | 18.08         | 18.80         | 经营营运资本变动          | 1.51         | -11.36       | -0.50        | -0.26        |
| 财务费用          | -1.68         | -2.11         | -2.46         | -3.04         | 其他                | -0.71        | 0.65         | 0.52         | 0.46         |
| 资产减值损失        | -0.58         | -0.50         | -0.40         | -0.40         | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>14.08</b> | <b>10.16</b> | <b>24.48</b> | <b>27.11</b> |
| 投资收益          | 0.43          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 资本支出              | 2.97         | -6.00        | -6.00        | -6.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 其他                | -12.13       | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他经营损益        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-9.16</b> | <b>-6.00</b> | <b>-6.00</b> | <b>-6.00</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>10.25</b>  | <b>16.12</b>  | <b>20.34</b>  | <b>23.77</b>  | 短期借款              | 2.40         | -5.40        | 0.00         | 0.00         |
| 其他非经营损益       | 0.14          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 长期借款              | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>利润总额</b>   | <b>10.39</b>  | <b>16.12</b>  | <b>20.34</b>  | <b>23.77</b>  | 股权融资              | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 所得税           | 1.84          | 3.47          | 4.10          | 4.81          | 支付股利              | -2.25        | -2.22        | -3.29        | -4.22        |
| 净利润           | 8.55          | 12.65         | 16.24         | 18.97         | 其他                | -1.79        | 2.74         | 2.46         | 3.04         |
| 少数股东损益        | 2.10          | 3.11          | 3.99          | 4.66          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-1.64</b> | <b>-4.88</b> | <b>-0.83</b> | <b>-1.18</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 6.45          | 9.54          | 12.24         | 14.30         | <b>现金流量净额</b>     | <b>3.28</b>  | <b>-0.73</b> | <b>17.65</b> | <b>19.92</b> |
|               |               |               |               |               |                   |              |              |              |              |
| 资产负债表 (亿元)    |               |               |               |               | 财务分析指标            |              |              |              |              |
|               | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |                   | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 货币资金          | 72.12         | 71.39         | 89.04         | 108.97        | <b>成长能力</b>       |              |              |              |              |
| 应收和预付款项       | 3.90          | 4.48          | 4.82          | 4.99          | 销售收入增长率           | 7.66%        | 6.94%        | 8.15%        | 5.93%        |
| 存货            | 38.64         | 39.86         | 42.18         | 44.14         | 营业利润增长率           | 48.21%       | 57.32%       | 26.13%       | 16.89%       |
| 其他流动资产        | 0.89          | 0.95          | 1.03          | 1.09          | 净利润增长率            | 55.68%       | 48.00%       | 28.32%       | 16.82%       |
| 长期股权投资        | 5.76          | 5.76          | 5.76          | 5.76          | EBITDA 增长率        | 23.70%       | 59.65%       | 16.61%       | 10.88%       |
| 投资性房地产        | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | <b>获利能力</b>       |              |              |              |              |
| 固定资产和在建工程     | 77.66         | 73.46         | 69.00         | 64.25         | 毛利率               | 37.63%       | 40.03%       | 41.35%       | 42.10%       |
| 无形资产和开发支出     | 10.83         | 10.21         | 9.59          | 8.97          | 三费率               | 21.30%       | 21.11%       | 20.60%       | 20.05%       |
| 其他非流动资产       | 2.51          | 2.51          | 2.51          | 2.51          | 净利率               | 6.01%        | 8.32%        | 9.88%        | 10.89%       |
| <b>资产总计</b>   | <b>212.31</b> | <b>208.63</b> | <b>223.93</b> | <b>240.67</b> | ROE               | 5.79%        | 7.96%        | 9.45%        | 10.17%       |
| 短期借款          | 5.40          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | ROA               | 4.03%        | 6.06%        | 7.25%        | 7.88%        |
| 应付和预收款项       | 15.23         | 18.80         | 19.53         | 20.11         | ROIC              | 6.90%        | 10.43%       | 13.15%       | 15.64%       |
| 长期借款          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | EBITDA/销售收入       | 10.94%       | 16.34%       | 17.62%       | 18.44%       |
| 其他负债          | 43.90         | 30.98         | 32.61         | 34.03         | <b>营运能力</b>       |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>   | <b>64.54</b>  | <b>49.78</b>  | <b>52.14</b>  | <b>54.14</b>  | 总资产周转率            | 0.68         | 0.72         | 0.76         | 0.75         |
| 股本            | 28.19         | 28.19         | 28.19         | 28.19         | 固定资产周转率           | 1.81         | 2.06         | 2.38         | 2.70         |
| 资本公积          | 43.74         | 43.74         | 43.74         | 43.74         | 应收账款周转率           | 61.85        | 60.86        | 61.24        | 60.73        |
| 留存收益          | 67.17         | 74.49         | 83.44         | 93.52         | 存货周转率             | 2.17         | 2.27         | 2.30         | 2.29         |
| 归属母公司股东权益     | 138.45        | 146.42        | 155.37        | 165.45        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 114.73%      | —            | —            | —            |
| 少数股东权益        | 9.32          | 12.43         | 16.42         | 21.08         | <b>资本结构</b>       |              |              |              |              |
| <b>股东权益合计</b> | <b>147.77</b> | <b>158.85</b> | <b>171.79</b> | <b>186.53</b> | 资产负债率             | 30.40%       | 23.86%       | 23.28%       | 22.49%       |
| 负债和股东权益合计     | 212.31        | 208.63        | 223.93        | 240.67        | 带息债务/总负债          | 8.37%        | 0.00%        | 0.00%        | 0.00%        |
|               |               |               |               |               | 流动比率              | 1.85         | 2.44         | 2.73         | 3.05         |
|               |               |               |               |               | 速动比率              | 1.23         | 1.60         | 1.89         | 2.20         |
|               |               |               |               |               | 股利支付率             | 34.97%       | 23.31%       | 26.89%       | 29.53%       |
| 业绩和估值指标       |               |               |               |               | 每股指标              |              |              |              |              |
|               | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |                   |              |              |              |              |
| EBITDA        | 15.56         | 24.83         | 28.96         | 32.11         | 每股收益              | 0.23         | 0.34         | 0.43         | 0.51         |
| PE            | 41.36         | 27.94         | 21.78         | 18.64         | 每股净资产             | 5.24         | 5.64         | 6.10         | 6.62         |
| PB            | 1.80          | 1.68          | 1.55          | 1.43          | 每股经营现金            | 0.50         | 0.36         | 0.87         | 0.96         |
| PS            | 1.88          | 1.75          | 1.62          | 1.53          | 每股股利              | 0.08         | 0.08         | 0.12         | 0.15         |
| EV/EBITDA     | 12.69         | 7.76          | 6.05          | 4.83          |                   |              |              |              |              |
| 股息率           | 0.85%         | 0.83%         | 1.23%         | 1.58%         |                   |              |              |              |              |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务         | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售副总监      | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 谭世泽 | 高级销售经理     | 13122900886  | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn      |
|    | 李煜  | 高级销售经理     | 18801732511  | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn   |
|    | 卞黎旸 | 高级销售经理     | 13262983309  | 13262983309 | bly@swsc.com.cn      |
|    | 田婧雯 | 高级销售经理     | 18817337408  | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn      |
|    | 张玉梅 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn     |
|    | 魏晓阳 | 销售经理       | 15026480118  | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn   |
|    | 欧若诗 | 销售经理       | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 李嘉隆 | 销售经理       | 15800507223  | 15800507223 | ljliong@swsc.com.cn  |
|    | 龚怡芸 | 销售经理       | 13524211935  | 13524211935 | gongyy@swsc.com.cn   |
|    | 孙启迪 | 销售经理       | 19946297109  | 19946297109 | sqdi@swsc.com.cn     |
|    | 蒋宇洁 | 销售经理       | 15905851569  | 15905851569 | jjj@swsc.com.c       |
| 北京 | 李杨  | 销售总监       | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监      | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 资深销售经理     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 姚航  | 高级销售经理     | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 张鑫  | 高级销售经理     | 15981953220  | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn    |

---

|    |     |           |             |             |                      |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
|    | 王一菲 | 高级销售经理    | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 高级销售经理    | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 路漫天 | 销售经理      | 18610741553 | 18610741553 | lmtf@swsc.com.cn     |
|    | 马冰竹 | 销售经理      | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 广深销售负责人   | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 龚之涵 | 高级销售经理    | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
| 广深 | 丁凡  | 销售经理      | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn  |
|    | 张文锋 | 销售经理      | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈紫琳 | 销售经理      | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn   |
|    | 陈韵然 | 销售经理      | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn    |
|    | 林哲睿 | 销售经理      | 15602268757 | 15602268757 | lzf@swsc.com.cn      |

---