

买入

2025 年 3 月 19 日

业绩筑底完成，静待消费复苏弹性释放

- **2024 年稳定收官：** 24FY 公司在行业调整周期中展现出较强经营韧性，全年实现综合营业额 386.4 亿元，同比-0.8%，股东应占溢利 47.4 亿元，同比-8.0%，剔除政府补助及资产处置等特别损益项后，经调整 EBITDA 达 63.4 亿元，同比+2.9%，盈利能力持续改善。值得关注的是，经营活动现金流净额同比大增 67%至 69.3 亿元，现金流指标创五年新高，印证公司运营效率提升及盈利质量优化。
- **啤酒结构升级穿越周期，龙头地位持续夯实：** 在行业整体销量承压背景下，公司啤酒业务量价双维度保持一定经营韧性：1) 销量端全年实现 108.7 亿升，同比-2.5%，降幅显著优于主要竞品；2) 结构升级成效突出，高档及以上产品销量增长超 9%，喜力品牌在高基数下仍实现近 20%增长，老雪、红爵等战略单品销量翻倍，带动中高档及以上产品销量占比历史性突破 50%。ASP 同比提升 1.5%至 3,355 元/千升，叠加原材料成本管控得当，推动啤酒业务毛利率同比+0.9pct 至 41.1%。2025 年公司重点发力：1) 喜力渠道加速下沉，把握餐饮场景复苏机遇，2) 海外市场以港澳为支点，辐射东南亚高潜力市场。年初至今，啤酒销量在去年高基数的情况下保持单位数稳健增长，其中喜力实现双位数高增，后续月份低基数叠加国家政策提振经济驱动，未来存在显著改善机会。
- **白酒调整期稳扎稳打，蓄力长期发展势能：** 24FY 金沙酒业在行业深度调整期实现逆势增长，全年营业额 21.5 亿元，同比+4.0%，毛利率大幅+5.9pct 至 68.8%。核心大单品摘要系列表现亮眼，销量增长 35%贡献超 70%营收，通过产品升级（酒体迭代）、渠道优化（啤白协同 600+客户）及价格管控，当前库存 5 个月良性水平。公司坚定推进“大单品矩阵+基地市场深耕”战略，2025 年计划继续推进摘要全国化，培育黑金系列打造新增长极，并通过产品创新及场景突破，持续巩固酱酒赛道竞争地位。
- **精益管理成效显著，股息回报彰显信心：** 受益产品结构优化及成本费用管控，综合毛利率同比提升 1.2pct 至 42.6%，经调整 EBITDA 率提升 0.8pct 至 22.5%。2025 年将坚定推进高端化，管理层锚定“三精策略”（组织精简/成本精益/运营精细），进一步提升管理效率和竞争力，预计未来整体费用将得到有效控制，利润有望实现较快增长。2024 年派息率提升至 52%，每股 0.76 元，考虑到现金流创造能力强劲及资本开支下行周期，预计未来三年派息率有望向 60%+迈进。
- **目标价 34.19 港元，买入评级：** 伴随宏观经济回暖及消费信心修复，公司作为高端化领军企业有望率先受益，预计 2025-2027 年盈利预测为 53.7/57.7/61.7 亿元人民币，给予目标价 34.19 港元，相当于 2025 财年盈利预测的 19 倍 PE，距当前 20.0%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	28.5 港元
目标价	34.19 港元 (+20.0%)
股票代码	291
总股本	32.44 亿股
港股市值	924.59 亿港元
52 周高/低	38.12/21.60 港元
每股净资产	10.549 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	2023历史	2024历史	2025预测	2026预测	2027预测
营业额(百万元)	38,932.0	38,635.0	39,751.0	40,766.3	41,673.0
变动(%)	10.4%	-0.8%	2.9%	2.6%	2.2%
归母净利润(百万元)	5,153.0	4,739.0	5,373.7	5,773.5	6,172.1
变动(%)	18.6%	-8.0%	13.4%	7.4%	6.9%
基本每股收益(元)	1.59	1.59	1.66	1.78	1.90
市盈率@28.5港元(倍)	16.50	16.50	15.84	14.74	13.79
每股股息(元)	0.94	0.76	0.99	1.07	1.14
股息现价比 (%)	3.6%	2.9%	3.8%	4.1%	4.4%

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					
	2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	预测	预测	预测
营业额	38,932.0	38,635.0	39,751.0	40,766.3	41,673.0
销售成本	(22,829.0)	(22,160.0)	(22,535.8)	(22,939.8)	(23,281.8)
毛利	16,103.0	16,103.0	17,215.2	17,826.5	18,391.2
其他收入	2,651.0	1,934.0	1,910.4	1,877.6	1,836.0
销售及分销费用	(8,065.0)	(8,378.0)	(8,275.3)	(8,257.2)	(8,193.7)
行政及其他费用	(3,362.0)	(3,303.0)	(3,238.1)	(3,272.0)	(3,297.8)
营业利润	7,327.0	6,356.0	7,612.1	8,174.9	8,735.8
财务成本	(244.0)	(94.0)	(87.6)	(89.4)	(91.1)
税项	(1,864.0)	(1,890.0)	(2,143.1)	(2,302.6)	(2,461.5)
净利润	5,214.0	4,759.0	5,396.4	5,797.8	6,198.1
归母净利润	5,153.0	4,739.0	5,373.7	5,773.5	6,172.1
少数股东损益	61.0	20.0	22.7	24.4	26.0
基本每股收益	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9
增速					
收入 (%)	10.4%	-0.8%	2.9%	2.6%	2.2%
净利润 (%)	18.6%	-8.0%	13.4%	7.4%	6.9%
归母净利润 (%)	18.7%	0.0%	4.2%	7.4%	6.9%

资产负债表					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	预测	预测	预测
现金及现金等价物	5,520.0	3,816.0	2,277.0	2,044.3	2,214.3
贸易及其他应收款项	1,506.0	1,646.0	1,621.5	1,662.9	1,699.9
存货	9,502.0	9,640.0	9,847.5	10,099.0	10,323.6
固定资产	16,294.0	18,124.0	12,920.8	12,679.5	12,418.5
使用权资产及其他	3,247.0	3,050.0	3,050.0	3,050.0	3,050.0
商誉	16,806.0	16,806.0	16,806.0	16,806.0	16,806.0
无形资产	8,991.0	8,258.0	6,668.3	6,563.7	6,446.1
资产总额	71,524.0	69,308.0	59,705.5	59,423.1	59,478.8
短期借款	931.0	1,168.0	1,168.0	1,168.0	1,168.0
应付票据及应付账款	22,755.0	24,583.0	24,687.8	25,758.9	26,780.7
租赁负债	173.0	150.0	137.6	136.9	128.6
负债合计	37,350.0	33,723.0	34,815.4	36,885.8	38,899.3
归属于母公司股东权益合计	30,295.0	31,692.0	20,997.1	18,644.3	16,686.5
少数股东权益	3,879.0	3,893.0	3,893.0	3,893.0	3,893.0
股东权益合计	34,174.0	35,585.0	24,890.1	22,537.3	20,579.5
负债和股东权益合计	71,524.0	69,308.0	59,705.5	59,423.1	59,478.8

财务能力分析					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2023	2024	2025	2026	2027
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率	41%	42%	43%	44%	44%
归母净利润率	13%	12%	14%	14%	15%
运营表现					
SG&A/收入	29%	30%	29%	28%	28%
实际税率	26%	28%	28%	28%	28%
股息支付率	59%	52%	60%	60%	60%
贸易及其他应收款项周转天数	19	15	15	15	15
存货周转天数	79	90	90	90	90
应付票据及应付账款周转天数	366	390	400	410	420
财务状况					
资产负债率	52%	49%	58%	62%	65%
总资产/股本	209%	195%	240%	264%	289%
ROE	17%	14%	18%	24%	29%
ROA	8%	7%	8%	10%	10%

现金流量表					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2023	2024	2025	2026	2027
	实际	预测	预测	预测	预测
除税前利润	7,078.0	6,649.0	7,539.5	8,100.4	8,659.7
折旧与摊销	2,277.0	2,350.0	1,636.3	1,654.5	1,674.3
存货的减少	(224.0)	(138.0)	(207.5)	(251.5)	(224.6)
经营性应收项目的减少	124.0	(140.0)	24.5	(41.4)	(37.0)
经营性应付项目的增加	(3,379.0)	1,828.0	104.8	1,071.0	1,021.9
经营活动产生的现金流量净额	4,149.0	8,951.0	7,221.0	8,527.4	8,929.9
资本开支	(12,192.0)	(12,192.0)	(12,192.0)	(12,192.0)	(12,192.0)
其他	2,505.0	2,505.0	2,505.0	2,505.0	2,505.0
投资活动产生的现金流量净额	(9,687.0)	(9,687.0)	(9,687.0)	(9,687.0)	(9,687.0)
负债变化	(6,566.0)	(3,286.0)	(12.4)	(0.7)	(8.3)
其他	7,493.0	4,213.0	939.4	927.7	935.3
融资活动所得现金流量净额	927.0	927.0	927.0	927.0	927.0
现金及现金等价物净增加额	(4,611.0)	191.0	(1,539.0)	(232.6)	169.9
期初现金及现金等价物余额	10,208.0	5,520.0	5,711.0	4,172.0	3,939.3
期末现金及现金等价物余额	5,520.0	5,711.0	4,172.0	3,939.3	4,109.3

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。