

## 维持稳健高分红比例，或有事项影响落地

### 核心观点

- 2024 年，公司实现总营业收入 146.45 亿元，同比减少 1.15%；利润总额达到 29.20 亿元，同比减少 13.5%；实现归母净利润 11.15 亿元，同比减少 16.61%。其中，归母净利下滑主要系受到与公司正常经营业务无关的或有事项产生的 2.54 亿元损益影响。
- **国际品牌增长，西北区域相对承压。**24 年分产品，国际品牌收入 53.08 亿元，同比增长 0.58%，本地品牌收入 88.62 亿元，同比下降 3.30%；分档次，高档收入 85.92 亿元，同比下降 2.97%，主流收入 52.43 亿元，同比下降 1.02%，经济档收入 3.35 亿元，同比增长 15.56%；分区域，西北区收入 38.84 亿元，同比下降 3.46%；中区收入 59.69 亿元，同比下降 1.88%，南区收入 43.16 亿元，同比下降 0.42%。
- **佛山新酒厂投产，降低华南物流成本：**佛山新酒厂于 2024 年 8 月顺利投产，解决了华南区域产能不足的问题，将华南供货时间缩短 80%，并大幅降低物流运输成本。新酒厂采用大量节能环保及可持续发展技术，成为绿色酒厂的典范，不仅优化了华南地区的供应网络，还通过智能化生产线和环保技术，提升了生产效率和产品质量。
- **诉讼或有事项已计提，短期非经损失影响消化，保持稳健高分红政策，持续重视投资者回报：**2025 年 3 月公司收到重庆市第五中级人民法院对重庆嘉威赔偿诉讼作出的一审判决，判决公司赔偿嘉威啤酒损失 3.53 亿元。截至 2024 年报批准报出日，公司不服一审判决，已向重庆市高级人民法院提起上诉。基于会计谨慎性原则，公司下属实施该包销业务的控股子公司嘉士伯重庆啤酒有限公司已计提针对该事项应计提的全部预计负债 2.54 亿。此外，公司保持稳健高分红政策，2024 年度共计派发现金红利 11.62 亿元，占 2024 年归属于上市公司股东净利润的 104.21%。

### 盈利预测与投资建议

根据 24 年报，对 25-26 年下调收入、毛利率。我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 2.79、2.95、3.09 元（原预测 25-26 年为 3.29、3.60 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 24 倍市盈率，对应目标价为 66.96 元，维持买入评级。

#### 风险提示：

消费复苏不及预期风险、原材料成本大幅上涨风险、行业竞争加剧风险

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,815	14,645	15,057	15,428	15,737
同比增长(%)	5.5%	-1.1%	2.8%	2.5%	2.0%
营业利润(百万元)	3,353	3,185	3,346	3,531	3,699
同比增长(%)	1.6%	-5.0%	5.1%	5.5%	4.8%
归属母公司净利润(百万元)	1,337	1,115	1,352	1,427	1,497
同比增长(%)	5.8%	-16.6%	21.3%	5.6%	4.8%
每股收益(元)	2.76	2.30	2.79	2.95	3.09
毛利率(%)	49.1%	48.6%	49.0%	49.5%	49.9%
净利率(%)	9.0%	7.6%	9.0%	9.3%	9.5%
净资产收益率(%)	63.7%	67.0%	72.4%	55.2%	56.3%
市盈率	21.7	26.0	21.4	20.3	19.3
市净率	13.5	24.4	11.4	11.0	10.7

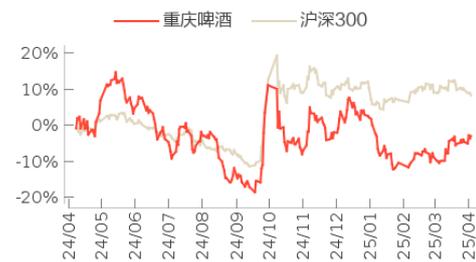
资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年04月03日）	59.82 元
目标价格	66.96 元
52 周最高价/最低价	75.22/49.68 元
总股本/流通 A 股（万股）	48,397/48,397
A 股市值（百万元）	28,951
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 04 月 05 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.05	7.63	-3.08	-3.02
相对表现%	2.85	8.32	-5.37	-11.25
沪深 300%	-1.8	-0.69	2.29	8.23



### 证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004

### 相关报告

收入符合预期，成本短期承压	2024-08-17
增速环比提升，盈利明显改善	2023-08-17

## 投资建议

根据 24 年报，对 25-26 年下调收入、毛利率。我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 2.79、2.95、3.09 元（原预测 25-26 年为 3.29、3.60 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 24 倍市盈率，对应目标价为 66.96 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		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
青岛啤酒	600600	79.72	3.19	3.54	3.84	25.03	22.51	20.78
燕京啤酒	000729	12.80	0.36	0.46	0.56	35.61	27.58	22.93
百润股份	002568	26.03	0.73	0.84	0.97	35.69	30.99	26.83
顺鑫农业	000860	17.11	0.44	0.63	0.80	39.32	26.95	21.43
百威亚太	01876	8.49	0.39	0.45	0.49	21.54	19.05	17.39
华润啤酒	00291	27.03	1.46	1.64	1.79	18.50	16.48	15.08
调整后平均						29.00	24.00	21.00

资料来源：Wind、东方证券研究所（最新价格为 25 年 4 月 3 日的收盘价）

## 风险提示

- **消费复苏不及预期风险。**消费复苏是公司次高档及以上产品能够保持稳健的重要支撑，若消费环境持续恶化、居民消费复苏程度低于预期，将对公司业绩产生负面影响。
- **原材料成本大幅上涨风险。**玻璃瓶、易拉罐、大麦等成本占比较高，若后续年份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。**存量竞争环境下，若各参与者加大费用投放，导致激烈的价格及费用竞争，则将对公司利润造成拖累。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,713	1,082	4,110	5,901	7,898	营业收入	14,815	14,645	15,057	15,428	15,737
应收票据、账款及款项融资	65	63	65	67	68	营业成本	7,534	7,531	7,678	7,796	7,887
预付账款	42	28	29	30	30	销售费用	2,533	2,513	2,583	2,647	2,700
存货	2,100	2,186	2,228	2,263	2,289	管理费用	495	517	532	545	556
其他	545	320	320	344	370	研发费用	26	23	23	24	24
<b>流动资产合计</b>	<b>5,465</b>	<b>3,679</b>	<b>6,753</b>	<b>8,604</b>	<b>10,655</b>	财务费用	(60)	(28)	(32)	(68)	(96)
长期股权投资	141	143	200	260	320	资产、信用减值损失	103	95	92	97	95
固定资产	3,674	4,755	4,598	4,266	3,911	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	784	160	116	89	65	投资净收益	67	80	83	85	88
无形资产	677	651	592	534	476	其他	(899)	(890)	(917)	(942)	(961)
其他	1,647	1,581	1,563	1,598	1,635	<b>营业利润</b>	<b>3,353</b>	<b>3,185</b>	<b>3,346</b>	<b>3,531</b>	<b>3,699</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,922</b>	<b>7,289</b>	<b>7,069</b>	<b>6,748</b>	<b>6,407</b>	营业外收入	29	16	15	15	15
<b>资产总计</b>	<b>12,387</b>	<b>10,968</b>	<b>13,822</b>	<b>15,351</b>	<b>17,062</b>	营业外支出	6	280	9	9	9
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>3,376</b>	<b>2,920</b>	<b>3,352</b>	<b>3,536</b>	<b>3,704</b>
应付票据及应付账款	2,608	2,465	2,512	2,551	2,581	所得税	664	671	670	707	741
其他	5,574	5,275	5,371	5,468	5,562	<b>净利润</b>	<b>2,712</b>	<b>2,249</b>	<b>2,682</b>	<b>2,829</b>	<b>2,963</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>8,182</b>	<b>7,739</b>	<b>7,883</b>	<b>8,019</b>	<b>8,143</b>	少数股东损益	1,375	1,135	1,330	1,402	1,467
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,337</b>	<b>1,115</b>	<b>1,352</b>	<b>1,427</b>	<b>1,497</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.76	2.30	2.79	2.95	3.09
其他	553	775	790	707	758						
<b>非流动负债合计</b>	<b>553</b>	<b>775</b>	<b>790</b>	<b>707</b>	<b>758</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>8,735</b>	<b>8,515</b>	<b>8,674</b>	<b>8,726</b>	<b>8,901</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1,512	1,268	2,598	4,000	5,467	成长能力					
实收资本(或股本)	484	484	484	484	484	营业收入	5.5%	-1.1%	2.8%	2.5%	2.0%
资本公积	16	24	24	24	24	营业利润	1.6%	-5.0%	5.1%	5.5%	4.8%
留存收益	1,656	690	2,041	2,117	2,186	归属于母公司净利润	5.8%	-16.6%	21.3%	5.6%	4.8%
其他	(16)	(13)	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,652</b>	<b>2,454</b>	<b>5,148</b>	<b>6,626</b>	<b>8,162</b>	毛利率	49.1%	48.6%	49.0%	49.5%	49.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,387</b>	<b>10,968</b>	<b>13,822</b>	<b>15,351</b>	<b>17,062</b>	净利率	9.0%	7.6%	9.0%	9.3%	9.5%
						ROE	63.7%	67.0%	72.4%	55.2%	56.3%
						ROIC	72.0%	78.5%	68.9%	46.7%	38.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	70.5%	77.6%	62.8%	56.8%	52.2%
净利润	2,712	2,249	2,682	2,829	2,963	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	414	464	472	481	487	流动比率	0.67	0.48	0.86	1.07	1.31
财务费用	(60)	(28)	(32)	(68)	(96)	速动比率	0.34	0.19	0.57	0.79	1.03
投资损失	(67)	(80)	(83)	(85)	(88)	营运能力					
营运资金变动	(137)	(109)	99	75	70	应收账款周转率	227.7	228.7	234.1	233.7	233.2
其它	235	46	(103)	(119)	14	存货周转率	2.8	3.1	3.5	3.5	3.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,097</b>	<b>2,542</b>	<b>3,035</b>	<b>3,113</b>	<b>3,351</b>	总资产周转率	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
资本支出	(738)	(826)	(64)	(64)	(50)	每股指标(元)					
长期投资	156	(2)	(57)	(60)	(60)	每股收益	2.76	2.30	2.79	2.95	3.09
其他	(469)	195	83	85	88	每股经营现金流	6.40	5.25	6.27	6.43	6.92
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,051)</b>	<b>(633)</b>	<b>(38)</b>	<b>(39)</b>	<b>(22)</b>	每股净资产	4.42	2.45	5.27	5.42	5.57
债权融资	18	7	0	0	0	估值比率					
股权融资	8	8	0	0	0	市盈率	21.7	26.0	21.4	20.3	19.3
其他	(2,769)	(3,543)	32	(1,284)	(1,331)	市净率	13.5	24.4	11.4	11.0	10.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,743)</b>	<b>(3,528)</b>	<b>32</b>	<b>(1,284)</b>	<b>(1,331)</b>	EV/EBITDA	7.5	7.7	7.4	7.1	6.8
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	8.5	8.8	8.4	8.1	7.8
<b>现金净增加额</b>	<b>(697)</b>	<b>(1,619)</b>	<b>3,029</b>	<b>1,790</b>	<b>1,998</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 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](http://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。