

## 收入符合预期，成本短期承压

### 核心观点

- 公司发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 88.6 亿元 (yoy+4.2%)；实现归母净利润 9.0 亿元 (yoy+4.19%)。24Q2，公司实现营业收入 45.7 亿元 (yoy+1.5%)，实现归母净利润 4.5 亿元 (yoy-6.0%)。
- **24H1 销量和吨价双增，南区引领收入增长。**分档次来看，24H1 高档实现收入 52.6 亿元 (yoy+2.8%)，主流实现收入 31.7 亿元 (yoy+4.4%)，经济实现收入 1.9 亿元 (yoy+11.5%)。量价拆分，24H1，公司啤酒销量同比提升 3.3%至 178.38 万吨，吨价同比提升 0.3%至 4834 元/吨，高端化战略下产品结构持续升级。分地区，24H1 西北区/中区/南区实现收入 25.5/35.6/25.2 亿元，分别同比增长 1.5%/2.9%/6.8%，24Q2 分别同比增长 0.1%/-1.2%/4.6%，三区增速环比放缓，目前南区引领收入增长。截至 24H1 末，公司经销商数量为 2988 家，同比净增加 23 家，环比 24Q1 末增加 19 家；公司加强经销商精细化管理，将进一步提升经营效率。
- **销售费用率增加，盈利能力短期承压。**24H1，公司毛利率为 49.2% (yoy+0.7pct)，销售费用率为 15.2% (yoy+0.7pct)，管理费用率为 3.0% (yoy-0.1pct)。24Q2，公司毛利率为 50.5% (yoy-1.0pct)，销售费用率为 17.2% (yoy+1.3pct)，管理费用率为 3.0% (yoy-0.3pct)，研发费用率为 0.2% (yoy-0.1pct)。综合，24H1，公司净利率为 20.3% (yoy-0.2pct)，24Q2 净利率为 19.7% (yoy-1.8pct)。
- **精准拓展市场并加速高端化布局，重啤全国化可期。**公司持续投资乌苏品牌，强化媒体投放与内容营销，并推出乌苏 40 周年复刻产品。重庆品牌发力高端化和火锅场景营销，布局全国化。公司加快大城市 2.0 落地，根据不同市场情况精准投资，扩大分销和产品组合，借助新兴营销活动推动现代渠道市场份额和销量的提升。

### 盈利预测与投资建议

- 根据半年报，对 24-25 年下调收入、毛利率。我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 2.95、3.29、3.60 元 (原预测 24-25 年为 3.80、4.38 元)。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2024 年的 22 倍市盈率，对应目标价为 64.90 元，维持买入评级。
- **风险提示：**  
消费升级不及预期、原材料成本大幅上涨、行业竞争加剧。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,039	14,815	15,597	16,675	17,671
同比增长(%)	7.0%	5.5%	5.3%	6.9%	6.0%
营业利润(百万元)	3,299	3,353	3,616	4,040	4,425
同比增长(%)	11.9%	1.6%	7.9%	11.7%	9.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,264	1,337	1,427	1,593	1,745
同比增长(%)	8.3%	5.8%	6.8%	11.7%	9.5%
每股收益(元)	2.61	2.76	2.95	3.29	3.60
毛利率(%)	50.5%	49.1%	49.3%	50.4%	51.2%
净利率(%)	9.0%	9.0%	9.1%	9.6%	9.9%
净资产收益率(%)	66.3%	63.7%	65.3%	68.9%	70.6%
市盈率	22.0	20.8	19.5	17.4	15.9
市净率	13.5	13.0	12.5	11.6	10.9

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 (2024年08月16日)	57.43 元
目标价格	64.90 元
52 周最高价/最低价	91.28/50.34 元
总股本/流通 A 股 (万股)	48,397/48,397
A 股市值 (百万元)	27,794
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024 年 08 月 17 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-6.86	-8.35	-19.01	-28.12
相对表现%	-7.28	-3.99	-10.91	-15.74
沪深 300%	0.42	-4.36	-8.1	-12.38



### 证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001

### 联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn

### 相关报告

增速环比提升，盈利明显改善	2023-08-17
资产注入焕然一新，重庆啤酒扬帆起航	2022-12-22

## 投资建议

根据半年报，对 24-25 年下调收入、毛利率。我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 2.95、3.29、3.60 元（原预测 24-25 年为 3.80、4.38 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2024 年的 22 倍市盈率，对应目标价为 64.90 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	64.28	3.68	4.21	4.73	17.45	15.26	13.59
燕京啤酒	000729	9.80	0.34	0.44	0.54	28.60	22.10	18.05
百润股份	002568	17.19	0.81	0.94	1.09	21.24	18.35	15.83
顺鑫农业	000860	16.56	0.71	0.94	1.18	23.18	17.68	14.08
百威亚太	01876	8.42	0.49	0.56	0.60	24.19	20.04	14.03
华润啤酒	00291	21.49	1.80	2.14	2.42	11.94	10.06	8.89
调整后平均						22.00	18.00	14.00

资料来源：Wind、东方证券研究所（最新价格为 24 年 8 月 16 日的收盘价）

## 风险提示

- **消费升级不及预期风险。**消费升级是公司次高档及以上产品的核心增长逻辑，若经济增长放缓、居民消费升级速度低于预期，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。**在高端化趋势下，各啤酒主要玩家均积极布局高端赛道，加大高端餐饮、夜场等渠道的费用投放。若行业竞争加剧，费用及促销增加，将对公司利润造成一定拖累。

**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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,398	2,713	4,348	6,412	8,702	营业收入	14,039	14,815	15,597	16,675	17,671
应收票据、账款及款项融资	66	65	68	73	77	营业成本	6,952	7,534	7,901	8,277	8,627
预付账款	43	42	44	47	50	销售费用	2,326	2,533	2,666	2,851	3,021
存货	2,166	2,100	2,203	2,307	2,405	管理费用	535	495	505	540	572
其他	131	545	183	198	213	研发费用	111	26	28	30	31
<b>流动资产合计</b>	<b>5,804</b>	<b>5,465</b>	<b>6,847</b>	<b>9,037</b>	<b>11,448</b>	财务费用	(56)	(60)	(63)	(74)	(83)
长期股权投资	297	141	200	260	320	资产、信用减值损失	79	103	60	60	60
固定资产	3,681	3,674	4,032	4,054	3,950	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	395	784	958	776	673	投资净收益	68	67	64	66	66
无形资产	685	677	626	575	523	其他	(861)	(899)	(948)	(1,018)	(1,083)
其他	1,636	1,647	1,546	1,633	1,662	<b>营业利润</b>	<b>3,299</b>	<b>3,353</b>	<b>3,616</b>	<b>4,040</b>	<b>4,425</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,694</b>	<b>6,922</b>	<b>7,362</b>	<b>7,299</b>	<b>7,128</b>	营业外收入	7	29	15	17	20
<b>资产总计</b>	<b>12,498</b>	<b>12,387</b>	<b>14,208</b>	<b>16,336</b>	<b>18,576</b>	营业外支出	7	6	9	8	8
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>3,299</b>	<b>3,376</b>	<b>3,622</b>	<b>4,050</b>	<b>4,438</b>
应付票据及应付账款	2,498	2,608	2,735	2,865	2,986	所得税	712	664	724	810	888
其他	5,814	5,574	5,696	5,872	6,044	<b>净利润</b>	<b>2,587</b>	<b>2,712</b>	<b>2,897</b>	<b>3,240</b>	<b>3,550</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>8,311</b>	<b>8,182</b>	<b>8,431</b>	<b>8,737</b>	<b>9,030</b>	少数股东损益	1,323	1,375	1,470	1,646	1,806
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,264</b>	<b>1,337</b>	<b>1,427</b>	<b>1,593</b>	<b>1,745</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.61	2.76	2.95	3.29	3.60
其他	563	553	567	576	565						
<b>非流动负债合计</b>	<b>563</b>	<b>553</b>	<b>567</b>	<b>576</b>	<b>565</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>8,875</b>	<b>8,735</b>	<b>8,998</b>	<b>9,313</b>	<b>9,596</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	1,567	1,512	2,982	4,629	6,434	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	484	484	484	484	484	营业收入	7.0%	5.5%	5.3%	6.9%	6.0%
资本公积	8	16	16	16	16	营业利润	11.9%	1.6%	7.9%	11.7%	9.5%
留存收益	1,578	1,656	1,728	1,895	2,046	归属于母公司净利润	8.3%	5.8%	6.8%	11.7%	9.5%
其他	(14)	(16)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,623</b>	<b>3,652</b>	<b>5,211</b>	<b>7,023</b>	<b>8,980</b>	毛利率	50.5%	49.1%	49.3%	50.4%	51.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,498</b>	<b>12,387</b>	<b>14,208</b>	<b>16,336</b>	<b>18,576</b>	净利率	9.0%	9.0%	9.1%	9.6%	9.9%
						ROE	66.3%	63.7%	65.3%	68.9%	70.6%
						ROIC	74.8%	72.0%	63.5%	51.5%	43.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	71.0%	70.5%	63.3%	57.0%	51.7%
净利润	2,587	2,712	2,897	3,240	3,550	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	389	414	514	582	640	流动比率	0.70	0.67	0.81	1.03	1.27
财务费用	(56)	(60)	(63)	(74)	(83)	速动比率	0.37	0.34	0.48	0.70	0.93
投资损失	(68)	(67)	(64)	(66)	(66)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	148	(137)	116	152	148	应收账款周转率	160.7	227.7	235.1	236.9	235.9
其它	753	235	10	(51)	(14)	存货周转率	2.7	2.8	2.9	2.9	2.9
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,753</b>	<b>3,097</b>	<b>3,410</b>	<b>3,783</b>	<b>4,175</b>	总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
资本支出	(601)	(738)	(848)	(372)	(381)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(56)	156	(59)	(60)	(60)	每股收益	2.61	2.76	2.95	3.29	3.60
其他	269	(469)	425	66	66	每股经营现金流	7.75	6.40	7.05	7.82	8.63
<b>投资活动现金流</b>	<b>(388)</b>	<b>(1,051)</b>	<b>(483)</b>	<b>(365)</b>	<b>(375)</b>	每股净资产	4.25	4.42	4.60	4.95	5.26
债权融资	2	18	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	6	8	0	0	0	市盈率	22.0	20.8	19.5	17.4	15.9
其他	(2,141)	(2,769)	(1,292)	(1,354)	(1,510)	市净率	13.5	13.0	12.5	11.6	10.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,133)</b>	<b>(2,743)</b>	<b>(1,292)</b>	<b>(1,354)</b>	<b>(1,510)</b>	EV/EBITDA	6.6	6.5	5.9	5.3	4.8
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	7.4	7.3	6.8	6.0	5.5
<b>现金净增加额</b>	<b>1,231</b>	<b>(697)</b>	<b>1,636</b>	<b>2,064</b>	<b>2,290</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。