

## 啤酒业务短期承压，不改长期高端化趋势

### 投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 年中报，上半年实现营收 237.4 亿元，同比下降 0.5%；实现归母净利润 47.1 亿元，同比增长 1.2%；公司业绩低于市场预期。
- 外部环境因素致使 H1 销量承压，高端化升级带动吨价提升。**量方面，公司 24 年上半年啤酒销量为 634.8 万吨，同比-3.4%；受春节后消费需求显著疲软以及 5 月以来雨水天气频发等影响，整体销量有所承压。但高端化进程仍稳步推进，上半年次高及以上维持单位数增长，其中高档及以上产品维持双位数增速。分品牌看，得益于喜力全国化扩张脚步持续，高基数下 24H1 喜力销量增速仍超 20%；新兴品牌老雪与红爵品牌亦表现强劲，增速在 20%+。在诸多品牌共同推动下，24H1 公司中档及以上销量占比首次突破 50% 大关。价方面，在产品结构持续提升的带动下，24H1 吨价同比提升 2% 至 3554 元/吨。白酒方面，24H1 白酒业务实现收入 11.8 亿元，同比+20.6%；其中核心大单品摘要自焕新完成后，上半年增速超 50%，且贡献超 70% 的收入。
- 毛利率改善明显，盈利能力持续提升。**24H1 公司整体毛利率为 46.9%，同比+0.9pp；其中啤酒业务毛利率为 45.8%，同比+0.6pp。得益于包材成本的持续下降，叠加高端化升级持续，啤酒毛利率有所改善。费用率方面，上半年公司积极开展各类营销推广及渠道活动，销售费用率同比增长 1.2pp 至 17.6%；得益于公司管理效率提升，行政及其他费用率同比下降 0.3pp 至 6.3%。得益于持续高端化发展、部分包装原材料价格下行以及经营费用保持稳定水平，24H1 啤酒业务未计利息及税项前利润率同比+1.1pp 至 28.2%，整体净利率同比增加 0.3pp 至 20.9%。白酒方面，上半年在摘要强劲表现推动下，白酒业务毛利率同比+2.1pp 至 67.6%；受期间费用增加影响，24H1 白酒业务 EBITDA 为 4.1 亿元，与去年同期基本持平。
- 高端化进入新篇章，中长期发展值得期待。**1) 啤酒方面，下半年随着低基数效应凸显，以及公司主动控制费用，啤酒业务收入稳增可期。产品方面，公司将持续积极培育喜力、纯生及 SuperX 三大传统优势大单品，其中喜力品牌随着覆盖范围扩大及复购率提升有望持续维持较快增长；SuperX 自 24 年焕新升级后表现亦值得期待；此外以老雪/白啤/桶啤/低卡等潜力高端个性化单品，作为公司探索啤酒高端化 2.0 时代的先驱，预计将维持高增态势。渠道方面，公司积极布局山姆/奥乐齐等渠道，加大对新兴渠道覆盖力度。2) 白酒方面，下半年公司将持续理顺百元主流酒及光瓶酒产品结构，整体白酒双品牌运作下，金沙品牌未来可期。长期来看，随着公司“啤白双赋能，白白共成长”战略的持续深化，公司中长期发展值得期待。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.62 元、1.76 元、1.90 元，对应动态 PE 分别为 14 倍、13 倍、12 倍。给予 2024 年 16 倍估值，对应目标价 28.37 港元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 现饮场景恢复不及预期风险，高端化竞争加剧风险。

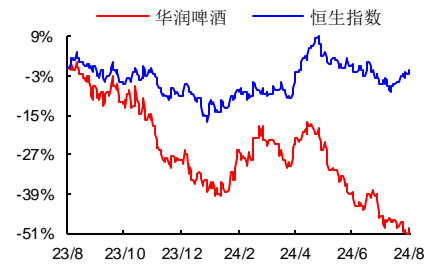
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	389.3	396.7	417.5	439.6
增长率	10.4%	1.9%	5.2%	5.3%
归属母公司净利润(亿元)	51.5	52.7	57.0	61.5
增长率	18.6%	2.3%	8.2%	7.9%
每股收益 EPS	1.59	1.62	1.76	1.90
净资产收益率	17.0%	15.7%	15.3%	14.9%
PE	14	14	13	12

数据来源：公司公告，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

52 周区间(港元)	22.35-47.2
3 个月平均成交量(百万)	13.09
流通股数(亿)	32.44
市值(亿)	747.78

### 相关研究

- 华润啤酒 (0291.HK)：喜力延续高光表现，期待啤白融合发展 (2024-03-28)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：随着啤酒行业整体产量进入长期平稳阶段，产品结构由中低端逐步向上升级趋势确定，叠加啤酒消费模式向更多元场景化分散，我们预测 2024-2026 年公司整体销量增速为 -0.7%、-2.0%、-0.9%；

假设 2：随着公司步入决胜高端的最后一个三年计划，以喜力、纯生和超勇为首的大单品有望冲刺百万吨级体量，带动整体产品结构提升，我们预测 2024-2026 年公司啤酒吨价增速分别为 1.6%、6.1%、4.6%；毛利率分别为 39.4%、39.8%、40.2%；

假设 3：随着公司对金沙酒业的调整逐步走上正规，啤白双融合动能持续释放，预计 2024-2026 年白酒业务毛利率分别为 62.5%、63.0%、64.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
啤酒业务	收入	368.7	371.9	386.5	400.9
	增速	4.5%	0.9%	3.9%	3.72%
	销量（万吨）	1,115	1,107	1,085	1,075
	增速	0.5%	-0.7%	-2.0%	-0.9%
	吨价（元/吨）	3,306	3,360	3,56	3,729
	增速	4.0%	1.6%	6.1%	4.6%
	毛利率	40.2%	39.4%	39.8%	40.2%
白酒业务	收入	20.7	24.8	31.0	38.8
	增速	-	20.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	62.1%	62.5%	63.0%	64.0%
合计	收入	389.3	396.7	417.5	439.6
	增速	10.4%	1.9%	5.3%	5.3%
	毛利率	40.2%	39.4%	39.8%	40.2%

数据来源：Wind，西南证券

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，重啤和珠江则是区域性龙头企业，4 家可比公司 2024 年平均估值为 22 倍。

考虑到华润啤酒目前高档大单品喜力仍维持 20% 以上增速，且老雪、红爵等新品增长空间广阔，叠加公司逐步理顺白酒业务，给予 2024 年 16 倍估值，对应目标价 28.37 港元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元/港元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
000729.SZ	燕京啤酒	267	9.46	0.23	0.34	0.43	0.51	41	28	22	19
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								29	22	19	17
0291.HK	华润啤酒	725	23.05	1.59	1.62	1.76	1.9	14	14	13	12

数据来源：Wind, 西南证券整理

**附：财务报表**

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	389.32	396.67	417.49	439.63	税后经营利润	32.65	31.78	36.12	40.63
销售成本	228.29	240.44	251.32	262.85	折旧与摊销	22.77	33.13	33.13	33.13
销售费用	80.65	80.03	83.83	87.85	财务费用	2.44	1.92	1.46	1.19
管理费用	33.62	32.32	33.21	34.12	其他经营资金	-16.37	11.06	6.76	7.18
财务费用	2.44	1.92	1.46	1.19	<b>经营性现金净流量</b>	<b>41.49</b>	<b>77.89</b>	<b>77.47</b>	<b>82.12</b>
营业利润	44.27	41.96	47.68	53.63	<b>投资性现金净流量</b>	<b>-96.87</b>	<b>21.15</b>	<b>21.15</b>	<b>21.15</b>
其他非经营损益	26.51	27.92	27.92	27.92	<b>筹资性现金净流量</b>	<b>9.27</b>	<b>-30.26</b>	<b>-22.06</b>	<b>-23.41</b>
税前利润	70.78	69.88	75.60	81.55	<b>现金流量净额</b>	<b>-46.11</b>	<b>68.78</b>	<b>76.56</b>	<b>79.87</b>
所得税	18.64	16.95	18.33	19.78					
税后利润	70.78	69.88	75.60	81.55					
归属于非控股股东利润	0.61	0.24	0.26	0.28					
归属于母公司股东利润	51.53	52.69	57.01	61.50					
EBITDA	95.99	104.93	110.19	115.87					
NOPLAT	34.41	33.23	37.22	41.52					
EPS(元)	1.59	1.62	1.76	1.90					
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	55.20	123.98	200.54	280.41	<b>成长能力</b>				
应收账款	1.24	1.39	1.46	1.54	营收额增长率	10%	2%	5%	5%
预付款项、按金及其他应收款项	11.47	21.38	22.51	23.70	EBIT 增长率	31%	-2%	7%	7%
存货	95.02	86.18	90.07	94.21	EBITDA 增长率	34%	9%	5%	5%
					税后利润增长率	20%	2%	8%	8%
其他流动资产	8.48	9.17	9.65	10.16	<b>盈利能力</b>				
<b>流动资产总计</b>	<b>171.41</b>	<b>245.68</b>	<b>328.00</b>	<b>413.99</b>	毛利率	41%	39%	40%	40%
长期股权投资	14.51	14.51	14.51	14.51	净利率	13%	13%	14%	14%
固定资产	162.94	150.18	137.41	124.65	ROE	17%	16%	15%	15%
无形资产	122.20	101.83	81.47	61.10	ROA	7%	7%	7%	7%
其他非流动资产	244.18	244.18	244.18	244.18	ROIC	17%	9%	12%	15%
<b>非流动资产合计</b>	<b>543.83</b>	<b>510.70</b>	<b>477.57</b>	<b>444.44</b>	<b>估值倍数</b>				
<b>资产总计</b>	<b>715.24</b>	<b>756.38</b>	<b>805.57</b>	<b>858.42</b>	P/E	14.26	13.95	12.89	11.95
					P/S	1.89	1.85	1.76	1.67
短期借款	9.31	0.00	0.00	0.00	P/B	2.43	2.18	1.97	1.78
应付账款	29.59	35.36	36.96	38.65	股息率	2.6%	2.6%	2.8%	3.0%
其他流动负债	204.74	215.52	226.44	238.04	EV/EBIT	44.33	44.13	40.13	36.43
<b>流动负债合计</b>	<b>243.64</b>	<b>250.88</b>	<b>263.40</b>	<b>276.70</b>	EV/EBITDA	33.81	30.19	28.07	26.01
长期借款	41.81	41.81	41.81	41.81					
其他非流动负债	88.05	88.05	88.05	88.05					
<b>非流动负债合计</b>	<b>129.86</b>	<b>129.86</b>	<b>129.86</b>	<b>129.86</b>					
<b>负债合计</b>	<b>373.50</b>	<b>380.74</b>	<b>393.26</b>	<b>406.56</b>					
储备	162.05	162.05	162.05	162.05					
留存收益	0.00	33.65	70.06	109.34					
归属于母公司股东权益	302.95	336.60	373.01	412.29					
归属于非控股股东权益	38.79	39.03	39.29	39.58					
<b>权益合计</b>	<b>341.74</b>	<b>375.64</b>	<b>412.31</b>	<b>451.87</b>					
<b>负债和权益合计</b>	<b>715.24</b>	<b>756.38</b>	<b>805.57</b>	<b>858.42</b>					

数据来源：公司公告，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。

## 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
	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
	卞黎旻	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
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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	ljlong@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
	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
北京	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

---