



华润啤酒 (00291.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

喜力增速亮眼，啤白融合起步

业绩简评

8月18日，公司公告，H1 营业收入 238.71 亿元，同比+13.6%；归母净利润 46.49 亿元，同比+22.3%，业绩符合预期。

经营分析

啤酒业务：喜力起势高增，吨成本明显改善。

1、23H1 营业收入 228.94 亿元，同比+9.0%。23H1 销量+4.4%，ASP 同比+4.4%（预计系货折影响+占比 50%的低档仍有增长，提价贡献偏小）。H1 次高及以上销量 144.4 万吨（占比+4pct 至 22%），同比+26.4%。预计 H1 喜力接近 60%增长、superX+8%、纯生增速不到 20%，老雪翻倍以上增长，勇闯中个位数左右增长，中档变动不大。

2、H1 吨成本改善超预期（同比-0.9%），毛利率同比+2.9pct 至 45.2%，预计系低价包材投入使用；销售费率同比+0.1pct，系疫后费投增加；预计经营性管理费率优化，不计关厂裁员 EBIT 率同比+2.9pct。H1 啤酒 EBIT 同比+20%，关厂裁员费用 0.94 亿（关厂 1 家+新增 1 间蚌埠智能工厂），加回后啤酒 EBIT 同比+22%，加回后啤酒税后利润 47.83 亿元，同比+25%（H1 整体税率-2.3pct）。

3、展望未来，7-8 月受基数+洪水+消费疲软影响，销量承压，但 Q4 低基数下维持全年量增预判。喜力在福建、浙江、粤东已起势，7 月维持 40%多增速，希望 3 年内向 100 万吨冲击，十五五希望接近 150 万吨；老雪有望成为新生力军；SuperX 低预期，希望进一步推动产品和品牌升级、次高及以上价格体系梳理。仍然维持全年次高及以上争取实现 20%+增长，25 年 350 万吨次高以上、250 万吨高档以上目标。

白酒业务：金沙 23H1 贡献的营收 9.77 亿元（同比下滑约一半）、税后净利润 1.02 亿元；EBIT 为 0.71 亿元，剔除因收购金沙产生的无形资产摊销的影响 EBIT 为 3.95 亿元，公司新增财务成本 1.1 亿元。白酒坚持未来 3 年 100e、利润 20-30e 不动摇，目前正在酝酿建立白酒的大客户平台。当前金沙库存已下降 30%，价格恢复到可以正常出货状态；产品已上市金沙小窖、摘要 489 元 2B 新品，10-12 月会完成对金沙 500、700、1000 元和回沙 100-300 价格带做重塑。组织上，当前金沙内部产销、财务、人力资源、管理职责和流程基本已完成，并进一步推动新产能落地。

盈利预测、估值与评级

预计 23-25 年啤酒收入增速 7%/6%/6%、白酒收入为 25/35/46 亿元，整体利润增速 23%/27%/23%，对应 EPS 为 1.65/2.09/2.57 元，对应 PE 为 25/20/16X，维持买入评级。

风险提示

喜力放量不及预期；白酒业务进展低预期；区域市场竞争加剧。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价（港币）：46.000 元

相关报告：

- 《华润啤酒港股公司点评：业绩超预期，看好喜力加快放量》，2023.3.26
- 《收购金沙酒业，双赋能或打开中长期空间-华润啤酒收购点评》，2022.10.26



主要财务指标

项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33,387	35,263	40,294	43,680	47,031
营业收入增长率	6.17%	5.62%	14.3%	8.4%	7.7%
归母净利润(百万元)	4,587	4,344	5,350	6,785	8,367
归母净利润增长率	119.05%	-5.30%	23%	27%	23%
摊薄每股收益(元)	1.41	1.34	1.65	2.09	2.58
每股经营性现金流净额	1.54	2.11	3.00	3.35	3.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.77%	16.07%	17.57%	19.30%	20.36%
P/E	40.78	36.79	25	20	16
P/B	7.66	5.91	4.42	3.83	3.28

来源：公司年报、国金证券研究所，单位为人民币



单击或点击此处输入文字。

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	31,448	33,387	35,263	40,294	43,680	47,031
增长率	-5.2%	6.2%	5.6%	14%	8%	8%
主营业务成本	19,373	20,313	21,702	23,140	23,700	24,470
%销售收入	61.6%	60.8%	61.5%	57.4%	54.3%	52.0%
毛利	12,075	13,074	13,561	17,154	19,980	22,561
%销售收入	38.4%	39.2%	38.5%	42.6%	45.7%	48.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	6,123	6,743	6,750	7,857	8,430	8,936
%销售收入	19.5%	20.2%	19.1%	19.5%	19.3%	19.0%
管理费用及其他	4,419	3,619	3,320	3,626	3,800	4,045
%销售收入	14.1%	10.8%	9.4%	9.0%	8.7%	8.6%
息税前利润 (EBIT)	2,929	6,002	5,195	7,132	9,171	11,099
%销售收入	9.3%	18.0%	14.7%	17.7%	21.0%	23.6%
财务费用	-80	-213	-333	-147	-61	-285
%销售收入	-0.3%	-0.6%	-0.9%	-0.4%	-0.1%	-0.6%
投资收益	0	-21	-67	-340	-340	-340
%税前利润	0.0%	-0.3%	-1.2%	-4.7%	-3.7%	-3.0%
营业利润	2,553	3,718	4,656	6,870	8,849	10,781
营业利润率	8.1%	11.1%	13.2%	17.1%	20.3%	22.9%
营业外收支						
税前利润	3,009	6,215	5,528	7,279	9,232	11,384
利润率	9.6%	18.6%	15.7%	18.1%	21.1%	24.2%
所得税	915	1,625	1,178	1,820	2,308	2,846
所得税率	30.4%	26.1%	21.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	2,094	4,590	4,350	5,460	6,924	8,538
少数股东损益	0	3	6	109	138	171
归属于母公司的净利润	2,094	4,587	4,344	5,350	6,785	8,367
净利率	6.7%	13.7%	12.3%	13.3%	15.5%	17.8%

现金流量表(人民币 百万)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,094	4,587	4,344	5,350	6,785	8,367
少数股东损益	0	3	6	109	138	171
非现金支出	455	-1,137	-507	-14	25	-54
非经营收益						
营运资金变动	185	-96	1,447	2,448	1,911	2,063
经营活动现金净流	4,480	4,995	6,846	9,732	10,852	12,408
资本开支	-1,047	-1,471	-1,661	-11,000	-800	-500
投资	-1,600	-2,295	-766	-5,900	20	10
其他	1,577	1,016	1,369	374	421	418
投资活动现金净流	-1,070	-2,750	-1,058	-16,526	-359	-72
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-580	-76	1,022	9,400	-3,800	-5,600
其他	-617	-1,290	-1,833	-1,923	-2,154	-2,364
筹资活动现金净流	-1,197	-1,366	-811	7,477	-5,954	-7,964
现金净流量	2,198	838	4,832	538	4,394	4,227

资产负债表(人民币 百万)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,538	5,376	10,208	10,746	15,140	19,367
应收账款	1,144	3,661	3,045	3,479	3,748	4,011
存货	6,014	6,458	7,402	7,713	7,768	7,817
其他流动资产	1,681	402	223	124	104	95
流动资产	13,377	15,897	20,878	22,062	26,761	31,289
%总资产	30.6%	31.1%	36.4%	30.0%	34.9%	39.3%
长期投资	0	1,381	1,489	8,489	8,489	8,489
固定资产	14,414	13,717	14,050	15,651	15,006	14,133
%总资产	32.9%	26.9%	24.5%	21.3%	19.6%	17.8%
无形资产	13,013	9,646	9,707	17,159	16,472	15,813
非流动资产	30,398	35,156	36,435	51,375	49,944	48,312
%总资产	69.4%	68.9%	63.6%	70.0%	65.1%	60.7%
资产总计	43,775	51,053	57,313	73,438	76,705	79,602
短期借款	0	0	512	1,912	1,112	512
应付款项	2,337	3,108	3,441	3,664	3,818	4,010
其他流动负债	17,235	18,062	19,714	22,686	24,766	26,949
流动负债	19,572	21,170	23,667	28,261	29,697	31,471
长期贷款	0	0	588	8,588	5,588	588
其他长期负债	2,929	5,394	5,981	5,981	5,981	5,981
负债	22,501	26,564	30,236	42,830	41,266	38,040
普通股股东权益	21,217	24,432	27,039	30,460	35,154	41,105
其中：股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
未分配利润	9,459	12,767	15,342	18,763	23,457	29,408
少数股东权益	57	57	38	147	286	456
负债股东权益合计	43,775	51,053	57,313	73,438	76,705	79,602

比率分析

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.65	1.41	1.34	1.65	2.09	2.58
每股净资产	6.54	7.53	8.33	9.39	10.84	12.67
每股经营现金净流	1.38	1.54	2.11	3.00	3.35	3.82
每股股利	0.26	0.57	0.54	0.55	0.60	0.70
回报率						
净资产收益率	9.87%	18.77%	16.07%	17.57%	19.30%	20.36%
总资产收益率	4.78%	8.98%	7.58%	7.29%	8.85%	10.51%
投入资本收益率	9.58%	18.10%	14.51%	13.01%	16.32%	19.51%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.25%	6.17%	5.62%	14.27%	8.40%	7.67%
EBIT 增长率	35.66%	104.92%	-13.45%	37.29%	28.57%	21.03%
净利润增长率	59.60%	119.05%	-5.30%	23.17%	26.82%	23.31%
总资产增长率	5.25%	16.63%	12.26%	28.13%	4.45%	3.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.0	1.8	1.3	1.1	1.1	1.1
存货周转天数	111.8	110.5	115.0	117.6	117.6	114.6
应付账款周转天数	46.9	48.2	54.3	55.3	56.8	57.6
固定资产周转天数	173.0	151.7	141.7	132.7	126.3	111.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.56%	0.07%	-11.55%	18.74%	-6.94%	-29.56%
EBIT 利息保障倍数	48.0	200.1	110.5	51.3	44.2	118.8
资产负债率	51.40%	52.03%	52.76%	58.32%	53.80%	47.79%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究