

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅  
港元 46.00 港元 62.00↓ +34.8%

2023年8月21日

## 华润啤酒 (291 HK)

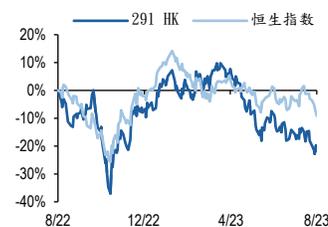
### 23年上半年业绩强劲，但该趋势在3季度减弱；下调每股盈利及目标价

- 23年上半年业绩符合预期，表现优于同行：华润啤酒23年上半年销售额同比增长13.6%，净利润同比增长22.3%至46.49亿元人民币，表现优于同行（重庆啤酒同比增长18.9%；百威亚太净利润同比增长0.7%）。剔除最近收购的金沙白酒（占23年上半年销售额的4.1%），啤酒销售额同比增长9.0%（销量/均价同比增长4.4%/4.4%），主要得益于次高端及以上产品系列销量的强劲增长（同比增长26.4%，喜力同比增长60%，雪花纯生啤酒同比增长超过10%，而低价啤酒同比下降0.5%）。高端化、成本下降和白酒较高的毛利率（65.8%，啤酒为45.2%）推动整体毛利率增长3.8个百分点至46.0%。管理层预计下半年成本压力将持续缓和。
- 啤酒一七、八月同比下降，4季度更乐观：因天气、消费情绪低迷和高基数（去年炎热天气），啤酒销售在七、八月同比下降，但管理层对4季度的复苏持乐观态度，因低基数和潜在消费政策刺激。在近期销售放缓下，管理层预计全年将实现“销量的正增长、收入的较好增长和利润非常好的增长”。尽管如此，管理层仍预计次高端及以上产品系列的销量同比增长将超过20%，喜力啤酒的销量同比增长将超过40%（之前为超过30%）。三个关键点是：（1）高端产品系列销量达到300万吨，其中喜力和雪花纯生各100万吨；（2）提升产能，提高成本效率；（3）供应链数字化。
- 白酒—2023年重组，保持三年达到100亿人民币的销售目标：23年上半年白酒销售额同比下降51%至9.77亿人民币，而毛利率同比上升523个基点至65.8%，原因是华润专注于渠道库存（同比下降30%）和价格管理。三个关键点是：（1）调整产品组合：针对商务宴请的B2B销售，推出售价489元的摘要白酒，推出售价500元以上/700元以上/1000元以上的三个高端金沙产品系列，并将于4季度推出金沙回沙旗下的100-300元系列；（2）组织结构调整，包括供应链、采购、销售和分销，已基本完成。（3）产能扩张。管理层重申了三年100亿元的销售目标。
- 重申买入，目标价下调至62港元：我们较早前在6月份对啤酒行业转趋谨慎。3季度是销售旺季（占全年销售额大概30%），而公司销售额同比下降，促使我们下调每股盈利和目标价至62港元（原为76港元），基于27.0x 2024年市盈率（原为31x 2023-24年平均市盈率）和1.1x PEG（原为1.2x PEG）。尽管如此，我们仍然长期看好华润啤酒，因为它将复制喜力啤酒的策略，利用其庞大的分销网络的优势，发展高回报率的白酒领域。

#### 个股评级

买入

#### 1年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	64.75
52周低位 (港元)	37.00
市值 (百万港元)	149,232.28
日均成交量 (百万)	12.69
年初至今变化 (%)	(15.67)
200天平均价 (港元)	55.36

资料来源: FactSet

吕浩江, CFA, CESGA

edward.lui@bocomgroup.com

(852) 3766 1809

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com

(852) 3766 1856

#### 财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万人民币)	33,387	35,263	40,557	44,816	49,917
同比增长 (%)	6.2	5.6	15.0	10.5	11.4
净利润 (百万人民币)	4,587	4,344	5,532	6,178	8,291
每股盈利 (人民币)	1.10	1.34	1.71	1.90	2.56
同比增长 (%)	34.9	21.2	27.4	11.7	34.2
前EPS预测值 (人民币)			1.81	2.19	2.77
调整幅度 (%)			-5.6	-12.9	-7.6
市盈率 (倍)	38.8	32.0	25.1	22.5	16.8
每股账面净值 (人民币)	7.53	8.33	9.50	10.73	12.52
市账率 (倍)	5.69	5.14	4.50	3.99	3.42
股息率 (%)	1.3	1.3	1.6	1.8	2.4

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

本文翻译自报告“[1H23 results strong, but 3Q facing sales headwinds; Cut EPS and TP](#)”，原报告发布于2023年8月21日

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

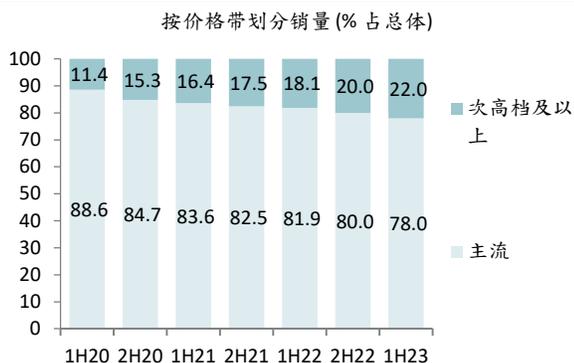
## 23年上半年业绩：同业比较

**23年上半年业绩符合市场预期：华润啤酒** 23年上半年销售额同比增长13.6%，得益于新收购的白酒业务。不包括白酒在内，华润啤酒的销量同比增长9.0%（销量/均价同比增长4.4%/4.4%），略好于**重庆啤酒**（600132 CH/未评级）上半年7.2%的销售额同比增长（销量/均价同比增长4.8%/2.3%），但低于**百威亚太**（1876 HK/买入）在中国15.4%的销售额同比增长（销量/均价同比增长9.4%/5.5%）。按价格划分，华润啤酒的次高端及以上（高于8元/瓶）销量同比增长26.4%，与百威在中国高端啤酒销量同比增长20%以上的情况一致，而百威的超高端销量同比增长35%以上。然而，百威亚太的总销售额增长受到其他地区疲软的拖累，如韩国（属于亚太东区，销售额仅同比增长1.9%），因此其总体销售额仅同比增长6.2%，表现逊于华润啤酒和重庆啤酒。

华润的啤酒毛利率扩大了295个基点至45.2%。**重庆啤酒**的整体毛利率缩减约20个基点至48.5%，而**百威亚太**的整体毛利率增长约20个基点至50.9%。

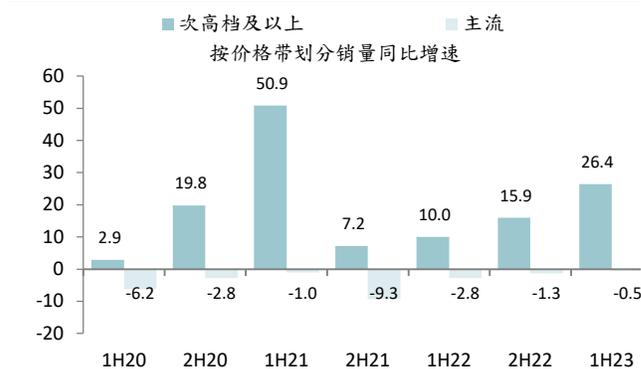
在净利润方面，**华润啤酒**的表现优于同行，归母净利润同比增长22%至46.49亿元人民币。**重庆啤酒**的归母净利润同比增长19%至8.65亿元人民币，**百威亚太**受韩国市场疲软的拖累，净利润表现平平（增长0.7%至5.79亿美元）。百威亚太地区西部（即中国）的EBITDA同比增长16%（有机增长），但被亚太地区东部（韩国）16%的EBITDA降幅所抵消。

图表 1: 华润啤酒：23年上半年次高端及以上产品系列销售额占比首次超过20%



资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 23年上半年次高端及以上产品系列销售额健康回升



资料来源：公司资料，交银国际预测

关于百威亚太（1876 HK/买入）23年上半年业绩报告，详情请见：

[百威亚太（1876 HK/买入）：中国和韩国2季度趋势两极分化](#)

**投资风险：**1) 需求低于预期，阻碍高端化进程；2) 竞争环境变得更激烈；3) 原材料成本压力上升；4) 合并白酒业务的执行不如理想；5) 白酒库存水平恶化。

## 23年上半年业绩一览

图表 3: 华润啤酒：23年上半年业绩汇总

	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	1H23
	(百万人民币)	(%同比)						
<b>收入</b>	<b>17,408</b>	<b>14,040</b>	<b>19,634</b>	<b>13,753</b>	<b>21,013</b>	<b>14,250</b>	<b>23,871</b>	<b>13.6%</b>
- 啤酒	17,408	14,040	19,634	13,753	21,013	14,250	22,894	9.0%
- 白酒	-	-	-	-	-	-	977	n/a
<b>毛利</b>	<b>7,030</b>	<b>5,045</b>	<b>8,305</b>	<b>4,769</b>	<b>8,878</b>	<b>4,683</b>	<b>10,991</b>	<b>23.8%</b>
<b>经营费用</b>	<b>(4,196)</b>	<b>(4,659)</b>	<b>(2,285)</b>	<b>(4,555)</b>	<b>(3,579)</b>	<b>(4,375)</b>	<b>(4,538)</b>	<b>26.8%</b>
- 营销费用	(2,927)	(3,196)	(3,291)	(3,452)	(3,220)	(3,530)	(3,914)	21.6%
- 行政费用	(1,823)	(2,596)	(1,637)	(1,982)	(1,346)	(1,974)	(1,576)	17.1%
- 其他收入	554	1,133	2,643	900	1,028	1,155	955	-7.1%
经营利润	2,834	386	6,020	214	5,299	308	6,453	21.8%
<b>EBIT (撇除一次性项目)</b>	<b>3,079</b>	<b>749</b>	<b>4,403</b>	<b>249</b>	<b>5,159</b>	<b>68</b>	<b>6,339</b>	<b>22.9%</b>
<b>税前利润</b>	<b>2,831</b>	<b>178</b>	<b>5,991</b>	<b>224</b>	<b>5,275</b>	<b>253</b>	<b>6,318</b>	<b>19.8%</b>
所得税费用	(747)	(168)	(1,695)	70	(1,472)	294	(1,620)	10.1%
归母净利润	2,079	15	4,291	296	3,802	542	4,649	22.3%
<b>经调整归母净利润 (撇除一次性项目)</b>	<b>2,296</b>	<b>360</b>	<b>3,159</b>	<b>424</b>	<b>3,802</b>	<b>542</b>	<b>4,732</b>	<b>24.5%</b>
<b>占销售</b>								<b>同比变动百分点</b>
<b>毛利率</b>	<b>40.4%</b>	<b>35.9%</b>	<b>42.3%</b>	<b>34.7%</b>	<b>42.3%</b>	<b>32.9%</b>	<b>46.0%</b>	<b>3.8</b>
- 啤酒	40.4%	35.9%	42.3%	34.7%	42.3%	32.9%	45.2%	2.9
- 白酒							65.8%	n/a
<b>经营费用率</b>	<b>-24.1%</b>	<b>-33.2%</b>	<b>-11.6%</b>	<b>-33.1%</b>	<b>-17.0%</b>	<b>-30.7%</b>	<b>-19.0%</b>	<b>(2.0)</b>
- 营销费用率	-16.8%	-22.8%	-16.8%	-25.1%	-15.3%	-24.8%	-16.4%	(1.1)
- 行政费用率	-10.5%	-18.5%	-8.3%	-14.4%	-6.4%	-13.9%	-6.6%	(0.2)
- 其他收入率	3.2%	8.1%	13.5%	6.5%	4.9%	8.1%	4.0%	(0.9)
<b>经营利润率</b>	<b>16.3%</b>	<b>2.7%</b>	<b>30.7%</b>	<b>1.6%</b>	<b>25.2%</b>	<b>2.2%</b>	<b>27.0%</b>	<b>1.8</b>
<b>EBIT率 (撇除一次性项目)</b>	<b>17.7%</b>	<b>5.3%</b>	<b>22.4%</b>	<b>1.8%</b>	<b>24.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>26.6%</b>	<b>2.0</b>
- 啤酒	17.7%	5.3%	22.4%	1.8%	24.6%	0.5%	27.1%	2.9
- 白酒							7.3%	n/a
税前利润率	16.3%	1.3%	30.5%	1.6%	25.1%	1.8%	26.5%	1.4
有效税率	26.4%	94.4%	28.3%	-31.3%	27.9%	-116.2%	25.6%	(2.3)
<b>净利润率</b>	<b>11.9%</b>	<b>0.1%</b>	<b>21.9%</b>	<b>2.2%</b>	<b>18.1%</b>	<b>3.8%</b>	<b>19.5%</b>	<b>1.4</b>
<b>经调整净利润率 (撇除一次性项目)</b>	<b>13.2%</b>	<b>2.6%</b>	<b>16.1%</b>	<b>3.1%</b>	<b>18.1%</b>	<b>3.8%</b>	<b>19.8%</b>	<b>1.7</b>
<b>同比增长率 (%)</b>								
<b>混合平均零售价</b>	<b>(2.4%)</b>	<b>(2.3%)</b>	<b>7.5%</b>	<b>5.1%</b>	<b>7.7%</b>	<b>1.8%</b>	<b>4.4%</b>	
<b>销量增长</b>	<b>(5.3%)</b>	<b>0.1%</b>	<b>4.9%</b>	<b>(6.8%)</b>	<b>(0.7%)</b>	<b>1.7%</b>	<b>4.4%</b>	
- 次高档及以上 (8元以上)	2.9%	19.8%	50.9%	7.2%	10.0%	15.9%	26.4%	
- 中档及以下 (8元以下)	(6.2%)	(2.8%)	(1.0%)	(9.3%)	(2.8%)	(1.3%)	(0.5%)	
<b>销量占比</b>								
- 次高档及以上 (8元以上)	11.4%	15.3%	16.4%	17.5%	18.1%	20.0%	22.0%	
- 中档及以下 (8元以下)	88.6%	84.7%	83.6%	82.5%	81.9%	80.0%	78.0%	

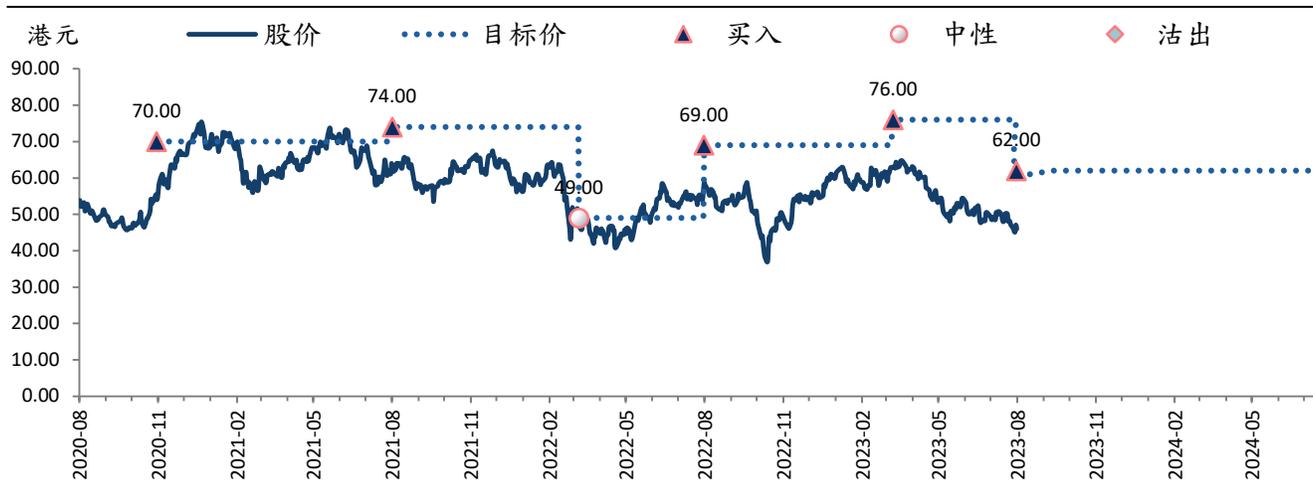
资料来源：公司资料，交银国际

图表 4: 华润啤酒：各地区的增长和利润概况

	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23
毛利率	40.4%	35.9%	42.3%	34.7%	42.3%	32.9%	46.0%
- 啤酒	40.4%	35.9%	42.3%	34.7%	42.3%	32.9%	45.2%
- 白酒							65.8%
<b>EBIT 率</b>	<b>16.4%</b>	<b>2.5%</b>	<b>30.3%</b>	<b>-11.8%</b>	<b>24.6%</b>	<b>0.8%</b>	<b>26.2%</b>
- 华东区	13.3%	-0.2%	33.8%	-20.4%	21.4%	-0.1%	21.5%
- 华中区	18.2%	-1.5%	27.3%	-5.4%	28.4%	-2.0%	31.8%
- 华南区	20.6%	10.4%	26.6%	3.0%	26.5%	4.4%	32.1%
- 白酒							7.3%
<b>EBITDA 率</b>	<b>21.5%</b>	<b>8.5%</b>	<b>34.4%</b>	<b>-5.8%</b>	<b>28.3%</b>	<b>6.3%</b>	<b>31.0%</b>
- 华东区	18.8%	5.8%	38.3%	-14.6%	25.5%	5.2%	24.9%
- 华中区	23.1%	4.2%	31.4%	0.0%	31.7%	3.0%	34.9%
- 华南区	25.2%	14.9%	30.2%	7.9%	30.0%	8.6%	35.6%
- 白酒							42.5%
<b>净利润率</b>	<b>11.9%</b>	<b>0.1%</b>	<b>21.9%</b>	<b>2.2%</b>	<b>18.1%</b>	<b>3.8%</b>	<b>19.5%</b>
<b>同比增长 (% YoY)</b>	<b>1H20</b>	<b>2H20</b>	<b>1H21</b>	<b>2H21</b>	<b>1H22</b>	<b>2H22</b>	<b>1H23</b>
<b>整体</b>							
- 收入	-7.5%	-2.3%	12.8%	-2.0%	7.0%	3.6%	13.6%
- EBIT	5.7%	-191.9%	108.4%	-563.7%	-13.1%	-106.6%	20.8%
- EBITDA	5.5%	146.9%	80.5%	-166.9%	-12.1%	-211.6%	24.3%
<b>华东区</b>							
- 收入	-10.0%	0.6%	10.8%	-1.0%	5.4%	3.0%	5.8%
- EBIT	-16.6%	n/a	181.2%	n/a	-33.2%	n/a	6.1%
- EBITDA	-11.5%	396.7%	124.9%	-347.3%	-29.8%	-136.7%	3.5%
<b>华中区</b>							
- 收入	-7.9%	-6.0%	12.8%	-1.4%	14.5%	10.7%	11.4%
- EBIT	7.9%	n/a	69.1%	n/a	19.2%	n/a	24.7%
- EBITDA	7.3%	138.3%	53.0%	-99.3%	15.5%	n/m	23.0%
<b>华南区</b>							
- 收入	-1.8%	-0.8%	16.8%	-0.4%	2.8%	7.3%	12.3%
- EBIT	56.3%	194.4%	50.4%	-70.8%	2.5%	56.6%	36.1%
- EBITDA	44.3%	80.2%	40.2%	-47.0%	2.0%	15.7%	33.5%

资料来源：公司资料，交银国际

图表 5: 华润啤酒目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
291 HK	华润啤酒	买入	46.00	62.00	34.8%	2023年08月20日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	17.06	20.70	21.3%	2023年08月03日	啤酒
600597 CH	光明乳业	买入	10.60	14.50	36.8%	2023年08月09日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	25.25	37.10	46.9%	2023年08月09日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	26.95	34.70	28.8%	2023年08月09日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.37	5.00	14.4%	2023年08月09日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	9.23	10.10	9.4%	2023年08月09日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	20.59	19.20	-6.8%	2023年08月09日	乳业
9633 HK	农夫山泉	中性	42.25	47.40	12.2%	2023年03月29日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	74.60	91.90	23.2%	2022年09月29日	纺服代工
1044 HK	恒安国际	买入	28.95	41.70	44.0%	2023年03月23日	个护家清
3331 HK	维达国际	中性	17.44	19.20	10.1%	2023年07月21日	个护家清
9922 HK	九毛九	买入	13.52	23.20	71.6%	2023年02月21日	餐厅
2331 HK	李宁	买入	39.10	51.20	30.9%	2023年08月14日	运动品牌
2020 HK	安踏	买入	79.15	127.00	60.5%	2023年03月22日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.66	1.46	121.2%	2023年08月15日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	买入	6.69	8.20	22.6%	2023年06月27日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2023年8月18日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	33,387	35,263	40,557	44,816	49,917
主营业务成本	(20,313)	(21,702)	(23,307)	(24,837)	(26,438)
<b>毛利</b>	<b>13,074</b>	<b>13,561</b>	<b>17,251</b>	<b>19,979</b>	<b>23,478</b>
销售及管理费用	(10,362)	(10,070)	(11,168)	(12,043)	(13,039)
其他经营净收入/费用	3,543	2,183	2,229	1,728	2,638
<b>经营利润</b>	<b>6,255</b>	<b>5,674</b>	<b>8,311</b>	<b>9,664</b>	<b>13,078</b>
财务成本净额	(19)	(79)	(229)	(387)	(387)
应占联营公司利润及亏损	(21)	(67)	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>6,215</b>	<b>5,528</b>	<b>8,083</b>	<b>9,277</b>	<b>12,691</b>
税费	(1,625)	(1,178)	(2,021)	(2,319)	(3,173)
非控股权益	(3)	(6)	(530)	(779)	(1,227)
<b>净利润</b>	<b>4,587</b>	<b>4,344</b>	<b>5,532</b>	<b>6,178</b>	<b>8,291</b>
作每股收益计算的净利润	3,583	4,344	5,532	6,178	8,291

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5,376	10,208	10,512	16,007	23,778
有价证券	2	3	3	3	3
应收账款及票据	3,436	2,612	4,174	4,612	5,137
存货	6,458	7,402	7,410	7,896	8,405
其他流动资产	625	653	653	653	653
<b>总流动资产</b>	<b>15,897</b>	<b>20,878</b>	<b>22,752</b>	<b>29,172</b>	<b>37,976</b>
物业、厂房及设备	13,717	14,050	15,046	15,041	15,036
无形资产	12,884	12,744	29,665	29,578	29,481
长期应收收入	8,555	9,641	9,641	9,641	9,641
<b>总长期资产</b>	<b>35,156</b>	<b>36,435</b>	<b>54,352</b>	<b>54,260</b>	<b>54,158</b>
<b>总资产</b>	<b>51,053</b>	<b>57,313</b>	<b>77,104</b>	<b>83,432</b>	<b>92,134</b>
短期贷款	0	512	1,688	1,688	1,688
应付账款	21,007	23,002	24,103	25,686	27,342
其他短期负债	163	153	153	153	153
<b>总流动负债</b>	<b>21,170</b>	<b>23,667</b>	<b>25,944</b>	<b>27,527</b>	<b>29,183</b>
长期贷款	0	588	7,187	7,187	7,187
其他长期负债	5,394	5,981	8,573	8,573	8,573
<b>总长期负债</b>	<b>5,394</b>	<b>6,569</b>	<b>15,760</b>	<b>15,760</b>	<b>15,760</b>
<b>总负债</b>	<b>26,564</b>	<b>30,236</b>	<b>41,704</b>	<b>43,287</b>	<b>44,943</b>
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备及其他资本项目	10,342	12,949	16,742	20,708	26,527
<b>股东权益</b>	<b>24,432</b>	<b>27,039</b>	<b>30,832</b>	<b>34,798</b>	<b>40,617</b>
非控股权益	57	38	4,568	5,347	6,575
<b>总权益</b>	<b>24,489</b>	<b>27,077</b>	<b>35,400</b>	<b>40,145</b>	<b>47,192</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	4,790	5,159	7,645	9,506	12,019
折旧及摊销	1,576	1,510	1,914	2,116	2,356
营运资本变动	(96)	1,447	(469)	658	622
税费	(1,275)	(1,270)	571	(2,319)	(3,173)
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,995</b>	<b>6,846</b>	<b>9,662</b>	<b>9,960</b>	<b>11,825</b>
资本开支	(1,471)	(1,661)	(1,910)	(2,111)	(2,351)
投资活动	0	0	0	0	0
其他投资活动现金流	2,721	1,603	722	221	1,131
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,250</b>	<b>(58)</b>	<b>(1,189)</b>	<b>(1,890)</b>	<b>(1,220)</b>
负债净变动	0	1,100	(6,225)	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(1,284)	(1,742)	(1,739)	(2,213)	(2,471)
其他融资活动现金流	(82)	(169)	(205)	(363)	(363)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1,366)</b>	<b>(811)</b>	<b>(8,169)</b>	<b>(2,576)</b>	<b>(2,834)</b>
汇率收益/损失	(41)	(145)	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>4,538</b>	<b>5,376</b>	<b>10,208</b>	<b>10,512</b>	<b>16,007</b>
<b>年末现金</b>	<b>5,376</b>	<b>10,208</b>	<b>10,512</b>	<b>16,007</b>	<b>23,778</b>

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	1.104	1.339	1.705	1.904	2.556
全面摊薄每股收益	1.104	1.339	1.705	1.904	2.556
每股股息	0.566	0.536	0.682	0.762	1.022
每股账面价值	7.531	8.335	9.504	10.726	12.520
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	39.2	38.5	42.5	44.6	47.0
EBITDA利润率	22.9	19.3	25.1	26.9	29.1
EBIT利润率	17.9	14.8	18.7	21.1	23.9
净利率	13.7	12.3	13.6	13.8	16.6
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	9.7	8.0	8.2	7.7	9.4
ROE	20.0	16.8	17.7	16.4	19.0
ROIC	24.1	24.6	15.9	18.0	24.0
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
利息覆盖率	(401.7)	(85.9)	(44.6)	(31.1)	(37.6)
流动比率	0.8	0.9	0.9	1.1	1.3
存货周转天数	114.5	114.5	114.5	114.5	114.5
应收账款周转天数	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
应付账款周转天数	55.1	55.1	55.1	55.1	55.1

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2023年8月21日  
华润啤酒 (291 HK)

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited (前称：58 Freight Inc.)、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**