

公司研究

喜力保持亮眼表现，期待下半年白酒发力

——华润啤酒（0291.HK）2023 年中报点评

买入（维持）

当前价：46.00 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523174

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：鲁俊

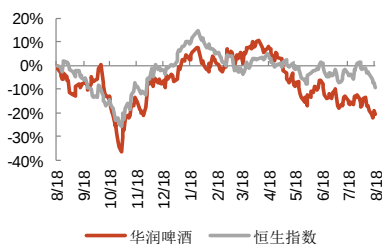
021-52523835

Lujun1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	32.44
总市值(亿港元):	1492.32
一年最低/最高(港元):	35.68/65.19
近 3 月换手率:	15.49%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.01	-2.93	-11.59
绝对	-5.08	-11.92	-20.76

资料来源：Wind

相关研报

22 年高质量收官，期待高端产品加速增长
华润啤酒（0291.HK）2022 年年报点评
(2023-03-27)

要点

事件：华润啤酒发布 2023 年半年度报告，23H1 实现营业收入 238.71 亿元、同增 13.6%；核心 EBIT 为 63.39 亿元，同增 23%；啤酒业务核心净利润 47.83 亿元，同增 25%；收入增速符合市场预期，核心 EBIT 增速超出市场预期。

H1 量价齐升，次高端及以上产品销量保持双位数增长。上半年公司啤酒收入共实现 228.94 亿元，同比+9%。**量：**2023H1 公司实现啤酒销量 657.1 万千升，yoy+4.4%。**价：**2023H1 吨酒价 3484 元/吨，yoy+4.4%，吨价上涨主要系公司产品结构持续升级。**分档次看：**2023H1 公司次高端及以上产品销量 144.4 万千升，yoy+26.4%，销量占比达 22.0%。在喜力品牌势能释放和全国化推动下，23H1 喜力销量增长接近 60%，老雪销量亦实现强劲增长。公司亦积极探索创新业态，在全国开设啤酒馆 Joy Brew（有社区店和旗舰店两种店型），由经销商投资，华润雪花做品牌赋能。

产品结构升级推动毛利率明显改善，盈利能力持续提升。公司 23H1 毛利率为 46.0%，yoy+3.8pcts，其中啤酒业务毛利率为 45.2%，yoy+2.9pcts：高端及以上产品表现亮眼、推动产品结构持续提升，以及部分包材价格下降对冲了原材料价格提升带来的压力。费用方面，23H1 销售费用率为 16.4%、yoy+1.1pcts，公司上半年持续推进“决战高端”战略，举办各类主题推广和渠道营销活动，致销售费用率略微上涨。23H1 行政及其他费用率 6.6%、yoy+0.2pcts。综上，核心 EBIT 实现 63.39 亿元，yoy+23%（不计 23H1 一次性员工确认补偿及安置费用和工厂相关的固定资产减值亏损合计 9400 万元；22H1 无相关费用），符合市场预期。啤酒业务核心净利率为 20.9%、yoy+2.7pcts。

喜力销量增速亮眼，下半年白酒有望逐步发力。上半年公司产品结构升级顺利，次高端及以上产品销量增速达 26.4%。具体看，SuperX 和纯生销量均达成双位数增长，喜力上半年销量增长接近 60%，在 12 元及以上价格带中表现抢眼。喜力的高增长一方面来自于今年喜力在全国进行重点布局，拓展更广阔的区域和更深的渠道；另一方面来自喜力在发达地区如福建、浙江、江苏、上海等具备较好的品牌基础和销量增速，我们预计下半年喜力销量仍将高速增长，全年销量增速有望达成 40%+。

白酒业务方面，今年上半年金沙已实现并表，23H1 集团白酒业务实现营收 9.77 亿元，实现 EBIT7100 万元。为解决此前酱酒普遍存在的库存高、价格倒挂等问题，公司积极采取措施对金沙进行重塑：1) 品牌和产品的重塑：面向年轻人的小光瓶酒“金沙小将”即将上市；“摘要”推出了定价 489 元的产品，接下来再对 500 元以上高端产品和 100-300 元主流价格带产品进行重塑，新品将在下半年逐步面市。2) 组织重塑：华润对白酒供应链、采购、营销管理组织进行重塑，目前销售组织建设基本完成。3) 推动金沙新产能落地：项目进展顺利，可以保证未来金沙酒业能较好的囤酒和生产。目前金沙库存已下降 30%至正常水平，价格也恢复正常，可以正常出货，我们预计今年白酒将贡献 20-30 亿元的收入。随着“啤白双赋能，白白共成长”模式的推进，公司白酒业务 3 年内收入 100 亿元，利润 20-30 亿元的目标有望实现。

盈利预测、估值与评级：考虑到白酒业务的利润释放节奏仍有不确定性，我们下调华润啤酒 2023-2025 年归母净利润预测分别为 54.23/65.95/76.82 亿元（分别下调 6%/4%/3%）。华润啤酒作为啤酒赛道的龙头企业，高端化发展战略目标清晰，布局坚定。我们看好公司中高端产品的放量前景，特别是核心大单品 SuperX+喜力的表现，维持“买入”评级。

风险提示：原材料成本上涨快于预期；区域竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	33,387	35,263	40,606	43,611	46,626
营业收入增长率	6.2%	5.6%	15.2%	7.4%	6.9%
归母净利润（百万元）	4,587	4,344	5,423	6,595	7,682
归母净利润增长率	119.1%	-5.3%	24.8%	21.6%	16.5%
EPS（元）	1.41	1.34	1.67	2.03	2.37
核心 EBIT	4,652	5,462	6,697	7,790	8,826
yoy	21.5%	17.4%	22.6%	16.3%	13.3%
核心净利润	3,583	4,520	5,573	6,707	7,757
yoy	-1.2%	26.2%	23.3%	20.3%	15.7%
P/E（核心净利润）	38	30	25	20	18
EV/EBITDA	21	19	18	16	15
P/E（归母净利润）	30	32	25	21	18

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2023-8-18，1HKD=0.9199CNY，注：核心 EBIT/净利润均历史回溯调整存货减值损失，2021 年归母净利润含 17.55 亿元的土地处置收益

财务报表与盈利预测

利润表 (百万 人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	33,387	35,263	40,606	43,611	46,626
YOY	6.2%	5.6%	15.2%	7.4%	6.9%
COGS	-20,313	-21,702	-24,383	-25,803	-27,241
毛利	13,074	13,561	16,223	17,808	19,385
毛利率	39.2%	38.5%	40.0%	40.8%	41.6%
其他收入-经营	3,543	2,183	2,389	2,599	2,833
销售费用 (包括运输费用)	-6,743	-6,750	-8,243	-8,591	-8,999
管理费用	-3,619	-3,320	-3,327	-3,421	-3,504
营业利润	5,991	5,227	6,497	7,640	8,726
核心 EBIT	4,652	5,462	6,697	7,790	8,826
D&A	-1,487	-1,562	-1,156	-1,216	-1,271
EBITDA	6,139	7,024	7,853	9,007	10,097
财务费用	-19	-79	-200	-100	-100
除税前溢利	6,215	5,528	6,821	8,274	9,595
所得税	-1,625	-1,178	-1,705	-2,069	-2,399
持续经营净利润	4,590	4,350	5,116	6,206	7,196
净利润(不含少数股东权益)	4,587	4,344	5,423	6,595	7,682
核心净利润	3,583	4,520	5,573	6,707	7,757

资产负债表 (百万 人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产:					
现金及现金等价物	4,538	5,376	10,208	14,750	20,195
应收款项合计	2,378	3,436	2,612	2,624	2,639
存货	6,014	6,458	7,402	8,119	8,842
其他流动资产	447	627	656	656	656
流动资产合计	13,377	15,897	20,878	26,150	32,332
非流动资产:					
Gross PPE	17,781	17,096	17,206	17,894	18,343
Goodwill	9,326	9,250	9,385	9,385	9,385
递延所得税资产	2,858	3,368	3,266	3,266	3,266
其他非流动资产	320	255	203	151	99
可供出售投资	7	-	-	-	-
预付款项	106	175	128	128	128
非流动资产合计	30,398	35,156	36,435	37,071	37,468
总资产	43,775	51,053	57,313	63,221	69,799
流动负债:					
应付账款及票据	19,327	21,007	23,002	25,230	27,475
应交税金	162	92	100	100	100
短期借贷及长期借贷当期到期部分	0	0	512	512	512
租赁-流动负债	83	71	53	53	53
流动负债合计	19,572	21,170	23,667	25,895	28,140
非流动负债:					
长期借贷	0	0	588	588	588
其他非流动负债	2,812	5,334	5,922	6,225	6,528
租赁-非流动负债	117	60	59	59	59
非流动负债合计	2,929	5,394	6,569	6,872	7,175

总负债	22,501	26,564	30,236	32,767	35,315
股东权益：					
普通股股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	7,127	10,342	12,949	16,575	20,921
普通股权益总额	21,217	24,432	27,039	30,665	35,011
归属母公司股东权益	21,217	24,432	27,039	30,665	35,011
少数股东权益	57	57	38	-211	-527
股东权益合计	21,274	24,489	27,077	30,454	34,484
总负债及总权益	43,775	51,053	57,313	63,221	69,799

现金流量表 (百万 人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
将净利润调整为经营活动的现金流量：					
净利润	4,590	4,350	5,116	6,206	7,196
加：折旧与摊销	1,487	1,562	1,156	1,216	1,271
营运资本变动	178	1,875	1,499	1,508	1,051
其他非现金调整	-1,260	-941	303	303	303
经营活动产生的现金流量净额	4,995	6,846	8,073	9,233	9,821
投资活动：					
出售固定资产收到的现金	226	591	0	0	0
减：资本性支出	1,471	1,661	1,792	1,613	1,451
其他投资活动产生的现金流量净额	-1,505	12	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-2,750	-1,058	-1,792	-1,613	-1,451
筹资活动：					
债务增加	0	0	0	0	0
减：债务减少	0	0	0	0	0
股本增加	-76	(78)	0	0	0
减：支付的股利合计	1,284	1,742	1,739	2,175	2,645
其他筹资活动产生的现金流量净额	-6	(39)	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-1,366	-811	-1,739	-2,175	-2,645
现金净流量：					
汇率变动影响	-41	(145)	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	838	4,832	4,542	5,445	5,724
现金及现金等价物期末余额	5,376	10,208	14,750	20,195	25,919

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP