

2023 年 08 月 21 日

啤酒高端化势头延续，白酒业务全面重塑

华润啤酒 (0291. HK)

评级:	买入	股票代码:	0291
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	63.0/37.0
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	1,492.32
最新收盘价(港元):	45.05	自由流通市值(亿港元)	1,492.32
		自由流通股数(百万)	3,244.18

事件概述

公司 23H1 实现营收 238.7 亿元，同比+13.6%；归属于公司股东利润为 46.49 亿元，同比+22.3%。公司中期付息每股人民币 0.287 元。

分析判断:

► 啤酒业务量价齐升，高端化势头延续

公司啤酒业务 23H1 实现营收 228.9 亿元，同比+9.0%；实现 EBIT62.0 亿元，同比+20%；如将 23H1 产能优化与员工补偿及安置费用 9400 万元影响还原，则 23H1 公司实现 EBIT63.0 亿元，同比+21.9%。拆分量价来看，公司 23H1 实现啤酒销量 657.1 万千升，同比+4.4%；对应吨价 3484 元，同比+4.4%，啤酒业务实现量价齐升。从产品结构来看，次高端及高端产品增长较迅速。23H1 次高档及以上啤酒实现销量 144.4 万千升，同比+26.4%，其中喜力品牌增速接近 60%。

分地区来看，公司啤酒业务在各区域均实现增长。其中东区/中区/南区分别实现营收 111.96/66.09/58.87 亿元，分别同比+7.1%/+8.2%/+9.9%；实现 EBIT22.89/20.37/18.76 亿元，分别同比+6.1%/+24.74%/+36.14%。我们预计中区、南区盈利水平提升较高主因结构升级表现较好，未来随消费升级趋势有望延续。

► 白酒业务并表，金沙全面重塑

根据公司公告，金沙酒业于今年 1 月 10 日并入公司报表。23H1 公司白酒业务实现营收 9.77 亿元，实现 EBIT0.71 亿元，如将收购金沙产生的无形资产摊销影响还原则 23H1 实现 EBIT3.95 亿元。报告期内公司重点围绕“去库存减压力、线上线下价格恢复、提振渠道信心、建立销售秩序、抓机遇拓市场、销售组织重塑”六个方面开展工作。在商业模式上，公司未来将在市场化的机制下，持续打造以“组织相连”、“价值厚增”、“人才共用”、“费用分投”、“渠道共用”及“终端合建”为特色的“啤白双赋能”模式，共同发展啤酒及非啤酒业务。我们认为金沙酒业产能基础较好（据公司中报披露年产能约 20000 千升），在全国范围内具有一定品牌影响力，随着华润对金沙重塑的深入，有望在报表端提供更多的业绩增量。

► 成本压力缓解，利润弹性释放

成本端来看，23H1 公司整体毛利率为 46.0%，同比+3.8pct，我们预计主因白酒业务拉动；仅考虑啤酒业务，23H1 公司啤酒业务 EBIT Margin 为 26.2%，同比+2.6pct，提升较为明显。我们预计主因：1) 大麦、包材等原材料价格有所回落；2) 产品结构上行所致。费用端来看，23H1 公司销售费用率/行政及其他费用率分别为 16.4%/6.6%，分别同比+1.1pct/+0.2pct，我们预计费用率提升主因消费场景恢复后营销费用增加所致。利润端来看，公司 23H1 归母净利润率为 19.5%，同比+1.4pct，盈利能力有所提升。我们预计随着成本压力进一步缓解，产品结构进一步升级，公司利润弹性有望持续释放。

投资建议

考虑到金沙酒业并入报表，我们将公司 2023-2025 年营业总收入的预测由 395.88/419.87/440.54 亿元上调至 419.05/449.93/478.50 亿元，将 2023-2025 年 EPS 的预测由 1.64/1.91/2.16 元上调至 1.74/2.03/2.27 元，对应 8 月 21 日收盘价 45.05 港元/股，PE 分别为 26/22/20 倍，维持“买入”评级。

风险提示

高端化进程不及预期、白酒业务发展不及预期、原材料成本变动超预期

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	34393.00	36428.00	41905.00	44993.00	47850.00
YoY (%)	6.17%	5.92%	15.04%	7.37%	6.35%
归母净利润(百万元)	4587.00	4344.00	5632.86	6571.47	7361.20
YoY (%)	119.05%	-5.30%	29.67%	16.66%	12.02%
毛利率 (%)	39.16%	38.46%	40.76%	41.48%	42.15%
每股收益 (元)	1.41	1.34	1.74	2.03	2.27
ROE (%)	0.19	0.16	0.17	0.17	0.16
市盈率	45.16	40.74	25.95	22.24	19.85

资料来源: Wind, 华西证券研究所 (1 港元=0.93 人民币)

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	36428.00	41905.00	44993.00	47850.00	净利润	4344.00	5632.86	6571.47	7361.20
YoY (%)	5.92%	15.04%	7.37%	6.35%	折旧和摊销	1562.00	140.50	139.10	137.70
营业成本	21702.00	24184.14	25665.70	27024.63	营运资金变动	1447.00	1824.19	1352.58	906.18
营业税金及附加					经营活动现金流	6846.00	7293.70	7755.72	8333.00
销售费用	6750.00	7756.56	8333.02	8782.42	资本开支	-1661.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	3320.00	3470.04	3508.64	3503.63	投资	-766.00	-989.67	-879.00	-815.56
财务费用	-333.00	-276.86	-481.49	-705.83	投资活动现金流	-1058.00	-403.35	-199.46	-166.62
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-67.00	-19.68	73.54	42.93	债务募资	1100.00	-144.00	-168.00	-180.00
营业利润					筹资活动现金流	-811.00	-173.38	-194.26	-202.78
营业外收支					现金净流量	4832.00	6716.97	7362.01	7963.60
利润总额	5528.00	7357.44	8646.67	9894.09	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	1178.00	1471.49	1729.33	1978.82	成长能力				
净利润	4350.00	5885.96	6917.34	7915.27	营业收入增长率	5.62%	15.77%	7.43%	6.51%
归属于母公司净利润	4344.00	5632.86	6571.47	7361.20	净利润增长率	-5.30%	29.67%	16.66%	12.02%
YoY (%)	-5.30%	29.67%	16.66%	12.02%	盈利能力				
每股收益(元)	1.34	1.74	2.03	2.27	毛利率	38.46%	40.76%	41.48%	42.15%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率率	12.32%	13.80%	14.98%	15.76%
货币资金	10208.00	16924.97	24286.98	32250.58	总资产收益率 ROA	7.58%	8.56%	8.78%	8.76%
预付款项					净资产收益率 ROE	16.07%	17.24%	16.75%	15.80%
存货	7402.00	7768.55	8368.76	8653.78	偿债能力				
其他流动资产	3.00	18.99	11.88	14.24	流动比率	0.88	1.11	1.33	1.57
流动资产合计	20878.00	29019.85	37696.03	46640.48	速动比率	0.57	0.81	1.03	1.28
长期股权投资	1489.00	1967.83	2451.42	2862.32	现金比率	0.43	0.64	0.86	1.09
固定资产	14050.00	13909.50	13770.41	13632.70	资产负债率	52.76%	49.90%	46.69%	43.12%
无形资产	9707.00	9707.00	9707.00	9707.00	经营效率				
非流动资产合计	36435.00	36773.33	37117.82	37391.02	总资产周转率	0.65	0.66	0.62	0.59
资产合计	57313.00	65793.18	74813.85	84031.50	每股指标 (元)				
短期借款	512.00	368.00	200.00	20.00	每股收益	1.34	1.74	2.03	2.27
应付账款及票据	3441.00	3391.08	3949.83	3815.07	每股净资产	8.33	10.07	12.10	14.37
其他流动负债	19614.00	22371.72	24083.06	25689.92	每股经营现金流	2.11	2.25	2.39	2.57
流动负债合计	23667.00	26261.23	28364.56	29666.93	每股股利	0.54	0.00	0.00	0.00
长期借款	588.00	588.00	588.00	588.00	估值分析				
其他长期负债	5981.00	5981.00	5981.00	5981.00	PE	40.74	25.95	22.24	19.85
非流动负债合计	6569.00	6569.00	6569.00	6569.00	PB	6.54	4.47	3.72	3.14
负债合计	30236.00	32830.23	34933.56	36235.93					
股本	14090.00	14090.00	14090.00	14090.00					
少数股东权益	38.00	291.10	636.96	1191.03					
股东权益合计	27077.00	32962.96	39880.29	47795.56					
负债和股东权益合计	57313.00	65793.18	74813.85	84031.50					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。