

华润啤酒 (00291.HK)

2023 半年报点评：业绩符合预期，结构化升级加速

买入 (维持)

2023 年 08 月 22 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书：S0600522090007

liyzzh@dwzq.com.cn

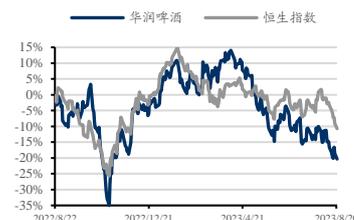
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	36,428.00	42,476.32	46,500.85	50,199.52
同比	9%	17%	9%	8%
归属母公司净利润 (百万元)	4,344.00	5,281.10	6,326.81	7,212.29
同比	-5%	22%	20%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.34	1.63	1.95	2.22
P/E (现价最新股本摊薄)	30.92	25.44	21.23	18.62

关键词：#业绩符合预期 #产品结构变动带来利润率上升

投资要点

- **事件：**公司发布 2023H1 半年报，实现营业收入 238.7 亿元 (yoy+13.6%)，EBIT 为 62.5 亿元 (yoy+21.1%)，归母净利润 46.5 亿元 (yoy+22.3%)。
- **啤酒业务量价齐升，结构化升级加速，喜力表现亮眼。**公司 2023H1 啤酒业务收入 228.9 亿元 (yoy+9.0%)，其中销量与吨价均实现同比 4.4% 增长。收入增速略低于我们预期，我们认为与上半年线下餐饮等消费场景复苏不及预期有关。分区域来看，公司东区/中区/南区营收分别同比 +7.1%/8.2%/9.9%。分产品结构来看，公司次高端及以上产品加速全国化布局，2023H1 销量同增 26.4%，其中 SuperX 和纯生销量均达成双位数增长，喜力品牌同比增长接近 60%，表现亮眼。次高端及以上产品销量占比整体提升 3.8pct 至 22%。
- **次高端及以上产品快速增长&成本压力下行驱动利润率提升。**2023H1 公司整体毛利率达 46.0% (yoy+3.8pct)，其中啤酒业务毛利率为 45.2% (yoy+2.9pct)，受益于次高端及以上高价产品占比提升、包材成本下降缓解整体原材料价格提升压力，毛利率提升显著。2023H1 销售费用率为 16.4% (yoy+1.1pct)，主要系持续推进高端化战略，营销活动增加所致。2023H1 管理费用率同比微增 0.2pct。
- **白酒业务调整逐步落地，中长期啤白战略持续推进，成果可期。**2023H1 公司白酒业务营收 9.8 亿元 (yoy-51.2%)，主要系公司内部业务梳理与调整有关，该业务实现 EBIT 为 7100 万元，EBIT 率为 7.3%，据我们测算，剔除无形资产摊销后 EBIT 为 4.0 亿元，经调 EBIT 率达 40% 以上，白酒业务盈利能力显著，金沙品牌库存持续下降，调整逐步落地。“啤白双赋能，白白共成长”是公司与其他酒企不同的理念，我们看好公司内部经营管理持续优化与业务中长期成长性。
- **盈利预测与投资评级：**2023 年 H1 公司经营表现符合预期，我们微上调 2023~25 年归母净利润 52.8/63.3/72.1 亿元 (2023~25 年 CAGR 为 16.9%，前值为 52.4/63.3/71.5 亿元)，三年对应动态 PE 为 25/21/19 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动，市场竞争加剧，原材料成本大幅上升，结构化升级不及市场预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	45.05
一年最低/最高价	35.90/65.60
市净率(倍)	4.76
港股流通市值(百万港元)	146,150.17

基础数据

每股净资产(港元)	9.47
资产负债率(%)	54.85
总股本(百万股)	3,244.18
流通股本(百万股)	3,244.18

相关研究

《华润啤酒(00291.HK): 2022 年报点评：业绩略超预期，高端化&降本增效弹性显著》

2023-03-27

《华润啤酒(00291.HK): 收购金沙酒业点评：实现白酒“1+N”布局，交叉赋能有望迎来第二增长曲线》

2022-10-26

华润啤酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	20,878.00	26,012.88	33,666.55	40,206.86	营业总收入	36,428.00	42,476.32	46,500.85	50,199.52
现金及现金等价物	10,208.00	13,940.78	20,066.79	25,417.96	营业成本	21,702.00	24,110.29	25,862.42	27,515.95
应收账款及票据	118.00	153.44	160.34	172.48	销售费用	6,750.00	7,593.52	8,199.40	8,840.47
存货	7,402.00	7,901.62	8,543.37	9,113.20	管理费用	3,320.00	3,716.83	3,925.24	4,232.14
其他流动资产	3,150.00	4,017.03	4,896.05	5,503.22	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	36,435.00	35,145.32	31,571.44	28,486.32	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	14,050.00	12,455.00	11,019.50	9,727.55	经营利润	4,656.00	7,055.69	8,513.78	9,610.95
商誉及无形资产	9,707.00	7,109.15	4,043.30	1,237.71	利息收入	380.00	120.82	170.11	227.50
长期投资	1,489.00	1,967.83	2,451.42	2,862.32	利息支出	47.00	125.31	236.49	208.78
其他长期投资	4,740.00	5,072.67	5,516.56	6,118.07	其他收益	539.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	6,449.00	8,540.67	8,540.67	8,540.67	利润总额	5,528.00	7,051.20	8,447.40	9,629.68
资产总计	57,313.00	61,158.19	65,237.99	68,693.18	所得税	1,178.00	1,762.80	2,111.85	2,407.42
流动负债	23,667.00	25,620.40	28,029.34	30,195.07	净利润	4,350.00	5,288.40	6,335.55	7,222.26
短期借款	512.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	6.00	7.29	8.74	9.96
应付账款及票据	3,441.00	3,591.25	3,949.43	4,192.45	归属母公司净利润	4,344.00	5,281.10	6,326.81	7,212.29
其他	19,714.00	22,029.15	24,079.91	26,002.62	EBIT	4,656.00	7,055.69	8,513.78	9,610.95
非流动负债	6,569.00	6,569.00	6,569.00	6,569.00	EBITDA	6,218.00	8,881.87	10,035.24	10,838.31
长期借款	588.00	588.00	588.00	588.00	Non-GAAP				
其他	5,981.00	5,981.00	5,981.00	5,981.00					
负债合计	30,236.00	32,189.40	34,598.34	36,764.07					
股本	14,090.00	14,090.00	14,090.00	14,090.00	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	38.00	45.29	54.03	63.99	每股收益(元)	1.34	1.63	1.95	2.22
归属母公司股东权益	27,039.00	28,923.50	30,585.62	31,865.11	每股净资产(元)	8.35	8.93	9.44	9.84
负债和股东权益	57,313.00	61,158.19	65,237.99	68,693.18	发行在外股份(百万股)	3,244.18	3,244.18	3,244.18	3,244.18
					ROIC(%)	13.91	18.33	21.01	22.62
					ROE(%)	16.07	18.26	20.69	22.63
					毛利率(%)	38.46	39.67	40.70	41.49
					销售净利率(%)	12.32	13.21	14.51	15.34
					资产负债率(%)	52.76	52.63	53.03	53.52
					收入增长率(%)	9.11	16.60	9.47	7.95
					净利润增长率(%)	(5.30)	21.57	19.80	14.00
					P/E	30.92	25.44	21.23	18.62
					P/B	4.96	4.64	4.38	4.21
					EV/EBITDA	24.69	13.62	12.62	11.19

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2023年8月21日的0.9191,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>