

食品饮料 | 公司研究

2023年8月18日

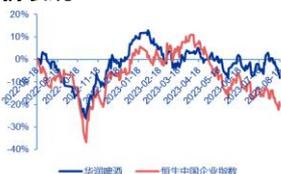
买入

维持

## 市场数据：2023年8月18日

收盘价 (港币)	46.00
恒生中国企业指数	6,146.99
52周最高/最低价 (港币)	65.19/35.68
H股市值 (亿港元)	1492
流通H股 (百万股)	3244
汇率 (人民币/港币)	1.07

## 股价表现：



资料来源：Wind

## 证券分析师

吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com  
周缘 A0230519090004  
zhouyuan@swsresearch.com

## 联系人

吕昌  
(8621)23297818x  
lvchang@swsresearch.com

## 啤酒次高端发力 白酒消化整合

## 华润啤酒 (0291:HK)

**事件** 公司发布2023年上半年业绩 根据公司公告,23H1实现营业收入238.7亿元,同比增长13.6%,归属于公司股东利润为46.49亿元,同比增长22%。拆分看啤酒业务实现营业收入228.9亿元,同比增长9%,白酒业务实现营业收入9.77亿元。公司中期付息每股人民币0.287元。

**投资评级与估值**：维持盈利预测,预测2023-2025年公司归母净利润为55.90,69.24,83.84亿元,同比增长29%,24%,21%,当前股价对应23-25年PE分别为25x,20x,17x,EV/EBITDA为14x,11x,9x;预测公司23-25年核心归母净利润(加回扣税后计提的员工安置费及固定资产减值中关厂相关部分)为58.48,71.76,85.54亿元,同比增长31%,23%,19%,当前股价对应23-25年PE分别为24x,19x,16x。啤酒行业高端化趋势远未走完,华润是行业内高端化最坚决、战略执行力最强的龙头。我们认为公司将持续提高主流及以上产品占比,毛利率将持续提升,同时随着经营效率的不断优化,减值和安置费用将逐步减少,未来业绩快速释放可期。伴随华润完善白酒布局,3~5年维度预计有望成为第二增长曲线。当前时点公司估值已在近5年相对低位,核心业务对应的PE水平极具吸引力,维持买入评级。

**次高端升级提速,啤酒业务稳健增长**。根据公司公告,23H1公司实现啤酒销量657.1万吨,同比增长4.4%,其中次高端以上啤酒销量144万吨,同比增长26%。公司继续丰富“中国品牌+国际品牌”的产品矩阵,分产品看,上半年喜力同比增长接近60%,纯生实现双位数以上增长,预计主要得益于公司在东部发达市场扩大市场份额,勇闯天涯SX短期面临一定的增长压力,后续需关注公司在产品品牌形象方面的塑造,此外老雪通过绑定东北烧烤场景实现超预期增长。展望全年,预计次高端以上产品有望维持高增,其中10元以上价格带产品占比进一步提高。结构升级带动公司吨价同比提高4.4%到3484元/吨,预计有货折增加的因素部分影响吨价提升的幅度,未来伴随次高端及以上产品占比提升,全年维度吨价有望实现中单位数增长。

**成本压力收缩带动啤酒业务盈利能力提升,内部关厂提效持续**。成本端,受益于包材价格下行,以及折旧摊销压力收缩,吨成本同比下降0.9pct到1909元/吨。吨价提升和成本优化带动公司啤酒业务毛利率同比提升2.9pct到45.2%。23H1公司在费用投放方面进一步聚焦资源在次高端价格带,并优化费用使用效率,啤酒业务销售费用率15.47%,同比提升0.15pct,费用压力不大,带动23H1啤酒业务实现EBIT62亿元,同比增长20.3%。此外,23H1公司持续推进关厂减员增效动作,确认产能优化产生的固定资产减值亏损和一次性员工安置费用0.94亿元,伴随结构升级和内部效率的持续优化,啤酒业务中长期看具备充足利润率提升空间。

**白酒业务并表,伴随库存消化,期待后续改善**。根据公司公告,23H1公司并表金沙酒业,并设立华润雪花和华润酒业两个事业部分别负责啤酒和白酒的运营管理,在两项业务的运作上更为聚焦。公司白酒业务上半年实现营业收入9.77亿元,测算毛利率66%,实现EBIT为0.71亿元,若剔除无形资产摊销影响,实现EBIT为3.95亿元。公司白酒业务今年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。考虑到白酒业务的重整需要一定时间,期待未来白酒业务贡献更高的EPS增量。

**风险提示**：中高端竞争加剧,原料成本大幅上涨

## 财务数据及盈利预测

人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33,387	35,263	38,201	41,285	44,376
同比增长率(%)	6.2%	5.6%	8.3%	8.1%	7.5%
净利润(百万元)	4587	4344	5590	6924	8384
同比增长率(%)	119.1%	-5.3%	28.7%	23.9%	21.1%
每股收益(元)	1.41	1.34	1.72	2.13	2.58
净资产收益率(%)	19%	16%	18%	19%	20%
市盈率(倍)	30	32	25	20	17
EV/EBITDA(倍)	17	19	14	11	9

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

## 附录 – 财务报表

### 综合损益表

人民币百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业额（营业收入）	31,448	33,387	35,263	38,201	41,285	44,376
销售成本	19,373	20,313	21,702	22,760	23,877	24,894
毛利	12075	13074	13561	15441	17408	19482
其他收入	1687	3543	2183	2240	2377	2555
销售及分销费用	6123	6743	6750	7201	7786	8374
一般及行政费用	4419	3619	3320	3234	3097	2966
财务成本	211	19	79	69	69	69
除税前盈利	3009	6215	5528	7177	8833	10628
税项	915	1625	1178	1579	1899	2232
本年度盈利（净利润）	2094	4590	4350	5598	6934	8396
分配于非控制股东权益	0	3	6	8	10	12
分配于本公司股东（归母净利润）	2094	4587	4344	5590	6924	8384
每股盈利	0.65	1.41	1.34	1.72	2.13	2.58

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。