



华润啤酒 (00291.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，喜力趋势良好

业绩简评

3月18日，公司公告，23年营业收入389.32亿元，同比+10.4%；归母净利51.53亿元，同比+18.6%，业绩符合预期。

经营分析

啤酒业务：喜力高增，ASP态势良好，吨成本H2承压。

23年啤酒量+0.5%，ASP同比+4.0%；营业收入同比+4.5%。次高及以上销量250万吨（占比+3.5pct至22.4%），同比+19%（喜力+60%至60万吨）。预计全年纯生+16%突破80万吨、老雪翻倍、勇闯和SX中低个位数增长。H2销量同比-4.6%、吨价同比+2.8%、收入同比-2.0%；次高及以上销量同比+10%（占比+3.1pct），主要系Q3天气、消费力疲弱拖累，Q4量价保持增长。

23年吨成本同比+1.1%，毛利率同比+1.7pct至40.2%，H2吨成本同比+4%，系销量下滑导致规模效应减弱，叠加结构优化导致成本自然上行。23年销售费率同比+0.1pct，行政及其他费率同比-1.4pct（剔除一次性费用后同比-1.2pct），系紧日子政策成效显著。23年关厂裁员一次性费用1.41亿元（22年为2.35亿元），共关厂2家+新增1间安徽蚌埠智能工厂，产销分离完成。

23年啤酒核心净利52.45亿元，同比+15%（核心净利率14.2%，同比+1.3pct）；啤酒核心ebit同比+28%，核心ebit率同比+3.5pct，政府补助增加4.25e。公司所得税率同比+5pct至26.3%，系22H2一次性扰动，整体财务成本占比+0.4pct。展望24年，次高及以上有望双位数增长，纯生冲刺100wt、喜力75-80wt、SX换新，主流产品也将全面升级改造，产品力进一步夯实。成本端24年大麦预计双位数下降，包材稳中有降，毛利率弹性有望释放。

白酒业务：环比明显改善，库存价盘理清。23年白酒营收20.67亿元，EBIT为1.3亿元，剔除无形资产摊销、利息费用后，白酒归母净利在1kw左右。白酒在23年消化库存8e，当前库销比在40%，大单品摘要开瓶率从14%提升至24%，价盘从400多提升至580-600元，1-2月开门红；金沙回沙产品重塑后24年有望发力。为庆祝30周年新增特别派息，公司股息率+19pct至59%。中长期看分红率对比历史有提升空间，但短期仍有资本开支制约（金沙未来2-3年内投入18e资本开支扩建产能）。

盈利预测、估值与评级

考虑消费需求制约ASP增速，且白酒改革需要时间，我们下调24-25年盈利预测（幅度为11%/16%），并引入26年预测。预计24-26年啤酒收入+4%/4%/4%，白酒收入+40%/35%/30%，整体收入+6%/6%/6%，归母利润+17%/17%/15%，eps为1.87/2.17/2.49元，对应PE为18/16/14X，维持买入评级。

风险提示

喜力放量不及预期；区域市场竞争加剧；白酒进展低于预期。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

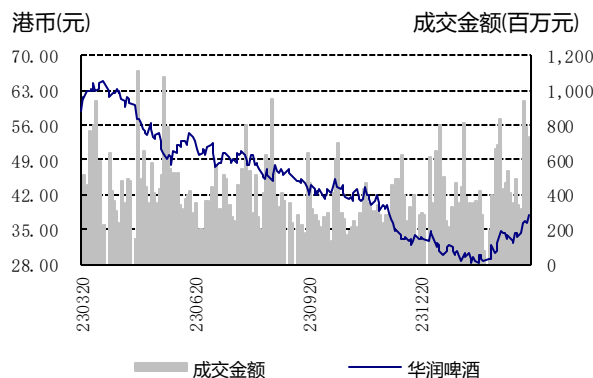
分析师：李本媛（执业S1130523090002）

libenyuan@gjzq.com.cn

市价（港币）：37.950元

相关报告：

- 《华润啤酒港股公司点评：喜力增速亮眼，啤白融合起步》，2023.8.20
- 《华润啤酒港股公司点评：业绩超预期，看好喜力加快放量》，2023.3.26



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	35,263	38,932	41,190	43,808	46,617
营业收入增长率	5.62%	10%	6%	6%	6%
归母净利润(百万元)	4,344	5,153	6,052	7,055	8,084
归母净利润增长率	-5.30%	19%	17%	17%	15%
摊薄每股收益(元)	1.34	1.59	1.87	2.17	2.49
每股经营性现金流净额	2.11	1.83	3.75	3.39	3.39
P/E	37.39	20	18	16	14
P/B	6.01	2.99	2.70	2.27	2.27

来源：公司年报、国金证券研究所，单位为人民币



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	33,387	35,263	38,932	41,190	43,808	46,617
增长率	—	5.6%	10.4%	5.8%	6.4%	6.4%
主营业务成本	20,313	21,702	22,829	23,030	23,666	24,336
%销售收入	60.8%	61.5%	58.6%	55.9%	54.0%	52.2%
毛利	13,074	13,561	16,103	18,160	20,142	22,281
%销售收入	39.2%	38.5%	41.4%	44.1%	46.0%	47.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	1
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	6,743	6,750	8,065	8,559	9,134	9,743
%销售收入	20.2%	19.1%	20.7%	20.8%	20.9%	20.9%
管理费用	3,619	3,320	3,362	3,336	3,417	3,496
%销售收入	10.8%	9.4%	8.6%	8.1%	7.8%	7.5%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	6,002	5,195	6,904	8,296	9,521	10,873
%销售收入	18.0%	14.7%	17.7%	20.1%	21.7%	23.3%
财务费用	-213	-333	-174	-50	-228	-332
%销售收入	-0.6%	-0.9%	-0.4%	-0.1%	-0.5%	-0.7%
投资收益	-21	-67	-5	-6	-7	-5
%税前利润	-0.3%	-1.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
营业利润	3,718	4,656	5,808	7,414	8,741	10,192
营业利润率	11.1%	13.2%	14.9%	18.0%	20.0%	21.9%
营业外收支						
税前利润	6,215	5,528	7,078	8,345	9,749	11,205
利润率	18.6%	15.7%	18.2%	20.3%	22.3%	24.0%
所得税	1,625	1,178	1,864	2,170	2,535	2,913
所得税率	26.1%	21.3%	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	4,590	4,350	5,214	6,176	7,214	8,291
少数股东损益	3	6	61	124	159	207
归属于母公司的净利润	4,587	4,344	5,153	6,052	7,055	8,084
净利率	13.7%	12.3%	13.2%	14.7%	16.1%	17.3%

现金流量表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
净利润	4,587	4,344	5,153	6,052	7,055	8,084
少数股东损益	3	6	61	124	159	207
非现金支出	-1,137	-507	-848	-642	-560	-560
营运资金变动	-96	1,447	-792	4,065	1,702	1,702
经营活动现金净流	4,995	6,846	5,943	12,168	10,999	10,999
资本开支	-1,471	-1,661	-23,993	-3,300	-3,100	-3,100
投资	-2,295	-766	4,218	-80	-90	-90
其他	1,016	1,369	3,436	1,577	880	880
投资活动现金净流	-2,750	-1,058	-16,339	-1,803	-2,310	-2,310
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-76	1,022	4,012	-2,500	-1,700	-1,700
其他	-1,290	-1,833	-2,098	-2,711	-2,981	-2,981
筹资活动现金净流	-1,366	-811	1,914	-5,211	-4,681	-4,681
现金净流量	838	4,832	-4,688	8,948	7,802	7,802

资产负债表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,376	10,208	5,520	14,468	22,270	30,151
应收款项	3,661	3,045	2,018	3,534	3,736	3,975
存货	6,458	7,402	9,502	7,549	7,560	7,774
其他流动资产	402	223	101	85	75	66
流动资产	15,897	20,878	17,141	25,636	33,641	41,966
%总资产	31.1%	36.4%	24.0%	32.0%	38.1%	43.2%
长期投资	1,381	1,489	1,451	1,551	1,651	1,751
固定资产	13,717	14,050	16,294	17,502	18,600	19,505
%总资产	26.9%	24.5%	22.8%	21.9%	21.1%	20.1%
无形资产	9,646	9,707	29,026	28,426	27,626	26,994
非流动资产	35,156	36,435	54,383	54,395	54,693	55,066
%总资产	68.9%	63.6%	76.0%	68.0%	61.9%	56.8%
资产总计	51,053	57,313	71,524	80,031	88,334	97,032
短期借款	0	512	931	431	231	31
应付款项	3,108	3,441	2,959	3,710	3,879	3,988
其他流动负债	18,062	19,714	20,474	23,355	25,102	26,711
流动负债	21,170	23,667	24,364	27,496	29,212	30,731
长期贷款	0	588	4,181	2,181	681	-819
其他长期负债	5,394	5,981	8,805	8,805	8,805	8,805
负债	26,564	30,236	37,350	38,482	38,698	38,717
普通股股东权益	24,432	27,039	34,075	41,326	49,255	57,727
其中：股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
未分配利润	12,767	15,342	22,378	29,629	37,558	46,030
少数股东权益	57	38	99	223	381	589
负债股东权益合计	51,053	57,313	71,524	80,031	88,334	97,032

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.41	1.34	1.59	1.87	2.17	2.49
每股净资产	7.53	8.33	10.50	12.74	15.18	17.79
每股经营现金净流	1.54	2.11	1.83	3.75	3.39	3.39
每股股利	0.57	0.54	0.94	0.80	0.90	1.05
回报率						
净资产收益率	18.77%	16.07%	15.12%	14.64%	14.32%	14.00%
总资产收益率	8.98%	7.58%	7.20%	7.56%	7.99%	8.33%
投入资本收益率	18.10%	14.51%	12.95%	13.90%	13.94%	13.99%
增长率						
主营业务收入增长率	—	5.62%	10.40%	5.80%	6.35%	6.41%
EBIT 增长率	104.92%	-13.45%	32.90%	20.16%	14.77%	14.20%
净利润增长率	119.05%	-5.30%	18.62%	17.45%	16.57%	14.58%
总资产增长率	16.63%	12.26%	24.80%	11.89%	10.38%	9.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.8	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
存货周转天数	110.5	115.0	133.3	133.3	114.9	113.4
应付账款周转天数	48.2	54.3	50.5	52.1	57.7	58.2
固定资产周转天数	151.7	141.7	140.3	147.7	148.3	147.1
偿债能力						
净负债/股东权益	0.07%	-11.55%	24.57%	-7.34%	-25.29%	-37.96%
EBIT 利息保障倍数	200.1	110.5	36.9	71.6	154.4	5,010.5
资产负债率	52.03%	52.76%	52.22%	48.08%	43.81%	39.90%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究