

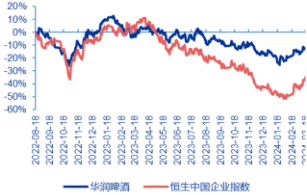
食品饮料 | 公司研究
2024 年 3 月 18 日

买入
维持

市场数据：2024 年 3 月 18 日

收盘价 (港币)	37.95
恒生中国企业指数	5,848.15
52 周最高/最低价 (港币)	65.19/27.20
H 股市值 (亿港元)	1231
流通 H 股 (百万股)	3244
汇率 (人民币/港币)	0.91

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

严泽楠
(8621)23297818x
yanzn@swsresearch.com

外部承压不改结构升级趋势 白酒期待整合收效
华润啤酒 (0291:HK)

事件：公司发布 2023 年业绩，根据公司公告，2023 年公司实现营业收入 389.32 亿元，同比增长 10%，归属于公司股东利润为 51.5 亿元，同比增长 19%。23H2 公司实现营业收入 150.6 亿元，同比增长 6%，归属于公司股东利润为 5 亿元，同比下降 7%。公司公告 2023 年派息率 59%，其中包括 23 年中期分红每股 0.287 元，末期分红每股 0.349 元，特别分红每股 0.3 元人民币。公司业绩符合预期。

投资评级与估值：考虑到啤酒结构升级进入中后程，且终端需求复苏需要时间，行业竞争存在加剧风险，下调 2024~2025 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预测 2024-2026 年公司归母净利润为 63.35/74.74/86.59 亿，(前次 2024~2025 年预测净利润为 69.24, 83.84 亿元)，分别同比增长 23%，18%，16%，当前股价对应 24-26 年 PE 分别为 18/15/13x。啤酒行业高端化趋势尚未走完，华润啤酒具备优秀的管理层和坚定的高端化决心，2023 年进行组织重塑和二次转型，啤酒业务实现产销分离，在喜力+SX+纯生三大单品带动下，次高端产品占比有望持续提升，结构升级有望持续拉动净利率增长；白酒业务成立华润酒业运营，当前价盘库存有望企稳，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。

啤酒结构升级：2023 年喜力+纯生发力带动次高端及以上产品销量同比增长 19%。根据公司公告，2023 年公司实现啤酒销量 1115 万吨，同比增长 0.5%，其中次高端及以上啤酒销量 250 万吨，同比增长 19%。23H2 公司实现啤酒销量 458 万吨，同比下降 4.6%，次高端及以上啤酒销量 106 万吨，同比增长 10%。由于 23H1 压货导致旺季 7~9 月经销商存在一定库存压力，而实际终端需求相对疲软，啤酒行业整体承压导致 23H2 公司销量增速下降。公司在不利环境下坚持推动次高端升级，喜力销量达到 60 万吨，同比增长约 60%，纯生销量超过 80 万吨，同比双位数增长。此外，老雪等“轻骑兵”产品亦实现双位数以上的良好增长。展望 2024 年，我们认为喜力、纯生等单品已经具备较强的产品力，而公司针对 23 年表现相对承压的勇闯天涯 SX 进行品牌形象调整以强化品牌形象，来年末次高端及以上产品有望延续良好的增长。

23H2 产品铺货推广导致货折压力，结构升级和内部提效驱动净利率增长。2023 年公司实现吨酒价格 3306 元/吨，同比提升 4%，23H2 吨酒价格 2876 元/吨，同比下降 3%。下半年吨价表现较弱预计主因在外部环境承压的背景下，喜力、纯生等次高端单品铺货、进店产生货折。2023 年由于包材成本压力较小，以及全年维度吨价增长，公司啤酒业务毛利率同比提升 1.7pct 到 40.2%。费用端，2023 年公司销售/管理费用率分别为 20.7%/8.64%，分别同比+1.6/-0.78pct。销售费用率提高预计主因啤酒铺货带来营销费用以及销售人员工资增加，以及金沙并表影响。管理费用率下降得益于公司内部持续降本增效。23 年公司产能优化产生的固定资产减值亏损和一次性员工补偿及安置费用为 1.4 亿，去年同期为 2.35 亿。结构升级和内部效率优化带动公司 2023 年净利率达 13.24%，同比提升 0.9pct。具体啤酒业务 EBIT 率为 17.9%，同比提升 3.1pct。展望 2024 年，考虑到大麦价格下行，麦芽成本有望改善，而包材方面价格压力不大，那么在吨价提升的基础上，伴随公司持续进行产能优化，我们认为啤酒业务的盈利能力有望持续释放。

财务数据及盈利预测

人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	35,263	38,932	40,942	42,703	44,467
同比增长率 (%)	5.6%	10.4%	5.2%	4.3%	4.1%
净利润 (百万元)	4344	5153	6335	7474	8659
同比增长率 (%)	-5.3%	18.6%	22.9%	18.0%	15.9%
每股收益 (元)	1.34	1.59	1.95	2.30	2.67
净资产收益率 (%)	16%	15%	17%	18%	18%
市盈率 (倍)	26	22	18	15	13

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

白酒业务持续调整。2023 年公司白酒业务实现收入 20.67 亿，剔除无形资产摊销影响后的 EBIT 为 7.97 亿，EBIT 率达 39%。23 年公司聚焦组织重塑和人员选聘、市场秩序和价格恢复、品牌重塑和产品开发等工作，业务整改有望逐步收效，当前金沙摘要库存水平预计在 5 个月左右，在公司严控库存的策略下批价已经从 400 多元恢复到 500 元以上。展望未来，在“啤酒+白酒”双赋能的商业模式下，公司目标在产品上打造摘要为全国性高端白酒头部品牌，回沙为全国性中档品牌，并做成多个有价值的区域品牌，构建“1+1+N”的品牌矩阵，后续白酒业务的发展值得关注。

风险提示：中高端竞争加剧，原料成本大幅上涨

附录 – 财务报表

综合损益表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业额（营业收入）	35,263	38,932	40,942	42,703	44,467
销售成本	21,702	22,829	23,078	23,379	23,696
毛利	13561	16103	17864	19324	20771
其他收入	2183	2651	2593	2701	2834
销售及分销费用	6750	8065	8188	8327	8449
一般及行政费用	3320	3362	3453	3346	3206
财务成本	79	244	269	269	269
除税前盈利	5528	7078	8547	10083	11682
税项	1178	1864	2137	2521	2921
本年度盈利（净利润）	4350	5214	6410	7562	8762
分配于非控制股东权益	6	61	75	88	103
分配于本公司股东（归母净利润）	4344	5153	6335	7474	8659
每股盈利	1.34	1.59	1.95	2.30	2.67

资料来源：Wind，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 索取有关披露资料或登录 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”）在中华人民共和国内地（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。