

华润啤酒 (291 HK)

全年派息比例 59%，啤酒高端化趋势不变，白酒稳步发展

华润啤酒 2023 年下半年营收/净利，分别同比+6%/-7%，营收略低于市场预期而利润超预期。2023 年，公司成立 30 周年之际，给出特别分红将派息比例提升至 59%。同时，本轮业绩公布是金沙酒业并表后首个完整财年，管理层在业绩会上强调了未来对于啤、白双发展的全面发展壮大规划战略。对于啤酒业务，管理层表示，次高端及以上产品持续拉动公司整体营收及利润增长的同时，确认了内地啤酒行业长期高端化增长逻辑。喜力和纯生的持续增长势头不变，2023 年销量分别增长 60%/10%+，预计两品牌 2024 年的销量将分别达到 75-80 万吨和 100 万吨。对于白酒业务，金沙和摘要仍处于发展初期，尽管发展定位和战略不同，首要目标都是在短期维稳价格，并在长期中坚定发展。预计白酒业务将随着行业穿越周期并迎来可持续显著增长。公司将在未来 2-3 年内将对金沙和摘要持续投入，以匹配此前提出的百亿营收目标。我们认为，在疲弱的消费环境下，行业所展现的防守性及公司为当下 3 年战略期内奠定的坚实基础，将助力其在 2024 年新常态下超预期发展。

■ **次高端及以上啤酒品牌的增长潜力将持续释放。**虽然去年 3 季度受到高温天气影响，行业内低端板块销售额有明显下滑，但是 4 季度起至今，啤酒行业整体展现出了优于内地消费大势的增长韧性。目前来看，得益于高市占和终端折扣，低端板块规模并未受到明显影响，而高端产品今年 1-2 月销量同比增长 50%以上。管理层表示，2023 年高端销量 250 万吨，今年有望达到 270-290 万吨。板块整体来说，全年营收 5%增长有 4 个点来自价格提升，鉴于基数较大，销量微增 0.5%。目标 2024 年销量维持，价格单位数增长。

■ **金沙长期百亿营收目标不变，摘要营收企稳。**2023 年中，收入 70%由摘要酒单品贡献，但这一情况将在今年随着金沙库存调整完毕而发生转变（金沙库存已基本回落至正常区间）；报告期内 EBIT 约为 8 亿元，管理层对于白酒盈利能力抱有信心和期待。双品牌策略下产品条线定位和战略选择明确。摘要企业渠道已经铺开区域性发展有望逐步实行理想规模，而金沙扩建产能提升品质将在未来 2-3 年落实以配合 3-5 年内实行百亿营收目标。企业运营层面，“啤、白双赋能”将持续推动板块系统性发展。

估值。维持公司“买入”评级，目标价在审核中。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	33,387	35,263	41,449	44,196	47,229
同比增长(%)	6.2	5.6	17.5	6.6	6.9
净利润(百万人民币)	4,587.0	4,344.0	5,461.1	6,858.9	7,949.2
同比增长(%)	119.1	(5.3)	25.7	25.6	15.9
每股收益(人民币)	1.41	1.34	1.68	2.11	2.45
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	1.61	1.93	2.28
市盈率(倍)	37.8	33.5	20.7	16.5	14.3
市净率(倍)	7.1	5.4	3.7	3.2	2.8
股息(%)	1.1	1.2	1.9	2.4	2.8
股本回报率(%)	20.1	16.9	18.9	20.7	20.9
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价	69.8 港元
(此前目标价)	69.8 港元)
潜在升幅	83.7%
当前股价	38.0 港元

中国必选消费

黄铭谦

(852) 3900 0838
josephwong@cmbi.com.hk

李昀嘉

(852) 3757 6202
bellali@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	123,116.5
3 月平均流通量(百万港元)	399.6
52 周内股价高/低(百万港元)	64.75/28.15
总股本(百万)	3244.2

资料来源：FactSet

股东结构

CRH Beer	10.0%
Morgan Stanley	10.0%

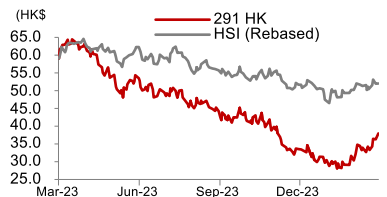
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	19.9%	15.7%
3 - 月	13.1%	12.4%
6 - 月	-14.2%	-8.1%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

相关报告：

- 农夫山泉 (9633 HK) - 下半年预测营收/净利略超预期，同增 31%/39% - 2024 年 1 月 29 日
- Yili (600887 CH) - 4Q preview: rev/np reach RMB30.7bn/1.1bn - 2024 年 1 月 19 日
- 贵州茅台 (600519 CH) - 2024 年必选消费首推 - 2023 年 12 月 5 日

图 1: 盈利调整

人民币 百万	更新后			更新前			调整 (%)		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
收入	41,449	44,196	47,229	41,449	44,196	47,229	0.0%	0.0%	0.0%
毛利润	17,464	19,357	21,505	17,464	19,357	21,505	0.0%	0.0%	0.0%
经常性 EBIT	6,982	8,800	10,224	6,982	8,800	10,224	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	5,461	6,859	7,949	5,461	6,859	7,949	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	42.1%	43.8%	45.5%	42.1%	43.8%	45.5%	0ppt	0ppt	0ppt
EBIT 利润率	16.8%	19.9%	21.6%	16.8%	19.9%	21.6%	0ppt	0ppt	0ppt
净利率	13.2%	15.5%	16.8%	13.2%	15.5%	16.8%	0ppt	0ppt	0ppt

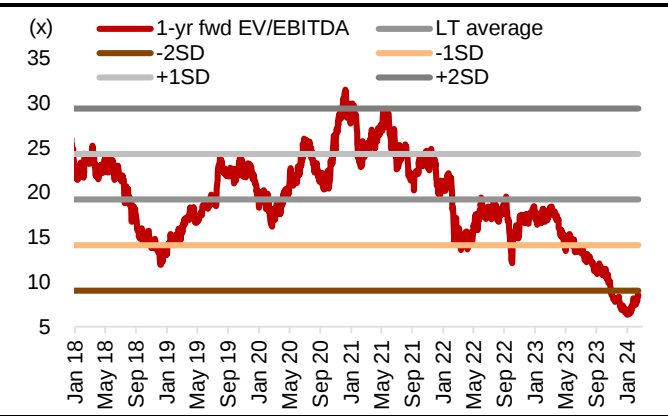
资料来源：招银国际环球市场预测

图 2: 招银国际预期 vs 彭博一致预期

人民币 百万	招银国际 预期			彭博一致预期			相差 (%)		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
收入	41,449	44,196	47,229	40,241	43,717	47,429	3.0%	1.1%	-0.4%
毛利润	17,464	19,357	21,505	16,901	19,235	21,533	3.3%	0.6%	-0.1%
经常性 EBIT	6,982	8,800	10,224	7,136	8,408	9,933	-2.2%	4.7%	2.9%
净利润	5,461	6,859	7,949	5,338	6,357	7,558	2.3%	7.9%	5.2%
毛利率	42.1%	43.8%	45.5%	42.0%	44.0%	45.4%	0.1ppt	-0.2ppt	0.1ppt
EBIT 利润率	16.8%	19.9%	21.6%	17.7%	19.2%	20.9%	-0.9ppt	0.7ppt	0.7ppt
净利率	13.2%	15.5%	16.8%	13.3%	14.5%	15.9%	-0.1ppt	1ppt	0.9ppt

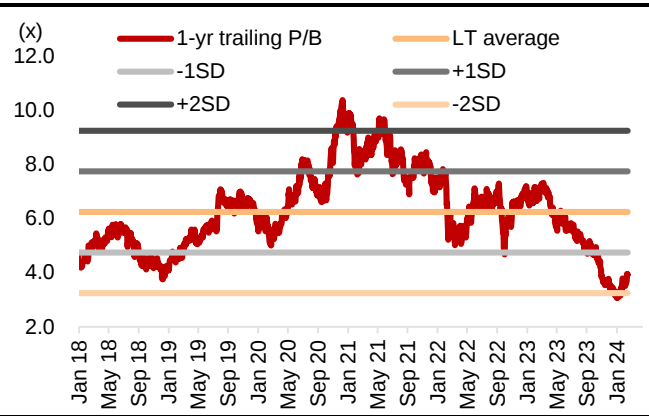
资料来源：招银国际环球市场预测

图 3: EV/EBITDA 比例



资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

图 4: 市帐率



资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	31,448	33,387	35,263	41,449	44,196	47,229
销售成本	(19,373)	(20,313)	(21,702)	(23,985)	(24,839)	(25,724)
毛利润	12,075	13,074	13,561	17,464	19,357	21,505
运营费用	(8,996)	(7,062)	(8,267)	(10,481)	(10,557)	(11,282)
销售费用	(6,123)	(6,743)	(6,750)	(8,538)	(8,486)	(9,068)
行政费用	(4,419)	(3,619)	(3,320)	(4,062)	(4,331)	(4,628)
其他	1,546	3,300	1,803	2,119	2,260	2,415
运营利润	3,079	6,012	5,294	6,982	8,800	10,224
EBITDA	5,381	6,293	6,992	8,770	10,657	12,148
折旧	(1,489)	(1,576)	(1,510)	(1,570)	(1,626)	(1,679)
商誉摊销	(64)	(65)	(20)	(20)	(20)	(20)
EBIT	3,079	6,012	5,294	6,982	8,800	10,224
利息收入	141	243	380	300	300	300
利息支出	(61)	(19)	(79)	0	0	0
净利息收入(支出)	80	224	301	300	300	300
其他	(150)	(21)	(67)	0	0	0
税前利润	3,009	6,215	5,528	7,282	9,100	10,524
所得税	(915)	(1,625)	(1,178)	(1,552)	(1,939)	(2,243)
税后利润	2,094	4,590	4,350	5,731	7,161	8,281
非控股权益	0	(3)	(6)	(269)	(302)	(332)
停业部门损益	0	0	0	0	0	0
净利润	2,094	4,587	4,344	5,461	6,859	7,949
总股息	425	980	980	1,425	1,985	2,421

资产负债表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	13,377	15,897	20,878	24,957	27,570	30,657
现金与现金等价物	4,538	5,376	10,208	13,666	15,871	18,425
应收账款	2,378	3,436	2,612	3,407	4,238	4,529
存货	6,014	6,458	7,402	7,228	6,805	7,048
其他流动资产	447	627	656	656	656	656
非流动资产	30,398	35,156	36,435	36,345	36,124	35,778
物业及厂房及设备 (净额)	17,781	17,096	17,206	17,136	16,935	16,609
递延税项	2,858	3,368	3,266	3,266	3,266	3,266
无形资产	320	255	203	183	163	143
商誉	9,326	9,250	9,385	9,385	9,385	9,385
其他非流动资产	113	5,187	6,375	6,375	6,375	6,375
总资产	43,775	51,053	57,313	61,302	63,694	66,435
流动负债	19,572	21,170	23,667	23,665	21,081	18,284
短期债务	0	0	512	512	512	512
应付账款	19,327	21,007	23,002	23,000	20,416	17,619
应付税款	162	92	100	100	100	100
其他流动负债	83	71	53	53	53	53
非流动负债	2,929	5,394	6,569	6,569	6,569	6,569
长期债务	0	0	588	588	588	588
递延收入	788	1,955	1,850	1,850	1,850	1,850
其他非流动负债	2,141	3,439	4,131	4,131	4,131	4,131
总负债	22,501	26,564	30,236	30,234	27,650	24,853
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
留存收益	7,127	10,342	12,949	16,671	21,346	26,551
股东权益总额	21,217	24,432	27,039	30,761	35,436	40,641
少数股东权益	57	57	38	307	609	941
总负债和股东权益	43,775	51,053	57,313	61,302	63,694	66,435

现金流量表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	3,009	6,215	5,528	7,282	9,100	10,524
折旧摊销	1,553	1,641	1,530	1,590	1,646	1,699
税款	(915)	(1,625)	(1,178)	(1,552)	(1,939)	(2,243)
营运资金变化	(1,165)	178	1,875	(624)	(2,992)	(3,330)
其他	1,998	(1,414)	(909)	0	0	0
净经营现金流	4,480	4,995	6,846	6,697	5,815	6,651
投资现金流						
资本开支	(1,047)	(1,471)	(1,661)	(1,500)	(1,425)	(1,354)
收购与投资	3	4	5	6	7	8
处理短期投资所得现金	384	226	591	0	0	0
其他	(410)	(1,509)	7	(6)	(7)	(8)
净投资现金流	(1,070)	(2,750)	(1,058)	(1,500)	(1,425)	(1,354)
融资现金流						
已支付股息	(561)	(1,281)	(1,739)	(1,739)	(2,184)	(2,744)
净借贷	(526)	0	1,100	0	0	0
发行股票所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	(110)	(85)	(172)	0	0	0
净融资现金流	(1,197)	(1,366)	(811)	(1,739)	(2,184)	(2,744)
净现金流变动						
年初现金	2,340	4,538	5,376	10,208	13,666	15,871
汇率变动	(15)	(41)	(145)	0	0	0
年末现金	4,538	5,376	10,208	13,666	15,871	18,425
增长率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
销售收入	(5.2%)	6.2%	5.6%	17.5%	6.6%	6.9%
毛利润	(1.2%)	8.3%	3.7%	28.8%	10.8%	11.1%
经营利润	42.3%	95.3%	(11.9%)	31.9%	26.0%	16.2%
EBITDA	(4.6%)	16.9%	11.1%	25.4%	21.5%	14.0%
EBIT	42.3%	95.3%	(11.9%)	31.9%	26.0%	16.2%
净利润	59.6%	119.1%	(5.3%)	25.7%	25.6%	15.9%
调整后净利润	59.6%	119.1%	(5.3%)	25.7%	25.6%	15.9%
盈利能力比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
毛利率	38.4%	39.2%	38.5%	42.1%	43.8%	45.5%
营业利润率	9.8%	18.0%	15.0%	16.8%	19.9%	21.6%
税息折旧及摊销前利润	17.1%	18.8%	19.8%	21.2%	24.1%	25.7%
调整后净利润率	6.7%	13.7%	12.3%	13.2%	15.5%	16.8%
股本回报率	10.2%	20.1%	16.9%	18.9%	20.7%	20.9%
资产负债比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
流动比率 (倍)	0.7	0.8	0.9	1.1	1.3	1.7
应收账款周转天数	27.6	37.6	27.0	30.0	35.0	35.0
存货周转天数	113.3	116.0	124.5	110.0	100.0	100.0
应付帐款周转天数	364.1	377.5	386.9	350.0	300.0	250.0
估值指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
市盈率	63.3	37.8	33.5	20.7	16.5	14.3
市盈率 (摊薄)	na	na	na	na	na	na
市帐率	6.3	7.1	5.4	3.7	3.2	2.8
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	0.6	1.1	1.2	1.9	2.4	2.8
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。