

23 年高端化延续，分红比例提升

华泰研究

2024 年 3 月 19 日 | 中国香港

年报点评

饮料

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

48.69

研究员

SAC No. S0570520100001
SFC No. BQL737龚源月
gongyuanyue@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570523080004

倪欣雨
nixinyu@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人

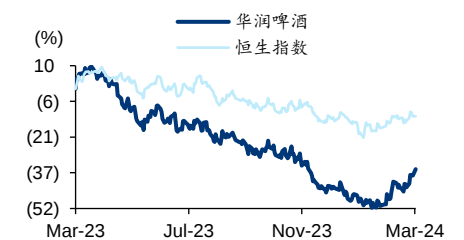
SAC No. S0570123070210

刘琳萧
liulinxiao@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	48.69
收盘价(港币 截至 3 月 18 日)	37.95
市值(港币百万)	123,117
6 个月平均日成交额(港币百万)	359.45
52 周价格范围(港币)	27.20-65.60
BVPS(人民币)	9.34

股价走势图



资料来源: S&P

23 年核心利润同比增长 15%，H2 量价增长趋缓

2023 年公司实现营业总收入/归母净利 389.3/51.5 亿元，同比+10.4%/+18.6%。分业务看，23 年公司啤酒量/价同比增长 0.5%/4.0%，次高端及以上产品销量同比+18.9%至 250 万千升，叠加费效比提升，啤酒业务实现核心净利润 52.5 亿元，同比增长 15%；白酒业务营业收入 20.7 亿元，还原收购带来的无形资产摊销后的 EBIT 为 8.0 亿元。23H2 公司实现营业总收入/归母净利 150.6/5.0 亿元，同比+5.7%/-7.0%，啤酒业务因高基数/天气影响/消费弱复苏等收入增速(-2%)慢于 H1(+9%)，白酒业务持续进行组织、品牌重塑、库存调整。我们预计 24-26 年 EPS 1.84/2.11/2.41 元，参考可比公司 24 年平均 PE 24x (Wind 一致预期)，给予 24 年 24x PE，目标价 48.69 港币，维持“买入”评级。

啤酒业务量价齐升，高端化进程延续，H2 销量同比下滑/价增有所降速

23 年啤酒营收 368.7 亿，同比+4.5%，量/价同比+0.5%/+4.0%，次高端及以上产品销量同比+18.9%至 250 万千升，得益于费用聚焦/区域扩张等喜力销量突破 60 万千升，我们预计纯生受益餐饮修复实现双位数以上增长，结构升级/提价带动 ASP 持续提升；23H2 啤酒营收 139.7 亿，同比-2.0%，其中量/价同比-4.6%/+2.8%，次高端及以上产品销量同比+9.9%至 106 万千升，23H2 因高基数/天气影响/消费弱复苏导致销量同比下滑，买赠等货折增加导致 ASP 增速亦环比减速 (H1+4.4%)。白酒业务端，23 年/23H2 收入 20.7/10.9 亿，23 年持续进行组织、品牌重塑、库存调整。

毛利率明显改善，盈利能力持续提升

23 年公司毛利率 41.4%，同比+2.9pct (H2+1.1pct)。啤酒业务：23 年毛利率同比+1.7pct 至 40.2% (H2-1.0pct)，吨成本同比+1.2% (23H2 同比+4.3%)，H2 规模效应减弱导致全年吨成本上行；费用端，啤酒销售费用率同比+0.1pct 至 19.2%，剔除关厂相关资产减值&员工安置等影响，管理费用率同比-1.2pct，啤酒核心净利率同比+1.3pct 至 14.2% (H2-1.9pct)，H2 规模效应减弱、费用投放增加使得核心净利率有所下滑。白酒端，23 年毛利率 62.9%，剔除无形资产摊销影响，EBIT 净利率 38.6%。此外，公司 23 年进行 30 周年特别派息，分红比例由 40%提升至 59%。

规模效应/强渠道力强化弱复苏下的龙头优势，维持“买入”评级

看好公司在啤酒全价格带的竞争优势及成本有望迎改善，考虑到消费弱复苏，下调盈利预测，预计 24-25 年 EPS 1.84/2.11 (前次 1.99/2.35 元)，引入 26 年 EPS 2.41 元，目标价 48.69 港币 (前次 43.46 港币)，“买入”。

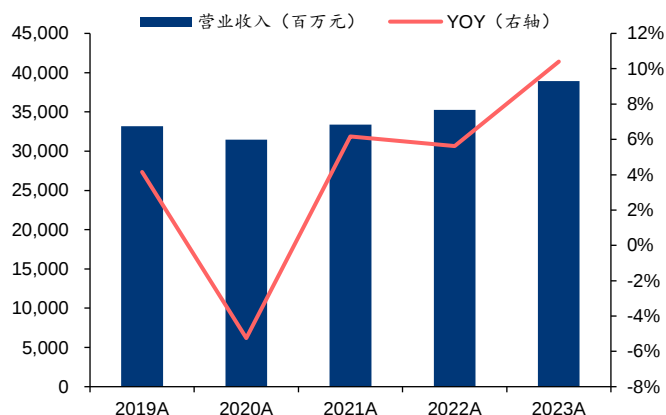
风险提示：消费恢复不及预期，成本波动，食品安全事件。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	35,263	38,932	40,951	43,053	45,106
+/-%	5.62	10.40	5.18	5.13	4.77
归属母公司净利润(人民币百万)	4,344	5,154	5,956	6,845	7,826
+/-%	(5.30)	18.65	15.56	14.91	14.34
EPS(人民币，最新摊薄)	1.34	1.59	1.84	2.11	2.41
ROE(%)	16.88	17.98	18.76	19.31	19.46
PE(倍)	25.70	21.67	18.75	16.31	14.27
PB(倍)	4.13	3.69	3.36	2.96	2.61
EV EBITDA(倍)	18.97	18.92	15.49	13.06	10.70

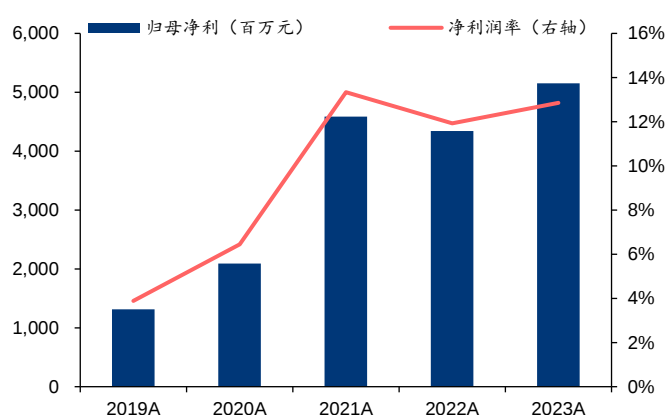
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 2019-2023 年华润啤酒营业收入及增速



资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 2019-2023 年华润啤酒归母净利润及净利率



资料来源: Wind, 华泰研究

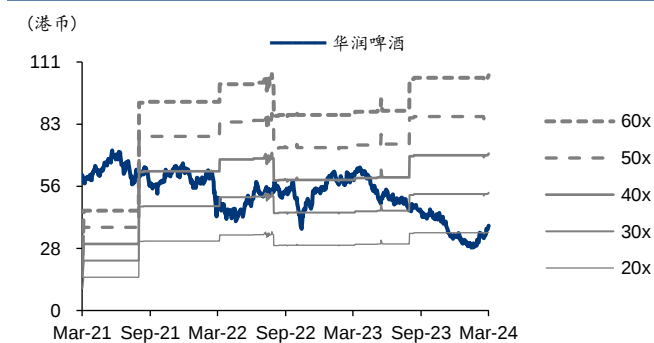
图表3: 可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(mn)	PE (倍)					EPS (元)				23-25 净利润 CAGR
			2024/3/18	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
青岛啤酒	600600 CH	91,578	31	30	22	19	19	2.74	2.84	3.88	4.49	18%
重庆啤酒	600132 CH	33,094	26	26	21	18	18	2.61	2.63	3.31	3.74	13%
珠江啤酒	002461 CH	17,618	29	29	21	18	18	0.27	0.28	0.37	0.44	17%
燕京啤酒	000729 CH	26,212	75	52	30	23	23	0.12	0.18	0.32	0.41	49%
平均值		25,356	40	34	24	20	20	1.44	1.48	1.97	2.27	24%
中间值		25,356	30	29	22	19	19	1.44	1.45	1.84	2.09	18%
华润啤酒	0291 HK	111,662	26	22	19	16	16	1.34	1.59	1.84	2.11	10%

注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期; 以上货币单位均为人民币。

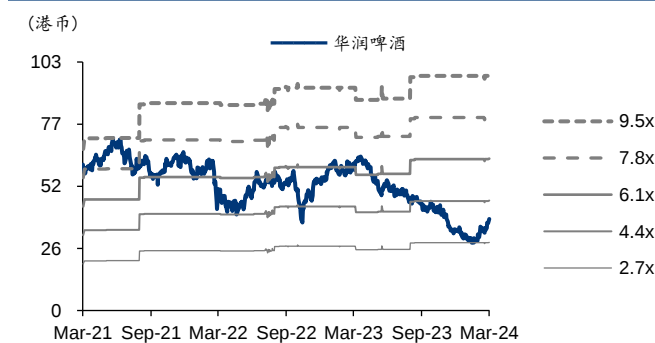
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表4: 华润啤酒 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表5: 华润啤酒 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	35,263	38,932	40,951	43,053	45,106
销售成本	(21,702)	(22,829)	(22,925)	(23,245)	(23,521)
毛利润	13,561	16,103	18,025	19,808	21,584
销售及分销成本	(6,750)	(8,065)	(7,937)	(8,347)	(8,727)
管理费用	(3,320)	(3,362)	(4,108)	(4,213)	(4,243)
其他收入/支出	1,165	1,574	1,073	1,114	1,339
财务成本净额	333.00	174.00	263.14	521.04	799.30
应占联营公司利润及亏损	(99.00)	(62.00)	(62.00)	(62.00)	(62.00)
税前利润	5,528	7,079	8,412	9,979	11,849
税费开支	(1,178)	(1,864)	(2,215)	(2,628)	(3,120)
少数股东损益	6.00	61.00	240.90	506.89	902.72
归母净利润	4,344	5,154	5,956	6,845	7,826
折旧和摊销	(1,562)	(695.00)	(695.00)	(695.00)	(695.00)
EBITDA	6,757	7,600	8,844	10,153	11,744
EPS (人民币, 基本)	1.34	1.59	1.84	2.11	2.41

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	7,402	9,502	7,473	9,739	7,678
应收账款和票据	3,045	2,018	3,308	2,291	3,574
现金及现金等价物	10,208	5,520	11,487	15,624	22,733
其他流动资产	223.00	101.00	101.00	101.00	101.00
总流动资产	20,878	17,141	22,368	27,755	34,087
固定资产	14,050	16,294	15,201	14,901	14,601
无形资产	9,707	29,026	24,133	23,438	22,743
其他长期资产	12,678	9,063	11,863	11,801	11,739
总长期资产	36,435	54,383	51,197	50,140	49,083
总资产	57,313	71,524	73,565	77,895	83,170
应付账款	3,541	3,553	3,571	3,652	3,657
短期借款	512.00	931.00	512.00	512.00	512.00
其他负债	19,614	19,880	19,880	19,880	19,880
总流动负债	23,667	24,364	23,963	24,044	24,049
长期债务	588.00	4,181	3,462	2,744	2,025
其他长期债务	5,981	8,805	8,805	8,805	8,805
总长期负债	6,569	12,986	12,267	11,549	10,830
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备/其他项目	12,949	16,205	19,125	23,585	28,671
股东权益	27,039	30,295	33,215	37,675	42,761
少数股东权益	38.00	3,879	4,120	4,627	5,530
总权益	27,077	34,174	37,335	42,302	48,291

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	25.70	21.67	18.75	16.31	14.27
PB	4.13	3.69	3.36	2.96	2.61
EV EBITDA	18.97	18.92	15.49	13.06	10.70
股息率 (%)	1.56	2.72	2.14	2.45	2.81
自由现金流收益率 (%)	4.87	(11.34)	6.95	6.08	8.88

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	6,757	7,600	8,844	10,153	11,744
融资成本	(333.00)	(174.00)	(263.14)	(521.04)	(799.30)
营运资本变动	1,447	(1,061)	757.07	(1,168)	782.37
税费	(1,178)	(1,864)	(2,215)	(2,628)	(3,120)
其他	153.00	624.00	325.14	583.04	861.30
经营活动现金流	6,846	5,125	7,448	6,419	9,469
CAPEX	(1,661)	(17,386)	300.00	300.00	300.00
其他投资活动	603.00	3,340	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(1,058)	(14,046)	300.00	300.00	300.00
债务增加量	1,022	4,012	(1,138)	(718.60)	(718.60)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(1,739)	(1,739)	(3,036)	(2,384)	(2,740)
其他融资活动现金流	(94.00)	2,567	263.14	521.04	799.30
融资活动现金流	(811.00)	4,840	(3,910)	(2,582)	(2,659)
现金变动	4,977	(4,081)	3,838	4,137	7,109
年初现金	5,376	10,208	6,421	11,487	15,624
汇率波动影响	(145.00)	294.00	1,228	0.00	0.00
年末现金	10,208	6,421	11,487	15,624	22,733

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	5.62	10.40	5.18	5.13	4.77
毛利润	3.72	18.74	11.94	9.89	8.97
营业利润	28.72	21.30	41.23	21.19	18.85
净利润	(5.30)	18.65	15.56	14.91	14.34
EPS	(5.30)	18.65	15.56	14.91	14.34
盈利能力比率 (%)					
毛利率	38.46	41.36	44.02	46.01	47.85
EBITDA	19.16	19.52	21.60	23.58	26.04
净利润率	12.32	13.24	14.54	15.90	17.35
ROE	16.88	17.98	18.76	19.31	19.46
ROA	8.02	8.00	8.21	9.04	9.72
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(33.68)	(1.35)	(22.62)	(32.83)	(47.23)
流动比率	0.88	0.70	0.93	1.15	1.42
速动比率	0.57	0.31	0.62	0.75	1.10
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.65	0.60	0.56	0.57	0.56
应收账款周转天数	34.23	23.41	23.41	23.41	23.41
应付账款周转天数	55.91	55.93	55.93	55.93	55.93
存货周转天数	114.96	133.28	133.28	133.28	133.28
现金转换周期	93.28	100.76	100.76	100.76	100.76
每股指标 (人民币)					
EPS	1.34	1.59	1.84	2.11	2.41
每股净资产	8.33	9.34	10.24	11.61	13.18

免责声明

分析师声明

本人，龚源月、倪欣雨，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师龚源月、倪欣雨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司