

华润啤酒 (00291.HK)

2023 年报点评：业绩符合预期，啤白共成长提速

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	35,263	38,932	41,614	44,024	45,878
同比	5.62%	10.40%	6.89%	5.79%	4.21%
归母净利润（百万元）	4,344	5,153	6,143	7,167	8,182
同比	-5.30%	18.62%	19.22%	16.65%	14.16%
EPS-最新摊薄（元/股）	1.34	1.59	1.89	2.21	2.52
P/E（现价&最新摊薄）	25.73	21.69	18.19	15.59	13.66

关键词：#业绩符合预期 #成本下降 #产品价格上涨

■ **事件：**公司发布 2023 年业绩，全年营收 389.3 亿元（yoy+10.4%），剔除员工安置及关厂减值 1.4 亿元后 EBIT 为 71.0 亿元（yoy+30%），归母净利 51.5 亿元（yoy+18.6%），符合预期。2023H2 收入/归母净利分别为+5.7%/-7.7%。公司当期派息 0.649 元/股（含 30 周年特别股息 0.3 元），2023 全年合计股利 0.936 元，分红率 58.9%（2022 年同期为 40%）。

■ **啤酒结构持续优化，喜力表现亮眼。**2023 年营收 368.7 亿元（yoy+4.5%），核心利润 52.5 亿元（yoy+14.9%），吨价 3306 元（yoy+4.0%），销量 1115.1 万千升（yoy+0.5%），其中次高及以上产品销量 250 万千升（yoy+18.9%），占总销量 22.4%。喜力销量 60 万千升，同比增速近 60%；纯生/老雪/红爵等产品双位数增长，超勇单位数增长。分区域看，公司东区/中区/南区营收正增长，同比分别+3.2%/3.8%/4.6%。2023H2 收入/销量/吨价/次高及以上产品销量同比分别-2.0%/-4.6%/+2.8%/+10%，增长因 2023Q3 旺季高基数&需求不振而有所承压，但公司销量自 2023 年 10 月以来已连续 5 个月实现正增长，结构升级趋势延续。

■ **白酒从探索到发展，期待加速成长。**2023 全年白酒业务收入 20.7 亿元，剔除收购贵州金沙产生的无形资产摊销影响后 EBIT 达 8 亿元，还原后 EBIT 率 38.6%，盈利能力良好。公司于 2023 年 1 月收购并表金沙，设立白酒事业部持续梳理相关业务，金沙降库存、渠道管控成效显著。2023 年核心大单品摘要珍品增长 20%，开瓶率从 14%上升至 24%。2024 年公司将继续围绕山东/河南/广东/贵州/江苏/浙江等 6 省持续推出系列酱酒产品，如敬贻（定价 480 元）主攻政商和国企市场，进一步丰富产品矩阵与消费场景，伴随价格体系稳定&动销改善，加速成长可期。

■ **降本增效，盈利能力持续提升。**得益于啤酒结构升级对冲原料成本上升&白酒业务高毛利，公司整体毛利率同比+2.9pct 至 41.4%。2023 年销售费用率&管理费用率同比去年分别+1.6pct/-0.8pct 至 20.7%/8.6%，主要系营销投入加大与管理优化。2023 归母净利率达 13.2%（yoy+0.9pct）。截至 2023 年底，公司共有 62 间啤酒厂（年产能约 1910 万千升，较 2022 年减少 1 家），贵州 2 个白酒生产厂区（年产能约 15 万千升）。

■ **盈利预测与投资建议：**展望 2024，我们预计啤酒量价趋势有望延续 2023 年表现。受益喜力（我们预计增速 30%+）、纯生及超勇（双位数增长）产品拉动，次高及以上产品有望维持 15+%增长，毛利率受益产品结构升级+原材料成本下降等因素提升 1.5pct 以上，费用端稳健。白酒业务收入及业绩有望实现双位数增长。我们调整 2024-26 年归母净利润至 61/72/82 亿元（2024-25 年前值为 63/72 亿元），同比增速为 19%/17%/14%，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 18/16/14 倍，龙头优势显著，业绩成长性与确定性兼具，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**场景复苏不及预期；行业竞争加剧；白酒整合&拓展不利。

2024 年 03 月 19 日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书：S0600522090007

liyph@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	37.95
一年最低/最高价	27.20/65.60
市净率(倍)	4.06
港股流通市值(百万港元)	123,116.51

基础数据

每股净资产(港元)	9.34
资产负债率(%)	52.22
总股本(百万股)	3,244.18
流通股本(百万股)	3,244.18

相关研究

《华润啤酒(00291.HK): 2023 半年报点评：业绩符合预期，结构化升级加速》

2023-08-22

《华润啤酒(00291.HK): 2022 年报点评：业绩略超预期，高端化&降本增效弹性显著》

2023-03-27

华润啤酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	17,141	23,491	29,786	35,947	营业收入	38,932	41,614	44,024	45,878
现金及现金等价物	5,520	11,867	17,347	23,817	营业成本	22,829	23,698	24,616	25,303
应收账款及票据	124	133	135	143	销售费用	8,065	8,448	8,849	9,130
存货	9,502	8,487	8,837	8,358	管理费用	3362	3,329	3,346	3,211
其他流动资产	1,995	3,005	3,468	3,629	经营利润	5,808	7,339	8,513	9,734
非流动资产	54,383	53,045	51,935	50,579	利息收入	361	166	356	520
固定资产	16,294	14,859	13,567	12,394	利息支出	187	264	230	227
商誉及无形资产	29,026	28,396	27,766	27,136	其他收益	1,096	1,158	1,158	1,158
长期投资	1,451	1,735	1,945	2,392	利润总额	7,078	8,399	9,797	11,185
其他长期投资	3,716	4,160	4,761	4,761	所得税	1,864	2,184	2,547	2,908
其他非流动资产	3,896	3,896	3,896	3,896	净利润	5,214	6,215	7,250	8,277
资产总计	71,524	76,536	81,722	86,527	少数股东损益	61	71	83	95
流动负债	24,364	26,433	28,110	29,285	归属母公司净利润	5,153	6,143	7,167	8,182
短期借款	931	431	631	731	EBIT	6,904	8,497	9,671	10,892
应付账款及票据	2,959	3,027	3,135	3,211	EBITDA	9,181	10,382	11,413	12,514
其他	20,474	22,976	24,344	25,343					
非流动负债	12,986	12,786	12,628	12,481					
长期借款	4,181	3,981	3,823	3,676					
其他	8,805	8,805	8,805	8,805					
负债合计	37,350	39,219	40,738	41,766	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	每股收益(元)	1.59	1.89	2.21	2.52
少数股东权益	3,879	3,950	4,034	4,129	每股净资产(元)	10.53	11.50	12.63	13.80
归属母公司股东权益	30,295	33,367	36,950	40,632	发行在外股份(百万股)	3,244.18	3,244.18	3,244.18	3,244.18
负债和股东权益	71,524	76,536	81,722	86,527	ROIC(%)	15.08	15.52	16.42	17.04
					ROE(%)	17.01	18.41	19.40	20.14
现金流量表 (百万元)	2023E	2024E	2025E	2026E	毛利率(%)	41.36	43.05	44.08	44.85
经营活动现金流	6,228	10,168	9,131	10,772	销售净利率(%)	13.24	14.76	16.28	17.83
投资活动现金流	-12,830	215	121	472	资产负债率(%)	52.22	51.24	49.85	48.27
筹资活动现金流	1,914	-4,035	-3,771	-4,774	收入增长率(%)	10.40	6.89	5.79	4.21
现金净增加额	-4,688	6,347	5,480	6,470	净利润增长率(%)	18.62	19.22	16.65	14.16
折旧和摊销	2,277	1,886	1,742	1,623	P/E	21.69	18.19	15.59	13.66
资本开支	-21,563	180	180	180	P/B	3.27	2.99	2.73	2.50
营运资本变动	-354	2,961	1,067	1,803	EV/EBITDA	10.93	10.05	8.66	7.38

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年3月19日的0.907,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>