

公司研究

喜力增速亮眼，白酒业务进入“发展”第二阶段

——华润啤酒（0291.HK）2023 年年报点评

买入（维持）

当前价：37.95 港元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebcn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

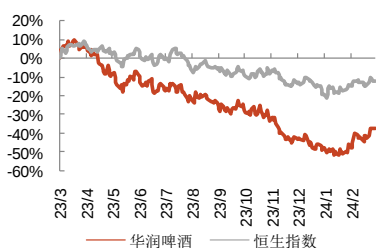
021-52523174

wanghangyu@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	32.44
总市值(亿港元):	1231.17
一年最低/最高(港元):	27.20/64.76
近 3 月换手率:	23.89%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.72	6.98	-22.99
绝对	10.81	7.55	-34.90

资料来源：Wind

相关研报

喜力保持亮眼表现，期待下半年白酒发力——华润啤酒（0291.HK）2023 年中报点评（2023-08-21）

22 年高质量收官，期待高端产品加速增长——华润啤酒（0291.HK）2022 年年报点评（2023-03-27）

要点

事件：华润啤酒发布 2023 年度业绩报告。23 年实现营业收入 389.32 亿元，同比+10.4%；归母净利润 51.53 亿元，同比+18.6%。其中，23H2 实现收入 150.61 亿元，同比+5.7%；归母净利润 5.04 亿元，同比-7%。

23H2 消费疲软影响次高端及以上产品销量增长，喜力维持亮眼增速。

量：2023 年公司实现啤酒销量 1115.1 万千升，yoy+0.5%。**价：**2023 年啤酒销售单价 3306 元/千升，yoy+4.0%，吨价上涨主要系公司产品结构持续升级。**分档次看：**2023 年公司次高端及以上产品销量 250 万千升，yoy+18.9%，23 年下半年受餐饮需求疲软等影响，次高端及以上产品销量增速环比有所放缓（23H1 次高端及以上产品销量 yoy+26.4%）。23 年喜力销量增长接近 60%，圆满完成公司与喜力合作的第一个五年计划目标，即喜力销量达到 60 万千升。喜力的加速增长得益于品牌推广力度的加大（23 年有欧冠、周年庆等活动推广）以及市场覆盖的广度和深度的提升，喜力在非即饮渠道的表现尤为突出。分地区看，福建、广东、浙江为喜力主销售区域，未来仍有进一步提升空间；新兴市场江苏、安徽、上海、贵州、四川公司因地制宜制定拓展计划，实现较好的扩张。

高端化发展以及实施降本增效措施，公司利润率同比改善。

公司 2023 年毛利率为 41.4%，同比+2.9pcts；若仅看啤酒业务，23 年毛利率同比+1.7pcts 至 40.2%，主要系持续的高端化发展，以及包材价格下降中和了大麦成本压力。费用投放方面，2023 年销售费用率为 20.7%，同比+1.6pcts，主要系 23 年营销活动增加；管理费用率为 8.6%，同比-0.8pcts，主要由于公司推行“过紧日子”理念，采取多项降本增效措施。23 年公司关停 2 间啤酒厂，并新建 1 间安徽蚌埠市的智能化工厂，产生一次性员工确认补偿及安置费用和关厂相关的固定资产减值亏损合共 1.41 亿元，若剔除该影响，23 年实现核心 EBIT 71.02 亿元，yoy+30%。23 年公司派发股息共 30.36 亿元，分红比例从 22 年的 40%提升至 23 年的 59%，主要系公司 23 年派发 9.73 亿元特别股息庆祝集团三十周年。

啤酒高端化进程稳步推进，白酒调整接近尾声期待发力。

2023 年消费疲软下，华润啤酒仍做到量价的稳定增长，其中喜力品牌表现突出，全年销量同比增长接近 60%，2024 年销量增速预计仍有 30%+；其他大单品亦有不错表现，23 年纯生销量同比增长 10%+，SuperX 销量实现单位数增长。由于低端产品仍具备一定盈利性，2024 年公司目标是维持该类产品的稳定销售，不刻意增加对低端品牌的市场投入。由于国内高端啤酒占比与发达国家相比较低，啤酒高端化的进程仍将持续推进，2024 年我们预计公司次高端及以上销量仍保持双位数增长。

白酒业务初步调整到位，有望逐步发力。1) 库存方面：2023 年公司积极推动金沙酒业降库存，截至 2023 年末经销商库存较年初下降 30%，战略大单品摘要珍品版库存处于良性状态。2) 价格方面：通过多项治理措施，摘要酒的市场价格大幅改善，目前已经基本恢复到正常水平。3) 市场组织方面：23 年 7 月起金沙开启经销商开发、终端开发、消费者争夺的“营销三大战役”，并成立 5 大事业部完善了市场业务服务团队。23 年白酒一半以上销售额由白摘要贡献，未来公司希望金沙系列产品能有较好补位，金沙与摘要双品牌共同贡献增长。

展望 2024 年，啤酒业务方面喜力仍有望保持较快增长，原材料成本下降有望贡献利润弹性；白酒业务方面，金沙酒业业务调整初步完成，2024 年起有望逐步发力，公司 2024 年表现值得关注。

盈利预测、估值与评级：考虑到白酒需求仍较疲软，我们下调华润啤酒 2024-2025 年归母净利润预测分别至 59.79/68.54 亿元（分别下调 9%/11%），引入 2026 年归母净利润预测为 78.06 亿元。华润啤酒作为啤酒赛道的龙头企业，高端化发展战略目标清晰，布局坚定。我们看好公司中高端产品的放量前景和白酒业务的发展，维持“买入”评级。

风险提示：原材料成本上涨快于预期；区域竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	35,263	38,932	41,116	43,313	45,485
营业收入增长率	5.6%	10.4%	5.6%	5.3%	5.0%
归母净利润（百万元）	4,344	5,153	5,979	6,854	7,806
归母净利润增长率	-5.3%	18.6%	16.0%	14.6%	13.9%
EPS（元）	1.34	1.59	1.84	2.11	2.41
EV/EBITDA	16	11	10	8	8
P/E	26	22	19	16	14

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2024-03-18，1HKD=0.9077CNY

财务报表与盈利预测

利润表 (百万 人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	35,263	38,932	41,116	43,313	45,485
YOY	5.6%	10.4%	5.6%	5.3%	5.0%
COGS	-21,702	-22,829	-23,911	-24,957	-25,929
毛利	13,561	16,103	17,205	18,357	19,556
毛利率	38.5%	41.4%	41.8%	42.4%	43.0%
其他收入-经营	2,183	2,651	2,283	2,304	2,336
销售费用 (包括运输费用)	-6,750	-8,065	-8,141	-8,230	-8,324
管理费用	-3,320	-3,362	-3,043	-2,959	-2,825
营业利润	5,227	6,961	8,094	9,286	10,526
核心 EBIT	5,462	7,102	8,244	9,386	10,576
D&A	-1,562	-2,277	-2,211	-2,463	-2,690
EBITDA	7,024	9,379	10,455	11,850	13,266
财务费用	-79	-244	-100	-80	-60
除税前溢利	5,528	7,078	8,200	9,387	10,679
所得税	-1,178	-1,864	-2,159	-2,472	-2,812
持续经营净利润	4,350	5,214	6,040	6,915	7,867
净利润(不含少数股东权益)	4,344	5,153	5,979	6,854	7,806
核心净利润	4,520	5,259	6,092	6,929	7,843

资产负债表 (百万 人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产：					
现金及现金等价物	10,208	5,520	4,287	4,321	5,815
应收款项合计	2,612	1,506	1,520	1,527	1,535
存货	7,402	9,502	8,693	9,089	9,464
其他流动资产	656	613	613	613	613
流动资产合计	20,878	17,141	15,112	15,549	17,427
非流动资产：					
Gross PPE	17,206	19,523	30,251	35,189	39,230
Goodwill	9,385	16,806	16,806	16,806	16,806
递延所得税资产	3,266	3,728	3,728	3,728	3,728
其他非流动资产	203	8,991	8,279	7,567	6,855
可供出售投资	-	-	-	-	-
预付款项	128	150	150	150	150
非流动资产合计	36,435	54,383	64,399	68,625	71,954
总资产	57,313	71,524	79,511	84,174	89,381
流动负债：					
应付账款及票据	23,002	22,755	23,884	24,971	26,002
应交税金	100	594	594	594	594
短期借贷及长期借贷当期到期部分	512	931	931	931	931
租赁-流动负债	53	84	84	84	84
流动负债合计	23,667	24,364	25,493	26,580	27,611
非流动负债：					
长期借贷	588	4181	5017.2	5017.2	5017.2
其他非流动负债	5,922	8,716	7,775	6,834	5,893
租赁-非流动负债	59	89	89	89	89
非流动负债合计	6,569	12,986	12,881	11,940	10,999

总负债	30,236	37,350	38,374	38,520	38,610
股东权益：					
普通股股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	12,949	16,205	23,229	27,807	32,985
普通股权益总额	27,039	30,295	37,319	41,897	47,075
归属母公司股东权益	27,039	30,295	37,319	41,897	47,075
少数股东权益	38	3,879	3,818	3,757	3,696
股东权益合计	27,077	34,174	41,137	45,654	50,771
总负债及总权益	57,313	71,524	79,511	84,174	89,381

现金流量表 (百万 人民币)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
将净利润调整为经营活动的现金流量：					
净利润	4,350	5,214	6,040	6,915	7,867
加：折旧与摊销	1,562	2,277	2,211	2,463	2,690
营运资本变动	1,875	-1,241	1,924	684	648
其他非现金调整	-941	-941	-941	-941	-941
经营活动产生的现金流量净额	6,846	5,309	9,235	9,121	10,264
投资活动：					
出售固定资产收到的现金	591	0	0	0	0
减：资本性支出	1,661	8,258	7,432	6,689	6,020
其他投资活动产生的现金流量净额	12	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-1,058	-8,258	-7,432	-6,689	-6,020
筹资活动：					
债务增加	0	0	0	0	0
减：债务减少	0	0	0	0	0
股本增加	(78)	0	0	0	0
减：支付的股利合计	1,742	1,739	3,036	2,399	2,749
其他筹资活动产生的现金流量净额	(39)	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-811	-1,739	-3,036	-2,399	-2,749
现金净流量：					
汇率变动影响	(145)	0	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	4,832	-4,688	-1,233	34	1,495
现金及现金等价物期末余额	10,208	5,520	4,287	4,321	5,815

资料来源：Wind，光大证券研究所预测 （注：2023 年现金流量表为光大证券研究所预测值）

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP