

华润啤酒(00291.HK/00291.HK)

业绩符合预期，期待啤白新发展

核心观点：

- 全年如期收官，业绩符合预期。公司 2023 年实现营收同比+10.4%至 389.3 亿元，归母净利润同比+18.6%至 51.5 亿元，符合预期。
- 量价符合预期，高端化持续推进。2023 年公司啤酒业务营收同比+4.5%至 368.7 亿元，其中销量/ASP 分别同比+0.5%/4.0%至 1115 万千升/3306.0 元/千升，次高及以上产品销量同比+18.9%至 250 万千升，占比提升 3.5pct 至 18.9%，其中喜力销量同比增长近 60%。23H2 公司销量/ASP 分别同比-4.6%/+2.8%，高端化仍有韧性。
- 高端化助力毛利率提升，费用率持续优化。据公司官网业绩 PPT 数据，2023 年公司啤酒业务吨成本同比+1.2%，啤酒业务毛利率同比+1.7pct 至 40.2%，高端化持续推动产品盈利能力提升，经营效率方面啤酒经营费用率同比-1.3pct 至 27.1%，冲抵了整体所得税率同比+5.0pct 至 26.3%的影响，啤酒业务剔除员工补偿及关厂费用后的核心利润同比+14.9%至 52.5 亿元，盈利能力同比+1.3pct 至 14.2%。
- 啤白新模式，期待新发展。2023 年公司白酒业务营收 20.8 亿元，实现 EBIT/加回摊销 EBIT1.3/8.0 亿元，EBIT Margin 为 6.2%/38.3%，考虑到金沙摘要仍处于调整期毛利率却依然稳定在 62.5%，未来随着啤白融合将进一步贡献业绩弹性。
- 盈利预测与投资建议。预计 24-26 年公司归母净利润 60.5/68.9/77.4 亿元，同比+17.3%/14.0%/12.3%，当前股价对应 PE 为 18.6/16.3/14.5 倍，参考可比公司给予 24 年 20 倍 PE 估值，合理价值 40.0HKD/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。啤白融合进度不及预期，高端化不及预期，食品安全问题。
- 如无特殊提示，使用人民币单位，使用港币兑人民币汇率为 0.9309。

盈利预测：

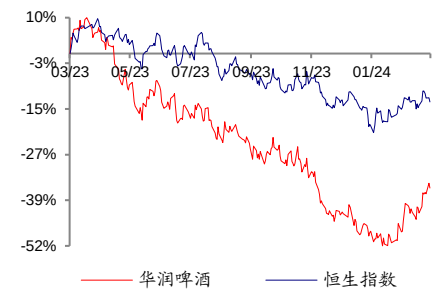
	2022A	2023A	2024E	2025E	2025E
营业收入（百万元）	35263.0	38932.0	41176.1	43446.7	45960.2
增长率（%）	5.6%	10.4%	5.8%	5.5%	5.8%
EBITDA（百万元）	6,757	9,181	12,736	13,329	14,113
归母净利润（百万元）	4344.0	5153.0	6046.3	6891.9	7740.9
增长率（%）	-5.3%	18.6%	17.3%	14.0%	12.3%
EPS（元/股）	1.3	1.6	1.9	2.1	2.4
市盈率（x）	37.9	20.0	18.6	16.3	14.5
ROE（%）	17.0%	17.0%	17.9%	18.3%	18.3%
EV/EBITDA（x）	23.0	11.2	8.0	7.1	6.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	37.20 港元
合理价值	40.0 港元
前次评级	买入
报告日期	2024-03-19

相对市场表现



分析师：



符蓉

SAC 执证号：S0260523120002



furong@gf.com.cn

分析师：



郝宇新

SAC 执证号：S0260523120010



haoyuxin@gf.com.cn

分析师：



杨琳琳

SAC 执证号：S0260514050004



SFC CE No. BNC117



yll@gf.com.cn

请注意，符蓉、郝宇新并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 【广发海外&食品饮料】华润啤酒（00291.HK）：均价稳步提升叠加成本改善，23H1 业绩符合预期 2023-08-22
- 【广发食品饮料&海外】华润啤酒（00291.HK）：22 年利润符合预期，下半年成本改善显著 2023-03-27

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	20,878	17,141	26,682	35,040	44,624
货币资金	10,208	5,520	15,057	23,016	32,324
应收及预付	118	124	134	140	148
存货	7,402	9,502	8,826	9,590	9,673
其他流动资产	3,150	1,995	2,664	2,294	2,479
非流动资产	36,435	54,383	50,646	47,060	43,660
固定资产	14,050	16,294	15,425	14,452	13,387
无形资产	9,707	29,026	26,123	23,511	21,160
其他	12,678	9,063	9,098	9,097	9,113
资产总计	57,313	71,524	77,328	82,100	88,284
流动负债	23,667	24,364	26,627	27,340	28,945
短期借款	512	931	931	931	931
应付及预收	3,441	2,959	3,359	3,302	3,502
其他流动负债	19,714	20,474	22,337	23,106	24,513
非流动负债	6,569	12,986	12,986	12,986	12,986
长期债务	588	4,181	4,181	4,181	4,181
其他	5,981	8,805	8,805	8,805	8,805
负债合计	30,236	37,350	39,613	40,326	41,931
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	15,342	16,205	19,673	23,648	28,133
归属母公司股东权	27,039	30,295	33,763	37,738	42,223
少数股东权益	38	3,879	3,952	4,036	4,130
股东权益合计	27,077	34,174	37,715	41,774	46,353
负债和股东权益	57,313	71,524	77,328	82,100	88,284

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	35,263	38,932	41,176	43,256	45,535
其他收入	1,165	1,132	1,132	1,132	1,132
营业成本	21,702	22,829	23,310	24,130	24,927
销售费用	6,750	8,065	8,647	8,911	9,198
管理费用	3,320	3,362	3,261	3,283	3,317
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-333	-174	-106	-282	-291
除税前溢利	5,528	7,078	8,270	9,427	10,588
所得税	1,178	1,864	2,150	2,451	2,753
净利润	4,350	5,214	6,120	6,976	7,835
少数股东损益	6	61	73	84	94
归属母公司净利润	4,344	5,153	6,046	6,892	7,741
EBIT	5,195	6,904	8,164	9,144	10,297
EBITDA	6,757	9,181	12,736	13,329	14,113
EPS (元)	1.34	1.59	1.86	2.12	2.39

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,846	5,781	11,898	10,430	11,937
净利润	4,344	5,153	6,046	6,892	7,741
少数股东权益	6	61	73	84	94
折旧摊销	1,562	2,277	4,572	4,185	3,816
营运资金变动	934	-1,710	1,206	-731	285
投资活动现金流	-1,058	-1,854	388	616	797
资本支出	-1,661	-1,800	-800	-600	-400
投资变动	603	-54	1,188	1,216	1,197
筹资活动现金流	-811	-40	-2,588	-2,926	-3,266
借款增加	1,022	3,000	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
已付股利	-1,739	-3,040	-2,588	-2,926	-3,266
其他	-94	0	0	0	0
现金净增加额	4,832	3,727	9,537	7,959	9,308
期初现金余额	5,376	10,208	5,520	15,057	23,016
期末现金余额	10,208	13,935	15,057	23,016	32,324

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	5.6%	10.4%	5.8%	5.1%	5.3%
归母净利润增长	-5.3%	18.6%	17.3%	14.0%	12.3%
获利能力					
毛利率	38.5%	41.4%	43.4%	44.2%	45.3%
净利率	12.3%	13.2%	14.7%	15.9%	17.0%
ROE	17.0%	17.0%	17.9%	18.3%	18.3%
ROIC	12.9%	12.9%	14.1%	14.4%	14.8%
偿债能力					
资产负债率	52.8%	52.2%	51.2%	49.1%	47.5%
净负债比率	-33.6%	-1.2%	-26.4%	-42.9%	-58.7%
流动比率	0.9	0.7	1.0	1.3	1.5
速动比率	0.6	0.3	0.7	0.9	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	282.1	321.8	318.6	315.8	317.0
存货周转率	6.6	7.1	7.4	7.2	7.3
每股指标 (元)					
每股收益	1.3	1.6	1.9	2.1	2.4
每股经营现金流	2.1	1.8	3.7	3.2	3.7
每股净资产	8.3	9.3	10.4	11.6	13.0
估值比率					
P/E	37.9	20.0	18.6	16.3	14.5
P/B	6.1	3.4	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	23.0	11.2	8.0	7.1	6.0

广发食品饮料研究小组

符蓉：首席分析师，金融学硕士，8年证券与基金投研经验。

邓周贵：资深分析师，统计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

郝宇新：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

高鸿：资深分析师，经济学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

吴思颖：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

胡慧：高级分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

张子健：高级分析师，管理学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

张晋源：高级研究员，管理学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

廖承帅：高级研究员，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

殷卓龙：高级研究员，管理学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

徐锡联：资深分析师，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。