

高端化持续推进，全年业绩符合预期

华润啤酒 (0291.HK)

核心观点

国内啤酒高端化仍在继续，公司持续推进“决胜高端”战略，持续进行产能优化与组织转型，打造“喜力+super X+纯生”的高端品牌群，次高端及以上啤酒产品占比不断提升，2023年喜力获得近60%的高速增长，全年销量突破60万吨，圆满完成与喜力合作的第一个五年计划，纯生也实现双位数增长。公司开启啤+白双赋能模式，做酒类新世界的探索者，2023年下半年金沙已逐步恢复增长，未来有望打开公司成长天花板。2024年大麦价格回落，利好公司盈利能力进一步提升。

事件

公司发布2023年年度业绩公告

公司2023年全年实现营业收入389.3亿元，同比增长10.4%，其中啤酒营收368.7亿元，同比增长4.5%，白酒收入20.7亿元。公司归母净利润51.53亿元，同比增长18.6%。剔除关厂产生的固定资产减值及安置费用共1.41亿元，公司还原后归母净利润52.59亿元，同比增长16.3%。

简评

啤酒高端化升级持续，白酒业务逐步复苏

啤酒业务方面，公司继续推进决胜高端战略，全年实现啤酒销量1115.1万吨，同比增长0.5%，其中次高端及以上啤酒销量250万吨，同比增长18.9%，占比为22.4%，其中下半年啤酒销量458万吨，同比下滑4.6%，次高端及以上销量106万吨，同比增长10.0%，主要系23Q3在高基数下相对承压，但高端化升级持续，其中喜力品牌全年同比增长近60%，销量突破60万吨，圆满完成与喜力合作的第一个五年计划，同时雪花纯生、老雪、红爵等产品全年也取得双位数增长，带动公司吨价持续提升。2023年公司全年吨价3306元，同比提升4.03%，其中下半年吨价3050元，同比提升2.8%。

白酒业务方面，公司白酒业务全年收入20.7亿元，EBIT 1.3亿元，EBIT率为6.3%，还原无形资产摊销影响后EBIT 8.0亿元，还原后EBIT率为38.6%。23H2实现营收10.9亿元，EBIT 0.59亿元，剔除摊销后EBIT 4.0亿元，还原后EBIT率36.9%。公司23年聚焦组织重塑与人员选聘、市场秩序与价格恢复、品牌重塑与产品开发、生产保障与项目推进四大项重点工作。2023年上半年外部以降库

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

菅成广

jianchengguang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521020003

SFC 编号:BPB626

发布日期：2024年03月20日

当前股价：37.20 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
17.54/16.38	10.88/11.48	-39.71/-24.39
12 月最高/最低价 (港元)		64.75/28.15
总股本 (万股)		324,417.69
流通 H 股 (万股)		324,417.69
总市值 (亿港元)		1,116.00
流通市值 (亿港元)		1,206.83
近 3 月日均成交量 (万)		1298.16
主要股东		
华润集团(啤酒)有限公司		51.67%

股价表现



相关研究报告

- 2023-08-20 【中信建投非白酒】华润啤酒(0291): 产品结构持续提升,啤白双赋能决胜高端
- 2023-03-27 【中信建投非白酒】华润啤酒(0291): 啤+白双轮驱动,决胜高端扬帆起航
- 2022-10-2 【中信建投食品饮料】华润啤酒(0291): 产能扩张与产品结构优化,业绩持续超预期

存稳价格为目标，重建市场秩序，下半年围绕品牌建设和市场拓展两条主线开展工作，推出摘要敬赞、金沙小酱等新品，实现业绩稳步增长。

下半年相对承压，全年利润符合预期

成本端虽然 2023 年的大麦成本上涨，但受益于包材价格下降，2023 年公司啤酒毛利率 40.2%，同比提升 1.7pcts，吨成本 1977 元，同比提升 1.08%，其中下半年吨成本 2075 元，同比提升 4.1%，毛利率略有下滑。同时公司进一步优化产能布局，全年关停 2 家啤酒厂，同时安徽蚌埠智能化工厂在上半年投产，通过数字化赋能持续降本增效，推动组织转型，费用控制良好。剔除关厂产生的固定资产减值及安置费用 1.41 亿后，公司还原后归母净利润率 13.5%，同比提升 0.7pcts，盈利能力得到提升，全年核心利润符合预期。澳麦“双反”终止后，大麦采购价格回落，2024 年公司盈利能力有望将进一步释放。

特别股息提高分红，2024 年高端化仍可期

公司拟末期股息每股 0.349 元以及特别股息每股 0.3 元，2023 年度派息总额为每股 0.936 元，分红率从 40% 提升至 59%。展望 2024 年，国内啤酒高端化远未走完，公司持续推进“决胜高端”战略，以中国品牌+国际品牌的组合，提供不同度数、口味、价格段的啤酒。公司“3+3+3”战略前两个阶段超预期完成，实现了高档酒迅速发展、利润持续释放，以及组织能力焕发。2023 年金沙并表，啤酒白酒双赛道启程，通过啤白双赋能和白白共成长模式，做酒类新世界的探索者，金沙自 2023 年下半年已逐步修复，2024 年有望持续复苏。

盈利预测：预计公司 2024-2026 年实现营业收入 416.6、437.0、458.0 亿元，同比增长 7.01%、4.89%、4.81%；归母净利润 60.5、70.6、79.3 亿元，同比增长 17.5%、16.6%、12.4%，对应 2024-2026 年 PE 分别为 18.1X、15.5X、13.8X。

风险提示：

- 1、高端渠道能力提升速度不及预期：行业进入高端化发展时代，各企业通过推进高档产品销售提升盈利水平。目前高档啤酒市场竞争较为激烈，若公司高端渠道能力提升速度较慢，盈利或不及预期。
- 2、市场需求修复不及预期：2023 年以来餐饮等啤酒消费场所持续复苏，但一定程度受到宏观经济等因素影响，若修复节奏不及预期，将影响公司产品销售。
- 3、原材料成本上行：啤酒原料、包材等原材料占啤酒生产成本的大部分，原材料价格上涨会明显降低企业盈利水平。当前包材成本平稳回落，双反限制取消后大麦价格走低，但若未来出现超预期的价格上涨会使得企业盈利不及预期。

重要财务指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额(百万元)	35,263	38,932	41,661	43,699	45,799
YOY(%)	5.62%	10.40	7.01	4.89	4.81
归母净利润(百万元)	4,344	5,153	6,052	7,058	7,930
YOY(%)	-5.30	18.62	17.45	16.61	12.36
P/E(倍)	36.3	19.5	18.1	15.5	13.8

资料来源：Wind，中信建投证券

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

菅成广

华东政法大学法学硕士，2021 年 2 月加入中信建投食品饮料团队，曾就职于国泰君安证券、光大证券，财务分析能力较强，拥有多领域研究经验。

研究助理

高畅

gaochang@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk