

华润啤酒 (00291.HK)

H2 节奏放缓，特别分红超预期

公司面临消费环境变化，高基数&库存影响下 H2 节奏放缓，但全年盈利稳定提升，特别分红超出预期。展望 24 年，公司高端化战略依旧坚定：喜力、纯生增长目标积极，主流及以下产品明确以品质升级为核心，避免价格战，白酒业务库存去化后增长有望提速。预计 1) 喜力迈过 60 万吨规模效应有望提升，利润贡献或加速；白酒摊销费用边际改善，24 年产生更大盈利。

□事件：公司发布 2023 年度报告，公司 23 年实现营业收入/归母净利润分别为 389.3/51.5 亿，同比+10.4%/+18.6%，整体业绩符合预期。税率低基数下 EBIT 同比+33.3%至 69.6 亿，还原员工一次性补偿安置费用及关厂相关的固定资产减值亏损 1.4 亿后，核心 EBIT 同比+30.0%至 71.0 亿。为祝贺集团 30 周年庆典，公司派发特别分红 0.3 元/股，分红比率由 40%提升至 59%。

□H2 节奏放缓，喜力五年合作亮眼收官。公司 23 年啤酒业务收入同比+4.5%至 368.7 亿，销量同比+0.5%至 1115.1 万吨，其中喜力顺利实现 60 万吨目标 (+60%)，纯生亦实现双位数增长，带动次高档以上销量同比+18.9%至 250 万吨，占比提升 3.5pcts 至 22.4%，23 年公司啤酒吨价同比+4.0%至 3305 元。23H2 高基数&库存影响下公司啤酒销量同比-4.6%至 458 万吨，其中次高档以上销量 106 万吨 (+10%)，吨价增速环比放缓至+2.8%。

□白酒重塑基本完成。23 年公司白酒业务实现收入 20.7 亿，EBIT 1.3 亿，EBIT margin 6.3%，剔除收购产生的无形资产摊销影响，白酒业务实现 EBIT 8 亿，核心 EBIT margin 达到 38.6%。其中 23H2 营收 10.9 亿，EBIT 0.6 亿，还原无形资产摊销后 4 亿，还原后 EBIT margin 36.9%。23 年公司业务聚焦品牌、产品、组织重塑，年内 1) 摘要库存下降至 40%左右，价格由 400+恢复至 500+ 元；2) 推出光瓶酱酒金沙小酱和摘要团购产品（定价 500 元内，企业直采）；3) 供应链、营销、管理体系基本磨合完成，啤白赋能元年正式开启。

□H2 成本压力增加，啤酒核心 EBIT margin 同比+3.5pcts 至 19.1%。公司啤酒业务 23 年毛利率+1.7pcts 至 40.2%，但 H2 成本压力显著增加，23H2 吨成本同增 4.3%，大麦双位数涨幅较难被包材成本下降对冲，公司 23H2 毛利率-1.0pcts 至 31.9%。23 年公司加大费用投放，抢占渠道资源，销售费用率+1.6pcts 至 20.7%，管理费用继续精益，管理费用率-0.78pct 至 8.6%。23H1 公司实现归母净利率同比+1.4pcts 至 19.5%，核心 EBIT margin 同比+2.0pcts 至 26.6%。结构升级+效率优化带动公司 23 年净利率提升 0.9pct 至 13.2%，啤酒业务核心 EBIT margin 同比+3.5pcts 至 19.1%。

□喜力开启五年新征程，白酒有望提速。喜力在第一个五年合作中顺利收官，24 年开启新征程，锚定成为 12 元以上细分第一大单品目标，全面铺开小瓶化、非现饮，并在沿海市场通过产品组合带动雪花高档产品维持双位数以上增长。同时，为适应消费环境变化，公司在保价的基础上对主流以下产品进行品质升级，夯实市场份额。白酒业务库存去化后动销已经恢复至较高增速，24 年有望提速发展。

□投资建议：啤酒稳定升级，关注白酒提速。面临外部消费环境变化，公司高端化战略依旧坚定：喜力、纯生增长目标积极，主流及以下产品明确以品质升级为核心，避免价格战，白酒业务库存去化后增长有望提速。考虑 1) 喜力迈过 60 万吨规模效应有望提升，利润贡献有望加速；白酒摊销费用边际改善，

强烈推荐（维持）

消费品/食品饮料
目标估值：NA
当前股价：37.2 港元

基础数据

总股本（百万股）	3244
香港股（百万股）	3244
总市值（十亿港元）	120.7
香港股市值（十亿港元）	120.7
每股净资产（港元）	11.6
ROE（TTM）	17.0
资产负债率	52.2%
主要股东	华润集团(啤酒)有限公司
主要股东持股比例	51.67%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《华润啤酒（00291）—喜力表现亮眼，白酒重塑基本完成，重申配置价值（更新）》2023-08-21
- 2、《华润啤酒（00291）—喜力表现亮眼，白酒重塑基本完成，重申配置价值》2023-08-20
- 3、《华润啤酒（00291）—控费成效显著，23 年看高档产品放量》2023-03-27

于佳琦 S1090518090005

✉ yujiaqi@cmschina.com.cn

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

预计 24 年产生更大盈利，给予 24-26 年 EPS 预测 1.83、2.05 元、2.25 元，暂不给予目标价，维持“强烈推荐”。

□风险提示：极端天气影响、原材料成本上涨、高端化竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	36428	40064	41617	43335	45421
同比增长	6%	10%	4%	4%	5%
营业利润(百万元)	4656	5808	6817	7832	9023
同比增长	25%	25%	17%	15%	15%
归母净利润(百万元)	4344	5153	5922	6660	7314
同比增长	-5%	19%	15%	12%	10%
每股收益(元)	1.34	1.59	1.83	2.05	2.25
PE	25.2	21.2	18.5	16.4	15.0
PB	15.5	10.2	12.0	10.4	9.5

资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《华润啤酒（00291）—喜力表现亮眼，白酒重塑基本完成，重申配置价值（更新）》2023-08-21
- 2、《华润啤酒（00291）—多元化发展再落一子，价值底部加大布局》2022-10-26
- 3、《华润啤酒（00291）—利润表现超预期，估值性价比凸显，重申强烈推荐》2022-08-18
- 4、《华润啤酒（00291）—份额引领，决战高端（更新）》2022-07-12
- 5、《华润啤酒：短期压力压制预期，关注低位布局机会》2022-03-24

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	20878	17141	23575	25639	27418
现金	10208	5520	11830	13508	15115
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1691	101	101	101	101
应收款项	118	124	129	134	140
其它应收款	1456	1894	1967	2047	2146
存货	7402	9502	9638	9820	10027
其他	3	0	3	4	4
非流动资产	36435	54383	38035	38835	39635
长期股权投资	6229	5167	5167	5167	5167
固定资产	14050	16294	15650	16450	17250
无形资产商誉	12744	29026	29026	29026	29026
其他	3412	3896	3412	3412	3412
资产总计	57313	71524	61610	64474	67053
流动负债	23667	24364	25690	26554	26891
短期借款	3441	2959	3001	3058	3123
应付账款	100	594	594	594	594
预收账款	512	931	0	0	0
其他	19614	19880	21770	22506	22792
长期负债	6569	12986	12986	12986	12986
长期借款	588	4181	4181	4181	4181
其他	5981	8805	8805	8805	8805
负债合计	30236	37350	32259	33123	33460
股本	14090	14090	14090	14090	14090
储备	10342	12949	16205	15977	16860
少数股东权益	38	3879	3949	4028	4114
归属于母公司所有者权益	27039	30295	30067	30950	32154
负债及权益合计	57313	71524	61610	64474	67053

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7243	4786	5963	7090	7382
净利润	4344	4649	5922	6660	7314
折旧与摊销	0	0	0	0	0
营运资本变动	3127	0	114	169	186
其他非现金调	(228)	137	(88)	(79)	(133)
投资活动现金流	(2314)	(8768)	(612)	(612)	(550)
资本性支出	(333)	(1225)	(800)	(800)	(800)
出售固定资产	0	0	0	0	0
投资增减	2361	1530	0	0	0
其它	430	(9073)	188	188	250
筹资活动现金流	1128	6755	(4530)	(4862)	(5225)
债务增减	588	6846	0	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	0	0	6149	5777	6110
其它筹资	540	(91)	(30)	(30)	(30)
其它调整	0	0	(9000)	(9665)	(10390)
现金净增加额	4832	2724	883	1678	1607

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	36428	40064	41617	43335	45421
主营收入	35263	38932	40428	42087	44111
营业成本	21702	22829	23156	23592	24091
毛利	13561	16103	17272	18494	20020
营业支出	10070	11427	11643	11910	12307
营业利润	4656	5808	6817	7832	9023
利息支出	47	187	30	30	30
利息收入	380	361	250	250	250
权益性投资	(67)	(5)	(5)	(5)	0
其他非经营	(32)	(57)	(57)	(57)	0
非经常项目	638	1158	1158	1158	800
除税前利润	5528	7078	8133	9148	10043
所得税	1178	1864	2142	2409	2643
少数股东损益	6	61	70	79	87
归属普通股股东净利	4344	5153	5922	6660	7314

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	6%	10%	4%	4%	5%
营业利润	25%	25%	17%	15%	15%
归母净利润	-5%	19%	15%	12%	10%
获利能力					
毛利率	37.2%	40.2%	41.5%	42.7%	44.1%
净利率	11.9%	12.9%	14.2%	15.4%	16.1%
ROE	16.1%	17.0%	19.7%	21.5%	22.7%
ROIC	14.8%	16.2%	19.2%	19.5%	20.3%
偿债能力					
资产负债率	52.8%	52.2%	52.4%	51.4%	49.9%
净负债比率	1.9%	7.1%	1.0%	0.9%	0.9%
流动比率	0.9	0.7	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.6	0.3	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.1	2.7	2.4	2.4	2.4
应收账款周转率	13.9	22.3	20.2	20.3	20.3
应付账款周转率	6.6	7.1	7.8	7.8	7.8
每股资料(元)					
EPS	1.34	1.59	1.83	2.05	2.25
每股经营净现金	2.23	1.48	1.84	2.19	2.28
每股净资产	8.34	9.34	9.27	9.54	9.91
每股股利	0.53	0.94	0.82	0.92	1.01
估值比率					
PE	25.2	21.2	18.5	16.4	15.0
EV/EBITDA	15.5	10.2	12.0	10.4	9.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。