

证券研究报告

公司研究

点评报告

华润啤酒(0291.HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

公司深度报告《华润啤酒：龙头
决战高端，聚势而强》2022.7.22

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

华润啤酒：啤酒决胜高端，白酒积极探索

2024年03月20日

事件：公司发布 2023 年业绩，实现营业收入 389.32 亿元，同比+10.4%，股东应占溢利 51.53 亿元，同比+18.6%。

点评：

- **啤酒吨酒收入稳提升，喜力高增至 60 万吨。**2023H2 华润啤酒实现营业收入 139.71 亿元，同比-2.0%；其中销量 458 万千升，同比-4.6%，我们认为主要同期基数较高所致。从产品结构来看，在消费环境较为疲软的情况下，公司高端化稳步推进，2023H2 千升酒收入同比+2.8%，次高端及以上销量同比+10.0%至 105.6 万吨。全年来看，受益于喜力双位数增长至 60 万吨、雪花纯生和老雪等产品双位数增长，公司千升酒收入同比+4.0%。分区域看，2023 年下半年东区实现营业收入 73.32 亿元，同比-2.3%；中区 32.49 亿元，同比-4.2%；南区 40.43 亿元，同比-2.3%。
- **全年毛利率提升较多，降本增效贡献利润。**2023 年公司毛利率为 40.2%，同比+1.7pct，主要系啤酒销量增长且部分包装物成本下降，千升酒成本仅同比+1.1%。在啤酒业务投放费用培育与推广各重点高端品牌的同时，公司持续推行“过紧日子”理念，采取多项降本增效措施以控制经营费用，2023 年经营费用率同比-1.3%至 27.1%，其中行政及其他费用率同比-1.4pct 至 7.9%。此外，公司继续优化产能布局，2023 年停止营运 2 间啤酒厂且新设一间位于安徽的智慧工厂，相关产能优化产生的固定资产减值亏损和一次性员工补偿及安置费用共计 1.41 亿元。综上，全年公司实现股东应占溢利 51.53 亿元，同比+18.6%，股东应占溢利率 13.2%，同比+0.9pct。
- **积极推进白酒整合，打造“啤酒+白酒”双赋能模式。**2023 年公司白酒业务实现 20.67 亿元，EBIT 实现 1.3 亿元，如剔除因收购贵州金沙所产生的无形资产摊销影响，EBIT 为 7.97 亿元。在完成贵州金沙的交割后，公司积极推进白酒业务的投后整合、赋能及提升，一方面推出新品“敬赞”摘要产品面向企业客户以及特色小光瓶“金沙小酱”，另一方面积极处理遗留问题，恢复渠道信心，展望未来，我们认为贵州金沙全面重塑后，白酒业务有望保持较好的增长。
- **盈利预测与投资评级：**公司高端化逻辑在业绩端持续兑现，我们认为在最后一个三年发展战略“高端制胜，卓越发展”下，啤酒次高端及以上产品有望保持双位数增长。结合目前白酒业务进展，我们预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.82、2.06、2.37 元，对应 2024 年 3 月 19 日收盘价（34.22 元/股、37.20 港币/股）市盈率 19、17、14 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**原材料价格波动、吨酒收入或者次高端及以上产品销量不及预期、白酒业务改善不及预期

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	36,428	40,064	41,579	43,252	45,139
增长率 YoY %	5.92%	9.98%	3.78%	4.03%	4.36%
归母净利润(百万元)	4,344	5,153	5,893	6,678	7,677
增长率 YoY%	-5.30%	18.62%	14.36%	13.32%	14.96%
毛利率%	38.46%	41.36%	43.22%	44.48%	46.01%
净资产收益率 ROE%	16.07%	17.01%	16.35%	15.69%	15.32%
EPS(元)	1.34	1.59	1.82	2.06	2.37
市盈率 P/E(倍)	37.45	19.79	18.84	16.63	14.46
市净率 P/B(倍)	6.02	3.37	3.08	2.61	2.22

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 3 月 19 日收盘价

附录：公司财务预测表					单位：人民币百万元				
资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	17,141	25,030	33,042	41,692	营业收入	38,932	40,447	42,120	44,007
现金	5,520	13,354	21,174	29,421	其他收入	1,132	1,132	1,132	1,132
应收账款及票据	124	141	138	140	营业成本	22,829	22,967	23,384	23,758
存货	9,502	8,231	8,854	9,889	销售费用	8,065	7,944	8,273	8,644
其他	1,995	3,303	2,875	2,242	管理费用	3,362	3,493	3,637	3,800
非流动资产	54,383	53,978	53,298	52,275	研发费用	0	0	0	0
固定资产	16,294	16,396	16,213	15,677	财务费用	-174	-341	-639	-1,035
无形资产	29,026	28,519	28,022	27,535	除税前溢利	7,078	8,095	9,173	10,545
其他	9,063	9,063	9,063	9,063	所得税	1,864	2,132	2,416	2,777
资产总计	71,524	79,008	86,340	93,967	净利润	5,214	5,963	6,757	7,768
流动负债	24,364	26,030	26,749	26,753	少数股东损益	61	70	79	91
短期借款	931	731	531	531	归母净利润	5,153	5,893	6,678	7,677
应付账款及票据	2,959	3,377	3,369	3,079					
其他	20,474	21,921	22,849	23,143	EBIT	6,904	7,753	8,534	9,511
非流动负债	12,986	12,986	12,986	12,986	EBITDA	8,740	9,751	10,534	11,433
长期债务	4,181	4,181	4,181	4,181	EPS (元)	1.59	1.82	2.06	2.37
其他	8,805	8,805	8,805	8,805					
负债合计	37,350	39,016	39,735	39,739					
普通股股本	14,090	14,090	14,090	14,090	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
储备	16,205	21,953	28,486	36,019	成长能力				
归属母公司股东权益	30,295	36,043	42,576	50,109	营业收入	10.40%	3.89%	4.14%	4.48%
少数股东权益	3,879	3,949	4,028	4,119	归属母公司净利	18.62%	14.36%	13.32%	14.96%
股东权益合计	34,174	39,992	46,604	54,227	获利能力				
负债和股东权益	71,524	79,008	86,340	93,967	毛利率	41.36%	43.22%	44.48%	46.01%
					销售净利率	13.24%	14.57%	15.86%	17.45%
现金流量表	2023E	2024E	2025E	2026E	ROE	17.01%	16.35%	15.69%	15.32%
经营活动现金流	6,846	9,229	8,938	8,741	ROIC	12.95%	12.72%	12.25%	11.89%
净利润	5,153	5,893	6,678	7,677	偿债能力				
少数股东权益	61	70	79	91	资产负债率	52.22%	49.38%	46.02%	42.29%
折旧摊销	1,836	1,997	2,000	1,922	净负债比率	-1.19%	-21.11%	-35.32%	-45.57%
营运资金变动及其他	-204	1,269	180	-949	流动比率	0.70	0.96	1.24	1.56
					速动比率	0.31	0.65	0.90	1.19
投资活动现金流	-1,058	-1,013	-744	-325	营运能力				
资本支出	-1,661	-1,592	-1,320	-899	总资产周转率	0.60	0.54	0.51	0.49
其他投资	603	579	576	574	应收账款周转率	321.75	304.84	302.03	316.92
					应付账款周转率	7.13	7.25	6.93	7.37
筹资活动现金流	-811	-237	-228	-24	每股指标 (元)				
借款增加	1,022	-200	-200	0	每股收益	1.59	1.82	2.06	2.37
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	2.11	2.84	2.75	2.69
已付股利	-1,739	-37	-28	-24	每股净资产	9.34	11.11	13.12	15.45
其他	-94	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	4,832	7,834	7,821	8,247	P/E	19.79	18.84	16.63	14.46
					P/B	3.37	3.08	2.61	2.22
					EV/EBITDA	11.63	10.52	8.98	7.55

备注：由于华润啤酒 2023 年业绩公告中尚未披露 2023 年现金流量表，因此报告中 2023 年现金流量表采用预测值

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020 年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021 年加入国泰君安证券研究所，2021/2022 年新财富团队核心成员。2023 年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成成分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。