

华润啤酒 (00291.HK)

喜力销量增速接近 60%，高端化继续较快推进

买入

核心观点

2023 年啤酒重点产品增速提升，高端化继续较快推进。2023 年营业收入 389.32 亿元，同比+10.4%；归母净利润 51.53 亿元，同比+18.6%。啤酒业务方面，2023 年营业收入 368.65 亿元，同比+4.5%。全年啤酒总销量 1115.1 万千升，同比+0.5%。虽总量仅微增，但产品结构表现突出，2023 年公司次高档及以上产品销量同比+18.9%至 250.0 万千升。其中喜力销量同比增速近 60%，销量突破 60 万千升，纯生销量同比增速超 10%。重点产品增速提升，有力推动高端化较快进行。

白酒业务业绩贡献有限，但盈利能力较强。白酒业务方面，2023 年公司白酒业务实现营业收入 20.67 亿元，实现息税前利润 1.30 亿元，若剔除收购贵州金沙产生的无形资产摊销 6.67 亿元的影响，白酒业务实现息税前利润 7.97 亿元，对应息税前利润率为 38.6%。2023 年公司白酒业务重在去库存、稳价盘及重塑产品体系，管住库存及价盘优先于拉动销售收入增长，全年白酒业务营收主要由白摘要单品贡献，产品定位次高端白酒，因此虽然白酒业务收入规模不大，但盈利能力较强。

结构升级、降本增效助推盈利能力提升。2023 年公司整体毛利率 41.4%，其中啤酒业务毛利率 40.2%，同比+1.7pct，主要原因为产品结构升级拉动啤酒均价提升。成本压力相较于 2022 年得到明显缓解，主因包材成本下行。2023 年公司管理费用率同比-0.8pct，体现组织二次再造、产销分离等降本增效举措的效果。由于 2023 年有效税率恢复至 26.3%，同比+5.0pct，税项同比增长较多压制归母净利润提升空间，最终归母净利润率同比+0.92pct 至 13.2%。

啤酒业务高端化发展路径清晰，白酒业务有望步入发展快车道。啤酒业务方面，公司继续聚焦以喜力、纯生、SuperX 为核心的次高档及以上产品组合，目前喜力增长势能突出，2024 年将有序推进全国化扩张；纯生将扩大渠道覆盖面，巩固非现饮渠道优势的同时加强非现饮渠道渗透；SuperX 升级换代将于今年完成，加强产品增长动能。白酒业务方面，2023 年公司大幅清理了白酒库存、核心产品价盘恢复健康，同时向内对组织架构、管理体系、产品矩阵等进行重塑，目前白酒业务调整基本到位。随着白酒新品陆续上市，2024 年白酒业务的增长动力强化，预计可在低基数上实现较快增长。

盈利预测与投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 415.4/441.8/469.3 亿元，同比+6.7%/+6.4%/+6.2%；实现归母净利润 60.3/70.0/81.0 亿元，同比+17.0%/+16.1%/+15.8%；EPS 分别为 1.88/2.18/2.53 元。当前股价对应 2024/2025 年 PE 分别为 18/16 倍，考虑到公司核心产品势能向上、龙头优势持续巩固、中长期成长空间可观，当前估值仍处于偏低位置，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行压力增大导致消费能力持续弱化；行业竞争加剧导致费用投放被动增加；部分原材料价格大幅上涨；食品安全事故导致行业销量下滑、啤酒品牌形象受损的风险。

公司研究 · 海外公司财报点评

食品饮料 · 非白酒

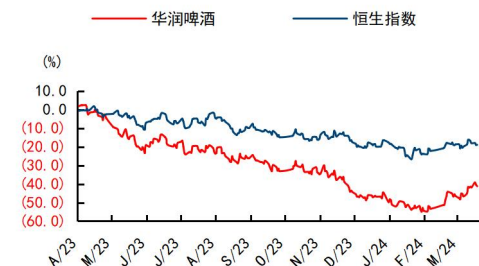
证券分析师：张向伟 021-60933131
zhangxiangwei@guosen.com.cn
S0980523090001

证券分析师：杨苑 021-60933124
yangyuan4@guosen.com.cn
S0980523090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	36.70 港元
总市值/流通市值	119061/119061 百万港元
52 周最高价/最低价	64.76/27.20 港元
近 3 个月日均成交额	423.72 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华润啤酒 (00291.HK) - 国内啤酒龙头，续战高端、降本增效》
——2024-02-04

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	35,263	38,932	41,538	44,183	46,926
(+/-%)	5.6%	10.4%	6.7%	6.4%	6.2%
归母净利润(百万元)	4344	5153	6027	6996	8101
(+/-%)	-5.3%	18.6%	17.0%	16.1%	15.8%
每股收益(元)	1.34	1.61	1.88	2.18	2.53
EBIT Margin	15.9%	18.8%	20.3%	21.9%	23.8%
净资产收益率 (ROE)	16.1%	17.0%	18.0%	19.7%	21.3%
市盈率 (PE)	25.5	21.3	18.2	15.7	13.5
EV/EBITDA	21.1	16.6	15.1	13.5	12.0
市净率 (PB)	4.11	3.67	3.33	3.13	2.92

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

事件：公司公布 2023 年度业绩，2023 年实现营业收入 389.32 亿元，同比+10.4%；实现息税前利润 69.61 亿元，同比+33.2%；实现归母净利润 51.53 亿元，同比+18.6%。其中 2023 年下半年公司实现营业收入 150.61 亿元，同比+5.7%；实现息税前利润 7.16 元，同比+952.9%；实现归母净利润 5.04 亿元，同比-7.0%。

喜力销量增速接近 60%，纯生销量增速超 10%，带动产品结构较快升级。啤酒业务方面，2023 年公司啤酒业务实现营业收入 368.65 亿元，同比+4.5%。2023 年啤酒总销量 1115.1 万千升，同比+0.5%。其中上半年/下半年分别同比+4.4%/-4.6%，下半年销量承压的主要原因包括 2022 年同期高基数、2023 年下半年消费环境偏冷。虽总量仅微增，但产品结构表现突出，2023 年公司次高档及以上产品销量同比+18.9%至 250.0 万千升，占比提升至 22.4%（2022 年为 22.0%）。其中喜力销量同比增长近 60%，2023 年销量已突破 60 万千升，纯生销量同比增长 10%以上，销量已达 80 万千升。喜力高速增长得益于公司坚定执行高端化战略、持续在喜力上进行品牌投入以提升其品牌影响力、大力推动喜力的渠道扩张。纯生增长提速一方面享受了 10 元价格带扩容红利，另一方面也受益于喜力在华东东南区域对餐饮渠道的突破。在产品结构升级带动下，2023 年公司啤酒销售均价同比+4.0%至 3306 元/千升，其中 2023 年下半年啤酒销售均价同比+2.8%，相较于上半年有所降速，预计与消费力偏弱环境下，公司在一定程度上加大促销力度有关。

白酒业务业绩贡献有限，但盈利能力较强。白酒业务方面，2023 年公司白酒业务实现营业收入 20.67 亿元，实现息税前利润 1.30 亿元，若剔除收购贵州金沙产生的无形资产摊销 6.67 亿元的影响，白酒业务实现息税前利润 7.97 亿元，对应息税前利润率为 38.6%，毛利率则为 62.9%。2023 年公司白酒业务重在去库存、稳价盘及重塑产品体系，管住库存及价盘优先于拉动销售收入增长，全年白酒业务营收主要由白摘要单品贡献，产品定位次高端白酒，因此虽然白酒业务收入规模不大，但盈利能力较强。

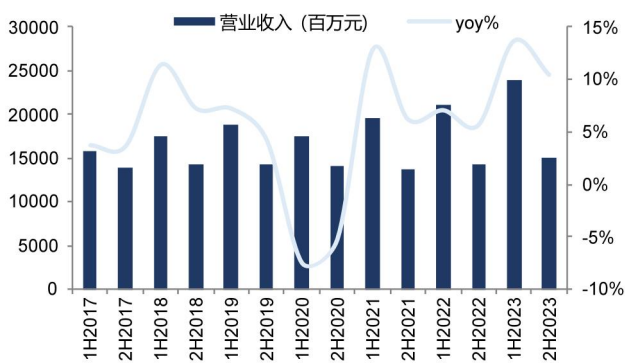
结构升级、降本增效助推盈利能力提升。2023 年公司整体毛利率 41.4%，其中啤酒业务毛利率 40.2%，同比+1.7pct，主要原因为产品结构升级拉动啤酒均价提升。成本压力相较于 2022 年得到明显缓解，虽大麦成本仍有较大增幅，但占比更大的包材成本下行，全年啤酒平均成本为 1978.6 元/千升，同比+1.2pct。2023 年公司销售费用率/管理费用率分别同比+1.6pct/-0.8pct，销售费用率同比提升主要受到金沙并表影响，预计啤酒业务销售费用增速匹配啤酒业务营收增长，管理费用率同比下行体现组织二次再造、产销分离等降本增效举措的效果。此外，2023 年公司收到政府补助 6.67 亿元，对其他收入及收益项有正向贡献。综上，公司全年息税前利润 69.61 亿元，同比+33.2%；息税前利润率 17.9%，同比+3.1pct。但由于 2023 年有效税率恢复至 26.3%，同比+5.0pct，税项同比增长较多压制归母净利润率提升空间，最终归母净利率同比+0.92pct 至 13.2%。

宣布派发特别股息，公司分红率有所提高。为祝贺集团三十周年，董事会拟派发特别股息每股人民币 0.300 元，连同中期股息每股人民币 0.287 元及末期股息每股人民币 0.349 元，2023 年度派息总额为每股人民币 0.936 元。每股收益为 1.61 元，分红率为 58.1%，较 2022 年分红率 40.0%上升 18.1pct。

啤酒业务高端化发展路径清晰，白酒业务调整基本到位有望步入发展快车道。展望未来，啤酒业务方面，公司继续聚焦以喜力、纯生、SuperX 为核心的次高档及以上产品组合，2024 年将开启喜力的第二个五年战略，公司力求提升喜力在 12-15 元细分市场第一品牌地位。目前喜力增长势能突出，并已从福建、浙江基地市场辐射至粤东区域，2024 年将有序推进全国化扩张；纯生将扩大渠道覆盖面，巩固非现饮渠道优势的同时加强非现饮渠道渗透；SuperX 升级换代将于今年完成，加强产品增长动能。其他产品如老雪、红爵、马尔斯绿等构建轻骑兵产品矩阵，可

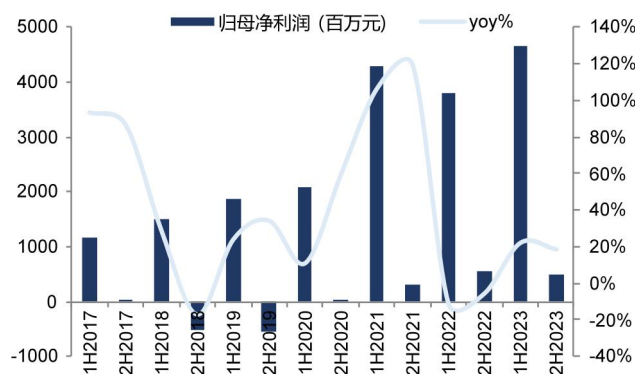
灵活应对区域市场竞争情况，为核心产品组合保驾护航。整体来看，目前公司啤酒业务发展路径清晰，前期战略执行效果好，为公司积累了成功经验并巩固了竞争优势，后续继续推动高端化战略落地即可，因此啤酒业务稳健性强，且能实现盈利能力持续提升。白酒业务方面，2023年公司大幅清理了白酒库存、核心产品价格盘恢复健康，同时向内对组织架构、管理体系、产品矩阵等进行重塑，目前白酒业务调整基本到位。随着政商务版摘要、金沙小酱、金沙系列新品陆续上市，2024年公司白酒业务的增长动力强化，预计可在低基数上实现较快增长。

图1: 华润啤酒半年度营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



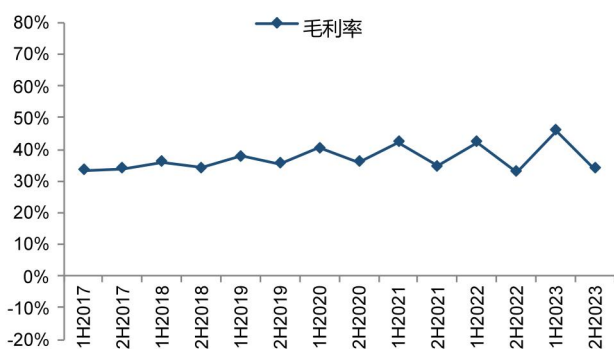
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 华润啤酒半年度归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



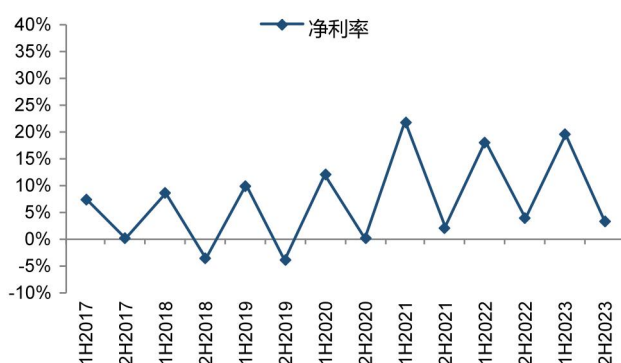
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 华润啤酒半年度毛利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 华润啤酒半年度净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议: 综上, 我们维持 2024-2025 年盈利预测, 并新增 2026 年盈利预测: 预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 415.4/441.8/469.3 亿元 (2024-2025 年前预测值为 415.4/442.0 亿元), 同比+6.7%/+6.4%/+6.2%; 实现归母净利润 60.3/70.0/81.0 亿元 (2024-2025 年前预测值为 59.9/70.0 亿元), 同比+17.0%/+16.1%/+15.8%; EPS 分别为 1.88/2.18/2.53 元。当前股价对应 2024/2025 年 PE 分别为 18/16 倍, 考虑到公司核心产品势能向上、龙头优势持续巩固、中长期成长空间可观, 当前估值仍处于偏低位置, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (元)	EPS (元)		PE		总市值 (亿元)	投资评级
				2023E	2024E	2023E	2024E		
0291.HK	华润啤酒	21.2	34.24	1.61	1.88	21.3	18.2	1,095	买入
600600.SH	青岛啤酒	26.5	84.56	3.20	3.78	26.4	22.4	1,154	买入
600132.SH	重庆啤酒	24.9	68.83	2.76	3.02	24.9	22.8	333	买入
000729.SZ	燕京啤酒	41.3	9.31	0.23	0.33	47.2	33.5	262	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理; 注: 1) 华润啤酒股价通常以港元 (HKD) 计, 为方便公司间对比, 表中数据已换算成以人民币元 (RMB) 计; 2) 华润啤酒已披露 2023 年年报, 2023 年 EPS 华润啤酒为实际披露值, 其余公司为预测值。

风险提示

- 1、宏观经济下行压力增大导致消费能力持续弱化, 高档产品销量受阻;
- 2、行业竞争加剧导致费用投放被动增加;
- 3、部分原材料价格大幅上涨导致盈利能力受损;
- 4、食品安全事故导致行业销量下滑、啤酒品牌形象受损的风险。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10208	5520	11371	14332	17275	营业收入	35263	38932	41538	44183	46926
应收款项	2612	1506	3755	3874	3986	营业成本	21702	22829	23276	24075	25006
存货净额	7402	9502	8481	8772	9112	毛利	13561	16103	18262	20108	21920
其他流动资产	656	613	654	682	711	销售费用	6750	8065	8712	9169	9487
流动资产合计	20878	17141	24262	27661	31083	管理费用	3320	3362	3291	3349	3391
固定资产	14050	16294	16435	16417	16146	财务费用	79	244	228	231	227
无形资产及商誉	203	8991	8349	7707	7064	其他经营收入	2183	2651	2163	2096	2133
长期股权投资	3266	3728	3765	3803	3841	其他收益	(21)	(67)	(5)	(5)	(5)
其他非流动资产	4886	3884	3962	4041	4122	利润总额	5528	7078	8188	9451	10943
资产总计	57313	71524	78258	81114	83741	所得税费用	1178	1864	2088	2363	2736
短期借款	512	931	1531	1731	1131	少数股东损益	6	61	73	92	107
应付款项	23002	22755	26146	27043	28089	归属于母公司净利润	4344	5153	6027	6996	8101
其他流动负债	153	678	578	478	378						
流动负债合计	23667	24364	28255	29252	29598						
长期借款及应付债券	588	4181	4181	4181	4181						
其他长期负债	4131	4414	4614	4814	5014						
长期负债合计	4719	8595	8795	8995	9195						
负债合计	28386	32959	37050	38247	38793						
少数股东权益	38	3879	3921	3975	4037						
股东权益	27039	30295	33396	35501	38021						
负债和股东权益总计	55463	67133	74367	77723	80850						
						现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
						净利润	4344	5153	6027	6996	8101
						折旧摊销	1562	2212	2302	2360	2413
						营运资本变动	1448	612	2143	481	586
						其它	(508)	(956)	(958)	(967)	(979)
						经营活动现金流	6846	7021	9513	8869	10120
						资本开支	(1661)	(2000)	(1800)	(1700)	(1500)
						其它投资现金流	603	(11097)	100	100	100
						投资活动现金流	(1058)	(13097)	(1700)	(1600)	(1400)
						权益性融资	0	0	0	0	0
						长期借款	0	0	0	0	0
						短期借款	1100	4000	600	200	(600)
						支付股利	(1739)	(2112)	(2562)	(2977)	(3447)
						融资活动现金流	(811)	1888	(1962)	(2777)	(4047)
						现金净变动	4832	(4688)	5851	4492	4673
						货币资金的期初余额	5376	10208	5520	11371	14332
						货币资金的期末余额	10208	5520	11371	15863	19006
						企业自由现金流	5761	6218	8914	8402	9877
						权益自由现金流	5527	6038	8776	8277	9766

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032