

强于大市

啤酒行业动态点评

行业结构升级趋势明确，华润啤酒持续推进高端化

华润啤酒 2023 年营业总收入同比+10.0%，归母净利同比+18.6%，其中 2H23 营业总收入同比+11.4%，归母净利同比-7.0%。全年量稳价升，次高以上产品表现亮眼。我们预计后续华润将持续推进啤酒高端化进程，白酒业务有望边际改善。我们认为，啤酒结构性升级本质不改，叠加澳麦双反带来的成本红利，2024 年啤酒企业延续双位数以上利润增速的确定性高。从啤酒企业的业绩释放节奏上来看，大概率会呈现前低后高的态势，建议持续关注。

支撑评级的要点

- 2023 年华润啤酒量稳价升，次高档以上产品表现亮眼，其中 2H23 销量下滑、吨价升幅略有收窄。(1) 2023 年公司啤酒业务营收 368.7 亿元，同比+4.5%，销量、吨价分别为 1115.1 万千升/3306 元，同比+0.5%/+4%，销量增速与行业接近，实现量稳价升。产品结构维持升级趋势，次高档以上产品表现出色，销量同比+18.9%至 250 万千升。喜力销量同比增长近 60%，销量突破 60 万千升。(2) 2H23 销量出现下滑，次高档及以上产品延续较快增长，吨价升幅略有收窄。2H23 公司啤酒业务营收 139.7 亿元，同比-2.0%，量/价分别同比-4.6%/+2.8%，销量降幅略低于行业(-6.7%)，其中次高档及以上销量同比+10%。我们认为，公司下半年销量下滑主要系高基数+发货节奏差异所致。在次高档及以上产品持续向好趋势的带动下，吨价延续了升级态势，不过升幅略有收窄，可能由于 4 季度加大了货折支持力度。
- 2023 年华润啤酒结构升级推动盈利能力继续上行，归母净利同比+18.6%，归母净利率/税前利润率分别同比+0.9pct/2.5pct。(1) 受益于包材成本的回落，公司在大麦成本压力较大的情况下，全年吨成本同比增长 1.2%至 1979 元。由于产品结构的提升、吨成本增幅较低，公司啤酒业务毛利率同比+1.7pct至 40.2%。其中，2H23 由于销量下行，公司啤酒吨成本增幅较大，同比+4.3%，同时吨价升幅放缓，导致公司啤酒毛利率同比-1.0pct至 33.9%。(2) 费用端，公司 2023 年整体(啤酒+白酒+其他业务)销售/管理/财务费用率分别为 20.1%/8.4%/-0.4%，同比+1.6/-0.7/+0.5pct。管理费用率随营收规模提升稳中有降，销售费用率增加或系首次并表白酒业务所致，财务费用率增加或系收购金沙后有息负债增加所致。(3) 受益于结构升级毛利率上升，和政府补助、土地出让等非经常性损益增加，2023 年税前利润率 17.7%，同比+2.5pct。由于预提税费不再冲回，公司所得税率同比+5.0pct至 26.3%，拖累了归母净利润的表现，2023 年归母净利率 12.9%，同比+0.9pct。
- 华润的白酒业务管理机制逐步理顺，基本完成库存去化。2023 年公司白酒业务实现营收 20.7 亿元，实现 EBIT 1.3 亿元。排除 6.7 亿元无形资产摊销的影响后，公司白酒业务实现 EBIT 8.0 亿元。我们判断在计入收购金沙酒业时负债增加带来的财务成本后，2023 年白酒业务对公司整体利润可能有一定拖累。
- 华润持续推进啤酒高端化进程，白酒业务有望边际改善。2024 年公司将持续推动次高及以上啤酒产品的销量增长，对喜力、纯生等大单品目标较高。我们预计，在行业不改的结构升级趋势+完善的渠道网络助推下，公司啤酒业务有望延续稳健增长态势，同时随着澳麦双反的取消，成本端的红利有望继续释放。白酒业务上，随着渠道库存去化的完成，价盘已趋于稳定。长期来看，在数字化+啤白双赋能战略的引领下，公司管理机制有望持续优化，为公司不断贡献增长动能。

相关研究报告

- 《啤酒行业动态点评》20240306
- 《啤酒行业 2023 年三季报综述》20231114
- 《啤酒行业 2023 年半年报综述》20230906

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料：非白酒

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

投资建议

- 我们认为，啤酒结构性升级本质不改，叠加澳麦双反取消带来的成本红利，2024 年啤酒企业有望延续较快利润增速。从啤酒企业业绩释放节奏上来看，大概率会呈现前低后高的态势，建议持续关注。推荐行稳致远的青岛啤酒，建议关注积极推进改革的燕京啤酒，白酒业务有望边际改善的华润啤酒。

评级面临的主要风险

- 原材料成本波动、食品安全风险、竞争格局恶化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371