

喜力延续高光表现，期待啤白融合发展

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年年报，全年实现营收 389.3 亿元，同比增长 10.4%；实现归母净利润 51.5 亿元，同比增长 18.6%；其中 23H2 实现收入 150.6 亿元，同比增长 5.7%，实现归母净利润 5.04 亿元，同比下降 7%，公司业绩符合市场预期。
- **喜力延续高光表现，全年实现量价齐升。**量方面，公司全年实现啤酒销量为 1115.1 万吨，同比+0.5%；其中次高及以上销量为 250 万吨，同比+18.9%。受餐饮需求疲软、天气以及高基数等因素影响，23 年下半年整体销量与次高及以上增速分别为-4.6%/+10%，相较 23H1 均有所下滑。分品牌看，受益于品宣推广的力度加大与渠道覆盖范围的提升，高档品牌中喜力延续高光表现，全年销量增速接近 60%，顺利完成与喜力合作第一个五年计划目标（60 万吨）。此外，普高档中雪花纯生、老雪及红爵等品牌亦实现双位数以上增长。多品牌共同推动下，2023 公司次高端及以上销量占比同比提升 3.5pp 至 22.4%。价方面，次高及以上持续扩容带来整体产品结构升级，全年吨价同比提升 4pp 至 3306 元/吨。
- **毛利率改善明显，盈利能力持续提升。**2023 年公司整体毛利率为 41.4%，同比+2.9pp；其中 23H2 毛利率为 33.9%，同比+1.1pp。得益于部分包材成本的下降，叠加高端化进展良好，全年啤酒业务毛利率同比+0.2pp 至 38.5%。费用率方面，公司积极开展各类营销推广及渠道活动，全年销售费用率同比增长 1.6pp 至 20.7%；受积极推行“过紧日子”理念影响，行政及其他费用率同比下降 0.8pp 至 8.6%。23 年公司关闭 2 家工厂，剔除关厂带来的一次性费用支出后（23 年合计为 1.41 亿元），23 年公司核心 EBIT 为 70.3 亿元，同比增长 28.7%。得益于产品结构持续升级以及部分原材料价格下行，全年公司整体净利率同比增加 1.1pp 至 13.4%。此外，公司 23 年因庆祝集团 30 周年派发 9.7 亿元特别股息，分红比例同比提升 19pp 至 59%。
- **啤酒正式步入决胜高端关键阶段，白酒业务期待整合成效。**1) 啤酒方面，公司将持续积极培育喜力、纯生及 SuperX 三大传统优势大单品，其中喜力品牌在巩固浙闽粤三省优势基础上，有望持续向周边地区及华润其他基地市场渗透；此外老雪及红爵等潜力单品预计仍将维持较快增长；共同推动 24 年公司次高及以上维持双位数增长。2) 白酒方面，2023 年金沙首次实现并表，全年白酒业务实现收入 20.7 亿元，实现 EBIT 1.3 亿元；若剔除因收购金沙产生无形资产摊销影响，则白酒 EBIT 为 7.97 亿元，对应 EBIT 率为 38.6%。2023 年公司在外部逐步降低库存稳固价盘，在内部持续开展组织、品牌重塑以及渠道销售体系构建。长期来看，随着公司“啤白双赋能，白白共成长”战略的持续深化，未来在啤白双赋能驱动下，公司未来发展值得期待。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.85 元、2.11 元、2.37 元，对应动态 PE 分别为 19 倍、17 倍、15 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，高端化竞争加剧风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	389.3	412.9	435.6	459.3
增长率	10.4%	6.1%	5.5%	5.5%
归属母公司净利润(亿元)	51.5	60.1	68.5	76.8
增长率	18.6%	16.6%	14.0%	12.1%
每股收益 EPS	1.59	1.85	2.11	2.37
净资产收益率	17.0%	17.2%	17.1%	16.7%
PE	22	19	17	15

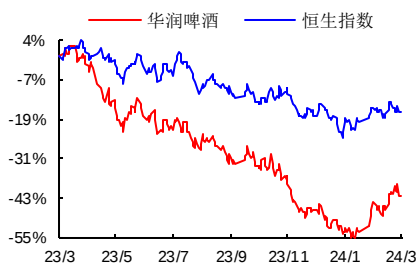
数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：舒尚立
执业证号：S1250523070009
电话：023-63786049
邮箱：ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	28.15-64.75
3 个月平均成交量(百万)	13.2
流通股数(亿)	32.44
市值(亿)	1,145.19

相关研究

1. 华润啤酒 (0291.HK)：喜力全国化表现出色，啤白双赋能扬帆起航 (2023-08-24)
2. 华润啤酒 (0291.HK)：决胜高端步履坚定，降本增效成效斐然 (2023-04-06)

盈利预测

关键假设：

假设 1：随着啤酒行业整体产量进入长期平稳阶段，产品结构由中低端逐步向上升级趋势确定，我们预测 2024-2026 年公司整体销量增速为 1.08%、-1.75%、-0.66%；

假设 2：随着公司步入决胜高端的最后一个三年计划，以喜力、纯生和超勇为首的大单品有望冲刺百万吨级体量，带动整体产品结构提升，我们预测 2024-2026 年公司啤酒吨价增速分别为 4.2%、6.1%、4.6%；毛利率分别为 41.3%、42.8%、44.1%；

假设 3：随着公司对金沙酒业的调整逐步结束，啤白双融合动能持续释放，预计 2024-2026 年白酒业务毛利率分别为 62.5%、63.0%、64.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
啤酒业务	收入	368.65	388.12	404.58	420.57
	增速	4.54%	5.28%	4.24%	3.95%
	销量（万吨）	1,115.1	1,127.1	1,107.4	1,100.2
	增速	0.50%	1.08%	-1.75%	-0.66%
	吨价（元/吨）	3,306.0	3,443.3	3,653.1	3,822.7
	增速	4.0%	4.2%	6.1%	4.6%
	毛利率	40.20%	41.32%	42.79%	44.05%
白酒业务	收入	20.67	24.80	31.01	38.76
	增速	-	20.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	62.07%	62.5%	63.0%	64.0%
合计	收入	389.32	412.92	435.58	459.33
	增速	10.41%	6.06%	5.49%	5.45%
	毛利率	40.20%	41.32%	42.79%	44.05%

数据来源：Wind，西南证券

附：财务报表

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	389.32	412.92	435.58	459.33	税后经营利润	32.65	39.22	47.65	55.97
销售成本	228.29	242.30	249.20	256.99	折旧与摊销	0.00	33.13	33.13	33.13
销售费用	80.65	83.31	87.46	91.78	财务费用	2.44	1.88	1.37	1.03
管理费用	33.62	33.64	34.65	35.64	其他经营资金	-35.09	16.94	7.73	8.05
财务费用	2.44	1.88	1.37	1.03	经营性现金净流量	0.00	91.18	89.87	98.17
营业利润	44.32	51.77	62.90	73.88	投资性现金净流量	0.00	21.14	21.14	21.14
其他非经营损益	26.46	27.91	27.91	27.91	筹资性现金净流量	0.00	-25.24	-17.37	-18.97
税前利润	70.78	79.68	90.81	101.79	现金流量净额	0.00	87.08	93.64	100.34
所得税	18.64	19.32	22.02	24.68					
税后利润	70.78	79.68	90.81	101.79					
归属于非控股股东利润	0.61	0.28	0.31	0.35					
归属于母公司股东利润	51.53	60.08	68.47	76.75					
EBITDA	73.22	114.70	125.31	135.95					
NOPLAT	34.45	40.65	48.68	56.74					
EPS(元)	1.59	1.85	2.11	2.37					
资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	55.20	142.28	235.91	336.25	成长能力				
应收账款	1.24	1.44	1.52	1.61	营收额增长率	10.4%	6.1%	5.5%	5.5%
预付款项、按金及其他应收款项	11.47	22.26	23.48	24.76	EBIT 增长率	30.6%	11.4%	13.0%	11.5%
存货	95.02	86.84	89.32	92.11	EBITDA 增长率	2.1%	56.6%	9.3%	8.5%
					税后利润增长率	19.9%	15.8%	14.0%	12.1%
其他流动资产	8.48	9.55	10.07	10.62	盈利能力				
流动资产总计	171.41	266.10	364.24	469.49	毛利率	41.4%	41.3%	42.8%	44.1%
长期股权投资	14.51	14.51	14.51	14.51	净利率	13.4%	14.6%	15.8%	16.8%
固定资产	162.94	150.18	137.41	124.65	ROE	17.0%	17.2%	17.1%	16.7%
无形资产	122.20	101.83	81.47	61.10	ROA	7.2%	7.7%	8.1%	8.4%
其他非流动资产	244.18	244.18	244.18	244.18	ROIC	17.5%	11.4%	15.8%	21.1%
非流动资产合计	543.83	510.70	477.57	444.44	估值倍数				
资产总计	715.24	776.80	841.81	913.93	P/E	22.22	19.06	16.72	14.92
					P/S	2.94	2.77	2.63	2.49
短期借款	9.31	0.00	0.00	0.00	P/B	3.78	3.28	2.85	2.49
应付账款	29.59	35.63	36.65	37.79	股息率	0.0%	1.2%	1.4%	1.6%
其他流动负债	204.74	223.25	234.47	246.29	EV/EBIT	68.67	60.48	52.52	46.12
流动负债合计	243.64	258.89	271.11	284.08	EV/EBITDA	68.67	43.01	38.63	34.88
长期借款	41.81	41.81	41.81	41.81					
其他非流动负债	88.05	88.05	88.05	88.05					
非流动负债合计	129.86	129.86	129.86	129.86					
负债合计	373.50	388.75	400.97	413.94					
储备	162.05	162.05	162.05	162.05					
留存收益	0.00	46.04	98.50	157.31					
归属于母公司股东权益	302.95	348.99	401.45	460.26					
归属于非控股股东权益	38.79	39.07	39.38	39.73					
权益合计	341.74	388.05	440.83	499.99					
负债和权益合计	715.24	776.80	841.81	913.93					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn