

啤酒高端化放缓，白酒投入增加

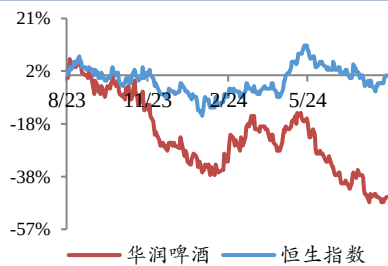
——华润啤酒 24H1 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-19

收盘价（港元）	24.00
近 12 个月最高/最低（港元）	48.60/22.90
总股本（百万股）	3,244
流通股本（百万股）	3,244
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	779
流通市值（亿港元）	779

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：罗越文

执业证书号：S0010524020001

邮箱：luoyuewen@hazq.com

相关报告

1. 华润啤酒 23A：啤酒稳步高端化，白酒进入增长期 2024-03-19

主要观点：

● 公司发布 2024 年中期业绩：

- **24H1：**收入 237.4 亿（-0.5%），归母 47.1 亿（+1.2%）。
- **收入符合、利润略低于市场预期。**
- 另 24H1 经营净现金 60.1 亿（+25.6%），中期分红 0.373 元/股（+30%），分红率 26%（+6pct）。

● 啤酒业务：高端化持续但放缓

- **收入端：**H1 额/量/价分别同比-1.4/-3.4/+2.0%，次高端以上量同比+1.1%，其中电商渠道量同比+60%；高端量同比增 10%+，其中**喜力/老雪/红爵量同比增 20%+、纯生正增**。持续高端化但受 23H1 高基数、局部降雨及餐饮景气不佳影响，次高端以上量增弱于预期。
- **盈利端：**H1 吨成本同比+0.9%，但结构升级致毛利率同比+0.6pct 至 45.8%；费率基本持平，核心 EBIT 率+0.8pct 至 28.3%。

● 白酒业务：费用投入增加

- **收入端：**H1 收入 11.8 亿，同比+20.6%；其中**摘要收入同比+50%、占白酒收入比例约 70%**。
- **盈利端：**白酒毛利率 67.6%，同比+2.1pct，同时费用投入增加致 EBITDA 率同比-7.4pct 至 35.1%，EBIT 0.48 亿，同比-32.4%，EBIT 率 4.1%，同比-3.2pct，预计白酒净利润略亏。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

公司业绩不及预期源于次高端以上放缓及白酒费用投入，展望看预计在高端化持续、H2 低基数及成本下降红利下，全年仍可维持利润正增，同时分红率望较历史 40%比例提升。

盈利预测：考虑到需求复苏仍需时间，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年营业收入 396/ 410/ 427 亿元，同比+1.6%/ +3.7%/ +4.0%（原预测值 412/ 435/ 459 亿元）；归母净利润 53.3/ 61.5/ 69.8 亿元，同比+3.5%/ +15.2%/ +13.7%（原预测值 64/ 79/ 92 亿元）；当前股价对应 PE 分别为 13/12/10 倍，估值处近 5 年较低水平，维持“买入”评级。

● 风险提示：

需求不及预期，市场竞争加剧，原材料成本超预期上涨，分红不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	38932	39553	41028	42662
收入同比（%）	10.4%	1.6%	3.7%	4.0%
归母净利润	5153	5334	6145	6984
归母净利润同比（%）	18.6%	3.5%	15.2%	13.7%
ROE（%）	17.01%	15.92%	16.53%	16.88%
每股收益（元）	1.59	1.64	1.89	2.15
市盈率（P/E）	13.90	13.44	11.66	10.26

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 8 月 19 日

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	17,141	21,363	26,480	35,438
现金	5,520	11,509	16,115	20,514
应收账款及票据	124	138	134	166
存货	9,502	8,091	8,586	13,048
其他	1,995	1,626	1,645	1,711
非流动资产	54,383	51,900	49,744	47,774
固定资产	16,294	15,854	15,450	15,078
无形资产	25,970	23,892	21,981	20,223
其他	12,119	12,153	12,313	12,473
资产总计	71,524	73,263	76,224	83,212
流动负债	24,364	22,812	22,063	24,828
短期借款	931	981	1,031	1,081
应付账款及票据	2,959	3,320	3,267	5,274
其他	20,474	18,511	17,765	18,473
非流动负债	12,986	13,014	12,964	12,914
长期债务	4,181	4,131	4,081	4,031
其他	8,805	8,883	8,883	8,883
负债合计	37,350	35,826	35,027	37,742
普通股股本	14,090	17,077	20,063	23,050
储备	18,589	18,803	19,503	20,707
归属母公司股东权益	30,295	33,495	37,182	41,372
少数股东权益	3,879	3,942	4,015	4,098
股东权益合计	34,174	37,437	41,197	45,470
负债和股东权益	71,524	73,263	76,224	83,212
现金流量表				单位:百万元
会计年度	2023E	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8,067	8,160	7,486	7,596
净利润	5,153	5,334	6,145	6,984
少数股东权益	61	63	73	83
折旧摊销	2,277	3,417	3,216	3,030
营运资金变动及其	576	-654	-1,948	-2,501
投资活动现金流	-1,000	177	-207	-209
资本支出	-1,500	-900	-900	-900
其他投资	500	1,077	693	691
筹资活动现金流	-1,609	-2,348	-2,672	-2,987
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-1,600	-2,133	-2,458	-2,794
其他	-9	-215	-214	-194
现金净增加额	5,358	5,989	4,606	4,399
利润表				单位:百万元
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	38,932	39,553	41,028	42,662
其他收入	1,132	1,132	1,132	1,132
营业成本	22,829	22,574	22,676	23,064
销售费用	8,065	8,504	8,780	9,044
管理费用	3,362	3,243	3,282	3,242
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-174	105	-16	-128
除税前溢利	7,078	7,293	8,290	9,422
所得税	1,864	1,896	2,073	2,355
净利润	5,214	5,397	6,218	7,066
少数股东损益	61	63	73	83
归属母公司净利润	5,153	5,334	6,145	6,984
EBIT	6,904	7,397	8,274	9,294
EBITDA	9,181	10,815	11,490	12,324
EPS（元）	1.59	1.64	1.89	2.15
主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	10.40%	1.60%	3.73%	3.98%
归属母公司净利润	18.62%	3.50%	15.21%	13.65%
获利能力				
毛利率	41.36%	42.93%	44.73%	45.94%
销售净利率	13.24%	13.48%	14.98%	16.37%
ROE	17.01%	17.01%	15.92%	16.53%
ROIC	12.95%	12.87%	13.40%	13.78%
偿债能力				
资产负债率	52.22%	48.90%	45.95%	45.36%
净负债比率	-1.19%	-17.09%	-26.71%	-33.87%
流动比率	0.70	0.94	1.20	1.43
速动比率	0.31	0.58	0.81	0.90
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.55	0.55	0.54
应收账款周转率	321.75	301.66	301.43	284.56
应付账款周转率	7.13	7.19	6.89	5.40
每股指标（元）				
每股收益	1.59	1.64	1.89	2.15
每股经营现金流	2.49	2.52	2.31	2.34
每股净资产	9.34	10.32	11.46	12.75
估值比率				
P/E	13.90	13.44	11.66	10.26
P/B	2.37	2.14	1.93	1.73
EV/EBITDA	7.76	6.04	5.28	4.57

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：罗越文，食品饮料资深分析师。北京大学金融硕士，6年食品饮料、餐饮研究经验，曾任职于兴业证券、拾贝投资，新财富团队成员，擅长从买方视角深度挖掘投资机会。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无

法给出明确的投资评级。