



## 高端化趋势仍持续

2024年8月19日

- 事件：**公司发布 2024 年半年度报告。2024 年上半年，公司实现营收 237.4 亿元，同比-0.5%；归母净利润 47.1 亿元，同比+1.2%，扣非归母净利润 44.6 亿元，同比+0.2%。
- 啤酒业务：高端化趋势仍在持续。**24H1 公司啤酒业务实现收入 226 亿元，同比-1.4%；息税前利润 63.7 亿元，同比+2.6%。其中，**销量**同比-3.4%，**吨价**同比+2.0%，**毛利率**同比+0.6pct。去年高基数和今年上半年局部市场多雨导致上半年销量下降，我们预计下半年基数走低后啤酒销量同比增速将有所改善。啤酒吨价依然保持提升趋势，低端掉量、次高端及以上产品销量增长趋势持续，24H1 高端产品同比增速仍有 10%+，其中喜力、老雪、红爵等产品销量增速 20%+。我们预计啤酒产品的高端化仍将在下半年持续。
- 白酒业务：快速的恢复性增长。**24H1 公司白酒业务实现收入 11.8 亿元，同比+20.6%；息税前利润 0.5 亿元；毛利率 67.6%，同比+2.1pcts。并购整合赋能后，白酒业务恢复性增长。其中高端大单品“摘要”恢复较快，上半年销量同比+50%以上，占白酒业务收入比重达 70%。中低档产品仍在加快补齐中，上半年推出 300 元价格带金沙经典，未来将持续推出 100-200 元价格带酱酒产品。也将加强渠道建设，包括线上销售、集团内部会员体系销售、宴席市场开拓等。我们预计下半年白酒业务仍将保持快速增长。
- 盈利能力提升。**上半年毛利率同比+0.9pct，受益于啤酒业务毛利率提升和白酒业务占比提升拉动，我们预计下半年趋势持续。销售及分销费用率同比+1.2pct，因销量下降规模效应减弱，我们预计下半年随销量改善和费用管控将有所改善。其余费用和收益基本稳定。上半年归母净利率同比+0.3pct，我们预计下半年仍将同比提升。
- 中期分红比例提升。**24H1 公司派发中期股息 0.37 元/股，同比+30%。当前公司现金流稳健，啤酒业务方面当前产能充足，白酒业务未来资本开支预计亦较小，预计今年常规分红比例将提升。
- 投资建议：**在高基数、不利天气以及疲弱的消费环境下，公司上半年整体实现了稳定的业绩。啤酒的高端化趋势仍在持续，下半年销量增速预计改善。我们展望全年仍将实现利润增长。预计 2024-2026 年归母净利润分别为 54.4/61.7/67.9 亿元，同比+6%/13%/10%，2024/8/19 收盘价 23.9 港元对应 P/E 分别为 13/12/11x，估值已处于历史低位，维持买入评级。
- 风险提示：**消费需求恢复不及预期的风险，啤酒高端化进程不及预期的风险，白酒产品开拓不及预期的风险。

### 华润啤酒 (0291.HK)

**推荐** 维持评级

#### 分析师

**刘来珍**

☎: 021-2025-2647

✉: liulaizhen\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523040001

**研究助理：韩勉**

☎: 010-8092-7653

✉: hanmian\_yj@chinastock.com.cn

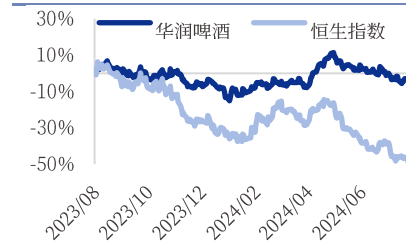
#### 市场数据

2024-08-19

|               |             |
|---------------|-------------|
| 股票代码          | 0291.HK     |
| 收盘价(港元)       | 23.90       |
| 一年内最高/最低价(港元) | 48.60/22.90 |
| 恒生指数          | 17,430.16   |
| 总股本(万股)       | 324,418     |
| 流通市值(亿港元)     | 775.36      |

#### 相对恒生指数表现图

2024-08-19



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

#### 相关研究

## 主要财务指标预测

|            | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 38932 | 39779 | 42166 | 44275 |
| 收入增长率      | 10%   | 2%    | 6%    | 5%    |
| 归母净利润(百万元) | 5153  | 5441  | 6169  | 6794  |
| 利润增速       | 19%   | 6%    | 13%   | 10%   |
| 毛利率%       | 41.36 | 42.41 | 43.00 | 43.50 |
| 摊薄 EPS(元)  | 1.59  | 1.68  | 1.90  | 2.09  |
| PE         | 19.72 | 13.12 | 11.57 | 10.51 |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产        | 17,141 | 15,938 | 21,890 | 21,913 |
| 现金          | 5,520  | 6,134  | 9,897  | 9,066  |
| 应收账款        | 124    | 139    | 144    | 149    |
| 其它应收款       | 9,502  | 8,211  | 8,406  | 9,375  |
| 预付账款        | 1,995  | 1,454  | 3,443  | 3,323  |
| 存货          | 54,383 | 61,047 | 63,881 | 73,407 |
| 其他          | 16,294 | 16,589 | 17,314 | 18,267 |
| 非流动资产       | 25,970 | 29,726 | 30,122 | 36,642 |
| 长期投资        | 12,119 | 14,732 | 16,445 | 18,498 |
| 固定资产        | 71,524 | 76,985 | 85,771 | 95,321 |
| 无形资产        | 24,364 | 26,170 | 28,427 | 29,350 |
| 其他          | 931    | 1,241  | 1,541  | 1,884  |
| 资产总计        | 2,959  | 3,369  | 3,673  | 3,581  |
| 流动负债        | 20,474 | 21,560 | 23,213 | 23,884 |
| 短期借款        | 12,986 | 14,458 | 14,758 | 16,520 |
| 应付账款        | 4,181  | 5,575  | 5,875  | 7,637  |
| 其他          | 8,805  | 8,883  | 8,883  | 8,883  |
| 非流动负债       | 37,350 | 40,628 | 43,185 | 45,870 |
| 长期借款        | 14,090 | 14,090 | 14,090 | 14,090 |
| 其他          | 18,589 | 20,714 | 26,883 | 33,678 |
| 负债合计        | 30,295 | 32,420 | 38,589 | 45,384 |
| 少数股东权益      | 3,879  | 3,937  | 3,997  | 4,067  |
| 归属母公司股东权益   | 34,174 | 36,357 | 42,586 | 49,451 |
| 负债和股东权益     | 71,524 | 76,985 | 85,771 | 95,321 |

| 现金流量表(百万元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E   |
|------------|--------|--------|--------|---------|
| 经营活动现金流    | 4,149  | 9,172  | 6,824  | 7,384   |
| 净利润        | 5,153  | 5,441  | 6,169  | 6,794   |
| 折旧摊销       | 61     | 58     | 60     | 70      |
| 财务费用       | 2,277  | 895    | 947    | 1,034   |
| 投资损失       | -3,342 | 2,779  | -352   | -514    |
| 营运资金变动     |        |        |        |         |
| 其它         | -9,687 | -7,034 | -3,746 | -10,409 |
| 投资活动现金流    | -2,520 | -4,946 | -2,068 | -8,507  |
| 资本支出       | -7,167 | -2,089 | -1,678 | -1,902  |
| 长期投资       |        |        |        |         |
| 其他         | 927    | -1,523 | 684    | 2,194   |
| 筹资活动现金流    | 3,070  | 1,704  | 600    | 2,105   |
| 短期借款       | 0      | 0      | 0      | 0       |
| 长期借款       | -1,911 | -3,227 | 84     | 89      |
| 其他         | -232   | 0      | 0      | 0       |
| 现金净增加额     | -4,688 | 614    | 3,763  | -831    |

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

| 利润表 (百万元) | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 38,932 | 39,779 | 42,166 | 44,275 |
| 其他收入      | 1,132  | 2,692  | 2,867  | 3,011  |
| 营业成本      | 22,829 | 22,909 | 24,035 | 25,015 |
| 销售费用      | 8,065  | 8,599  | 8,855  | 9,076  |
| 管理费用      | 3,362  | 3,435  | 3,550  | 3,763  |
| 研发费用      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 财务费用      | -174   | -88    | -84    | -89    |
| 除税前溢利     | 7,078  | 7,527  | 8,475  | 9,339  |
| 所得税       | 1,864  | 2,028  | 2,246  | 2,475  |
| 净利润       | 5,214  | 5,499  | 6,229  | 6,864  |
| 少数股东损益    | 61     | 58     | 60     | 70     |
| 归属母公司净利润  | 5,153  | 5,441  | 6,169  | 6,794  |
| EBIT      | 6,904  | 7,439  | 8,391  | 9,251  |
| EBITDA    | 9,181  | 8,334  | 9,338  | 10,284 |
| EPS (元)   | 1.59   | 1.68   | 1.90   | 2.09   |

| 主要财务比率    | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 10.40% | 2.18%  | 6.00%  | 5.00%  |
| 归属母公司净利润  | 18.62% | 5.58%  | 13.39% | 10.13% |
| 毛利率       | 41.36% | 42.41% | 43.00% | 43.50% |
| 销售净利率     | 13.24% | 13.68% | 14.63% | 15.35% |
| ROE       | 17.01% | 16.78% | 15.99% | 14.97% |
| ROIC      | 12.95% | 12.59% | 12.33% | 11.53% |
| 毛利率       | 41.36% | 42.41% | 43.00% | 43.50% |
| 资产负债率     | 52.22% | 52.77% | 50.35% | 48.12% |
| 净负债比率     | -1.19% | 1.88%  | -5.83% | 0.92%  |
| 流动比率      | 0.70   | 0.61   | 0.77   | 0.75   |
| 速动比率      | 0.31   | 0.30   | 0.47   | 0.43   |
| 总资产周转率    | 0.60   | 0.54   | 0.52   | 0.49   |
| 应收账款周转率   | 321.75 | 302.47 | 297.72 | 301.90 |
| 应付账款周转率   | 7.13   | 7.24   | 6.83   | 6.90   |
| 每股收益      | 1.59   | 1.68   | 1.90   | 2.09   |
| 每股经营现金    | 1.28   | 2.83   | 2.10   | 2.28   |
| 每股净资产     | 9.34   | 9.99   | 11.89  | 13.99  |
| P/E       | 19.72  | 13.12  | 11.57  | 10.51  |
| P/B       | 3.36   | 2.20   | 1.85   | 1.57   |
| EV/EBITDA | 11.04  | 8.65   | 7.38   | 6.99   |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘来珍**，上海交通大学金融学硕士，7年以上食品饮料和其他消费品行业证券研究经验。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准  | 评级              | 说明                     |
|---|-----------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级            | 推荐：相对基准指数涨幅10%以上       |
|   |                 | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间  |
|   |                 | 回避：相对基准指数跌幅5%以上        |
| 公司评级  | 公司评级            | 推荐：相对基准指数涨幅20%以上       |
|   |                 | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 |
|   |                 | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间   |
|   | 回避：相对基准指数跌幅5%以上 |                        |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn