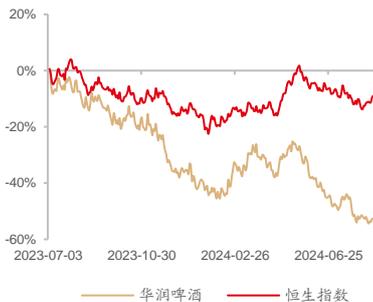


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	24.00
总股本/流通股本(亿股)	32.44 / 32.44
总市值/流通市值(亿港元)	779 / 779
52周内最高/最低价	47.34 / 22.90
资产负债率(%)	48.87%
市盈率	13.25
第一大股东	华润集团(啤酒)有限公司
持股比例(%)	51.67%

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

华润啤酒(0291.HK)

利润表现承压，下半销量和吨成本有望环比改善

● 事件

公司 2024 年上半年实现营收 237.44 亿元，同比-0.53%，归母净利润 47.05 亿元，同比+1.20%。24H1 毛利率/销售及分销费用率/行政及其他费用率/净利率分别为 46.91%/17.64%/6.27%/19.82%，分别同比+0.87%/+1.25%/ -0.33%/0.34pct。毛利率提升主要受益于啤酒和白酒业务的结构升级，以及原材料成本的改善；销售费用率提升预计主要与白酒业务加大投入有关。收入符合预期，利润略低于预期。

● 核心要点

啤酒：收入 225.66 亿元，同比-1.43%；其中销量 634.8 万吨，同比-3.39%；吨价 3555 元/吨，同比+2.03%；吨成本 1927 元/吨，同比+0.91%。销量下滑主要受到高基数以及局部地区雨水较多的影响。毛利率同比提升 0.6pct 至 45.8%。啤酒业务的经营费用较去年同期基本持平。24H1 公司中档及以上啤酒销量占比首次于上半年超过 50%。次高档及以上啤酒销量较去年同期实现单位数增长，其中电商渠道销量同比增长约 60%，高档及以上啤酒销量同比增长超过 10%，喜力、老雪和红爵等产品销量同比增长超过 20%，核心产品纯生销量亦实现同比正增长。

白酒：收入 11.78 亿元，同比+20.6%，毛利率上升 2.1pct 至 67.6%。本集团的白酒业务销售规模增长迅速，其中全国性高端大单品摘要的销量较去年同期增长超过 50%，贡献白酒业务营业额约 70%。

● 盈利预测与投资评级

低基数下预计下半年公司啤酒销量有望环比改善，成本端下半年继续维持改善趋势，全年毛利率有望提升。公司未来将加大力度开发多元化和个性化产品，同时着手构建新的消费场景和场所，例如线上和到家消费等。白酒坚持金沙、摘要双品牌运作，后续重点补齐金沙的增长短板。预计今年的分红率维持在往年的常态水平 40%左右。据此我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 392.27/401.97/412.09 亿元（原预测 2024-2025 年为 412.83/444.31 亿元），同比增长 0.76%/2.47%/2.52%，归母净利润 54.04/60.66/67.47 亿元（原预测 2024-2025 年为 69.90/84.77 亿元），同比增长 4.88%/12.24%/11.24%。未来三年 EPS 分别为 1.67/1.87/2.08 元。对应当前股价 PE 分别为 13/12/11 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险；原材料价格波动风险；高端化不达预期风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	38,932	39,227	40,197	41,209
增长率 (%)	10.40	0.76	2.47	2.52
归属母公司净利润 (百万元)	5,153	5,404	6,066	6,747
增长率 (%)	18.62	4.88	12.24	11.24
EPS (元/股)	1.59	1.67	1.87	2.08
市盈率 (P/E)	19.79	13.25	11.81	10.62
市净率 (P/B)	3.37	2.13	1.92	1.73

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	38,932	39,227	40,197	41,209	营业收入	10.40%	0.76%	2.47%	2.52%
其他收入	1,132	1,132	1,132	1,132	归属母公司净利润	18.62%	4.88%	12.24%	11.24%
营业成本	22,829	22,532	22,420	22,330	获利能力				
销售费用	8,065	8,473	8,602	8,695	毛利率	41.36%	42.56%	44.23%	45.81%
管理费用	3,362	3,256	3,296	3,338	销售净利率	13.24%	13.78%	15.09%	16.37%
研发费用	0	0	0	0	ROE	17.01%	16.09%	16.28%	16.31%
财务费用	-174	-196	-188	-155	ROIC	12.95%	12.09%	12.19%	12.28%
除税前溢利	7,078	7,390	8,294	9,226	偿债能力				
所得税	1,864	1,921	2,156	2,399	资产负债率	52.22%	44.71%	43.86%	42.85%
净利润	5,214	5,468	6,137	6,827	净负债比率	-1.19%	-1.90%	-11.22%	-19.95%
少数股东损益	61	64	72	80	流动比率	0.70	0.69	0.88	1.08
归属母公司净利润	5,153	5,404	6,066	6,747	速动比率	0.31	0.37	0.56	0.76
EBIT	6,904	7,194	8,106	9,071	营运能力				
EBITDA	9,181	9,189	10,098	11,061	总资产周转率	0.60	0.56	0.57	0.54
EPS (元)	1.59	1.67	1.87	2.08	应收账款周转率	321.75	300.48	296.18	303.00
资产负债表					应付账款周转率	7.13	7.40	7.18	7.19
流动资产	17,141	17,399	23,025	29,013	每股指标(元)				
现金	5,520	7,224	12,543	18,281	每股收益	1.59	1.67	1.87	2.08
应收账款及票据	124	137	134	138	每股经营现金流	1.28	2.59	2.29	2.54
存货	9,502	8,076	8,338	8,534	每股净资产	9.34	10.36	11.49	12.75
其他	1,995	1,961	2,010	2,060	估值比率				
非流动资产	54,383	50,492	50,500	50,510	P/E	19.79	13.25	11.81	10.62
固定资产	16,294	16,622	16,937	17,240	P/B	3.37	2.13	1.92	1.73
无形资产	25,970	25,647	25,339	25,047	EV/EBITDA	11.07	7.72	6.64	5.66
其他	12,119	8,223	8,223	8,223	现金流量表				
资产总计	71,524	67,890	73,524	79,523	经营活动现金流	4,149	8,388	7,430	8,242
流动负债	24,364	25,172	26,069	26,891	净利润	5,153	5,404	6,066	6,747
短期借款	931	1,331	1,731	2,031	少数股东权益	61	64	72	80
应付账款及票据	2,959	3,129	3,114	3,101	折旧摊销	2,277	1,995	1,992	1,989
其他	20,474	20,712	21,224	21,759	营运资金变动及其他	-3,342	924	-699	-575
非流动负债	12,986	5,181	6,181	7,181	投资活动现金流				
长期债务	4,181	5,181	6,181	7,181	资本支出	-9,687	-5,813	-906	-907
其他	8,805	0	0	0	其他投资	-2,520	-2,000	-2,000	-2,000
负债合计	37,350	30,353	32,250	34,072	筹资活动现金流				
普通股股本	14,090	14,090	14,090	14,090	借款增加				
储备	18,589	21,888	25,553	29,651	普通股增加	927	-870	-1,206	-1,596
归属母公司股东权	30,295	33,594	37,259	41,357	已付股利	3,070	1,400	1,400	1,300
少数股东权益	3,879	3,943	4,015	4,095	其他	0	0	0	0
股东权益合计	34,174	37,537	41,274	45,451	现金净增加额				
负债和所有者权益	71,524	67,890	73,524	79,523	现金净增加额	-1,911	-2,270	-2,606	-2,896

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048