

2024年8月20日

华润啤酒 (0291.HK)

公司动态

证券研究报告

食品饮料

上半年环境承压，业绩表现坚韧

华润啤酒 (0291.HK) 24年上半年收入 237 亿人民币，同比微降 0.5%，净利润 47 亿，同比增长 1.2%。上半年啤酒销量 634 万千升，同比下降 3.4%，每千升毛利增长 3.4%。考虑到高端化进入后半段，未来增速放缓，我们下调 24/25/26 年净利润为 53.0/55.0/58.0 亿元。对应每 EPS 收益为 1.76/1.83/1.92 港元。维持“买入”评级，考虑当前港股市场情绪，下调目标价至 35.8 港元，较当前股价有 58% 的上涨空间。

报告摘要

消费环境承压，啤酒高端产品仍在增长。 24年上半年一方面消费意愿较为薄弱，尤其是餐饮渠道需求不振，另一方面进入 6 月旺季全国天气较凉，影响啤酒消费。在此背景下，整体销量下降 3.4%，但高档以上销量同比增长 10%，次高及以上产品销量同比个位数增长，喜力、老雪、红爵增速超过 20%，中档以上销量占比超过 50%。销售单价同比增长 2.6%，每千升毛利增长 3.4%。啤酒行业高端化的趋势不可逆转，消费者对于更高品质产品的追求不会改变，但当下环境中，更追求性价比。管理层提出啤酒行业的高端化进入第二阶段，从原来单纯的品质和价格同步提升，转变到更复杂多元的升级阶段，消费场景多元化、需求多元化、渠道多元化，对啤酒企业提出更高的要求。

白酒整合顺利，继续调整产品组合。 24年上半年白酒业务实现 11.8 亿收入，同比增长 21%，EBITDA 为 4.1 亿，利润率 34.9%。公司已经完成了第一阶段探索的过程，目前进入第二阶段“发展”。重新梳理品牌，以摘要和金沙为核心，满足消费者的不同需求。摘要的表现良好，金沙酒产品仍在打磨中，目前正在着手金沙回沙产品的重塑。建立工作机制、加强业务管理、开展双业务赋能、探索团购业务。

毛利提升，管控费用，提升利润。 上半年毛利率 46.9%，同比提升 0.9pct，得益于原材料成本下降。销售费用率 17.6%，同比增加 1.2pct，毛利率的提升被销售费用的增加所抵消。公司净利润 47.3 亿，同比增长 1.2%。未来公司表示会控制行政费用，但是在品牌的市场投入政策不会有太大改变。

提高分红比例，未来资本开支有限。 公司派发中期股息，每股 0.373 人民币，较去年半年度股息增加 30%，派息率有所提升。管理层表示未来在啤酒和白酒的产能资源投入会比较有限，我们认为这为未来继续提高派息率提供了基础。

我们认为啤酒和白酒业务都是坡长雪厚的优质赛道，行业格局明显改善。在优秀的管理层带领下，我们长期继续看好华润啤酒的发展前景，当下已经极为低估。考虑到高端化进入后半段，未来增速放缓，我们下调 24/25/26 年净利润为 53.0/55.0/58.0 亿元。对应每 EPS 收益为 1.76/1.83/1.92 港元。维持“买入”评级，考虑当前港股市场情绪，下调目标价至 35.8 港元，较当前股价有 58% 的上涨空间。

风险提示：行业竞争加剧，消费意愿低于预期，原材料价格上涨

人民币百万	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入	33,387	35,263	38,932	38,710	39,185	40,608
增长率(%)		5.62%	10.40%	-0.57%	1.23%	3.63%
净利润	4,590	4,350	5,214	5,303	5,497	5,799
增长率(%)		-5.23%	19.86%	1.70%	3.66%	5.50%
毛利率(%)	39.16%	38.46%	41.36%	42.11%	43.00%	43.72%
净利润率(%)	13.75%	12.34%	13.39%	13.70%	14.03%	14.28%
每股收益(港元)	1.54	1.46	1.73	1.76	1.83	1.92
每股净资产(港元)	8.23	9.10	11.49	12.66	13.62	14.66
市盈率	14.71	15.53	12.95	12.74	12.29	11.65
市净率	2.76	2.49	1.98	1.79	1.67	1.55
净资产收益率(%)	20.06%	16.87%	17.03%	14.76%	14.06%	13.78%
股息率(%)	1.07%	1.10%	2.69%	3.88%	4.03%	4.24%

数据来源：iFind 资讯，安信国际

投资评级： 买入
目标价格： 35.8 元
现价(2024-8-19): 24.0 港元

总市值(百万港元)	77,860
流通市值(百万港元)	77,860
总股本(百万股)	3,244
流通股本(百万股)	3,244
12个月低/高(港元)	22.9/39.6
平均成交(百万港元)	349.00

股东结构 (截止 2023-12-31)

华润集团 (间接持有)	31.1%
喜力集团 (间接持有)	20.8%
其他股东	48.1%
总计	100.0%

股价表现



数据来源：iFind、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

gloriacao@eif.com.hk

1 财务报表预测

图表 1: 盈利预测

人民币百万	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	33,387	35,263	38,932	38,710	39,185	40,608
啤酒（中档及以下）	21,394	21,356	20,131	19,216	18,644	18,088
YoY		-0.2%	-5.7%	-4.5%	-3.0%	-3.0%
啤酒（次高及以上）	11,992	13,914	16,715	17,204	18,251	20,115
YoY		16.0%	20.1%	2.9%	6.1%	10.2%
白酒			2,083	2,290	2,290	2,405
YoY				9.9%	0.0%	5.0%
营业成本	-20,313	-21,702	-22,829	-22,408	-22,337	-22,855
毛利	13,074	13,561	16,103	16,302	16,849	17,753
毛利率	39.2%	38.5%	41.4%	42.1%	43.0%	43.7%
销售费用	-6,743	-6,750	-8,065	-8,213	-8,509	-9,021
占收入比例	-20.2%	-19.1%	-20.7%	-21.2%	-21.7%	-22.2%
管理费用	-3,232	-3,085	-3,221	-3,203	-3,242	-3,360
占收入比例	-9.7%	-8.7%	-8.3%	-8.3%	-8.3%	-8.3%
关闭工厂相关费用	-387	-235	-141	-	-	-
占收入比例	-1.2%	-0.7%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	-19	-79	-244	-244	-244	-244
占收入比例	-0.1%	-0.2%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
其他收入/支出	3,279	1,736	2,285	2,118	2,162	2,280
占收入比例	9.8%	4.9%	5.9%	5.5%	5.5%	5.6%
除税前溢利	6,215	5,528	7,078	7,070	7,329	7,732
所得税	-1,625	-1,178	-1,864	-1,768	-1,832	-1,933
所得税率	-26.1%	-21.3%	-26.3%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
净利润(含少数股东权益)	4,590	4,350	5,214	5,303	5,497	5,799
净利率	13.7%	12.3%	13.4%	13.7%	14.0%	14.3%
少数股东损益	-	6	61	59	59	74
净利润(不含少数股东权益)	4,590	4,344	5,153	5,243	5,437	5,725
EPS（港元）	1.54	1.46	1.73	1.76	1.83	1.92
市盈率（倍）	14.7	15.5	13.1	12.9	12.4	11.8

数据来源：iFind，安信国际预测

2 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方式进行估值。各个市场啤酒公司 2024 年预测市盈率平均值为 19x，综合考虑华润啤酒的业绩弹性及白酒业务带来的增长潜力、港股的流动性，我们给予 20 倍 PE。结合 2024 年 EPS，可比公司估值法的合理股价为 35.2 港元。DCF 方法下的合理市值为 1176 亿港元，对应股价为 36.3 港元。综合可比公司及 DCF 估值，我们认为公司的目标价为 35.8 港元。

图表 2:可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2022	2023	2024	2025	2026	2022	2023	2024	2025	2026
百威亚太	1876.HK	1,233	港元	74.1	68.7	72.7	80.5	87.5	16.6	17.9	17.0	15.3	14.1
yoy				-3%	-7%	6%	11%	9%					
青岛啤酒股份	0168.HK	763	港元	42.9	47.7	55.9	64.6	74.0	17.8	16.0	13.7	11.8	10.3
yoy				8%	11%	17%	16%	14%					
青岛啤酒	600600.SH	737	人民币元	38.0	43.5	50.4	57.6	64.7	19.4	16.9	14.6	12.8	11.4
yoy				17%	14%	16%	14%	12%					
重庆啤酒	600132.SH	275	人民币元	25.9	27.1	14.2	15.3	16.4	10.6	10.1	19.4	17.9	16.8
yoy				8%	5%	-48%	8%	7%					
燕京啤酒	000729.SZ	277	人民币元	5.5	8.5	10.6	13.6	16.6	50.5	32.4	26.2	20.3	16.7
yoy				88%	56%	24%	29%	22%					
珠江啤酒	002461.SZ	193	人民币元	6.1	6.4	7.6	8.6	9.7	31.9	30.0	25.6	22.5	20.0
yoy				-3%	6%	17%	14%	13%					
平均PE									24.5	20.6	19.4	16.8	14.9

注: 时间截止2024/8/20, A股及港股预测值为iFind一致预测
资料来源: iFind, 安信国际

图表 3:可比估值法下目标价的敏感性分析

		2024年EPS				
		1.06	1.41	1.76	2.11	2.47
PE	10x	10.6	14.1	17.6	21.1	24.7
	15x	15.9	21.1	26.4	31.7	37.0
	20x	21.1	28.2	35.2	42.3	49.3
	25x	26.4	35.2	44.1	52.9	61.7
	30x	31.7	42.3	52.9	63.4	74.0

资料来源: 安信国际

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

人民币百万	FY 2020 实际	FY 2021 实际	FY 2022 实际	FY 2023 实际	FY 2024 预测	FY 2025 预测	FY 2026 预测	FY 2027 预测	FY 2028 预测	FY 2029 预测	FY 2030 预测
营业额	31,448	33,387	35,263	38,932	38,710	39,185	40,608	42,243			
增长率%		6.2%	5.6%	10.4%	-0.6%	1.2%	3.6%	4.0%			
EBIT	3,220	6,234	5,607	7,322	7,314	7,573	7,976	8,484			
增长率%		93.6%	-10.1%	30.6%	-0.1%	3.5%	5.3%	6.4%			
EBIT率%	10.2%	18.7%	15.9%	18.8%	18.9%	19.3%	19.6%	20.1%			
有效税率%	30.4%	26.1%	21.3%	26.3%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%			
EBIT x (1-有效税率)	2,241	4,604	4,412	5,394	5,486	5,680	5,982	6,363			
+ 折旧摊销	1,746	1,745	1,562	-	-	-	-	-			
+ 营运资金变动	185	-96	1,447	-3,479	232	-115	112	110			
- 资本支出	-1,047	-1,471	-1,661	-2,520	-1,600	-1,600	-1,600	-1,600			
自由现金流, FCF	3,125	4,782	5,760	-605	4,117	3,964	4,495	4,873	5,116	5,372	5,641
增长率%		53.0%	20.5%	-110.5%	-780.3%	-3.7%	13.4%	8.4%	5.0%	5.0%	5.0%
折现年份					0	1	2	3	4	5	6
折现因子					1.0000	0.9372	0.8784	0.8232	0.7715	0.7231	0.6777
FCF现值					4,117	3,715	3,948	4,011	3,947	3,885	3,823
FY2024-28 FCF现值总额				23,624							
永续期价值现值				85,667							
企业价值				109,291							
+ 净现金				2,524							
- 少数股东权益				-3,938							
DCF估值(HKD 000)				117,629							
假设:											
WACC				6.7%							
短期增长率				5.0%							
永续增长率				2.0%							

资料来源: 安信国际预测

3 风险提示

行业竞争加剧; 消费意愿不及预期; 原材料成本上升超预期。

4 附录：财务报表预测

资产负债表

人民币百万	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10,208	5,520	7,636	8,796	10,389
应收及其他应收	2,612	1,506	2,047	2,072	2,148
存货	7,402	9,502	8,452	8,425	8,621
可回收税款	653	613	613	613	613
其他流动资产	3	-	-	-	-
流动资产总额	20,878	17,141	18,749	19,907	21,771
物业、厂房及设备	14,050	16,294	17,894	19,494	21,094
使用权资产	3,156	3,229	3,229	3,229	3,229
长期应收款项	4,868	3,866	3,866	3,866	3,866
无形资产	203	8,991	8,991	8,991	8,991
商誉	9,385	16,806	16,806	16,806	16,806
于联营及合营企业投资	1,489	1,451	1,451	1,451	1,451
递延税项资产	3,266	3,728	3,707	3,752	3,888
其他非流动资产	18	18	18	18	18
非流动资产总额	36,435	54,383	55,962	57,607	59,343
总资产	57,313	71,524	74,711	77,514	81,114
应付及其他应付	23,002	22,755	22,457	22,385	22,905
短期有息债务	512	931	931	931	931
应付即期税项	100	594	594	594	594
其他流动负债	53	84	84	84	84
流动负债总额	23,667	24,364	24,066	23,994	24,514
长期有息债务	588	4,181	4,181	4,181	4,181
递延收入-非流动负债	4,072	4,325	4,325	4,325	4,325
递延税项负债	1,850	4,391	4,391	4,391	4,391
其他非流动负债	59	89	89	89	89
非流动负债总额	6,569	12,986	12,986	12,986	12,986
总负债	30,236	37,350	37,052	36,980	37,500
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	12,949	16,205	19,630	22,446	25,452
少数股东权益	38	3,879	3,938	3,998	4,072
总股东权益	27,077	34,174	37,659	40,534	43,615

现金流量表

人民币百万	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
息税前利润	5,607	7,322	7,314	7,573	7,976
所得税	-1,270	-1,309	-1,768	-1,832	-1,933
营运资本变动	1,447	-3,479	232	-115	112
折旧及摊销	1,562	2,277	-	-	-
公允价值变动	-556	-638	-	-	-
经营性现金流净额	6,846	4,149	5,778	5,625	6,156
资本开支	-2,591	-12,349	-1,600	-1,600	-1,600
其他	1,533	2,662	-	-	-
投资性现金流净额	-1,058	-9,687	-1,600	-1,600	-1,600
新发股份	-	-	-	-	-
支付股息	-1,742	-1,961	-1,818	-2,622	-2,719
新增债务	1,100	3,151	-	-	-
利息支出	-380	-361	-244	-244	-244
其他	211	98	-	-	-
筹资性现金流净额	-811	927	-2,062	-2,866	-2,963
现金净变动	4,832	-4,688	2,116	1,160	1,593
现金期初余额	5,376	10,208	5,520	7,636	8,796
现金期末余额	10,208	5,520	7,636	8,796	10,389

资料来源：安信国际预测

利润表

人民币百万	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	35,263	38,932	38,710	39,185	40,608
营业成本	-21,702	-22,829	-22,408	-22,337	-22,855
毛利	13,561	16,103	16,302	16,849	17,753
销售费用	-6,750	-8,065	-8,213	-8,509	-9,021
管理费用	-3,085	-3,221	-3,203	-3,242	-3,360
关闭工厂相关费用	-235	-141	-	-	-
其他收益及损失	1,736	2,285	2,118	2,162	2,280
营业利润	5,227	6,961	7,004	7,259	7,651
财务费用	-79	-244	-244	-244	-244
除税前利润	5,528	7,078	7,070	7,329	7,732
所得税	-1,178	-1,864	-1,768	-1,832	-1,933
净利润	4,350	5,214	5,303	5,497	5,799
归属母公司净利润	4,344	5,153	5,243	5,437	5,725
EPS (港元)	1.46	1.73	1.76	1.83	1.92
EBITDA	7,169	7,322	7,314	7,573	7,976

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
盈利能力：					
毛利率 (%)	38.5%	41.4%	42.1%	43.0%	43.7%
净利率 (%)	12.3%	13.4%	13.7%	14.0%	14.3%
ROE (%)	16.9%	17.0%	14.8%	14.1%	13.8%
偿债能力：					
资产负债率 (%)	52.8%	52.2%	49.6%	47.7%	46.2%
流动比率 (x)	0.88	0.70	0.78	0.83	0.89
利息覆盖倍数 (x)	66.16	28.53	28.71	29.75	31.36
股息支付率 (%)	41.8%	35.3%	50.0%	50.0%	50.0%
营运能力：					
存货周转天数	111	138	138	138	138
应收及其他应收周转天数	31	19	19	19	19
应付及其他应付周转天数	370	366	366	366	366
每股资料：					
EPS (港元)	1.46	1.73	1.76	1.83	1.92
BPS (港元)	9.10	11.49	12.66	13.62	14.66
每股经营现金 (港元)	2.30	1.39	1.94	1.89	2.07
估值比率：					
PE	15.53	12.95	12.74	12.29	11.65
PB	2.49	1.98	1.79	1.67	1.55
EB/EBITDA	9.62	10.71	10.63	10.12	9.41

偿债能力：

资产负债率 (%)	52.8%	52.2%	49.6%	47.7%	46.2%
流动比率 (x)	0.88	0.70	0.78	0.83	0.89
利息覆盖倍数 (x)	66.16	28.53	28.71	29.75	31.36
股息支付率 (%)	41.8%	35.3%	50.0%	50.0%	50.0%

营运能力：

存货周转天数	111	138	138	138	138
应收及其他应收周转天数	31	19	19	19	19
应付及其他应付周转天数	370	366	366	366	366

每股资料：

EPS (港元)	1.46	1.73	1.76	1.83	1.92
BPS (港元)	9.10	11.49	12.66	13.62	14.66
每股经营现金 (港元)	2.30	1.39	1.94	1.89	2.07

估值比率：

PE	15.53	12.95	12.74	12.29	11.65
PB	2.49	1.98	1.79	1.67	1.55
EB/EBITDA	9.62	10.71	10.63	10.12	9.41

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010