

证券研究报告

公司研究

点评报告

华润啤酒(0291.HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

程丽丽 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500523110003
联系电话: 15680937306
邮箱: chenglili@cindasc.com

赵丹晨 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500523080005
联系电话: 13806086406
邮箱: zhaodanchen@cindasc.com

满静雅 食品饮料行业分析师
执业编号: S1500523080004
联系电话: 15026413613
邮箱: manjingya@cindasc.com

相关研究

公司深度报告《华润啤酒: 龙头
决战高端, 聚势而强》2022.7.22

华润啤酒: 利润稳增长, 中期分红亮眼

2024年8月20日

事件: 公司发布 2024 年中期业绩, 实现营业收入 237.44 亿元, 同比-0.5%, 股东应占溢利 47.05 亿元, 同比+1.2%。

点评:

- **2024H1 啤酒销量承压, 吨酒收入稳提升。**啤酒业务方面, 2024H1 华润啤酒实现收入 225.66 亿元, 同比-1.4%; 其中销量 634.8 万千升, 同比-3.4%, 我们认为主要同期基数较高所致。从产品结构来看, 在消费环境较为疲软的情况下, 公司高端化稳步推进, 2024H1 千升酒收入同比+2.0%, 在较为挑战的宏观环境下, 次高端及以上销量仍然实现个位数增长, 其中通过电商渠道销量同比+60%左右, 高档及以上啤酒销量同比增长 10%以上, 喜力、老雪、红爵等产品销量同比增长 20%以上, 雪花纯生销量也实现正增长。分区域看, 2024H1 东区实现营业收入 109.58 亿元, 同比-2.1%; 中区 64.90 亿元, 同比-1.8%; 南区 60.38 亿元, 同比+2.6%。
- **2024H1 毛利率同比+0.9pct, 成本改善较多。**2024H1 公司毛利率为 46.9%, 同比+0.9pct, 主要系啤酒成本同比下降 3.12 亿元, 千升酒成本仅同比+0.94%, 啤酒业务毛利率同比+0.6pct 至 45.8%。上半年公司采取多项降本增效措施控制经营费用, 啤酒经营费用同比基本持平。综上, 2024H1 啤酒业务实现息税前利润 63.65 亿元, 同比+2.6%, 息税前利润率同比+1.1pct 至 28.2%。此外, 公司上半年持续推进产能优化, 确认相关固定资产减值亏损和一次性员工补偿及安置费用 1900 万元 (去年同期 9400 万元), 若剔除一次性影响, 公司啤酒业务息税前利润率同比+10pct 至 28.3%, 创历史新高。
- **积极推进白酒整合, 打造“啤酒+白酒”双赋能模式。**2024H1 公司白酒业务实现 11.78 亿元, 同比+20.6%, 带动毛利率同比+2.1pct 至 67.6%。从产品来看, 全国性高端大单品摘要的销量同比增长超过 50%, 贡献白酒业务营业额约 70%。从盈利能力来看, EBITDA 实现 4.13 亿元, 同比持平。在完成贵州金沙的交割后, 公司积极推进白酒业务的投后整合、赋能及提升。在产品方面, 公司持续推进产品创新及升级, 推出“摘要 3.0”、“摘要宋词”、“金沙经典”及光瓶系列吸引不同消费者。在业务方面, 公司重点围绕“坚持大单品、坚持核心市场、做真大商、价格管控、库存管控、质量提升、消费者培育、厂商关系建设、数字化建设”等方面开展工作, 服务消费趋势, 穿越行业周期。展望未来, 我们认为贵州金沙全面重塑后, 白酒业务有望保持较好的增长。
- **盈利预测与投资评级:** 在面对宏观环境较为严峻的背景下, 公司积极应对, 啤酒业务尽管销量承压, 但是吨价和息税前利润仍然保持增长。在稳健增长的现金流下, 公司积极回馈股东, 中期派息 0.373 元/股, 同比+29.97%, 分红率为 25.72%, 同比+5.65pct。考虑到啤酒+白酒业务稳步推进, 我们预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.69、1.88、2.15 元,

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

对应 2024 年 8 月 19 日收盘价 (22.08 元/股、24 港币/股) 市盈率 13、12、10 倍，维持“买入”评级。

- **风险因素：原材料价格波动、吨酒收入或者次高端及以上产品销量不及预期、白酒业务改善不及预期**

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	36,428	40,064	40,074	41,131	42,230
增长率 YoY%	5.92%	9.98%	0.03%	2.64%	2.67%
归母净利润(百万元)	4,344	5,153	5,477	6,112	6,981
增长率 YoY%	-5.30%	18.62%	6.29%	11.59%	14.23%
毛利率%	38.46%	41.36%	43.40%	44.68%	46.25%
净资产收益率 ROE%	16.07%	17.01%	15.31%	14.59%	14.29%
EPS(元)	1.34	1.59	1.69	1.88	2.15
市盈率 P/E(倍)	37.45	19.79	13.08	11.72	10.26
市净率 P/B(倍)	6.02	3.37	2.00	1.71	1.47

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 19 日收盘价

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区宣武门西大街甲 127 号
 金隅大厦 B 座
 邮编：100031

附录：公司财务预测表					单位：人民币百万元				
资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	17,141	24,007	31,210	48,229	营业收入	38,932	38,942	39,999	41,098
现金	5,520	11,579	19,183	36,398	其他收入	1,132	1,132	1,132	1,132
应收账款及票据	124	136	131	160	营业成本	22,829	22,043	22,126	22,091
存货	9,502	9,175	9,209	9,195	销售费用	8,065	8,067	8,286	8,514
其他	1,995	3,117	2,687	2,477	管理费用	3,362	3,363	3,454	3,549
非流动资产	54,383	53,852	53,172	52,149	研发费用	0	0	0	0
固定资产	16,294	16,396	16,213	15,677	财务费用	-174	-341	-551	-935
无形资产	25,970	25,463	24,966	24,479	除税前溢利	7,078	7,523	8,395	9,589
其他	12,119	11,993	11,993	11,993	所得税	1,864	1,981	2,211	2,525
资产总计	71,524	77,859	84,382	100,378	净利润	5,214	5,542	6,184	7,064
流动负债	24,364	25,079	25,417	34,350	少数股东损益	61	65	72	83
短期借款	931	731	531	531	归母净利润	5,153	5,477	6,112	6,981
应付账款及票据	2,959	3,242	3,188	5,052	EBIT	6,904	7,182	7,845	8,654
其他	20,474	21,106	21,698	28,767	EBITDA	8,740	9,179	9,845	10,576
非流动负债	12,986	13,064	13,064	13,064	EPS (元)	1.59	1.69	1.88	2.15
长期债务	4,181	4,181	4,181	4,181					
其他	8,805	8,883	8,883	8,883	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	37,350	38,143	38,481	47,414	成长能力				
普通股股本	14,090	14,090	14,090	14,090	营业收入	10.40%	0.03%	2.71%	2.75%
储备	18,589	24,066	30,178	37,160	归母净利润	18.62%	6.29%	11.59%	14.23%
归属母公司股东权益	30,295	35,772	41,884	48,866	获利能力				
少数股东权益	3,879	3,944	4,016	4,099	毛利率	41.36%	43.40%	44.68%	46.25%
股东权益合计	34,174	39,716	45,900	52,964	销售净利率	13.24%	14.07%	15.28%	16.99%
负债和股东权益	71,524	77,859	84,382	100,378	ROE	17.01%	15.31%	14.59%	14.29%
					ROIC	12.95%	11.86%	11.42%	11.05%
					偿债能力				
					资产负债率	52.22%	48.99%	45.60%	47.24%
					净负债比率	-1.19%	-16.79%	-31.53%	-59.83%
					流动比率	0.70	0.96	1.23	1.40
					速动比率	0.31	0.59	0.87	1.14
					营运能力				
					总资产周转率	0.60	0.52	0.49	0.44
					应收账款周转率	321.75	299.44	299.93	283.04
					应付账款周转率	7.13	7.11	6.88	5.36
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.59	1.69	1.88	2.15
					每股经营现金流	2.11	2.19	2.64	5.41
					每股净资产	9.34	11.03	12.91	15.06
					估值比率				
					P/E	19.79	13.08	11.72	10.26
					P/B	3.37	2.00	1.71	1.47
					EV/EBITDA	11.63	7.08	5.81	3.78
现金流量表	2023E	2024E	2025E	2026E					
经营活动现金流	6,846	7,104	8,573	17,560					
净利润	5,153	5,477	6,112	6,981					
少数股东权益	61	65	72	83					
折旧摊销	1,836	1,997	2,000	1,922					
营运资金变动及其他	-204	-436	389	8,574					
投资活动现金流	-1,058	-807	-741	-321					
资本支出	-1,661	-1,592	-1,320	-899					
其他投资	603	785	579	578					
筹资活动现金流	-811	-237	-228	-24					
借款增加	1,022	-200	-200	0					
普通股增加	0	0	0	0					
已付股利	-1,739	-37	-28	-24					
其他	-94	0	0	0					
现金净增加额	4,832	6,059	7,604	17,215					

研究团队简介

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

王雪骄，美国康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、饮料（深度研究农夫山泉、东鹏饮料、欢乐家）、低度酒（深度研究百润股份）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。