

## 华润啤酒 (00291.HK)

## 啤酒业务销量下滑均价提升，盈利能力仍有强化

优于大市

## 核心观点

华润啤酒公布 2024 年半年度业绩，24H1 实现营业总收入 237.44 亿元，同比-0.5%；实现息税前利润 63.68 亿元，同比+2.0%；实现归母净利润 47.05 亿元，同比+1.2%。

**啤酒行业需求承压，高端化进程延续，上半年公司啤酒业务量减价升。**啤酒业务方面，上半年实现营业收入 225.66 亿元，同比-1.4%。拆分量价来看，上半年总销量同比-3.4%，主要系受行业整体需求偏弱、不利天气以及去年同期高基数的影响，但公司销量表现优于部分具规模的啤酒企业。结构上看，啤酒业务整体延续高端化发展趋势：1) 中档及以上啤酒销量占比持续提升，上半年占比首次超过 50%；2) 次高及以上啤酒销量实现同比单位数增长，占比持续提升；3) 高档及以上啤酒销量实现同比超 10% 增长，其中喜力、老雪、红爵等产品销量同比增速均超 20%。在产品结构升级的带动下，上半年啤酒吨价同比+2.0%。

**毛利率提升、费用控制良好，上半年啤酒业务盈利能力继续提升。**上半年啤酒业务实现毛利 103.4 亿元，同比-0.1%，主因销量下滑拖累。虽啤酒吨均成本同比+0.9%，但受益于产品结构升级，啤酒业务毛利率同比+0.6pct。由于公司采取多项降本增效措施，啤酒业务经营费用同比基本持平，故上半年啤酒业务实现 EBIT 63.65 亿元，同比+2.6%，EBIT 率 28.2%，同比+1.1pct。

**上半年白酒业务收入同比+20.6%，盈利能力有所弱化。**白酒业务方面，上半年实现营业收入 11.78 亿元，同比+20.6%，主要系白酒核心大单品摘要快速增长，反映 2023 年公司白酒业务清理库存、巩固酒盘等系列举措取得一定的成效。上半年摘要销量同比增速超 50%，贡献白酒业务收入约 70%。受益于全国性高端大单品摘要的放量，白酒业务产品结构亦有提升，毛利率同比+2.1%。但上半年白酒业务 EBIT 0.48 亿元，同比-32.4%，EBIT 率 4.1%，同比-3.2pct，或与费用投入增大及折旧摊销计提较多有关。

**风险提示：**消费需求持续弱化、行业竞争加剧、原材料价格大幅上涨、食品安全问题出现。

**投资建议：**考虑到经济弱复苏背景下，啤酒需求恢复仍然偏慢，我们下调盈利预测：预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 396.2/405.9/420.3 亿元（前预测值 415.4/441.8/469.3 亿元），实现归母净利润 54.3/57.5/62.1 亿元（前预测值 60.3/70.0/81.0 亿元），当前股价对应 PE 分别为 13/12/11 倍。考虑到公司重点高端产品品牌势能持续积累、啤酒龙头优势依然显著、中长期成长空间可观，当前估值仍处于偏低位置，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	35,263	38,932	39,619	40,589	42,027
(+/-%)	5.6%	10.4%	1.8%	2.4%	3.5%
归母净利润(百万元)	4344	5153	5431	5751	6212
(+/-%)	-5.3%	18.6%	5.4%	5.9%	8.0%
每股收益(元)	1.34	1.61	1.69	1.80	1.94
EBIT Margin	15.9%	18.8%	19.1%	19.7%	20.6%
净资产收益率(ROE)	16.1%	17.0%	16.5%	15.9%	15.7%
市盈率(PE)	16.4	13.7	13.0	12.2	11.3
EV/EBITDA	15.1	12.0	12.6	11.9	11.1
市净率(PB)	2.64	2.36	2.16	1.97	1.80

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·海外公司财报点评

## 食品饮料·非白酒

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523090003

## 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	24.00 港元
总市值/流通市值	77860/77860 百万港元
52 周最高价/最低价	47.34/22.90 港元
近 3 个月日均成交额	348.85 百万港元

## 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

《华润啤酒 (00291.HK)》——2024-03-21

《华润啤酒 (00291.HK)——国内啤酒龙头，续战高端、降本增效》——2024-02-04

华润啤酒公布 2024 年半年度业绩, 24H1 实现营业总收入 237.44 亿元, 同比-0.5%; 实现息税前利润 63.68 亿元, 同比+2.0%; 实现归母净利润 47.05 亿元, 同比+1.2%。

**啤酒行业需求承压, 高端化进程延续, 上半年公司啤酒业务量减价升。**啤酒业务方面, 上半年实现营业收入 225.66 亿元, 同比-1.4%。拆分量价来看, 上半年总销量同比-3.4%, 主要系受行业整体需求偏弱、不利天气以及去年同期高基数的影响, 但公司销量表现优于部分具规模的啤酒企业。结构上看, 啤酒业务整体延续高端化发展趋势: 1) 中档及以上啤酒销量占比持续提升, 上半年占比首次超过 50%; 2) 次高及以上啤酒销量实现同比单位数增长, 占比持续提升; 3) 高档及以上啤酒销量实现同比超 10% 增长, 其中喜力、老雪、红爵等产品销量同比增速均超 20%。在产品结构升级的带动下, 上半年啤酒吨价同比+2.0%。

**毛利率提升、费用控制良好, 上半年啤酒业务盈利能力继续提升。**上半年啤酒业务实现毛利 103.4 亿元, 同比-0.1%, 主因销量下滑拖累。虽啤酒吨均成本同比+0.9%, 但受益于产品结构升级, 啤酒业务毛利率同比+0.6pct。由于公司采取多项降本增效措施, 啤酒业务经营费用同比基本持平, 故上半年啤酒业务实现 EBIT 63.65 亿元, 同比+2.6%, EBIT 率 28.2%, 同比+1.1pct。

**上半年白酒业务收入同比+20.6%, 盈利能力有所弱化。**白酒业务方面, 上半年实现营业收入 11.78 亿元, 同比+20.6%, 主要系白酒核心大单品摘要快速增长, 反映 2023 年公司白酒业务清理库存、巩固价盘等系列举措取得一定的成效。上半年摘要销量同比增速超 50%, 贡献白酒业务收入约 70%。受益于全国性高端大单品摘要的放量, 白酒业务产品结构亦有提升, 毛利率同比+2.1%。但上半年白酒业务 EBIT 0.48 亿元, 同比-32.4%, EBIT 率 4.1%, 同比-3.2pct, 或与在上半年疲弱的需求环境下, 白酒业务的费用投入增大有关。此外, 上半年白酒业务实现 EBITDA 4.13 亿元, 对应白酒业务折旧摊销额为 3.65 亿元。

**上半年中期股息派息率 26%, 同比提升 6pct。**公司宣告派发中期股息每股 0.373 元, 上半年每股基本盈利 1.45 元, 故中期股息派息率为 26%, 同比增长 6pct。

**啤酒业务持续培育新动能并积极适应需求环境变化, 白酒业务盈利贡献尚待提升。**展望未来, 1) 啤酒业务方面, 公司保持战略定力, 继续维持在高端品牌培育方面的投入, 目前喜力、老雪、红爵等高端品牌的品牌势能持续积累, 为中长期发展蓄力。同时公司也做出了适应短期需求结构变化的调整, 上半年啤酒行业受制于餐饮、夜场等现饮场景的缺失, 公司适度提升对于非现饮渠道的重视程度, 上半年电商渠道销量同比增长约 60%。考虑到下半年基数走低、下半年新版 Super X 全年铺市为次高端及以上产品增长增添动力, 我们认为下半年啤酒业务收入表现有望改善。中长期角度看, 公司强大的渠道能力以及持续推进高端化措施可帮助其在一定程度上抵御需求下行压力, 在高端啤酒市场上的持续布局将在长期成为增厚公司业绩的重要抓手。2) 白酒业务方面, 公司 2023 年开始并表白酒业务, 目前白酒业务仍处于发展前期。当下白酒行业需求确有承压, 公司仍需巩固前期白酒业务梳理调整的成果, 预计白酒业务对公司整体盈利的贡献仍然有限。

**盈利预测与投资建议:**考虑到经济弱复苏背景下, 啤酒需求恢复仍然偏慢, 我们下调盈利预测: 预计 2024-2026 年公司实现营业收入 396.2/405.9/420.3 亿元(前预测值 415.4/441.8/469.3 亿元), 同比+1.8%/+2.4%/+3.5%; 实现归母净利润 54.3/57.5/62.1 亿元(前预测值 60.3/70.0/81.0 亿元), 同比+5.4%/+5.9%/+8.0%; EPS 分别为 1.69/1.80/1.94 元; 当前股价对应 PE 分别为 13/12/11 倍。考虑到公司重点高端产品品牌势能持续积累、啤酒龙头优势依然显著、中长期成长空间可观, 当前估值仍处于偏低位置, 维持“优于大市”评级。

## 风险提示

宏观经济下行压力增大导致消费能力持续弱化，高档产品销量受阻；行业竞争加剧导致费用投放被动增加；部分原材料价格大幅上涨导致盈利能力受损；食品安全事故导致行业销量下滑、啤酒品牌形象受损的风险。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	41,538	44,183	46,926	39,619	40,589	42,027	-1,919	-3,594	-4,899
收入同比增速%	6.7%	6.4%	6.2%	1.8%	2.4%	3.5%	-4.9%	-3.9%	-2.7%
毛利率%	44.0%	45.5%	46.7%	42.6%	43.2%	43.7%	-1.4%	-2.4%	-3.0%
销售费用率%	21.0%	20.8%	20.2%	21.1%	21.1%	21.0%	0.1%	0.3%	0.8%
归母净利率%	14.5%	15.8%	17.3%	13.7%	14.2%	14.8%	-0.8%	-1.7%	-2.5%
归母净利润（百万元）	6,027	6,996	8,101	5,431	5,751	6,212	-596	-1,246	-1,889
归母净利润同比增速%	17.0%	16.1%	15.8%	5.4%	5.9%	8.0%	-11.6%	-10.2%	-7.8%
EPS（元）	1.88	2.18	2.53	1.69	1.80	1.94	-0.19	-0.39	-0.59

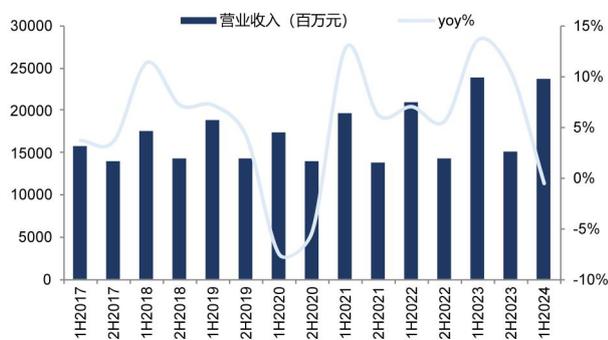
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2024年8月18日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
0291.HK	华润啤酒	13.6	21.99	1.69	1.80	13.0	12.2	714	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	19.7	63.85	3.73	4.36	17.1	14.6	871	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	20.0	56.75	2.87	3.07	19.8	18.5	275	优于大市
000729.SZ	燕京啤酒	40.6	9.83	0.36	0.45	27.3	21.9	277	优于大市

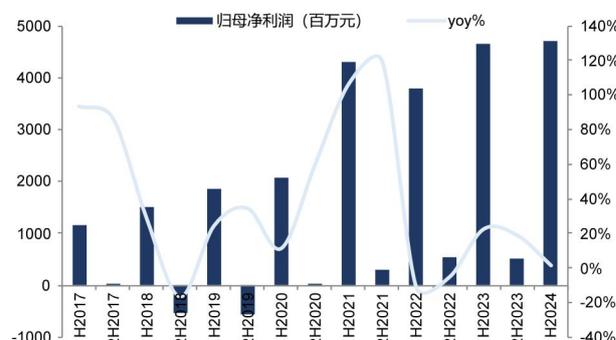
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图1: 华润啤酒半年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



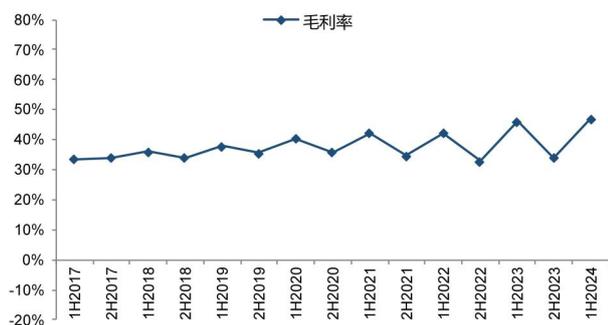
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 华润啤酒半年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



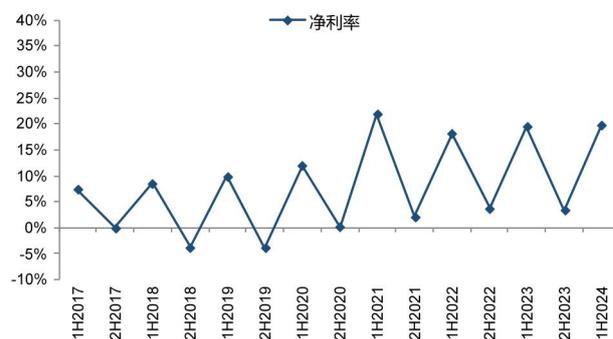
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：华润啤酒半年度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：华润啤酒半年度净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10208	5520	5592	4263	3175	<b>营业收入</b>	<b>35263</b>	<b>38932</b>	<b>39619</b>	<b>40589</b>	<b>42027</b>
应收款项	2612	1506	2171	2224	2073	营业成本	21702	22829	22737	23074	23673
存货净额	7402	9502	10590	10747	11026	毛利	13561	16103	16882	17514	18353
其他流动资产	656	613	624	639	662	销售费用	6750	8065	8352	8560	8826
<b>流动资产合计</b>	<b>20878</b>	<b>17141</b>	<b>18976</b>	<b>17873</b>	<b>16936</b>	管理费用	3320	3362	3245	3244	3273
固定资产	14050	16294	16978	17503	17284	财务费用	79	244	187	195	191
无形资产及商誉	203	8991	8349	7707	7064	其他经营收入	2183	2651	2285	2310	2390
长期股权投资	3266	3728	3765	3803	3841	其他收益	(21)	(67)	(5)	(5)	(5)
其他非流动资产	4886	3884	4078	4282	4496	利润总额	5528	7078	7379	7821	8448
<b>资产总计</b>	<b>57313</b>	<b>71524</b>	<b>76312</b>	<b>79661</b>	<b>82730</b>	所得税费用	1178	1864	1882	1994	2154
短期借款	512	931	1531	1731	1131	少数股东损益	6	61	66	76	82
应付款项	23002	22755	24294	24339	24646	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4344</b>	<b>5153</b>	<b>5431</b>	<b>5751</b>	<b>6212</b>
其他流动负债	153	678	578	478	378						
<b>流动负债合计</b>	<b>23667</b>	<b>24364</b>	<b>26403</b>	<b>26548</b>	<b>26155</b>						
长期借款及应付债券	588	4181	4181	4181	4181						
其他长期负债	4131	4414	4414	4414	4414						
<b>长期负债合计</b>	<b>4719</b>	<b>8595</b>	<b>8595</b>	<b>8595</b>	<b>8595</b>						
<b>负债合计</b>	<b>28386</b>	<b>32959</b>	<b>34998</b>	<b>35143</b>	<b>34750</b>						
少数股东权益	38	3879	3912	3954	3999						
股东权益	27039	30295	33011	36173	39590						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>55463</b>	<b>67133</b>	<b>71921</b>	<b>75270</b>	<b>78339</b>						
						<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
						净利润	4344	5153	5431	5751	6212
						折旧摊销	1562	2277	1758	1817	1862
						营运资本变动	1448	612	(518)	(485)	(157)
						其它	(508)	(3893)	(2784)	(2892)	(2979)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>6846</b>	<b>4149</b>	<b>3887</b>	<b>4190</b>	<b>4939</b>
每股收益	1.34	1.61	1.69	1.80	1.94	资本开支	(1661)	(2520)	(1800)	(1700)	(1000)
每股红利	0.54	0.94	0.84	0.80	0.86	其它投资现金流	603	(7167)	100	100	100
每股净资产	8.33	9.34	10.18	11.15	12.20	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1058)</b>	<b>(9687)</b>	<b>(1700)</b>	<b>(1600)</b>	<b>(900)</b>
ROIC	23%	23%	21%	22%	25%	权益性融资	0	0	0	0	0
ROE	16%	17%	16%	16%	16%	长期借款	0	0	0	0	0
毛利率	38%	41%	43%	43%	44%	短期借款	1100	3151	600	200	(600)
EBIT Margin	16%	19%	19%	20%	21%	支付股利	(1739)	(1911)	(2716)	(2588)	(2795)
EBITDA Margin	20%	25%	24%	24%	25%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(811)</b>	<b>927</b>	<b>(2116)</b>	<b>(2388)</b>	<b>(3395)</b>
收入增长	6%	10%	2%	2%	4%	现金净变动	4832	(4688)	72	203	643
净利润增长率	-5%	19%	5%	6%	8%	货币资金的期初余额	5376	10208	5520	5592	4263
资产负债率	53%	58%	57%	55%	52%	货币资金的期末余额	10208	5520	5592	5794	4906
息率	2.3%	3.9%	3.5%	3.3%	3.6%	企业自由现金流	5761	5763	5076	5603	7141
P/E	16.4	13.7	13.0	12.2	11.3	权益自由现金流	5527	5270	4958	5476	7013
P/B	2.6	2.4	2.2	2.0	1.8						
EV/EBITDA	15	12	13	12	11						

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032