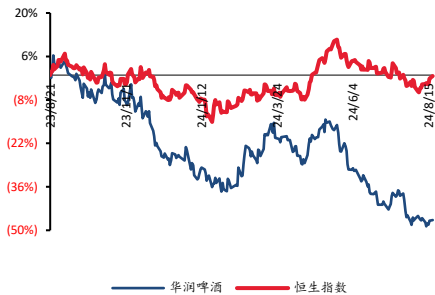


华润啤酒：啤酒业务高端化延续，白酒业务稳步发展

走势比较



股票数据

总股本(亿股)	32.4
总市值(亿港元)	778.6
12个月内最高/最低价(港元)	48.6/22.9

相关研究报告

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523080002

研究助理：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124030019

事件：公司公布中报业绩，2024H1 实现收入 237.44 亿元，同比-0.5%，实现归母净利润 47.05 亿元，同比增长 1.2%。还原 1900 万元固定资产减值亏损和一次性员工补偿及安置费用，2024H1 核心净利润 47.2 亿元，同比持平。

上半年销量略有承压，产品结构延续升级。受天气影响以及餐饮弱复苏，啤酒行业二季度销售承压，国家统计局数据显示，2024 年 4 月、5 月和 6 月啤酒行业产量分别同比下滑 9.1%、4.5%和 1.7%。2024H1 公司实现啤酒收入 225.66 亿元，同比-1.4%，2024H1 公司啤酒销量/吨价分别为 634.8 万吨/3555 元/吨，同比-3.4%/+2.0%，主要低端产品销量下降，次高档及以上销量同比单位数增长，高档及以上销量同比超过 10%增长，其中喜力、老雪、红爵增速超 20%，雪花纯生亦实现同比正增长。中档及以上啤酒销量占比首次超过 50%，公司产品结构进一步升级。喜力在去年较高基数上仍有较高增长，主因全国销售区域按步骤扩张，从餐饮切入带动零售增长，消费者对其口感依赖、粘性高，夜场形式变化使喜力等高端啤酒在 livehouse 成为主要销售品类。此外公司上半年开展勇闯天涯 superX 的焕新升级上市，超勇价盘企稳动销稳步提升。分区域看，2024H1 东区/中区/南区分别实现营收 109.58/64.90/60.38 亿元，同比-2.1%/-1.8%/+2.6%，南区受益于中高档产品占比较高增长有韧性。

摘要销量增长超 50%，白酒业务发展向好。2024H1 实现白酒收入 11.78 亿元，同比增长 20.6%，毛利率上升 2.1pct 至 67.6%，其中摘要销量同比增长超过 50%，贡献白酒业务收入约 70%。2024H1 EBIT 达 0.48 亿元，EBIT 率为 4.1%，EBITDA 达 4.13 亿元，同比持平。金沙酒业摘要增长快但产品结构单一，公司开始重塑金沙回沙产品，上半年已推出金沙经典，未来将补齐低端酒，加强线上、宴席等销售渠道。白酒业务顺利进入第二阶段发展，公司持续丰富“1+1+N”的品牌矩阵，坚定推进“啤酒+白酒”双赋能以及“白酒+白酒”共成长的业务模式。

毛利率改善，盈利能力持续提升。公司整体毛利率为 46.9%，同比+0.9pct。费用端，2024H1 销售费用率提升 1.2pct 至 17.6%，预计由于上半年在热门体育赛事提高广告营销费用，2024H1 管理费用率下降 0.3 pct 至 6.3%。核心净利率 19.9%，同比+0.1pct。啤酒业务方面，成本端，2024H1 公司吨成本 1926 元/吨，同比+0.9%，啤酒毛利率提升 0.6pct 至 45.8%，经营费用率同比持平。EBITDA 率/EBIT 率为 31.6%/28.2%，同比+1.1pct/+1.1pct。2024H1 核心 EBIT/净利率达 28.3%/21.1%，同比+0.8pct/+0.2pct，高端化发展下公司盈利能力持续提升。公司发布 2024 年中期股息，注重股东回报，每股股息达 0.373 元，同比增长 30%，派息比例提升 6pct 至 26%。

投资建议：预计 2024-2026 年收入增速分别为 2%/5%/5%，归母净利润增速分别为 2%/11%/9%，EPS 分别为 1.62/1.80/0.97 元，对应当前股价

PE 分别为 14x/12x/11x，我们按照 2024 年业绩给予 18 倍并按照 0.92:1 的汇率，一年目标价 31.70 港元，给予“买入”评级。

风险提示：食品安全风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	38932	39834	41706	43760
营业收入增长率(%)	10%	2%	5%	5%
归母净利（百万元）	5153	5263	5855	6383
净利润增长率(%)	19%	2%	11%	9%
摊薄每股收益（元）	1.59	1.62	1.80	1.97
市盈率（PE）	19.79	13.55	12.18	11.18

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	17,141	21,577	28,672	36,040
现金	5,520	10,624	17,752	25,041
应收账款及票据	124	139	139	146
存货	9,502	8,160	8,647	9,098
其他	1,995	2,653	2,133	1,755
非流动资产	54,383	54,867	55,051	55,261
固定资产	16,294	16,294	16,294	16,294
无形资产	25,970	25,970	25,970	25,970
其他	12,119	12,603	12,787	12,997
资产总计	71,524	76,443	83,723	91,301
流动负债	24,364	26,179	27,646	28,870
短期借款	931	1,241	1,655	2,036
应付账款及票据	2,959	3,348	3,373	3,347
其他	20,474	21,589	22,618	23,487
非流动负债	12,986	12,986	12,986	12,986
长期借款	4,181	4,181	4,181	4,181
其他	8,805	8,805	8,805	8,805
负债合计	37,350	39,165	40,632	41,856
股本	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	18,589	21,669	27,447	33,754
归属母公司股东权益	30,295	33,375	39,153	45,460
少数股东权益	3,879	3,903	3,938	3,985
股东权益合计	34,174	37,279	43,091	49,445
负债和股东权益	71,524	76,443	83,723	91,301

现金流量表 (百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,149	5,814	5,590	5,752
净利润	5,153	5,263	5,855	6,383
少数股东权益	61	24	35	48
折旧摊销	2,277	0	0	0
营运资金变动及其他	-3,342	526	-300	-678
投资活动现金流	-9,687	1,163	1,201	1,232
资本支出	-2,520	0	0	0
其他投资	-7,167	1,163	1,201	1,232
筹资活动现金流	927	-1,795	414	381
借款增加	3,070	310	414	381

利润表 (百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	38,932	39,834	41,706	43,760
营业成本	1,132	0	0	0
销售费用	22,829	22,768	23,250	23,805
管理费用	8,065	7,967	8,321	8,850
研发费用	3,362	3,227	3,462	3,632
财务费用	0	0	0	0
除税前溢利	-174	0	0	0
所得税	7,078	6,984	7,748	8,560
净利润	1,864	1,697	1,858	2,129
少数股东损益	5,214	5,287	5,890	6,431
归属母公司净利润	61	24	35	48
EBITDA	9,181	6,984	7,748	8,560
EPS (元)	1.59	1.62	1.80	1.97

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (同比)				
营业收入	10.40%	2.32%	4.70%	4.93%
归属母公司净利润	18.62%	2.13%	11.25%	9.02%
获利能力				
毛利率	41.36%	42.84%	44.25%	45.60%
销售净利率	13.24%	13.21%	14.04%	14.59%
ROE	17.01%	15.77%	14.95%	14.04%
ROIC	12.95%	12.38%	12.04%	11.55%
偿债能力				
资产负债率	52.22%	51.23%	48.53%	45.84%
净负债比率	-1.19%	-13.95%	-27.65%	-38.07%
流动比率	0.70	0.82	1.04	1.25
速动比率	0.31	0.51	0.72	0.93
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.54	0.52	0.50
应收账款周转率	321.75	302.67	299.39	306.47
应付账款周转率	7.13	7.22	6.92	7.09
每股指标 (美元)				
每股收益	1.59	1.62	1.80	1.97
每股经营现金流	1.28	1.79	1.72	1.77
每股净资产	9.34	10.29	12.07	14.01
估值比率				

普通股增加	0	0	0	0	P/E	19.79	13.55	12.18	11.18
其他	-232	0	0	0	P/B	3.37	2.14	1.82	1.57
现金净增加额	-4,688	5,104	7,128	7,288	EV/EBITDA	11.07	9.47	7.67	6.13

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。