

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅  
港元 25.70 港元 37.29↓ +45.1%

2024年11月28日

## 华润啤酒 (291 HK)

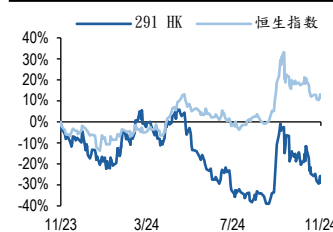
### 短期内啤酒消费环境承压；高端化仍为长期推动力

- 短期内业绩面临压力...啤酒市场在今年前三季度整体表现较弱。餐饮渠道是啤酒销售的重要渠道（约占4成以上），但是今年以来餐饮市场总体表现较为疲软。根据《中国餐饮品牌力白皮书2024》，2024年1-8月，全国餐饮相关企业注册量较去年同期减少了44.4万家，餐饮相关企业注销、吊销的数量超过了160万家（超过了2023年全年的9成）。除此之外，啤酒消费环境承压以及天气多变也对啤酒市场造成负面影响。
- ...但华润表现优于行业，高端化进程仍在持续。在整体行业面临较大压力的情况下，中国啤酒行业整体的高端化进程有所放缓。但是反观华润啤酒的业绩表现，2024上半年公司中档及以上啤酒销量占比首次超过50%，次高档及以上产品销量实现个位数增长，高端及以上的销量则实现双位数的亮眼增长，喜力、老雪和红爵等产品销量同比增速超20%。尽管上半年公司啤酒业务销量下滑3.4%，但高端产品组合的优异表现引领了均价的提升，使得公司整体收入表现较为稳定。
- 管理层积极调整策略，对未来业务发展充满信心。维持买入。管理层表示，尽管今年以来啤酒行业整体承压，明年啤酒消费环境仍需观察，但公司将继续推进高端化、差异化和地区性产品。同时，公司将在新品研发、消费渠道和消费场景拓展、营销模式等方面进行创新，在经济环境较好的时期实现双位数的销量增长目标，经济环境一般的时期实现个位数增长目标。因短期行业压力，我们下调财务预测和目标价，但仍看好公司长期可持续发展。最新目标价37.29港元，基于19倍（过去三年平均市盈率下调1个标准差）2025年市盈率（前为22.2倍2024-25年平均市盈率）。
- 上半年业绩回顾。华润啤酒于2024上半实现收入237.4亿元（人民币，下同），同比下滑0.5%。其中，啤酒业务收入为225.7亿元，同比下滑1.4%，销量/单价分别同比-3.4%/+2.0%，表现优于行业平均水平。产品结构提升和部分原材料价格的下降积极作用于毛利率，带领啤酒业务毛利率实现0.6个百分点的提升至45.8%。白酒业务收入达11.8亿元，同比提升20.6%。有效的库存管理利于终端价格的稳定，带动毛利率提升2.1个百分点至67.6%。归母净利润同比实现1.2%的增幅，达47亿元。

### 个股评级

买入

### 1年股价表现



资料来源: FactSet

### 股份资料

52周高位(港元)	38.60
52周低位(港元)	22.10
市值(百万港元)	83,375.43
日均成交量(百万)	6.19
年初至今变化(%)	(24.85)
200天平均价(港元)	28.05

资料来源: FactSet

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com

(852) 3766 1856

### 财务数据一览

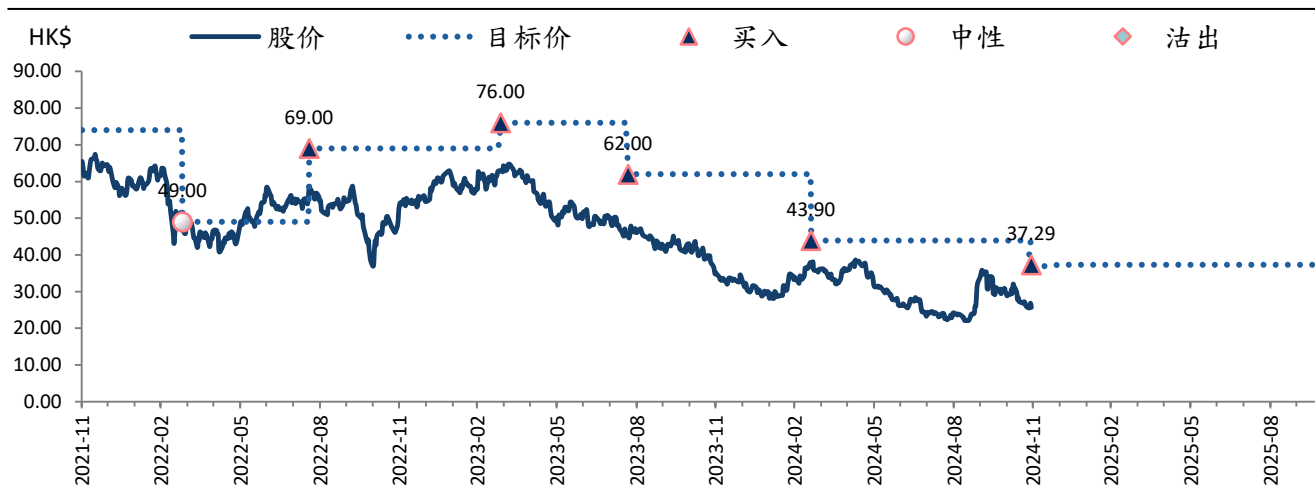
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	35,263	38,932	39,778	40,842	42,695
同比增长(%)	5.6	10.4	2.2	2.7	4.5
净利润(百万人民币)	4,344	5,153	5,331	5,877	6,563
每股盈利(人民币)	1.39	1.62	1.64	1.81	2.02
同比增长(%)	26.2	16.3	1.4	10.2	11.7
前EPS预测值(人民币)			1.64	2.01	2.60
调整幅度(%)			-0.1	-9.8	-22.3
市盈率(倍)	17.2	14.8	14.6	13.2	11.8
每股账面净值(人民币)	8.33	9.34	10.05	11.04	12.15
市账率(倍)	2.87	2.56	2.38	2.17	1.97
股息率(%)	2.2	3.9	3.4	3.8	4.2

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 华润啤酒 (291 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
1876 HK	百威亚太	买入	7.37	9.39	27.3%	2024 年 11 月 28 日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	25.70	37.29	45.1%	2024 年 11 月 28 日	啤酒
600887 CH	伊利股份	买入	28.51	33.30	16.8%	2024 年 11 月 06 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	16.64	16.04	-3.6%	2024 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.77	12.30	40.3%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	5.60	4.00	-28.6%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	18.34	13.40	-26.9%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	9.53	10.40	9.1%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	58.60	116.00	98.0%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
000333 CH	美的集团	买入	70.19	89.90	28.1%	2024 年 11 月 04 日	家电
6690 HK	海尔智家	买入	26.30	37.59	42.9%	2024 年 10 月 30 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	41.60	52.96	27.3%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	22.15	27.01	22.0%	2024 年 08 月 20 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	3.21	2.59	-19.2%	2024 年 08 月 27 日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	75.55	135.00	78.7%	2024 年 03 月 27 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	15.60	14.89	-4.5%	2024 年 08 月 19 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.55	1.01	82.7%	2024 年 08 月 14 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	2.42	3.06	26.4%	2024 年 11 月 05 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 11 月 28 日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	35,263	38,932	39,778	40,842	42,695
主营业务成本	(21,702)	(22,829)	(22,841)	(23,049)	(23,318)
<b>毛利</b>	<b>13,561</b>	<b>16,103</b>	<b>16,937</b>	<b>17,793</b>	<b>19,377</b>
销售及管理费用	(10,070)	(11,427)	(11,899)	(12,024)	(12,971)
其他经营净收入/费用	2,183	2,651	2,165	2,239	2,453
<b>经营利润</b>	<b>5,674</b>	<b>7,327</b>	<b>7,203</b>	<b>8,008</b>	<b>8,859</b>
财务成本净额	(79)	(244)	(187)	(187)	(187)
应占联营公司利润及亏损	(67)	(5)	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>5,528</b>	<b>7,078</b>	<b>7,016</b>	<b>7,821</b>	<b>8,672</b>
税费	(1,178)	(1,864)	(1,625)	(1,883)	(2,048)
非控股权益	(6)	(61)	(61)	(61)	(61)
<b>净利润</b>	<b>4,344</b>	<b>5,153</b>	<b>5,331</b>	<b>5,877</b>	<b>6,563</b>
作每股收益计算的净利润	4,520	5,258	5,331	5,877	6,563

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10,208	5,520	6,659	9,919	13,572
有价证券	3	0	0	0	0
应收账款及票据	2,612	1,506	2,669	2,740	2,864
存货	7,402	9,502	9,507	9,593	9,705
其他流动资产	653	613	613	613	613
<b>总流动资产</b>	<b>20,878</b>	<b>17,141</b>	<b>19,448</b>	<b>22,866</b>	<b>26,755</b>
物业、厂房及设备	14,050	16,294	17,082	17,890	18,736
无形资产	12,744	29,026	28,299	27,552	26,771
长期应收收入	9,641	9,063	9,063	9,063	9,063
<b>总长期资产</b>	<b>36,435</b>	<b>54,383</b>	<b>54,443</b>	<b>54,505</b>	<b>54,570</b>
<b>总资产</b>	<b>57,313</b>	<b>71,524</b>	<b>73,891</b>	<b>77,371</b>	<b>81,324</b>
短期贷款	512	931	931	931	931
应付账款	23,002	22,755	22,767	22,974	23,242
其他短期负债	153	678	678	678	678
<b>总流动负债</b>	<b>23,667</b>	<b>24,364</b>	<b>24,376</b>	<b>24,583</b>	<b>24,851</b>
长期贷款	588	4,181	4,181	4,181	4,181
其他长期负债	5,981	8,805	8,805	8,805	8,805
<b>总长期负债</b>	<b>6,569</b>	<b>12,986</b>	<b>12,986</b>	<b>12,986</b>	<b>12,986</b>
<b>总负债</b>	<b>30,236</b>	<b>37,350</b>	<b>37,362</b>	<b>37,569</b>	<b>37,837</b>
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备及其他资本项目	12,949	16,205	18,499	21,711	25,335
<b>股东权益</b>	<b>27,039</b>	<b>30,295</b>	<b>32,589</b>	<b>35,801</b>	<b>39,425</b>
非控股权益	38	3,879	3,940	4,001	4,062
<b>总权益</b>	<b>27,077</b>	<b>34,174</b>	<b>36,529</b>	<b>39,802</b>	<b>43,487</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	5,159	8,613	7,565	8,315	8,986
折旧及摊销	1,510	1,565	1,599	1,642	1,716
营运资本变动	1,447	(1,241)	(1,156)	49	32
税费	(1,270)	255	(1,625)	(1,883)	(2,048)
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,846</b>	<b>9,192</b>	<b>6,383</b>	<b>8,123</b>	<b>8,686</b>
资本开支	(1,661)	(2,336)	(2,387)	(2,451)	(2,562)
投资活动	0	0	0	0	0
其他投资活动现金流	1,603	364	361	435	649
<b>投资活动现金流</b>	<b>(58)</b>	<b>(1,972)</b>	<b>(2,026)</b>	<b>(2,015)</b>	<b>(1,913)</b>
负债净变动	1,100	(9,988)	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(1,742)	(1,739)	(3,037)	(2,665)	(2,938)
其他融资活动现金流	(169)	(181)	(182)	(182)	(182)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(811)</b>	<b>(11,908)</b>	<b>(3,219)</b>	<b>(2,847)</b>	<b>(3,120)</b>
汇率收益/损失	(145)	0	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>5,376</b>	<b>10,208</b>	<b>5,520</b>	<b>6,659</b>	<b>9,919</b>
<b>年末现金</b>	<b>10,208</b>	<b>5,520</b>	<b>6,659</b>	<b>9,919</b>	<b>13,572</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	1.393	1.621	1.643	1.812	2.023
全面摊薄每股收益	1.393	1.621	1.643	1.812	2.023
每股股息	0.536	0.936	0.822	0.906	1.011
每股账面价值	8.335	9.338	10.045	11.035	12.153
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	38.5	41.4	42.6	43.6	45.4
EBITDA利润率	19.3	23.7	23.9	25.0	25.4
EBIT利润率	14.8	17.9	17.2	18.5	19.2
净利率	12.3	13.2	13.4	14.4	15.4
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	8.0	8.0	7.3	7.8	8.3
ROE	16.8	16.8	15.1	15.4	15.8
ROIC	24.6	16.0	13.2	13.0	12.0
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
利息覆盖率	(85.9)	(37.9)	(50.7)	(54.7)	(58.1)
流动比率	0.9	0.7	0.8	0.9	1.1
存货周转天数	122.8	149.8	149.8	149.8	149.8
应收账款周转天数	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
应付账款周转天数	57.1	46.7	46.7	46.7	46.7

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线及多点数智有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。