



华润啤酒 (291.HK)：喜力将继续驱动产品结构升级，但高端化步伐可能有所放缓

喜力依然是 2024 年啤酒业务结构升级的主要驱动力：受宏观经济的影响，华润啤酒次高端及以上产品的销量增长可能在 2H23 大幅放缓（预计至低双位数）。全年来看，我们预测 2023 年华润啤酒次高端及以上产品的销量同比增长接近 20%。其中，喜力销量同比增长 40% 以上，是次高端及以上产品销量增长的主要驱动力。展望 2024 年，我们预测喜力销量增速有望达到 30%。然而，消费力降低可能对次高端价格带产品（比如雪花纯生和 Super X）的增长继续带来压力。随着基数不断变大，整体次高端及以上产品的销量增速可能在 2024 年放缓至 15%-20%。我们预测华润啤酒平均单价在 2023 年与 2024 年分别同比增长 3.3% 与 2.6%。

啤酒业务毛利率 2024 年有望持续扩张，费用率大概率保持稳定：2H23 次高端及以上产品销量增长承压可能导致啤酒业务 2023 年的毛利率扩张幅度小于市场预期。我们预计公司啤酒业务 2023 年报表口径的核心 EBIT 同比增长 15%，核心 EBIT margin 同比扩张 1.6ppt。展望 2024 年，我们预计产品结构升级以及单吨成本的下降有望帮助啤酒业务毛利率继续扩张，但费用率下降幅度可能不大。我们预测 2024 年啤酒业务核心 EBIT 同比增长 16%，核心 EBIT margin 达到 18% 以上。

白酒业务 2024 年利润贡献有望大幅增加：经历了 2023 年一整年的业务改革，我们相信金沙的产品调整基本成型，渠道库存水平已大幅降低（预计从上半年的 6 个月降至目前的 3 个多月）。我们认为，公司白酒业务的基础较低，受宏观趋势影响较小，短期业绩表现主要取决于公司对业务运营以及管理的优化。一旦产品、渠道管理体系和库存水平调整完成，白酒业务对公司整体的利润贡献有望在 2024 年大幅增加，但对华润啤酒整体估值和股价的表现影响相对有限。

下调目标价，维持“买入”：面对较大的经济不确定性，我们下调了华润啤酒 2023-2025E 的核心 EBIT 预测 -4.1%/-11.1%/-15.9%。次高端及以上产品销量增速放缓对华润啤酒的估值造成较大的负面影响。考虑较弱的市场情绪以及港股整体风险溢价的上升，我们下调华润啤酒的目标价至 39.4 港元（基于 2024 年啤酒业务 12x EV/EBITDA 以及白酒业务 12x P/E）。百威亚太 (1876.HK) 目前依然是我们在啤酒行业的首选标的。

投资风险：1) 原材料价格涨幅高于预期；2) 喜力的增速慢于预期。

图表 1：盈利预测变动

	2023E			2024E			2025E			
	人民币百万	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	39,328	40,160	-2.07%	41,584	43,501	-4.41%	43,673	46,932	-6.94%	
毛利润	16,372	17,132	-4.44%	17,955	19,263	-6.79%	19,432	21,643	-10.21%	
毛利率	41.6%	42.7%	-1.0pct	43.2%	44.3%	-1.1pct	44.5%	46.1%	-1.6pct	
核心归母净利润	5,309	5,551	-4.36%	6,424	7,118	-9.75%	7,335	8,598	-14.68%	
核心归母净利润率	13.5%	13.8%	-0.3pct	15.4%	16.4%	-0.9pct	16.8%	18.3%	-1.5pct	

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

林闻嘉

首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2024 年 1 月 11 日

华润啤酒 (291.HK)

买入

目标价 (港元)	39.4
潜在升幅/降幅	+25.5%
目前股价 (港元)	31.4
52 周内股价区间 (港元)	29.3-65.6
总市值 (港元)	101,867
近 3 月日均成交额 (百万港元)	322.8

注：截至 2024 年 1 月 11 日收盘价

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



*数据截至 2024 年 1 月 10 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测-华润啤酒

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	33,387	35,263	39,328	41,584	43,673
同比	6.2%	5.6%	11.5%	5.7%	5.0%
营业成本	-20,313	-21,702	-22,955	-23,629	-24,241
毛利润	13,074	13,561	16,372	17,955	19,432
毛利率	39.2%	38.5%	41.6%	43.2%	44.5%
销售及管理费用	-9,975	-9,835	-10,946	-11,308	-11,835
其他经营收入及收益 (损失)	1,137	1,561	1,409	1,460	1,511
政府补助	437	242	264	304	334
合营公司收益	-21	-67	-67	-67	-67
核心经营利润	4,652	5,462	7,032	8,344	9,376
核心经营利润率	13.9%	15.5%	17.9%	20.1%	21.5%
同比	26.3%	24.8%	29.3%	18.6%	12.4%
净融资成本	224	301	257	433	677
减值及其他一次性支出	-387	-235	-200	0	0
其他	1,726	0	0	0	0
税前溢利	6,215	5,528	7,089	8,777	10,053
所得税开支	-1,625	-1,178	-1,684	-2,013	-2,305
所得税率	26.1%	21.3%	23.8%	22.9%	22.9%
净利润	4,590	4,350	5,404	6,764	7,748
少数股东损益	-3	-6	-245	-340	-413
归母净利润	4,587	4,344	5,159	6,424	7,335
归母净利率	13.7%	12.3%	13.1%	15.4%	16.8%
同比	119.1%	-5.3%	18.8%	24.5%	14.2%
核心归母净利润	3,583	4,520	5,309	6,424	7,335
核心归母净利率	10.7%	12.8%	13.5%	15.4%	16.8%
同比	34.9%	26.2%	17.5%	21.0%	14.2%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及等价物	5,376	10,208	11,521	16,255	22,144
已抵押银行存款	2	3	35	35	35
应收票据及应收账款	3,436	2,612	1,077	1,695	1,752
存货	6,458	7,402	8,805	10,981	11,216
其他流动资产	625	653	592	592	592
流动资产合计	15,897	20,878	22,031	29,557	35,739
物业、机器及设备	13,717	14,050	15,317	14,690	13,977
使用权资产	3,379	3,156	3,228	3,228	3,228
无形资产	255	203	9,355	9,355	9,355
商誉	9,250	9,385	16,742	16,742	16,742
递延所得税资产	3,368	3,266	3,281	3,281	3,281
其他	5,187	6,375	6,412	6,412	6,412
非流动资产合计	35,156	36,435	54,335	53,707	52,995
短期借款	0	512	1,688	1,688	1,688
应付票据及应付账款	21,007	23,002	24,528	27,233	27,887
租赁负债	71	53	62	62	62
应交税费	92	100	412	412	412
其他	0	0	0	0	0
流动负债合计	21,170	23,667	26,690	29,395	30,049
长期借款	0	588	6,996	6,996	6,996
租赁负债	60	59	59	59	59
递延所得税负债	1,955	1,850	4,442	4,442	4,442
其他	3,379	4,072	4,062	4,062	4,062
非流动负债合计	5,394	6,569	15,559	15,559	15,559
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	10,342	12,949	16,045	19,899	24,300
非控制性权益	57	38	3,983	4,323	4,736
权益	24,489	27,077	34,118	38,312	43,126

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除所得税前溢利	6,215	5,528	7,089	8,777	10,053
折旧	1,641	1,562	1,733	1,827	1,913
融资开支净额	-6	-67	183	206	206
利息收入	-243	-380	-500	-639	-883
出售物业、厂房的损失	-1,241	26	200	0	0
未计营运资金变动前之经营溢利	6,366	6,669	8,705	10,172	11,289
存货减少/(增加)	-844	-1,203	-1,403	-2,176	-235
应收贸易款项(增加)/减少	26	132	1,535	-617	-57
应付贸易款项(减少)/增加	722	2,518	1,526	2,705	654
已付所得税	-1,275	-1,270	1,205	-2,013	-2,305
经营活动所得(所用)现金净额	4,995	6,846	11,596	8,070	9,346
出售物业、机器及设备	226	591	0	0	0
出售业务	7	0	0	0	0
已收取利息	245	351	500	639	883
购入物业、机器及设备	-1,471	-1,661	-1,200	-1,200	-1,200
购入业务	-1,252	-490	-5,672	0	0
受限制银行存款减少/增加	-344	179	-32	0	0
其他	-161	-28	-9,189	0	0
投资活动所用现金净额	-2,750	-1,058	-15,593	-561	-317
新增/偿还借贷	0	1,100	7,584	0	0
已付股利	-1,284	-1,742	-2,064	-2,570	-2,934
已付利息	-6	-39	-183	-206	-206
其他	-76	-130	-10	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-1,366	-811	5,327	-2,775	-3,140
现金及现金等价物变动	838	4,832	1,313	4,733	5,889
于年初的现金及现金等价物	4,538	5,376	10,208	11,521	16,255
现金及现金等价物汇兑差额	-41	-145	-16	0	0
于年末的现金及现金等价物	5,376	10,208	11,521	16,255	22,144

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	1.10	1.39	1.59	1.98	2.26
每股销售额	10.29	10.87	12.12	12.82	13.46
每股股息	0.57	0.54	0.64	0.79	0.90
同比变动					
收入	6.2%	5.6%	11.5%	5.7%	5.0%
经营溢利	8.3%	3.7%	20.7%	9.7%	8.2%
归母净利润	119.1%	-5.3%	18.8%	24.5%	14.2%
费用与利润率					
毛利率	39.2%	38.5%	41.6%	43.2%	44.5%
经营利润率	13.9%	15.5%	17.9%	20.1%	21.5%
归母净利率	13.7%	12.3%	13.1%	15.4%	16.8%
回报率					
平均股本回报率	15.7%	17.6%	18.6%	20.0%	20.3%
平均资产回报率	7.6%	8.3%	7.9%	8.0%	8.5%
资产效率					
应收账款周转天数	31.8	31.3	10.0	10.0	10.0
库存周转天数	112.1	116.6	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	362.4	370.1	390.0	390.0	390.0
财务杠杆					
流动比率(x)	0.8	0.9	0.8	1.0	1.2
速动比率(x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
现金比率(x)	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7
负债/权益	1.1	1.1	1.2	1.2	1.1
估值					
市盈率(x)	24.4	19.3	16.9	13.6	11.9
企业价值/EBITDA(x)	14.0	11.4	10.3	8.5	7.1
股息率	2.1%	2.0%	2.4%	2.9%	3.4%

图表 2: 啤酒业务板块 2022-2024E 盈利表现及预测

百万人民币	2022	2023E	2024E
收入	35,263	36,870	38,881
同比增速	5.6%	4.6%	5.5%
毛利润	13,561	14,848	16,279
毛利率	38.5%	40.3%	41.9%
核心经营收益 (报表口径)	5,462	6,291	7,313
核心经营收益率 (报表口径)	15.5%	17.1%	18.8%
同比增速	22.8%	15.2%	16.2%

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 3: 白酒业务板块 2022-2024E 盈利表现及预测

百万人民币	2022	2023E	2024E
收入	3,277	2,458	2,703
同比增速	-10.0%	-25.0%	10.0%
毛利润	2,097	1,524	1,676
毛利率	64.0%	62.0%	62.0%
核心经营收益 (报表口径)	1,589	737	1,027
核心经营收益率 (报表口径)	48.5%	30.0%	38.0%
同比增速	-10.1%	-53.6%	39.3%

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 华润啤酒 (291.HK)



注: 截至 2024 年 1 月 11 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

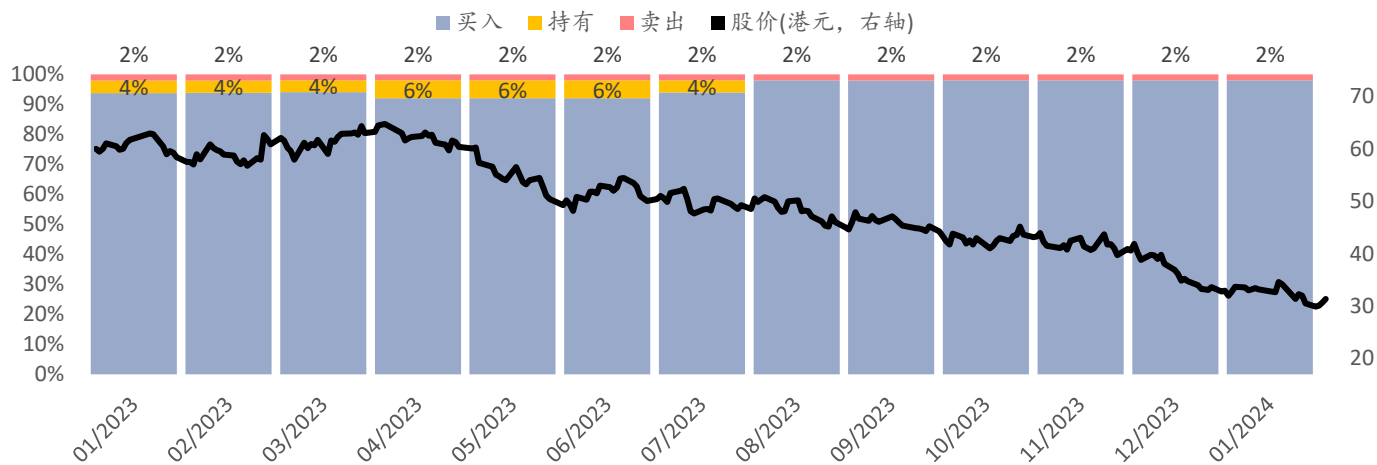
股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	17.8	买入	26.9	2024年1月2日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	73.2	买入	85.2	2024年1月5日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2023年8月14日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.9	买入	8.4	2023年12月16日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	3.3	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	38.4	买入	67.7	2023年11月1日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	303.2	买入	528.2	2023年11月1日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.3	持有	24.9	2023年8月30日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	9.2	买入	21.1	2023年9月5日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	5.5	买入	17.1	2023年8月23日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	31.4	买入	39.4	2024年1月11日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	64.0	买入	115.9	2023年8月17日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	13.2	买入	17.9	2023年11月29日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	51.2	买入	81.7	2023年10月30日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	72.4	持有	98.2	2023年10月30日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.5	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.6	买入	33.9	2023年11月1日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	19.1	买入	32.2	2023年8月31日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.6	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.9	持有	5.4	2023年8月30日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.6	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	15.4	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.4	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	8.4	买入	7.8	2023年9月13日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	96.7	买入	125.9	2023年12月11日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	36.0	买入	43.0	2024年1月11日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	68.5	持有	70.1	2023年12月11日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	69.6	持有	76.5	2023年12月11日	化妆品

注: 截至 2024 年 1 月 11 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

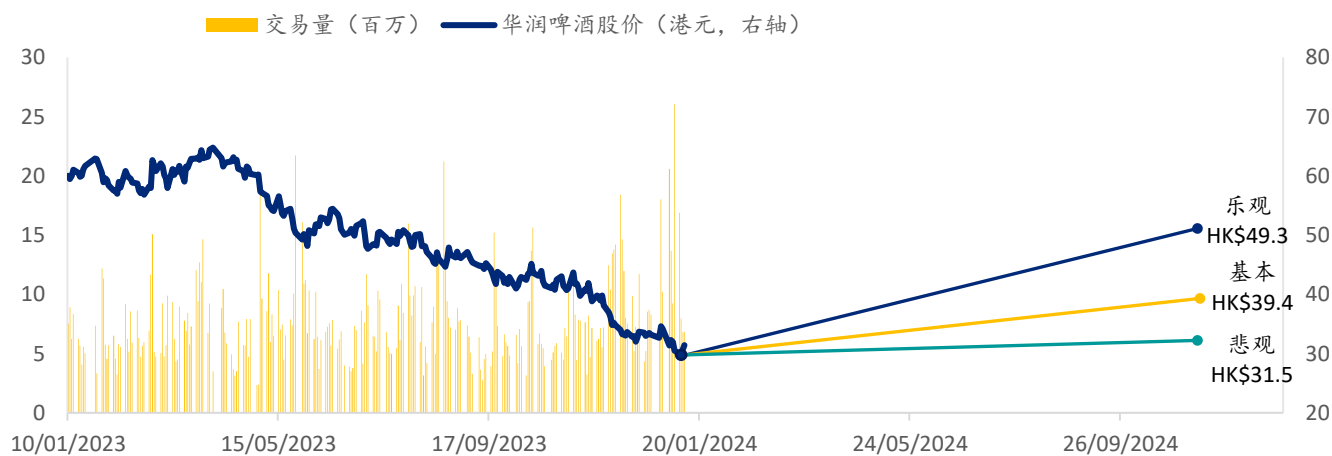
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 华润啤酒 (291.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 华润啤酒 (291.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 49.3 港元
概率: 25%

- 次高端产品 2023 年销量增长超 30%;
- 公司 2024 年毛利率水平同比提升 200bps;
- 公司 2024 年产品提价顺利弥补原材料及包材价格上涨影响;
- 2024 年公司经营利润率提升至 23%。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 31.5 港元
概率: 20%

- 次高端产品 2024 年销量增长低于 5%;
- 公司 2023 年毛利率水平同比提升 50bps;
- 公司 2024 年产品提价未能完全弥补原材料及包材成本上涨;
- 2024 年公司经营利润率同比持平。

资料来源: 浦银国际

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），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司（巨星传奇 6683.HK）在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动

评级定义

证券评级定义:

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

