

华润啤酒 (291.HK)

啤酒高端化趋势加速，开启探索白酒业务的新篇章

投资要点:

上半年业绩表现亮眼: 华润啤酒上半年收入同比增长 13.6% 至约 238.7 亿元。期内，公司啤酒产品结构优化、成本压力边际缓解、以及较高毛利率的金沙酒业业绩实现并表，促进其整体毛利率由 2022 上半年约 42.3% 明显提升至 46.0%。利润同比上升约 23.5% 至约 47.0 亿元。

啤酒产品结构持续优化，高端化趋势加速: 受益于国内消费复苏以及餐饮等场景恢复，公司啤酒业务上半年实现量价齐升。期内，啤酒销量以及销售单价均分别同比增长约 4.4% 至 657.1 万千升以及 3,484 元/千升。此外，啤酒产品结构也持续优化，次高档及以上啤酒销量由 2022 上半年约 114.2 万千升增长约 26.4% 至约 144.4 万千升。次高档及以上啤酒销量占比也因此由 2022 上半年约 18.1% 进一步上升至 22.0%。其中，公司透过展开了“欧冠”赛事主题营销活动，并借助首款高档无醇啤酒“喜力@0.0”新品上市官宣活动，带动“喜力”品牌的销量于期内录得近 60% 增长。

降本增效成果凸显，啤酒利润率不断提升: 公司啤酒业务近年持续优化产能以及降本增效，利润率不断提升。公司上半年经调整后息税前利润延续增长态势，由 2022 上半年约 51.6 亿元增长约 22.0% 至约 63.0 亿元。同期，相关息税前利润率则由 2022 上半年约 24.6% 上升至 27.5%。

开启探索白酒业务的新篇章: 自完成金沙酒业股权转让的交割后，公司积极推进金沙酒业的投后整合、赋能以及推进“啤白”融合策略落地。以金沙酒业为主的白酒业务上半年收入及息税前盈利分别约为 9.77 亿元及 7,100 万元。若剔除因收购贵州金沙所产生的无形资产摊销的影响，白酒业务实际息税前盈利则约达 3.95 亿元。此外，白酒业务同期毛利率以及经调整后息税前利润率分别约达 65.5% 以及 40.4%，均高于啤酒业务相关利润率。随着公司未来白酒业绩贡献持续增大，将有效提升公司整体盈利水平。

盈利预测与投资建议: 我们对华润啤酒(291.HK)未来财务数据的相关假设做出了修正，预期公司于 2023 财年、2024 财年和 2025 财年的利润分别约为 52.6 亿元、74.3 亿元和 91.9 亿元，同比上升约 20.6%、41.7% 及 23.7%。根据现金流折现估值模型之测算，我们调整公司目标价至 63.2 港元，对应 2023 财年、2024 财年和 2025 财年之预测市盈率分别约 42.8 倍、36.4 倍和 25.7 倍。基于目标价较 8 月 21 日收市价 45.05 港元有约 40.2% 的上涨空间，因而维持公司“买入”评级。

财务摘要:

单位: 亿元人民币	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	314.5	333.9	352.6	406.8	469.8	530.1
毛利	120.8	130.7	135.6	166.9	210.6	247.9
毛利率	38.4%	39.2%	38.5%	41.0%	44.8%	46.8%
利润	20.9	45.9	43.5	52.6	74.3	91.9
利润率	6.7%	13.7%	12.3%	12.9%	15.8%	17.3%

报告日期: 2023-08-22

业绩点评

投资评级:

买入

基本数据

所属板块	食品饮料
最新价	45.05 港元
市值	1,461.5 亿港元
52 周区间	35.9-65.6 港元
3 个月日均成交量	5.13 百万股
主要股东持股比例	51.67%

数据来源: Bloomberg、WIND、HKEX
注: 截止 2023 年 8 月 21 日

一年行情图



数据来源: Bloomberg

业绩更新: 《产品结构持续优化, “啤、白” 双赋能模式迈入新征程》-20230331

首次覆盖: 《啤酒高端化战略持续推进, 拓展白酒业务有望增厚盈利》-20221215

分析员

姓名: 高景东

中央编号: AYP093

电话: +852-2501 1037

电邮: tony.ko@ssif.com.hk

目录

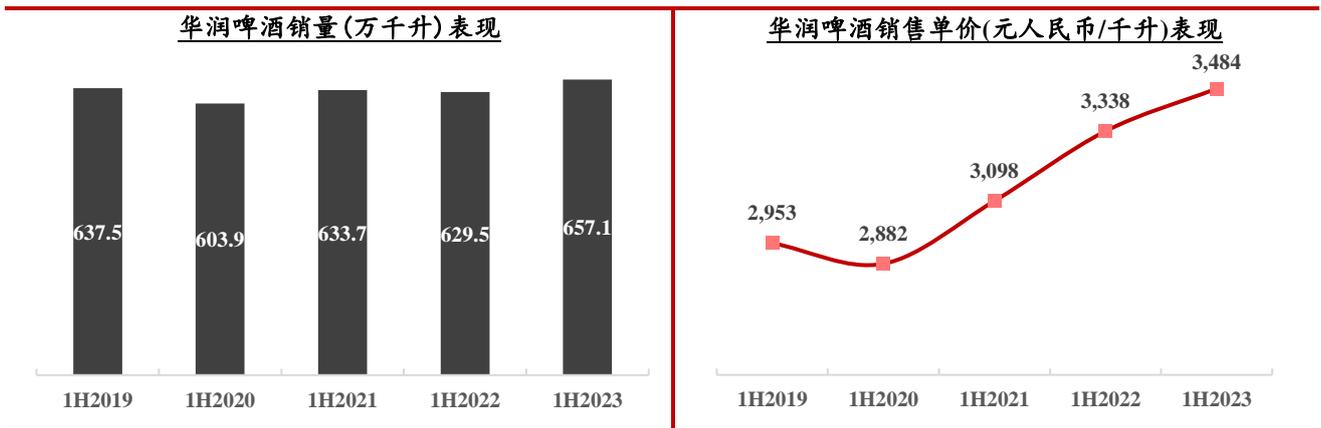
1.啤酒产品结构持续优化，高端化趋势加速	3
1.1 上半年啤酒业务实现量价齐升	3
1.2 高端化趋势加速，“喜力”品牌销量增长近 60%	3
2.降本增效成果凸显，啤酒利润率不断提升	4
2.1 受益于产品结构持续优化，啤酒业务毛利率明显改善	4
2.2 降本增效持续推进，息税前利润率有所提升	4
3.开启探索白酒业务的新篇章	5
4.盈利预测与投资建议	6
5.投资风险	7
6.财务报表摘要	8

1. 啤酒产品结构持续优化，高端化趋势加速

1.1 上半年啤酒业务实现量价齐升

受益于国内消费复苏以及餐饮等场景恢复，华润啤酒旗下啤酒业务上半年实现量价齐升。期内，啤酒销量以及销售单价均分别同比增长约 4.4% 至 657.1 万千升以及 3,484 元/千升。

图表 1：华润啤酒旗下啤酒业务上半年度啤酒销量以及销售单价表现



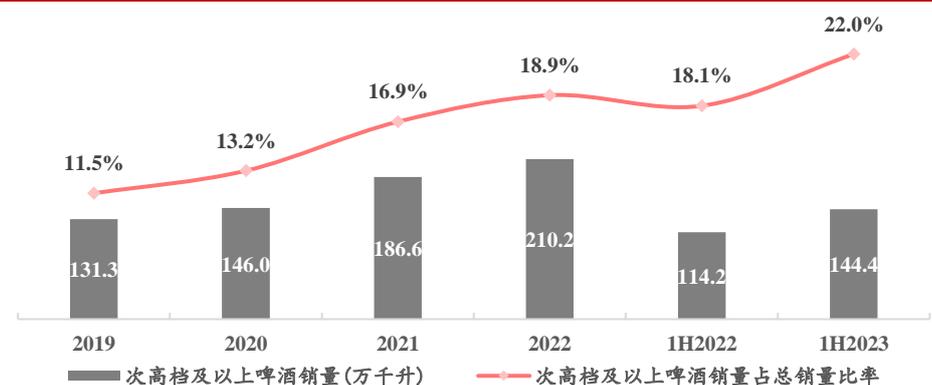
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

1.2 高端化趋势加速，“喜力”品牌销量增长近 60%

公司上半年啤酒产品结构持续优化，次高档及以上啤酒销量由 2022 上半年约 114.2 万千升增长约 26.4% 至约 144.4 万千升。次高档及以上啤酒销量占比也因此由 2022 上半年约 18.1% 进一步上升至 22.0%。

其中，公司透过展开了“欧冠”赛事主题营销活动，并借助首款高档无醇啤酒“喜力®0.0”新品上市官宣活动，带动“喜力”品牌的销量于期内录得近 60% 增长。

图表 2：华润啤酒旗下啤酒业务近年次高档及以上啤酒销量和占比表现



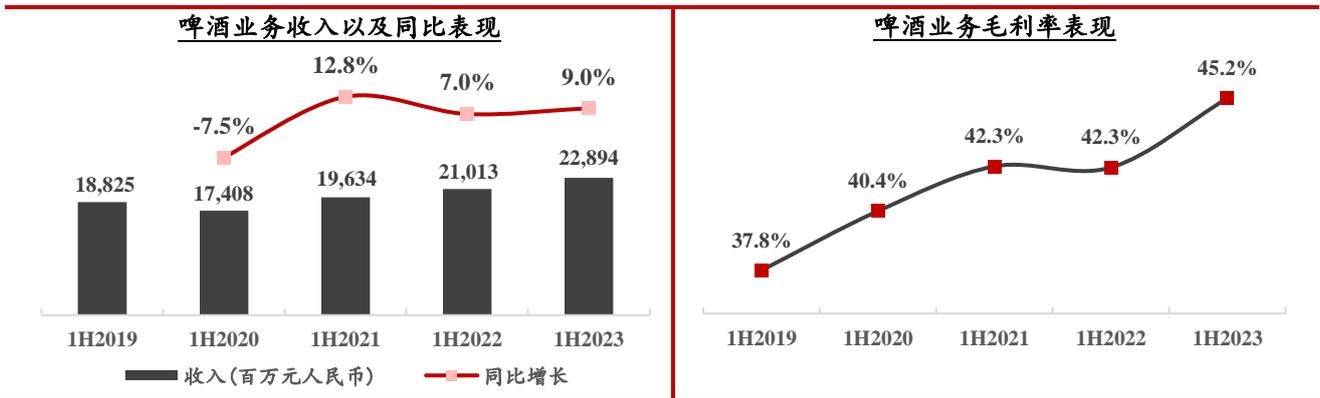
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2. 降本增效成果凸显，啤酒利润率不断提升

2.1 受益于产品结构持续优化，啤酒业务毛利率明显改善

华润啤酒旗下啤酒业务上半年收入在啤酒量价齐升的驱动下同比增长约 9.0% 至约 228.9 亿元。受益于产品结构持续优化，叠加同期成本压力边际缓解，公司啤酒业务上半年毛利率由 2022 上半年约 42.3% 明显改善近三个百分点至 45.2%。

图表 3：华润啤酒旗下啤酒业务上半年度收入和毛利率表现



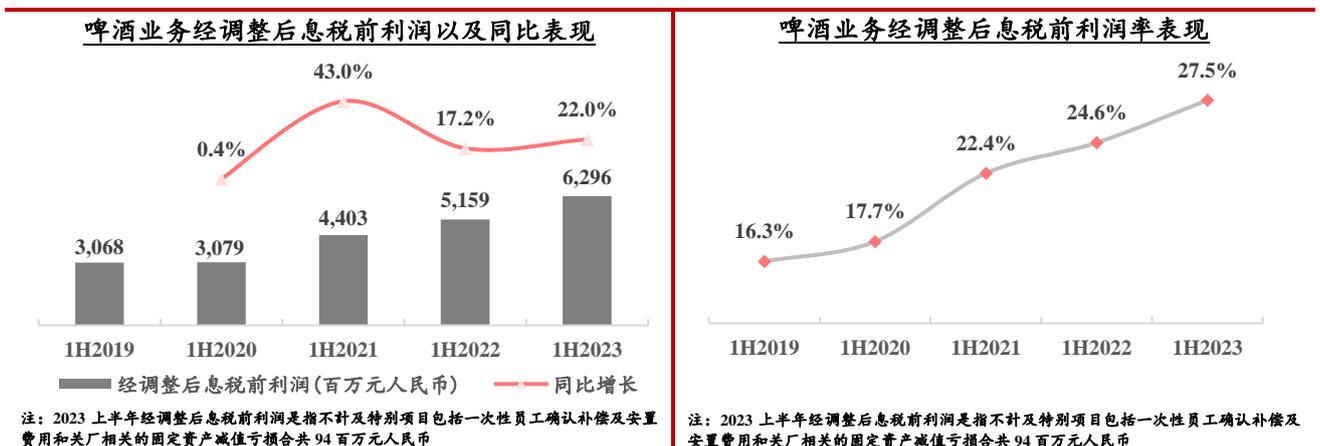
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2.2 降本增效持续推进，息税前利润率有所提升

公司啤酒业务上半年持续优化产能以及降本增效，期内厂房总数维持 63 个，总产能则进一步提升至约 1,900 万千升，产能利用率约达 69%。

公司啤酒业务上半年经调整后息税前利润延续增长态势，由 2022 上半年约 51.6 亿元增长约 22.0% 至约 63.0 亿元。同期，相关息税前利润率则由 2022 上半年约 24.6% 上升至 27.5%。

图表 4：华润啤酒旗下啤酒业务上半年度经调整后息税前利润以及相关利润率表现



注：2023 上半年经调整后息税前利润是指不计及特别项目包括一次性员工确认补偿及安置费用和关厂相关的固定资产减值亏损合共 94 百万元人民币

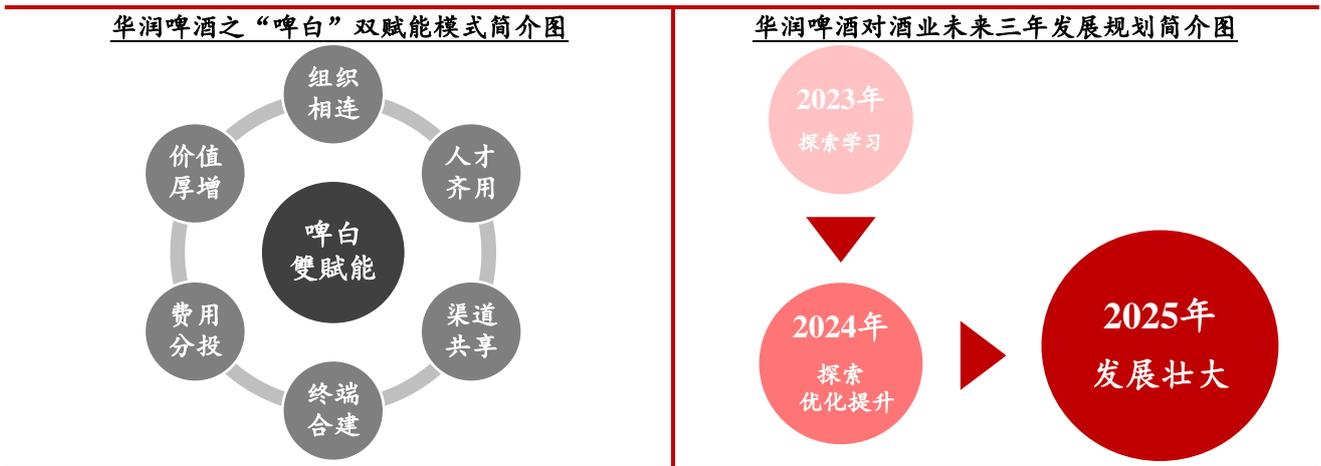
注：2023 上半年经调整后息税前利润率是指不计及特别项目包括一次性员工确认补偿及安置费用和关厂相关的固定资产减值亏损合共 94 百万元人民币

数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

3. 开启探索白酒业务的新篇章

华润啤酒上半年开启探索白酒业务的新篇章。自完成金沙酒业股权转让的交割后，公司积极推进金沙酒业的投后整合、赋能以及推进“啤白”融合策略落地。其中，公司重点围绕白酒业务“去库存减压力、线上线下的价格恢复、提振渠道信心、建立销售秩序、抓机遇拓市场、销售组织重塑”六个方面开展工作，逐步恢复渠道信心。

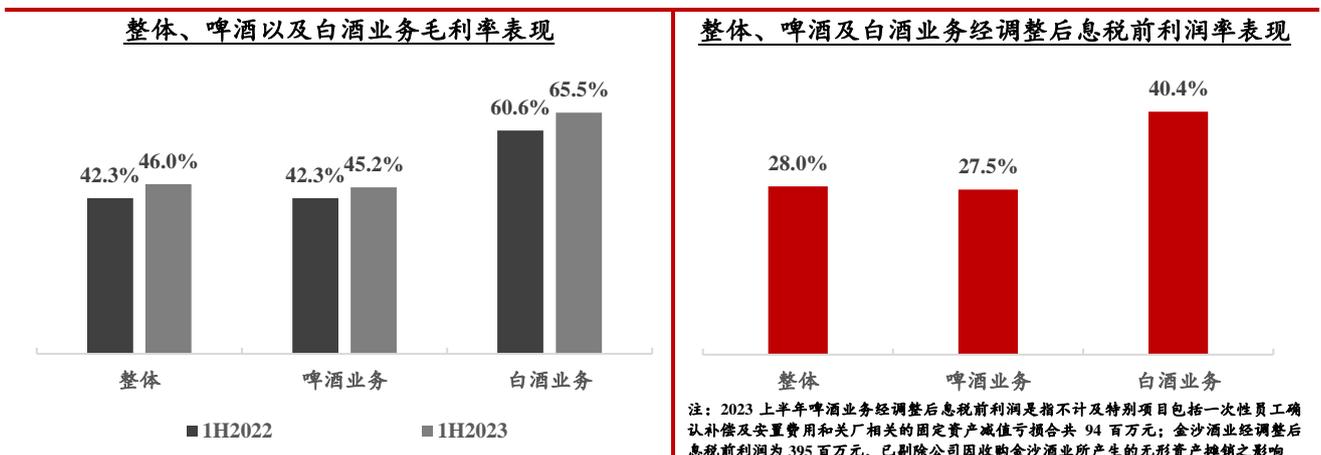
图表 5：华润啤酒“啤白”双赋能模式以及白酒业务未来三年发展规划简介图



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

公司以金沙酒业为主的白酒业务上半年收入及息税前盈利分别约为 9.77 亿元及 7,100 万元。若剔除因收购贵州金沙所产生的无形资产摊销的影响，白酒业务实际息税前盈利则约达 3.95 亿元。此外，白酒业务同期毛利率以及经调整后息税前利润率分别约达 65.5% 以及 40.4%，均高于啤酒业务相关利润率。随着公司未来白酒业绩贡献持续增大，将有效提升公司整体盈利水平。

图表 6：华润啤酒整体、啤酒以及白酒业务毛利率以及经调整后息税前利润率表现对比图



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

4. 盈利预测与投资建议

华润啤酒现金流折现估值财务模型：

财务模型构架简介：我们利用现金流折现估值财务模型为华润啤酒进行估值，并将财务模型预测分为三个阶段，分别是第一阶段(2023-2025年)：高速增长期；第二阶段(2026-2030年)：中等增长期；以及第三阶段(2030年以后)：平稳增长期。

第一阶段(2023-2025年)收入预测及主要明细假设：

(1) 啤酒销量：受益于中国内地疫情过后的餐饮消费场景复苏，预期公司2023年销量将由2022年约1,110万千升增长约4.3%至1,158万千升，而随后将增长至2025年约1,238万千升。其中，公司中档及普档啤酒销量将由2022年约899万千升逐步下降至2025年约858万千升。此外，公司将持续落实“3+3+3”高端化战略，并加大喜力等国际品牌的投入，预期公司次高档及以上啤酒销量持续提升，由2022年约210万千升增长至2025年约379万千升，销量占比也由约18.9%上升至约30.6%。

(2) 收入：受益于公司啤酒高端化持续加速，啤酒业务未来收入将保持高单位数增长。2023年1月，公司完成对金沙酒业的股权收购，其业绩已在2023上半年开始实现并表。此外，公司对白酒板块制定了三年发展规划，多维度驱动旗下各白酒品牌共同成长，叠加金沙酒业新增产能将持续释放，预期金沙酒业2024-2025年销量以及业绩经过2023年业务全面重整后有望实现较快增长，为公司未来业绩带来正面作用。预期公司收入2023-2025年期间年复合增长率将达约14.2%。

图表 7：华润啤酒主要指标表现和预测

啤酒业务	2022A	2023E	2024E	2025E
啤酒销量 (万千升)	1,110	1,158	1,194	1,238
中档及普档	899	903	881	858
次高档及以上	210	255	313	379
次高档及以上占比	18.9%	22.0%	26.2%	30.6%
每升销售单价 (元人民币)	3.18	3.32	3.47	3.63
收入表现(百万元人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	35,263	40,675	46,978	53,007
同比增长	5.6%	15.3%	15.5%	12.8%
啤酒业务收入	35,263	38,386	41,417	44,978
同比增长	5.6%	8.9%	7.9%	8.6%
白酒业务收入*	-	3,052	5,561	8,029
毛利率表现	2022A	2023E	2024E	2025E
整体毛利率	38.5%	41.0%	44.8%	46.8%
啤酒业务毛利率	38.5%	40.7%	42.3%	43.5%
白酒业务毛利率	-	63.0%	64.0%	65.2%
利润表现(百万元人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
总利润	4,350	5,247	7,432	9,191
同比增长	-5.2%	20.6%	41.7%	23.7%
利润率	12.3%	12.9%	15.8%	17.3%

*注：白酒业务收入是指金沙酒业于2023上半年开始实现并表之收入表现

数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

(3) 毛利率：受益于啤酒产品结构持续升级、成本压力边际缓解，以及较高毛利率的金沙酒业实现并表，预期公司 2023 年整体毛利率将由 2022 年约 38.5% 上升至 41.0%，随后在 2024 年至 2025 年则分别上升至约 44.8% 以及 46.8%。

(4) 利润率：预期 2023 年利润率将由 2022 年约 12.3% 上升至约 12.9%。随后，利润率将受益于毛利率改善而在 2024 年和 2025 年分别上升至约 15.8% 和 17.3%。

第二阶段(2026-2030 年)自由现金流增长率：基于白酒业务持续增长和啤酒高端销售占比持续提升至接近发达国家水平，预期华润啤酒自由现金流在期间年复合增长率将达约 6%。

第三阶段(2030 年后)自由现金流增长率：公司在 2030 年后将处于长期业务增长期，每年自由现金流将以约 3% 增长，接近已发达国家的长期经济增长率。

其他重要数据：(i) 公司融资结构不会出现明显改变；(ii) 无风险利率：约 2.5%；(iii) WACC：约 8.0%。

结论：

我们对华润啤酒(291.HK)未来财务数据的相关假设做出了修正，预期公司于 2023 财年、2024 财年和 2025 财年的利润分别约为 52.6 亿元、74.3 亿元和 91.9 亿元，同比上升约 20.6%、41.7% 及 23.7%。

根据现金流折现估值模型之测算，我们调整公司目标价至 63.2 港元，对应 2023 财年、2024 财年和 2025 财年之预测市盈率分别约 42.8 倍、36.4 倍和 25.7 倍。基于目标价较 8 月 21 日收市价 45.05 港元有约 40.2% 的上涨空间，因而维持公司“买入”评级。

图表 8：同业比较

公司名称	估值表现					2022年业绩表现			
	总市值 (亿港元/ 人民币)	市盈率 PE(TTM) (倍)	市销率 PS(TTM) (倍)	3年平均 PE(TTM) (倍)	3年平均 PS(TTM) (倍)	收入同比 增长率 (%)	毛利率 (%)	经营利润率 (%)	利润率 (%)
华润啤酒(0291.HK)	1,461.5	26.0	3.4	57.6	4.7	5.9	38.5	12.8	11.9
百威亚太(1876.HK)	2,243.4	33.2	4.3	51.3	6.0	-4.8	50.0	17.5	14.6
青岛啤酒股份(0168.HK)	1,145.0	21.5	2.5	30.0	3.0	6.6	36.8	11.6	11.8

注：市场数据是 2023 年 8 月 21 日收市价

数据来源：WIND、山证国际研究部整理

5. 投资风险

- (1) 业务经营表现不及预期；
- (2) 其他系统风险等。

投资评级定义

买入	预期股价在未来 12 个月上升 15% 以上
持有	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15% 以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15% 以上

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其联系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。本档尚未经证监会审核。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
- 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

山证国际

香港金钟夏慝道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>