

# 强于大市

## 啤酒行业点评

### 华润啤酒产品结构提升，高端化战略成果初显

**事件：华润啤酒披露 2021 年半年报。1H21 公司实现营收 196.3 亿元，同比+12.6%；股东应占溢利 42.9 亿元，同比+106.4%。**

- **高端化战略成果初显，1H21 业绩快速增长。**(1) 1H21 公司实现营收 196.3 亿元，同比+12.6%；股东应占溢利 42.9 亿元，同比+106.4%。若剔除出让土地收取的补偿收益以及其他特别项目，1H21 不计特别项目的未计利息及税项前盈利为 44 亿元，同比+43%。(2) 费用率及利润率方面，1H21 公司人工成本及市场推广费用投入增加，但受益于营收的增长，销售费用率为 16.8%，同比持平；管理费用率为 8.3%，同比-2.1pct，主要原因为公司持续推进产能优化，关闭 2 家酒厂，资产减值同比减少。1H21 公司毛利率达到 42.3%，同比+1.9pct，净利率在特别项目的影响下超过 21%，提升幅度较大。
- **啤酒销售量价齐升，各区域发展势头良好。**(1) 1H21 公司啤酒销量为 633.7 万千升，同比+4.9%，与 2019 年同期水平接近。在高端化战略的指引下，公司不断提升产品结构，借助体育赛事、产品品鉴会、X-party 等营销活动培育与推广各重点品牌，其中高档品牌喜力和雪花马尔斯绿销量同比增速均达到中双位数，次高档品牌勇闯天涯 SuperX 销量实现翻倍。1H21 次高档及以上产品销量达到 100 万千升，同比大增 50.9%，为营收增长提供强劲动力。销售单价方面，1H21 公司啤酒吨价达到 3098 元/千升，同比+7.5%。(2) 销售区域方面，1H21 公司在东区、中区、南区分别实现营收 98.8、55.4 和 52.0 亿元，同比分别+10.1%、+14.1%和+17.1%；各区域息税前利润分别同比+181.2%、+69.1%和+50.4%，各区域发展势头良好。
- **未来展望：短期不利因素挑战仍在，积极部署决胜未来高端市场。**(1) 下半年公司依然面临原材料成本波动、疫情反复等不利因素的挑战，公司积极做好应对疫情的部署，并通过错峰采购等措施应对成本压力，经营状况有望保持稳中向好态势。(2) 放眼中长期，公司将继续以“决胜高端、质量发展”为战略指引，做好中国品牌和国际品牌的推广和渠道营销，借助华润啤酒与喜力啤酒的互补优势向高端啤酒市场进军。同时，公司将加强研发创新工作，对标国际一流企业推动三年人才规划、产能集约化、信息化升级等举措落地，全方位提升公司竞争地位。综合以上，我们认为公司拥有清晰的战略思路与较强的竞争优势，看好公司在高端啤酒市场的未来发展。
- **行业整体观点：高端化趋势依旧，产品组合、销售渠道、品牌宣传、运营效率等因素是制胜关键。**据国家统计局数据，1H21 中国啤酒产量为 1889.1 万千升，同比+10.3%，但仍不及 2019 年同期水平。我们判断，长期来看中国啤酒产销量将延续稳中有降趋势，国内啤酒行业已发展为存量竞争的格局，推行高端化战略、提升产品结构将是啤酒厂商的重要成长逻辑。我们认为，拥有产品组合、销售渠道、品牌宣传、运营效率等优势的企业更有希望在啤酒高端化的角逐中胜出。建议关注青岛啤酒、珠江啤酒、华润啤酒。
- **风险提示：原材料成本波动，疫情影响超预期。**

#### 相关研究报告

《食品饮料类社零数据点评：7 月食品饮料类均有两位数增长，增速环比回落》20210817

《休闲食品行业跟踪报告：短期业绩承压，关注业务调整进度》20210729

《2Q21 食品饮料基金仓位点评：食品饮料仓位小幅回落，白酒依旧受到青睐》20210722

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

#### 食品饮料

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

联系人：董广达

(8610)66229394

guangda.dong@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300120070024

附录图表 1. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2020A	2021E	2020A	2021E	
600600	青岛啤酒	未有评级	1056.9	95.6	1.61	2.03	56.0	44.5	15.9
002461	珠江啤酒	未有评级	211.4	9.6	0.26	0.31	36.2	29.8	4.1

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日 2021 年 8 月 18 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371