

【广发食品饮料&海外】华润啤酒 (00291.HK)

产品结构升级叠加管理费用下滑，21 年业绩略超预期

公司评级	买入
当前价格	58.95 港元
合理价值	70.81 港元
前次评级	买入
报告日期	2022-01-28

核心观点:

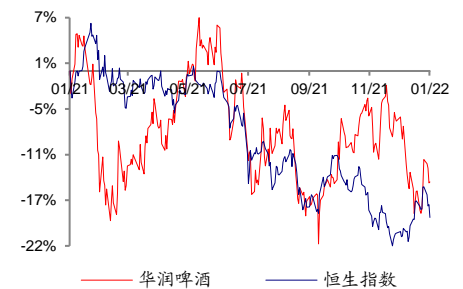
- **产品结构升级叠加管理费用下滑，21 年业绩略超预期。**据公司 2021 年正面盈利预告披露，预计 2021 年全年实现归母净利润 44-47 亿元，同比增长 110%-124%，全年业绩略超预期。公司 21 年业绩的高增长主要受益于：(1) 公司就出让其拥有的一块土地收取初始税后补偿收益约人民币 13 亿元；(2) 产品结构升级叠加直接提价，带动公司毛利提升；(3) 21 年关厂节奏有所放缓，固定资产减值亏损和一次性确认员工补偿及安置费用下降，导致管理费用率下降。预计 21 年公司销售费用率略有提升，主要因市场推广费用及员工成本上升所致。
- **受益于提价，22 年公司业绩有望加速增长。**长期来看，我们看好在行业竞争格局改善的背景下，华润优秀的管理团队能够带领公司实现高端化变革。根据我们前期发布的报告《受益于提价，22 年啤酒龙头业绩有望加速增长》，提价后龙头酒企业绩往往加速提升，受益直接提价和需求回暖，22 年我们认为公司业绩有望加速增长。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 21-23 年公司收入分别为 356.23/389.69/421.67 亿元，同比增长 9.72%/9.39%/8.21%；归母净利润分别为 45.45/48.20/62.23 亿元，同比增长 117.03%/6.07%/29.09%；EPS 分别为 1.40/1.49/1.92 元/股，对应 PE 为 34/32/25 倍。对比可比公司，考虑到华润未来仍将在体量以及业绩弹性上保持一定的领先优势，参考历史估值溢价区间，我们给予 22 年 40 倍 PE 估值，对应合理价值 70.81 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**结构升级低于预期，原材料成本压力，疫情反复。
- **如无特殊提示，使用人民币单位，使用港币兑人民币汇率为 0.8393。**

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	33,769.00	32,468.00	35,623.23	38,968.85	42,166.66
增长率 (%)	4.0%	-3.9%	9.7%	9.4%	8.2%
EBITDA (百万元)	3,558.00	4,299.00	5,725.60	7,671.96	9,673.33
归母净利润 (百万元)	1,312.00	2,094.00	4,544.51	4,820.44	6,222.89
增长率 (%)	34.3%	59.6%	117.03%	6.07%	29.09%
EPS (元/股)	0.40	0.65	1.40	1.49	1.92
市盈率 (P/E)	89.45	92.84	34.24	32.28	25.00
ROE (%)	6.7%	9.9%	18.0%	16.3%	17.7%
EV/EBITDA	32.47	44.17	26.14	23.88	18.23

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002



SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

相关研究:

- 华润啤酒 (00291.HK): 啤酒 2021-11-11
行业龙头，渠道变革有望加速
高端化
- 华润啤酒 (00291.HK): 产品 2021-08-20
结构升级加速，业绩有望维持
高增长
- 华润啤酒 (00291.HK): 产品 2021-03-24
结构提升叠加产能优化带动
业绩增长

联系人:

张子健

zhangzijian@gf.com.cn

公司发布2021年盈利预告，预计2021年全年实现归母净利润44-47亿元，同比增长110%-124%，全年业绩略超预期，点评如下：

一、产品结构升级叠加管理费用下滑，21年业绩超预期

据公司2021年正面盈利预告披露，预计2021年全年实现归母净利润44-47亿元，同比增长110%-124%，全年业绩略超预期。公司21年业绩的高增长主要受益于：（1）公司于21年1月订立的搬迁补偿协议，就出让其拥有的一块土地收取初始税后补偿收益约人民币13亿元；（2）产品结构升级叠加直接提价，带动公司毛利提升；（3）21年关厂节奏有所放缓，固定资产减值亏损和一次性确认员工补偿及安置费用下降，导致管理费用率下降。预计21年公司销售费用率略有提升，主要因市场推广费用及员工成本上升所致。

二、受益于提价，22年公司业绩有望加速增长

长期来看，我们看好在行业竞争格局改善的背景下，华润优秀的管理团队能够带领公司实现高端化变革，未来3年盈利能力持续提升。（1）格局改善：啤酒行业CR5从2001年的28.0%提升至2018年的73.1%，随着集中度的大幅提升，2018年以来行业整体竞争也逐渐趋于缓和，产品定价权开始逐渐向头部酒企转移，各酒企开始共同推动产品结构升级来提升自身盈利能力；（2）优秀的管理团队：公司掌舵人业务一线出身，执行力到位且视野开阔，20年起主导了渠道的高端化改革，加速高端产品放量，随着渠道变革的逐步落地，预计未来公司净利率将迎来稳步提升，同时推动ROE也进一步提升。根据我们前期发布的深度报告《受益于提价，22年啤酒龙头业绩有望加速增长》，复盘08-09年、18-19年两轮啤酒行业直接提价，提价后龙头酒企业绩往往加速提升。受益直接提价叠加需求回暖，2022年我们认为公司业绩有望加速增长，同时估值也有望迎来一定程度提升。

三、盈利预测

我们预计21-23年公司收入分别为356.23/389.69/421.67亿元，同比增长9.72%/9.39%/8.21%；归母净利润分别为45.45/48.20/62.23亿元，同比增长117.03%/6.07%/29.09%；EPS分别为1.40/1.49/1.92元/股，对应PE为34/32/25倍。对比可比公司，考虑到华润未来仍将在体量以及业绩弹性上保持一定的领先优势，参考历史估值溢价区间，我们给予22年40倍PE估值，对应合理价值70.81港元/股，维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值对比 (截止2022年01月27日收盘价) (单位: 人民币元)

证券简称	证券代码	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
百威亚太	01876.HK	17.57	0.07	0.09	0.10	38	32	28
青岛啤酒股份	00168.HK	58.09	2.17	2.55	3.05	27	23	19
平均值	/	/	-	-	-	33	28	24

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 注: 百威亚太、青岛啤酒股份盈利预测源于 wind 一致预期

四、风险提示

产品结构升级低于预期。公司产品结构升级是推动未来吨价和毛利率提升的重要因素, 若产品结构升级低于预期, 将影响公司收入和盈利情况。

原材料成本压力。易拉罐、纸箱等成本占比较大, 若价格上涨可能影响公司盈利情况。

疫情反复。疫情影响啤酒的餐饮和夜场消费场景, 若疫情反复, 将对公司销量产生不利影响。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	9,775	13,377	16,484	18,282	25,419
现金	2,340	4,538	5,396	7,738	14,546
应收账款	329	196	343	467	503
存货	6,018	6,014	6,326	6,528	6,671
其他	1,088	2,629	4,420	3,548	3,699
非流动资产	31,816	30,398	33,934	38,234	38,334
固定资产	15,818	14,414	14,914	15,414	15,914
无形资产	13,344	13,013	13,013	12,813	12,413
租金按金	0	0	0	0	0
使用权资产	0	0	0	0	0
其他	2,654	2,971	6,007	10,007	10,007
资产总计	41,591	43,775	50,418	56,516	63,753
流动负债	19,856	19,572	22,214	23,993	25,660
短期借款	511	0	0	0	0
应付账款	2,713	2,337	3,374	3,482	3,558
其他	16,632	17,235	18,840	20,512	22,102
非流动负债	2,008	2,929	2,929	2,929	2,929
长期借款	0	0	0	0	0
租赁负债	0	0	0	0	0
其他	2,008	2,929	2,929	2,929	2,929
负债合计	21,864	22,501	25,143	26,922	28,589
少数股东权益	57	57	50	43	34
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
留存收益和资本公积	5,580	7,127	11,136	15,461	21,041
归属母公司股东权益	19,670	21,217	25,226	29,551	35,131
负债和股东权益	41,591	43,775	50,418	56,516	63,753

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	33,769	32,468	35,623	38,969	42,167
营业成本	20,964	19,373	20,243	20,889	21,347
销售费用	5,925	6,123	7,036	7,623	8,214
管理费用	5,046	4,419	4,119	4,484	4,832
财务费用	-43	-80	-70	-96	-161
营业利润	1,834	2,553	4,226	5,972	7,773
利润总额	2,202	3,009	6,050	6,418	8,285
所得税	892	915	1,513	1,604	2,071
净利润	1,310	2,094	4,538	4,813	6,214
少数股东损益	-2	0	-7	-7	-9
归属母公司净利润	1,312	2,094	4,545	4,820	6,223
EBITDA	3,558	4,299	5,726	7,672	9,673
EPS (元)	0.40	0.65	1.40	1.49	1.92

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,098	4,480	4,675	8,488	9,101
净利润	1,312	2,094	4,545	4,820	6,223
折旧摊销	1,724	1,746	1,500	1,700	1,900
少数股东权益	-2	0	-7	-7	-9
营运资金变动及其他	1,064	640	-1,363	1,975	987
投资活动现金流	-2,768	-1,070	-3,281	-5,650	-1,650
资本支出	-1,490	-1,047	-2,000	-2,000	-2,000
其他投资	-1,278	-23	-1,281	-3,650	350
筹资活动现金流	-878	-1,197	-536	-496	-643
借款增加	-202	-511	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
已付股利	-487	-561	-536	-496	-643
其他	-189	-125	0	0	0
现金净增加额	482	2,198	858	2,343	6,808

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	4.02%	-3.85%	9.72%	9.39%	8.21%
营业利润	54.90%	39.20%	65.51%	41.33%	30.16%
归属母公司净利润	34.29%	59.60%	117.03%	6.07%	29.09%
获利能力					
毛利率	35.14%	36.84%	36.84%	38.87%	41.02%
净利率	3.88%	6.45%	12.74%	12.35%	14.74%
ROE	6.67%	9.87%	18.02%	16.31%	17.71%
ROIC	5.39%	8.35%	12.54%	15.13%	16.58%
偿债能力					
资产负债率	52.57%	51.40%	49.87%	47.64%	44.84%
净负债比率	-9.27%	-21.33%	-21.35%	-26.15%	-41.37%
流动比率	0.49	0.68	0.74	0.76	0.99
速动比率	0.19	0.37	0.45	0.49	0.73
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.74	0.71	0.69	0.66
应收账款周转率	100.88	160.45	100.00	80.00	80.00
应付账款周转率	1.10	1.00	6.00	6.00	6.00
每股指标 (元)					
每股收益	0.40	0.65	1.40	1.49	1.92
每股经营现金	1.26	1.51	1.44	2.62	2.81
每股净资产	6.08	6.56	7.79	9.12	10.84
估值比率					
P/E	94.94	92.84	34.24	32.28	25.00
P/B	6.31	9.14	6.16	5.26	4.42
EV/EBITDA	34.49	44.17	26.23	23.88	18.23

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 张子健：管理学硕士，2021年加入广发证券研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。