

证券研究报告
公司研究
点评报告
华润啤酒(0291.HK)
投资评级 **买入**
上次评级 **买入**

马铮 食品饮料首席分析师
执业编号: S1500520110001
邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

公司深度报告《华润啤酒：龙头
决战高端，聚势而强》

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

营收增长稳健，利润超出预期

2022年08月18日

事件：公司发布2022年中期业绩，实现营业收入210.1亿元，同比+7%，剔除关厂相关的固定资产减值亏损和一次性员工确认补偿及安置费用+出让土地权益所得溢利的影响，核心EBIT为51.6亿元，同比+17%，核心股东应占溢利38.0亿元，同比+20%，核心股东应占溢利率18.1%，同比+2pct。

点评：

- **营收增长稳健，千升酒收入增速超出市场预期。**2022H1 华润啤酒实现营业收入210.13亿元，同比+7%，销量629.5万千升，受上半年3-4月全国疫情反复影响、同比-0.7%，千升酒收入3338元，同比+7.7%，超过去年同期增速7.5%。从产品结构来看，2022H1次高端及以上啤酒销量实现114.2万千升，同比+10.0%，喜力增长超过30%。分区域看，2022H1东区实现营业收入104.6亿元，同比+5.8%，中区61.1亿元，同比+14.4%，表现强劲，南区53.6亿元，同比+3.2%。
- **产品结构升级+提价顺利落地，降本增效贡献利润。**2022H1公司毛利率为42.3%，与去年同期持平，主要系产品结构升级+部分区域市场提价基本消化成本压力。在上半年疫情反复和原材料价格上涨情况下，公司市场推广和宣传费用有所收缩，销售费用率15.3%，同比-1pct；行政及其他费用率6.4%，同比-1.9pct。剔除关厂相关的固定资产减值亏损和一次性员工确认补偿及安置费用+出让土地权益所得溢利的影响，核心EBIT为51.6亿元，同比+17%，核心股东应占溢利38.0亿元，同比+20%，核心股东应占溢利率18.1%，同比+2pct。
- **盈利预测与投资评级：**我们认为随着华润啤酒2022年进入第二个三年“决战高端、质量发展”的最后一年，产品重塑+品牌重塑+渠道重塑将继续提升其高端酒运作能力，确保产品结构升级顺利进行。我们预计2022-2024年营收CAGR为6.2%，归母净利润CAGR为16.7%，EPS分别为1.32、1.57、1.79元，对应2022年8月17日收盘价（47.6元/股、56港币/股）市盈率36、30、27倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**旺季新冠疫情反复影响短期销量、油价等成本端波动、费用投放节奏加快、大客户招商不顺

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	32,468.00	34,393.00	36,672.82	39,221.61	41,352.76
增长率 YoY %	-3.9%	5.9%	6.6%	7.0%	5.4%
归母净利润(百万元)	2,094.00	4,587.00	4,269.41	5,107.48	5,811.66
增长率 YoY%	59.6%	119.1%	-6.9%	19.6%	13.8%
毛利率%	38.4%	39.2%	40.7%	41.8%	42.3%
净资产收益率 ROE%	9.9%	18.8%	14.9%	15.1%	14.7%
EPS(元)	0.65	1.41	1.32	1.57	1.79
市盈率 P/E(倍)	94.03	38.38	36.17	30.23	26.57
市净率 P/B(倍)	9.28	7.21	5.38	4.57	3.90

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 8 月 17 日收盘价

附录：公司财务预测

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15,897	21,711	29,025	35,547
现金	5,376	11,617	18,072	24,436
应收账款及票据	132	228	157	249
存货	6,458	6,385	7,102	6,988
其他	3,931	3,481	3,695	3,874
非流动资产	35,156	35,052	34,994	34,961
固定资产	13,717	13,805	13,937	14,089
无形资产	9,646	9,453	9,264	9,079
其他	11,793	11,793	11,793	11,793
资产总计	51,053	56,763	64,019	70,508
流动负债	21,170	22,607	24,753	25,425
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	3,108	2,638	3,396	2,908
其他	18,062	19,969	21,357	22,517
非流动负债	5,394	5,394	5,394	5,394
长期债务	0	0	0	0
其他	5,394	5,394	5,394	5,394
负债合计	26,564	28,001	30,147	30,819
普通股股本	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	12,767	17,036	22,144	27,956
归属母公司股东权益	24,432	28,701	33,809	39,621
少数股东权益	57	60	64	68
股东权益合计	24,489	28,761	33,872	39,688
负债和股东权益	51,053	56,763	64,019	70,508
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,995	5,494	5,762	5,707
净利润	4,587	4,269	5,107	5,812
少数股东权益	3	3	4	4
折旧摊销	1,641	1,641	1,649	1,660
营运资金变动及其他	-1,236	-420	-998	-1,769
投资活动现金流	-2,750	747	692	657
资本支出	-1,471	-1,537	-1,592	-1,627
其他投资	-1,279	2,284	2,284	2,284
筹资活动现金流	-1,366	0	0	0
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-1,281	0	0	0
其他	-85	0	0	0
现金净增加额	838	6,241	6,454	6,364

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	33,387	36,673	39,222	41,353
其他收入	1,006	0	0	0
营业成本	20,313	21,740	22,829	23,850
销售费用	6,743	7,518	8,040	8,271
管理费用	3,619	4,034	4,118	4,342
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-213	-269	-581	-904
除税前溢利	6,215	5,934	7,099	8,077
所得税	1,625	1,661	1,988	2,262
净利润	4,590	4,272	5,111	5,816
少数股东损益	3	3	4	4
归母净利润	4,587	4,269	5,107	5,812
EBIT	3,718	3,381	4,234	4,890
EBITDA	5,359	5,023	5,883	6,550
EPS (元)	1.41	1.32	1.57	1.79
主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	6.17%	9.84%	6.95%	5.43%
归属母公司净利	119.05%	-6.92%	19.63%	13.79%
获利能力				
毛利率	39.16%	40.72%	41.79%	42.32%
销售净利率	13.75%	11.65%	13.03%	14.06%
ROE	18.77%	14.88%	15.11%	14.67%
ROIC	11.21%	8.46%	9.00%	8.87%
偿债能力				
资产负债率	52.03%	49.33%	47.09%	43.71%
净负债比率	-21.95%	-40.39%	-53.35%	-61.57%
流动比率	0.75	0.96	1.17	1.40
速动比率	0.45	0.67	0.88	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.68	0.65	0.61
应收账款周转率	203.58	203.58	203.58	203.58
应付账款周转率	7.46	7.57	7.57	7.57
每股指标 (元)				
每股收益	1.41	1.32	1.57	1.79
每股经营现金流	1.54	1.69	1.78	1.76
每股净资产	7.53	8.85	10.42	12.21
估值比率				
P/E	38.38	36.17	30.23	26.57
P/B	7.21	5.38	4.57	3.90
EV/EBITDA	31.85	28.43	23.18	19.84

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

姜青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com

华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。