

公司報告

華潤啤酒 (291 HK)

持續高端化；維持增持評級

- 業績好於預期
- 均價上升，成本壓力放緩
- 維持增持評級並提高目標價至66.0港元

儘管疫情持續，但業績好於預期

華潤啤酒22年上半年營收為210.13億元人民幣，同比增長7.0%，較招證國際預測低0.5%。22年上半年淨利潤38.02億元人民幣，同比-11.4%，較招證國際預測高4.3%。剔除21年上半年一次性開支，22年上半年淨利潤同比增長27.8%。

次高端啤酒銷量同比增長10%

次高端及以上產品銷量同比增長10.0%，喜力產品同比增長兩位數。喜力(HEIA AS, 未評級)在8月較早前發布的22年上半年利潤報告中表示，22年上半年其在華銷量同比僅增長了30個百分點。華潤啤酒表示，22年上半年的疫情限制導致高端化價格僅為正常水平的三分之二。由於新冠限制，21年上半年的總體銷量同比下降0.7%。考慮到天氣炎熱，華潤啤酒認為22財年的銷量將同比增長2-3%，意味著22年下半年的銷量將同比增長5-6%。

成本壓力比先前有所降低

儘管由於21年下半年的價格上漲和持續的高端化導致原材料成本有所增加，華潤啤酒仍能維持22年上半年的毛利率於42.3%，同比持平。總體均價為每千升3.34元人民幣，同比上升7.7%。華潤啤酒表示，根據目前的价格預測，公司預計銷售成本將增加12-13億元人民幣，低於今年較早前預計的15-16億元人民幣。雖然華潤啤酒沒有提及是否計劃在22財年較後時候提價，但我們認為，提價壓力較小。我們目前預計22財年毛利率將同比提升0.6個百分點(先前為同比-0.1個百分點)。雖然第22年上半年的銷售費用低於21年上半年，但華潤啤酒仍預計這是雪花啤酒促銷活動相對較活躍的一年，因此我們預計22年下半年的銷售費用將會增加。

重申增持評級。上調目標價至66.0港元

我們將22/23/24財年的每股盈利預測分別上調4.7%、5.0%和3.9%。考慮到22年下半年銷量和利潤率可能出現反彈，我們採用了更高的目標市盈率倍數。我們未來12個月每股盈利(先前是22財年35倍)的目標市盈率为37.3倍(5年歷史平均)。我們的新目標價為66.0港元(先前為56.2港元)。我們維持增持評級。

主要催化劑：利潤率高於預期；主要下行風險：新冠疫情限制延長和更大規模；原材料成本上漲高於預期

盈利預測及估值

截至12月31日 (人民幣百萬元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	31,448	33,387	36,685	39,436	42,394
同比增長	-5.2%	6.2%	9.9%	7.5%	7.5%
可歸屬淨利潤	2,094	4,587	4,473	5,161	5,993
攤薄每股盈利(人民幣元)	0.65	1.41	1.38	1.59	1.85
同比增長	59.6%	119.1%	-2.5%	15.4%	16.1%
市盈率(x)	75.0x	34.2x	35.1x	30.4x	26.2x
ROE	10.2%	20.1%	17.3%	17.9%	18.5%
淨負債(現金)/股東權益	-21.3%	-22.0%	-40.8%	-48.8%	-55.5%

資料來源：公司資料、招商證券(香港)預測；股價截至2022年8月17日

黃建文 王鈿熠  
+852 3189 6357 +852 3189 6711  
Johnnywong@csmchina.com.hk bryanwang@csmchina.com.hk

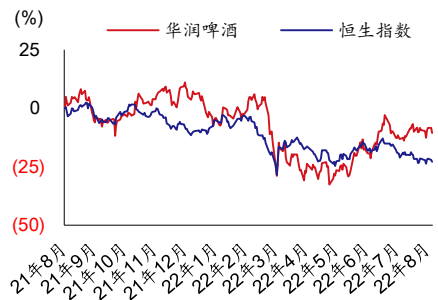
最新變動

22財年上半年業績超預期；維持增持評級並上調目標價至66.0元港元

增持

前次評級	增持
股價	56.0港元
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	66.0港元 (+17.8%)
前次目標價	56.2港元

股價表現



資料來源：彭博；股價截至2022年8月17日

	1m	6m	12m
291 HK	7.0	(11.3)	(7.2)
恒生指數	(1.8)	(19.6)	(22.6)

行業：消費	
恒生指數(2022年8月17日)	19,922
國企指數(2022年8月17日)	6,755

重要數據	
52周股價區間(港元)	38.4 - 68.7
市值(百萬港元)	181,674
日均成交量(百萬股)	4.54
每股淨資產(人民幣)	8.42

主要股東	
華潤集團	51.7%
其他	4.4%
總股數(百萬股)	3,244
自由流通量	43.9%

資料來源：彭博

相關報告

1. 中國食品飲料行業-大部分原材料價格已經在下半年開始回落(推薦)(2022/8/16)
2. 中國食品飲料行業-22年下半年展望：從疫情封控中復蘇(推薦)(2022/7/8)

图表1: 业绩总结表

单位: 百万人民币	22财年上半年 招证香港预测	22财年上半年 实际	不同%	同比%
<b>营业收入</b>	<b>21,113</b>	<b>21,013</b>	<b>-0.5%</b>	<b>7.0%</b>
成本	-12,288	-12,135	-1.2%	7.1%
<b>毛利</b>	<b>8,825</b>	<b>8,878</b>	<b>0.6%</b>	<b>6.9%</b>
其他收益	1,059	1,028	-2.9%	-61.1%
销售及经销开支	-3,349	-3,220	-3.9%	-2.2%
行政费用	-1,366	-1,346	-1.5%	-17.8%
<b>经营利润</b>	<b>5,169</b>	<b>5,340</b>	<b>3.3%</b>	<b>25.2%</b>
净财务成本	-5	-24	358.0%	-17.2%
应占联营公司业绩	10	-41	-510.0%	n.a.
应占合营公司业绩	0	0	n.a.	n.a.
<b>税前利润</b>	<b>5,174</b>	<b>5,275</b>	<b>2.0%</b>	<b>24.5%</b>
所得税开支	-1,552	-1,472	-5.2%	17.2%
<b>期内溢利</b>	<b>3,622</b>	<b>3,803</b>	<b>5.0%</b>	<b>27.6%</b>
以下人士应占				
<b>归母净利润</b>	<b>3,646</b>	<b>3,802</b>	<b>4.3%</b>	<b>27.8%</b>
非控股股东权益	25	1	-104.1%	-80.0%
<b>每股盈利(人民币)</b>	<b>1.12</b>	<b>1.17</b>	<b>4.3%</b>	<b>27.8%</b>
<b>营收拆分</b>				
<b>营业收入</b>	<b>21,113</b>	<b>21,013</b>	<b>-0.5%</b>	<b>7.0%</b>
销售量(百万 千升)	6	6.3	-1.2%	-0.7%
平均零售价格(人民币/千升)	3,315.19	3,338	0.7%	7.7%
毛利/千升(人民币元)	1,385.72	1,410	1.8%	7.6%
<b>利润率(%)</b>				
毛利率	41.8%	42.3%	0.5ppt	0.0ppt
经营利润率	24.5%	25.4%	0.9ppt	3.7ppt
税前利润率	24.5%	25.1%	0.6ppt	3.5ppt
净利润率	17.3%	18.1%	0.8ppt	2.9ppt
<b>主要费用率</b>				
其他收入及收益	5.0%	4.9%	-0.1ppt	-8.6ppt
销售及营销开支	15.9%	15.3%	-0.5ppt	-1.4ppt
行政开支	6.5%	6.4%	-0.1ppt	-1.9ppt

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表2: 预测调整

人民币百万元	2022E			2023E			2024E		
	调整前	调整后	变动%	调整前	调整后	变动%	调整前	调整后	变动%
营业收入	35,829	36,685	2.4%	38,337	39,436	2.9%	41,021	42,394	3.3%
销售量(百万千升)	11.1	11.3	1.9%	11.1	11.3	1.9%	11.1	11.3	1.9%
平均零售价格(人民币/千升)	3,231	3,247	0.5%	3,458	3,491	1.0%	3,700	3,753	1.4%
毛利	14,002	14,547	3.9%	15,478	16,033	3.6%	17,093	17,659	3.3%
毛利率	39.1%	39.7%	0.6ppt	40.4%	40.7%	0.3ppt	41.7%	41.7%	0.0ppt
经营利润	6,052	6,326	4.5%	6,964	7,431	6.7%	8,175	8,619	5.4%
经营利润率	16.9%	17.2%	0.4ppt	18.2%	18.8%	0.7ppt	19.9%	20.3%	0.4ppt
税前利润	6,062	6,233	2.8%	6,973	7,375	5.8%	8,185	8,563	4.6%
税前利润率	16.9%	17.0%	0.1ppt	18.2%	18.7%	0.5ppt	20.0%	20.2%	0.2ppt
归母净利润	4,272	4,473	4.7%	4,915	5,161	5.0%	5,768	5,993	3.9%
净利润率	11.9%	12.2%	0.3ppt	12.8%	13.1%	0.3ppt	14.1%	14.1%	0.1ppt
摊薄每股盈利(人民币元)	1.32	1.38	4.7%	1.51	1.59	5.0%	1.78	1.85	3.9%

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表3: 目标价与估值表

华润啤酒估值表				
股价	56.0	日期	17/8/2022	
港币/人民币汇率	0.86			
日期				
	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
每股盈利(人民币)	1.41	1.38	1.59	1.85
市盈率	34.2x	35.1x	30.4x	26.2x
目标价计算				
目标市盈率		37.3x		
未来12个月每股盈利(人民币)		1.53		
目标价(港元)		66.0		
上升空间		17.8%		
股息率		1.1%		
总回报率		18.8%		

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

## 财务报表

### 资产负债表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
物业, 厂房及设备	14,414	13,717	13,359	13,101	12,963
使用权资产	3,367	3,379	3,850	4,139	4,450
商誉及其他无形资产	9,581	9,480	9,544	9,544	9,544
递延税资产	2,858	3,368	3,838	4,126	4,435
其他非流动性资产	178	5,212	5,372	5,407	5,443
<b>非流动性资产总值</b>	<b>30,398</b>	<b>35,156</b>	<b>35,963</b>	<b>36,317</b>	<b>36,835</b>
库存	6,014	6,458	6,915	7,318	7,741
贸易及其他应收账款	2,378	3,436	2,601	2,796	3,006
现金及现金等价物	4,538	5,376	11,943	15,710	19,855
其他流动性资产	447	627	636	826	1,079
<b>流动性资产总值</b>	<b>13,377</b>	<b>15,897</b>	<b>22,095</b>	<b>26,650</b>	<b>31,681</b>
<b>资产总值</b>	<b>43,775</b>	<b>51,053</b>	<b>58,058</b>	<b>62,968</b>	<b>68,516</b>
贸易及其他应付款项	19,327	21,007	23,607	24,979	26,425
短期贷款	0	0	800	800	800
租赁负债	83	71	85	85	85
应付税项	162	92	277	360	471
<b>流动负债</b>	<b>19,572</b>	<b>21,170</b>	<b>24,769</b>	<b>26,225</b>	<b>27,781</b>
长期借款	0	0	0	0	0
租赁负债	117	60	64	64	64
递延税项负债	788	1,955	2,148	2,148	2,148
其他非流动负债	2,024	3,379	3,762	3,981	4,211
<b>非流动负债</b>	<b>2,929</b>	<b>5,394</b>	<b>5,974</b>	<b>6,193</b>	<b>6,423</b>
<b>总负债</b>	<b>22,501</b>	<b>26,564</b>	<b>30,743</b>	<b>32,418</b>	<b>34,204</b>
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	7,127	10,342	13,183	16,418	20,180
非控股权益	57	57	42	42	42
<b>权益总额</b>	<b>21,274</b>	<b>24,489</b>	<b>27,315</b>	<b>30,550</b>	<b>34,312</b>
<b>权益与负债总额</b>	<b>43,775</b>	<b>51,053</b>	<b>58,058</b>	<b>62,968</b>	<b>68,516</b>

### 现金流量表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	3,009	6,215	6,233	7,375	8,563
财务成本	-85	-237	0	0	0
出售资产所得亏损(收益)	-11	-1,857	0	0	0
折旧与摊销	1,746	1,641	1,129	938	922
营运资金变动	185	-96	3,151	667	669
已付所得税	-1,148	-1,275	-1,759	-2,213	-2,569
其他	784	604	113	100	100
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,480</b>	<b>4,995</b>	<b>8,868</b>	<b>6,867</b>	<b>7,685</b>
资本支出	-1,047	-1,471	-1,284	-1,380	-1,484
出售子公司	384	233	400	600	600
收购公司	0	-1,502	0	0	0
其他	-407	-10	-695	-324	-347
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,070</b>	<b>-2,750</b>	<b>-1,579</b>	<b>-1,104</b>	<b>-1,230</b>
已付股息	-561	-1,284	-1,739	-1,927	-2,231
股权融资	0	0	0	0	0
债务融资(偿还)	-526	0	800	0	0
其他	-110	-82	217	-69	-79
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,197</b>	<b>-1,366</b>	<b>-722</b>	<b>-1,996</b>	<b>-2,310</b>
<b>净现金流</b>	<b>2,213</b>	<b>879</b>	<b>6,567</b>	<b>3,768</b>	<b>4,145</b>

### 利润表

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	<b>31,448</b>	<b>33,387</b>	<b>36,685</b>	<b>39,436</b>	<b>42,394</b>
销售成本	-19,373	-20,313	-22,137	-23,403	-24,734
<b>毛利</b>	<b>12,075</b>	<b>13,074</b>	<b>14,547</b>	<b>16,033</b>	<b>17,659</b>
其他收入	1,687	3,543	2,252	2,581	2,918
销售费用	-6,123	-6,743	-7,013	-7,538	-8,104
行政费用	-4,419	-3,619	-3,461	-3,644	-3,854
<b>经营利润</b>	<b>3,220</b>	<b>6,255</b>	<b>6,326</b>	<b>7,431</b>	<b>8,619</b>
财务成本	-211	-19	-62	-76	-76
合资或联营企业损益	0	-21	-31	20	20
<b>税前利润</b>	<b>3,009</b>	<b>6,215</b>	<b>6,233</b>	<b>7,375</b>	<b>8,563</b>
所得税开支	-915	-1,625	-1,759	-2,213	-2,569
<b>净利润</b>	<b>2,094</b>	<b>4,590</b>	<b>4,474</b>	<b>5,163</b>	<b>5,994</b>
非控股权益	0	3	1	1	2
<b>本公司拥有人应占利润</b>	<b>2,094</b>	<b>4,587</b>	<b>4,473</b>	<b>5,161</b>	<b>5,993</b>
摊薄每股盈利(人民币)	0.65	1.41	1.38	1.59	1.85
每股股息(人民币)	0.26	0.57	0.51	0.64	0.74

### 财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>同比增长率变化</b>					
收入	-5.2%	6.2%	9.9%	7.5%	7.5%
毛利	-1.2%	8.3%	11.3%	10.2%	10.1%
经营利润	41.7%	94.3%	1.1%	17.5%	16.0%
净利润	59.6%	119.1%	-2.5%	15.4%	16.1%
每股盈利	59.6%	119.1%	-2.5%	15.4%	16.1%
<b>利润率</b>					
毛利润率	38.4%	39.2%	39.7%	40.7%	41.7%
调整后经营利润率	10.2%	18.7%	17.2%	18.8%	20.3%
净利润率	6.7%	13.7%	12.2%	13.1%	14.1%
<b>流动性</b>					
应收账款天数	19.3	31.8	30.0	25.0	25.0
库存天数	113.3	112.1	110.3	111.0	111.1
应付账款天数	361.6	362.4	367.8	378.9	379.3
现金周转天数	-229.0	-218.5	-227.5	-242.9	-243.2
<b>现金流与杠杆率</b>					
自由现金流	4,030	5,331	7,650	5,526	6,240
净负债率	-21.3%	-22.0%	-40.8%	-48.8%	-55.5%
股息分配比率	40.1%	40.0%	37.0%	40.0%	40.0%
股息率	0.5%	1.2%	1.1%	1.3%	1.5%
<b>回报分析</b>					
ROE	10.2%	20.1%	17.3%	17.9%	18.5%
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
净利润率	6.7%	13.7%	12.2%	13.1%	14.1%
财务杠杆	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0
ROA	4.9%	9.7%	8.2%	8.5%	9.1%
<b>估值倍数</b>					
P/E	75.0x	34.2x	35.1x	30.4x	26.2x
P/B	7.4x	6.4x	5.8x	5.1x	4.6x

资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 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:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准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;(ii)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。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话: +852 3189 6888  
传真: +852 3101 0828