

# 华润啤酒 (00291.HK)

## 上半年业绩稳健增长，看好后续复苏态势

**2022H1 调整后归母净利润同比增长 20%**。公司 2022H1 实现收入 210.1 亿元、同比增长 7%；归母净利润为 38 亿元、同比下降 11.4%，若不计特别项目（关厂相关减值费用及员工补偿安置费用、出让土地收益），则调整后归母净利润同比增长 20%，增长稳健。

**销量保持韧性，次高端及以上稳步增长**。华润啤酒 2022H1 销量 630 万千升、同比微降 0.7%，主要由于疫情反复影响，但好于行业平均水平。结构升级方面，2022H1 次高及以上产品销量 114.2 万千升、同比增长 10%，占销量比例达 18.1%、同比提升 1.7 个 pct。其中，喜力实现同比双位数增长。ASP 同比增长 7.7%，主要动力来自产品提价及产品结构升级。

未来随着 SuperX 和喜力持续爆发，以及纯生、老雪、黑狮白啤等产品放量，次高及以上销量有望保持较快增长，继续驱动整体结构升级。

**成本压力有所缓解，推动降费提效**。由于原材料及包材价格上涨，公司上半年吨成本同比提升 7.8%，公司采取涨价措施以应对成本压力。公司上半年毛利率为 42.3%、同比持平，吨毛利同比增长 7.6%。目前，成本端压力仍然存在，但相对此前高点有所缓解，如铝材价格较 3 月高点有所回落。

上半年公司采取多种降本增效措施控制经营费用，销售费用率为 15.3%，同比下降 1.4 个 pct。上半年没有进行相关产能优化，一般及行政费用率为 6.4%，同比降低 1.9 个 pct。调整后归母净利率同比提升 2 个 pct 至 18.1%。

**短期，疫情缓和叠加高温提振需求**。6 月以来，随着疫情逐步好转、疫情管控措施更加精准科学，加之今年夏季多地持续高温，对啤酒消费需求端实现较大提振。根据我们草根调研，公司 7 月动销表现较好，8 月延续改善趋势。我们预计公司下半年有望实现较好复苏。

**长期，结构升级与效率提升持续驱动盈利释放**。我们认为，短期疫情波动不改长期高端化趋势，公司目标为 2025 年次高及以上啤酒销量达到 400 万吨，未来次高及以上销量有望保持较快增长，继续驱动整体结构升级。效率提升方面，公司逐步推进产能优化、产销分离、组织二次再造等。长期看，我们预计，高端结构升级与效率提升将持续驱动公司的盈利释放。

**投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年调整后归母净利为 42.1/54.2/66.1 亿元，同比增长 18%/29%/22%。公司高端化战略清晰，结构升级带来业绩释放，给予目标价 68 港元，对应 2023 年 35x PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情反复超预期风险，中高端市场开拓不达预期风险，区域市场竞争加剧风险，原材料包材等成本涨价风险等。

| 财务指标              | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）         | 31,448 | 33,387 | 36,399 | 39,004 | 41,606 |
| 增长率 yoy（%）        | -5.2   | 6.2    | 9.0    | 7.2    | 6.7    |
| 调整后归母净利润（百万元）     | 2,656  | 3,583  | 4,209  | 5,417  | 6,605  |
| 增长率 yoy（%）        | 19.6   | 34.9   | 17.5   | 28.7   | 21.9   |
| 调整后 EPS 最新摊薄（元/股） | 0.82   | 1.10   | 1.30   | 1.67   | 2.04   |
| GAAP 归母净利润（百万元）   | 2,094  | 4,587  | 3,969  | 5,192  | 6,418  |
| P/E（调整后）          | 59.1   | 43.8   | 37.3   | 29.0   | 23.8   |
| EV/EBITDA（调整后）    | 30.0   | 25.8   | 21.5   | 17.1   | 14.4   |

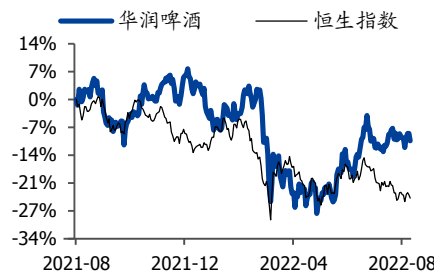
资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 17 日收盘价

买入（维持）

### 股票信息

|               |            |
|---------------|------------|
| 行业            | 海外-消费品     |
| 前次评级          | 买入         |
| 8月17日收盘价(港元)  | 56.00      |
| 总市值(百万港元)     | 174,861.14 |
| 总股本(百万股)      | 3,244.18   |
| 其中自由流通股(%)    | 100.00     |
| 30日日均成交量(百万股) | 7.24       |

### 股价走势



### 作者

分析师 朱若菲

执业证书编号：S0680522030003

邮箱：zhuruofei@gszq.com

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

### 相关研究

- 《华润啤酒 (00291.HK)：短期成本承压，看好决战高端盈利释放》2022-03-25
- 《华润啤酒 (00291.HK)：短期承压，高端化与效率优化将驱动盈利释放》2022-01-27
- 《华润啤酒 (00291.HK)：次高及以上啤酒销量表现亮眼，大客户平台助力高端渠道布局》2021-08-19

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 13,377 | 15,897 | 16,626 | 15,422 | 21,320 |
| 现金             | 4,538  | 5,376  | 7,389  | 7,936  | 9,777  |
| 应收票据及应收账款      | 2,378  | 3,436  | 2,164  | 3,037  | 3,364  |
| 其他应收款          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 预付账款           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 存货             | 6,014  | 6,458  | 6,446  | 3,823  | 7,553  |
| 其他流动资产         | 447    | 627    | 627    | 627    | 627    |
| <b>非流动资产</b>   | 30,398 | 35,156 | 35,896 | 36,570 | 37,572 |
| 长期投资           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产           | 14,414 | 13,717 | 14,460 | 15,161 | 16,187 |
| 无形资产           | 320    | 255    | 252    | 225    | 201    |
| 其他非流动资产        | 15,664 | 21,184 | 21,184 | 21,184 | 21,184 |
| <b>资产总计</b>    | 43,775 | 51,053 | 52,522 | 51,993 | 58,893 |
| <b>流动负债</b>    | 19,572 | 21,170 | 20,360 | 16,326 | 18,497 |
| 短期借款           | 0      | 0      | 200    | 300    | 400    |
| 应付票据及应付账款      | 19,327 | 21,007 | 19,997 | 15,863 | 17,934 |
| 其他流动负债         | 245    | 163    | 163    | 163    | 163    |
| <b>非流动负债</b>   | 2,929  | 5,394  | 5,394  | 5,394  | 5,394  |
| 长期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他非流动负债        | 2,929  | 5,394  | 5,394  | 5,394  | 5,394  |
| <b>负债合计</b>    | 22,501 | 26,564 | 25,754 | 21,720 | 23,891 |
| 少数股东权益         | 57     | 57     | 58     | 61     | 63     |
| 股本             | 14,090 | 14,090 | 14,090 | 14,090 | 14,090 |
| 资本公积           | 7,127  | 10,342 | 10,342 | 10,342 | 10,342 |
| 归属母公司股东权益      | 21,217 | 24,432 | 26,710 | 30,211 | 34,938 |
| <b>负债和股东权益</b> | 43,775 | 51,053 | 52,522 | 51,993 | 58,893 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 4,480  | 4,995  | 5,405  | 4,121  | 5,920  |
| 净利润            | 2,094  | 4,590  | 3,970  | 5,195  | 6,421  |
| 折旧摊销           | 1,746  | 1,641  | 1,269  | 1,441  | 1,643  |
| 财务费用           | 96     | -90    | -108   | -131   | -156   |
| 投资损失           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营运资金变动         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他经营现金流        | 544    | -1,146 | 274    | -2,383 | -1,987 |
| <b>投资活动现金流</b> | -1,070 | -2,750 | -2,009 | -2,116 | -2,644 |
| 资本支出           | -1,047 | -1,471 | -740   | -674   | -1,002 |
| 长期投资           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他投资现金流        | -23    | -1,279 | -1,269 | -1,441 | -1,643 |
| <b>筹资活动现金流</b> | -1,197 | -1,366 | -1,383 | -1,459 | -1,435 |
| 短期借款           | -511   | 0      | 200    | 100    | 100    |
| 长期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 普通股增加          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 资本公积增加         | 1,547  | 3,215  | 0      | 0      | 0      |
| 其他筹资现金流        | -2,233 | -4,581 | -1,583 | -1,559 | -1,535 |
| <b>现金净增加额</b>  | 2,213  | 879    | 2,013  | 546    | 1,841  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度                 | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>          | 31,448 | 33,387 | 36,399 | 39,004 | 41,606 |
| 营业成本                 | 19,373 | 20,313 | 21,937 | 22,592 | 23,320 |
| 营业税金及附加              | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 销售及分销费用              | 6,123  | 6,743  | 7,025  | 7,216  | 7,489  |
| 一般行政费用及其他            | 4,419  | 3,619  | 3,659  | 3,764  | 3,829  |
| 其他收入                 | 1,546  | 3,300  | 1,553  | 1,553  | 1,553  |
| 资产减值损失               | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益             | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资净收益                | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>营业利润</b>          | 3,079  | 6,012  | 5,331  | 6,985  | 8,521  |
| 利息收入                 | 141    | 243    | 191    | 230    | 266    |
| 财务成本                 | 211    | 19     | 84     | 98     | 110    |
| <b>利润总额</b>          | 3,009  | 6,215  | 5,438  | 7,116  | 8,676  |
| 所得税                  | 915    | 1,625  | 1,468  | 1,921  | 2,256  |
| <b>净利润</b>           | 2,094  | 4,590  | 3,970  | 5,195  | 6,421  |
| 少数股东收益               | 0      | 3      | 1      | 3      | 3      |
| <b>归母净利润 (GAAP)</b>  | 2,094  | 4,587  | 3,969  | 5,192  | 6,418  |
| <b>归母净利润 (除土地收益)</b> | 2,094  | 3,293  | 3,969  | 5,192  | 6,418  |
| <b>调整后净利润</b>        | 2,656  | 3,583  | 4,209  | 5,417  | 6,605  |
| 调整后 EBITDA           | 5097   | 5921   | 7092   | 8927   | 10583  |
| EPS (元/股)            | 0.82   | 1.10   | 1.30   | 1.67   | 2.04   |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | -5.2  | 6.2   | 9.0   | 7.2   | 6.7   |
| 营业利润(%)         | 12.4  | 95.0  | 38.7  | 43.2  | 28.0  |
| 归属于母公司净利润(%)    | 19.6  | 34.9  | 17.5  | 28.7  | 21.9  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 38.4  | 39.2  | 39.7  | 42.1  | 43.9  |
| 净利率(%)          | 6.7   | 13.7  | 10.9  | 13.3  | 15.4  |
| ROE(%)          | 9.8   | 18.7  | 14.8  | 17.2  | 18.3  |
| ROIC(%)         | 8.6   | 16.0  | 12.6  | 14.8  | 16.1  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 51.4  | 52.0  | 49.0  | 41.8  | 40.6  |
| 净负债比率(%)        | -21.3 | -22.0 | -26.9 | -25.2 | -26.8 |
| 流动比率            | 0.7   | 0.8   | 0.8   | 0.9   | 1.2   |
| 速动比率            | 0.4   | 0.4   | 0.5   | 0.7   | 0.7   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.74  | 0.70  | 0.70  | 0.75  | 0.75  |
| 应收账款周转率         | 18.6  | 11.5  | 13.0  | 15.0  | 13.0  |
| 应付账款周转率         | 1.0   | 1.0   | 1.1   | 1.3   | 1.4   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.82  | 1.10  | 1.30  | 1.67  | 2.04  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.88  | 2.23  | 1.67  | 1.27  | 1.82  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 6.54  | 7.53  | 8.23  | 9.31  | 10.77 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E(调整后)        | 59.1  | 43.8  | 37.3  | 29.0  | 23.8  |
| P/B             | 7.4   | 6.4   | 5.9   | 5.2   | 4.5   |
| EV/EBITDA(调整后)  | 30.0  | 25.8  | 21.5  | 17.1  | 14.4  |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 17 日收盘价, 调整是指加回关厂相关固定资产减值、员工遣散费以及剔除土地补偿收益、且调整后净利润需对以上项目扣税 (按标准税率 25% 计算)

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级               | 说明                     |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入               | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有               | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   |      | 减持               | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   | 行业评级 | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性               | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持  |      | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |                        |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com