

H1 业绩超预期，降本增效推动效率提升

华润啤酒 (0291. HK)

事件：

公司发布公告，上半年实现营业收入 210.13 亿元，同比 +7.0%；归母净利润 38.02 亿元，同比 -11.4%；EPS 1.17 元。

事件观点：

▶ 量平价升，提价带动吨价提升 7.7%

公司啤酒业务持续推进决战高端战略落地，上半年量平价增带动收入实现 7.0% 的可观增长。

拆分量价来看，上半年实现销量 633.7 万千升，同比微降 0.7%，其中次高及以上销量 114.2 万千升，同比 +10%，产品结构持续提升。公司啤酒吨价达到 3338 元，同比 +7.7%，主因公司上半年对勇闯、超勇等产品进行了提价，结构升级亦有所助力。

产品端来看，公司持续推进决战高端战略落地，通过各类主题推广和渠道营销活动继续培育与推广各重点高端品牌，super X、纯生和玛尔斯绿均持续保持销量增长，喜力实现双位数增长。同时公司推出了高端产品黑狮果啤及碳酸饮料小啤汽蜜桃味和菠萝百香果乳酸菌味的两款新口味，进一步丰富产品组合及支持其高端化发展。

分区域来看，上半年东区/中区/南区营业额分别为 104.55/61.07/53.57 亿元，分别同比 +5.8%/+14.14%/+3.2%，中区市场成长较好，实现量价齐升；各地区未计利息及税项前盈利分别为 21.58/16.33/13.78 亿元，分别同比 -33.2%/+19.2%/+2.5%，东区盈利下降主因一次性收益减少，各区域主业盈利能力持续提升。

▶ 积极应对成本压力，EBIT 持续提升

成本端来看，上半年原材料及包装物成本仍有一定的上涨压力，公司对部分产品价格进行调整，叠加产品结构优化，公司整体毛利率同比微降 0.05pct 至 42.3%。

费用端来看，公司上半年销售费用率和管理费用率分别为 15.3% 和 6.4%，分别较去年同期 -1.44 和 -1.93pct，经营效率提升。上半年销售费用率下降主因在“过紧日子”理念下，公司采取多项降本增效措施，同时由于市场推广及广告费用减少；管理费用率下降主因上半年并没有确认的产能优化所产生的相关固定资产减值亏损和一次性员工补偿及安置费用。

另一方面，去年同期土地出让一次性补偿收益较高，不考虑土地出让带来的其他收益影响，公司上半年实际未计利息及税项前盈利及本公司股东应占溢利分别较去年同期约增加 24.1% 及 27.8%，费用率下降带动整体效率提升，主业经营全面向好。报表口径归母净利润为 38.02 亿元，同比 -11.4%。

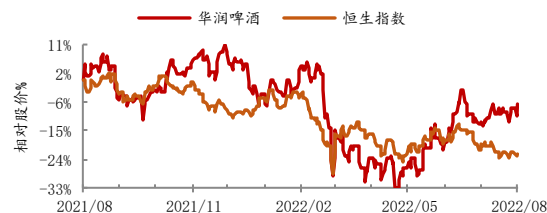
▶ 多维度提升竞争力，新周期谋全面领先

长期看，渠道端公司将积极拓展社区社群团购和在线到家平台的渠道，研究拓展小酒馆业务；成本端采取择机合理储备及推行错峰采购等措施，以应对价格上涨的压力；产品端下半年计划

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格(港元)：
最新收盘价(港元)：56

股票代码：0291
52 周最高价/最低价(港元)：68.7/38.4
总市值(亿港元)
自由流通市值(亿港元)
自由流通股数(百万)



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

相关研究

- 【华西食品】华润啤酒点评报告：21 年顺利收官，新时代决战高端
2022.03.25
- 【华西食品】华润啤酒点评报告：H1 业绩亮眼，决战高端加速推进
2021.08.19
- 【华西食品】华润啤酒点评报告：H1 利润高速增长，全员高端加速推进
2021.07.20

推出雪花全麦纯生等产品，不断丰富高端产品组合。

在啤酒行业升级，迎来大繁荣高质量新时代，公司在高端市场的战略和竞争力不断提升，在“决战高端、质量发展”的战略指引下，积极推动中国品牌和国际品牌的推广和渠道营销、品牌宣传与产品特性的相契合，强化品牌标签，并为渠道赋能，掌握高端渠道，帮助渠道实现共赢。

► 盈利预测

参考最新中报，我们下调公司 22-24 年营业收入 375.14/405.37/426.26 亿元的预测至 369.77/395.88/419.87 亿元；下调 22-24 年 EPS 1.39/1.68/1.99 元的预测至 1.36/1.63/1.93 元，对应 2022 年 8 月 17 日 56.00 港元/股收盘价，PE 分别为 35/30/25 倍，维持公司“买入”评级。

► 风险提示

原材料价格上涨、市场拓展不达预期、行业竞争加剧。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022	2023E	2024E
营业收入(百万元)	32,468	34,393	36,977	39,588	41,987
YoY (%)	-3.9%	5.9%	7.5%	7.1%	6.1%
归母净利润(百万元)	2,094	4,587	4,426	5,273	6,246
YoY (%)	59.6%	119.1%	-3.5%	19.1%	18.5%
毛利率 (%)	38.4%	39.2%	39.1%	39.5%	40.0%
每股收益 (元)	0.65	1.41	1.36	1.63	1.93
ROE (%)	9.9%	18.8%	16.5%	17.6%	18.6%
市盈率	95.64	39.04	35.49	29.79	25.15

资料来源：wind、华西证券研究所 注：汇率为 0.8137

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022	2023E	2024E	主要财务指标	2021A	2022	2023E	2024E
营业总收入	34393	36977	39588	41987	成长能力	4587	4426	5273	6246
YoY (%)	5.93%	7.51%	7.06%	6.06%	营业收入增长率	1641	1089	988	898
营业成本	20313	21876	23280	24493	净利润增长率	-96	1486	708	762
营业税金及附加					盈利能力	4995	5424	5496	6538
销售费用	6743	7112	7311	7348	毛利率	-1471	200	150	120
管理费用	3619	3664	3463	3266	净利率	-2295	0	0	0
财务费用	-213	-86	-127	-204	总资产收益率 ROA	-2750	-894	1550	1120
资产减值损失					净资产收益率 ROE	0	0	0	0
投资收益	-21	0	0	0	偿债能力	0	0	0	0
营业利润	3718	4325	5534	6880	流动比率	-1366	-1973	-2254	-2536
营业外收支	2305	1600	1500	1400	速动比率	838	2557	4791	5122
利润总额	6215	6011	7161	8483	现金比率	2021A	2022	2023E	2024E
所得税	1625	1563	1862	2206	资产负债率				
净利润	4590	4448	5299	6278	经营效率	5.93%	7.51%	7.06%	6.06%
归属于母公司净利润	4587	4426	5273	6246	总资产周转率	119.05%	-3.51%	19.13%	18.46%
YoY (%)	119.05%	-3.51%	19.13%	18.46%	每股指标 (元)				
每股收益 (元)	1.41	1.36	1.63	1.93	每股收益	39.16%	39.10%	39.50%	40.00%
					每股净资产	13.35%	12.03%	13.39%	14.95%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022	2023E	2024E	每股经营现金流	8.98%	8.48%	9.29%	10.15%
货币资金	5376	7933	12724	17846	每股股利	18.77%	16.46%	17.63%	18.58%
预付款项					估值分析				
存货	6458	7292	7760	8164	PE	0.75	0.81	1.00	1.17
其他流动资产	2	72	77	82	PB	0.45	0.49	0.67	0.84
流动资产合计	15897	18323	24003	29845		0.25	0.35	0.53	0.70
长期股权投资	1381	1381	1381	1381		52.03%	48.33%	47.10%	45.17%
固定资产	13717	12428	11289	10271		0.67	0.71	0.70	0.68
无形资产	9646	9646	9646	9646		1.41	1.36	1.63	1.93
非流动资产合计	35156	33867	32728	31710		7.55	8.31	9.25	10.40
资产合计	51053	52189	56731	61555		1.54	1.67	1.69	2.02
短期借款	0	0	0	0		0.30	0.14	0.16	0.18
应付账款及票据	3108	2989	3224	3431		39.04	35.49	29.79	25.15
其他流动负债	17970	19390	20750	22021		7.31	5.83	5.23	4.65
流动负债合计	21170	22525	24122	25604					
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	5394	2700	2600	2200					
非流动负债合计	5394	2700	2600	2200					
负债合计	26564	25225	26722	27804					
股本	14090	14090	14090	14090					
少数股东权益	57	79	106	137					
股东权益合计	24489	26965	30009	33751					
负债和股东权益合计	51053	52189	56731	61555					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：4年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。