

## 公司研究

## 高端升级稳步推进，降本增效提升盈利能力

## ——华润啤酒（0291.HK）2022年中报点评

## 买入（维持）

当前价/目标价：56.00/78.50 港元

## 作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

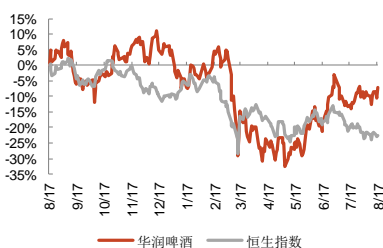
联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	32.44
总市值(亿港元)	1816.74
一年最低/最高(港元)	41.66/75.09
近3月换手率	19.63%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.51	20.40	15.45
绝对	6.05	17.76	-7.17

资料来源：Wind

## 相关研报

高端化升级趋势坚定，不惧短期扰动——华润啤酒（0291.HK）2021年年报点评（2022-03-25）

## 要点

**事件：**华润啤酒发布 2022 年半年度报告，22H1 实现收入 210.13 亿元、同增 7.0%；核心 EBIT 为 51.59 亿元，同增 17.2%；核心净利润 38.02 亿元，同增 20.4%；收入增速符合市场预期，核心 EBIT 增速超出市场预期。

**整体销量基本持平，次高端及以上产品销量保持双位数增长。**量：2022H1 公司实现销量 629.5 万千升，yoy-0.7%，3、4 月疫情反复对销量造成一定冲击，5 月以来除局部地区仍受到疫情反复的影响，国内绝大部分地区疫情已有所缓和。根据国家统计局数据，今年上半年全国啤酒产量累计增速为-2%，华润啤酒销量增速略好于行业平均。**价：**2022H1 吨酒价 3338 元/吨，yoy+7.7%，吨价上涨一方面由于公司产品结构持续升级，另一方面受原材料价格上涨影响，今年上半年公司上调部分产品价格。**分档次看：**2022H1 公司次高端及以上产品销量达 114.2 万千升，yoy+10.0%，销量占比达 18.1%。在欧冠赛事和喜力电音主题活动的推动下，22H1 喜力销量增长超过 30%（其中经典/星银销售比例大概为 7:3）；上半年 SuperX 实现低单位数增长。今年上半年公司多出多款新品，包括高端产品黑狮果啤、蜜桃味和菠萝百香果乳酸菌味的碳酸饮料“雪花小啤汽”。

**多项举措降本增效，盈利能力持续提升。**公司 22H1 毛利率为 42.25%，与去年同期毛利率基本持平：高端及以上产品表现亮眼、推动产品结构持续提升，对冲了原材料及包装物料价格提升带来的压力。费用方面，22H1 销售费用率为 15.32%、yoy-1.44Pct，公司上半年持续推进“决战高端”战略，举办各类主题推广和渠道营销活动，但多项降本增效措施生效带来广宣费用减少，销售费用率同比下降。22H1 管理费用率 6.41%、yoy-1.93Pct。综上，核心 EBIT 实现 51.59 亿元，yoy+17.2%（不计 21 年同期土地处置收益 17.55 亿元&员工安置 4 千万元&固定资产减值损失 2.05 亿元），超出市场预期。核心净利率为 18.09%、yoy+2.00Pct。

**上半年疫情反复致高端化进程短期放缓，中长期来看仍是行业趋势。**疫情对啤酒高端化进程产生短期扰动，主要体现在夜场开店率较低（大概是疫情前的 60%-70%），以及部分城市限制堂食或者限制就餐人数。今年 3、4 月的疫情反复对啤酒高端化影响较大，在疫情反复和消费环境弱的双重压力下，22H1 高端市场销量仍有个位数增长。虽然即饮渠道受冲击，但流通渠道消费升级态势依旧向好，呈现出较强韧性。随着后续疫情形势逐步好转，消费信心逐步恢复，高端市场销量增速有望回到双位数增长。

展望下半年，公司仍坚定推进高端化战略，喜力有望继续保持较好增速，全年增长有望达到 20%，在今年疫情影响高端化的大背景下，喜力的表现颇为亮眼，这和公司产品在非即饮渠道有较多布局，部分对冲了即饮渠道受疫情扰动的影响有关。此外公司亦要加大对老雪花的投入，并对匠心营造和脸谱进行更加精准的覆盖和组合操作。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到喜力品牌表现较好，公司继续加强费用管控，我们上调华润啤酒 2022-2024 年归母净利润预测分别为 41.24/48.60/56.92 亿元（分别上调 4.7%/2.5%/0.8%），对应 2022-2024 年核心归母净利润分别为 44.24/51.60/59.92 亿元。华润啤酒作为啤酒赛道的龙头企业，高端化发展战略目标清晰，布局坚定。我们看好公司中高端产品的放量前景，特别是核心大单品 SuperX+ 喜力的表现。维持“买入”评级，维持目标价 78.50 港元。

**风险提示：**原材料成本上涨快于预期；区域竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	31,448	33,387	35,875	38,609	40,995
营业收入增长率	-5.2%	6.2%	7.5%	7.6%	6.2%
归母净利润 (百万元)	2,094	4,587	4,124	4,860	5,692
归母净利润增长率	59.6%	119.1%	-10.1%	17.8%	17.1%
EPS (元)	0.65	1.41	1.27	1.50	1.75
核心 EBIT	3,828	4,652	5,855	6,838	7,956
yoy	3.8%	21.5%	25.9%	16.8%	16.3%
核心净利润	2,656	3,583	4,424	5,160	5,992
yoy	0.9%	34.9%	23.5%	16.6%	16.1%
P/E (核心净利润)	57	42	34	29	25
EV/EBITDA	30	26	24	22	20
P/E (归母净利润)	75	34	38	32	28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价截止 2022-8-17, 1HKD=0.86418CNY, 注: 核心 EBIT/净利润均历史回溯调整存货减值损失, 2021 年归母净利润含 17.55 亿元的土地处置收益

**财务报表与盈利预测**

利润表 (百万 人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	31,448	33,387	35,875	38,609	40,995
YOY	-5.2%	6.2%	7.5%	7.6%	6.2%
COGS	-19,373	-20,313	-21,713	-22,878	-23,710
毛利	12,075	13,074	14,162	15,730	17,285
毛利率	38.3%	39.6%	39.5%	40.7%	42.2%
其他收入-经营	1,687	3,543	1,738	1,903	2,118
销售费用 (包括运输费用)	-6,123	-6,743	-6,996	-7,529	-7,994
管理费用	-4,419	-3,619	-3,349	-3,566	-3,754
营业利润	3,220	6,234	5,555	6,538	7,656
核心 EBIT	3,828	4,652	5,855	6,838	7,956
D&A	-1,553	-1,487	-1,215	-1,201	-1,225
EBITDA	5,240	5,896	6,711	7,548	8,474
财务费用	-211	-19	-19	-19	-19
除税前溢利	3,009	6,215	5,536	6,519	7,637
所得税	-915	-1,625	-1,412	-1,660	-1,944
持续经营净利润	2,094	4,590	4,124	4,860	5,692
净利润(不含少数股东权益)	2,094	4,587	4,124	4,860	5,692
核心净利润	2,656	3,583	4,424	5,160	5,992

资产负债表 (百万 人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产:					
现金及现金等价物	4,538	5,376	9,230	14,148	19,493
应收款项合计	2,378	3,436	3,445	3,456	3,466
存货	6,014	6,458	6,839	7,256	7,581
其他流动资产	447	627	627	627	627
流动资产合计	13,377	15,897	20,141	25,487	31,167
非流动资产:					
Gross PPE	17,781	17,096	16,746	16,331	15,818
Goodwill	9,326	9,250	9,250	9,250	9,250
递延所得税资产	2,858	3,368	3,368	3,368	3,368
其他非流动资产	320	255	190	125	60
可供出售投资	7	-	-	-	-
预付款项	106	175	175	175	175
非流动资产合计	30,398	35,156	34,741	34,261	33,683
总资产	43,775	51,053	54,882	59,748	64,851
流动负债:					
应付账款及票据	19,327	21,007	22,246	23,604	24,660
应交税金	162	92	92	92	92
短期借贷及长期借贷当期到期部分	0	0	0	0	0
租赁-流动负债	83	71	71	71	71
流动负债合计	19,572	21,170	22,409	23,767	24,823
非流动负债:					
长期借贷	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,812	5,334	5,636	5,939	6,242
租赁-非流动负债	117	60	60	60	60
非流动负债合计	2,929	5,394	5,696	5,999	6,302

总负债	22,501	26,564	28,105	29,766	31,125
股东权益:					
普通股股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	7,127	10,342	12,630	15,835	19,578
普通股权益总额	21,217	24,432	26,720	29,925	33,668
归属母公司股东权益	21,217	24,432	26,720	29,925	33,668
少数股东权益	57	57	57	57	57
股东权益合计	21,274	24,489	26,777	29,982	33,725
总负债及总权益	43,775	51,053	54,882	59,748	64,851

现金流量表 (百万 人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
将净利润调整为经营活动的现金流量:					
净利润	2,094	4,590	4,124	4,860	5,692
加: 折旧与摊销	1,746	1,641	1,215	1,201	1,225
营运资本变动	-1,165	178	849	930	721
其他非现金调整	1,805	-1,414	302	303	303
经营活动产生的现金流量净额	4,480	4,995	6,490	7,293	7,942
投资活动:					
出售固定资产收到的现金	384	226	0	0	0
减: 资本性支出	1,047	1,471	800	720	648
其他投资活动产生的现金流量净额	-407	-1,505	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-1,070	-2,750	-800	-720	-648
筹资活动:					
债务增加	1,469	0	0	0	0
减: 债务减少	1,995	0	0	0	0
股本增加	-54	-76	0	0	0
减: 支付的股利合计	561	1,284	1,836	1,654	1,949
其他筹资活动产生的现金流量净额	-56	-6	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-1,197	-1,366	-1,836	-1,654	-1,949
现金净流量:					
汇率变动影响	-15	-41	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	2,198	838	3,854	4,919	5,344
现金及现金等价物期末余额	4,538	5,376	9,230	14,148	19,493

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE