

2022年08月18日

证券研究报告·2022年中报点评

华润啤酒 (0291.HK) 食品饮料

买入 (维持)

当前价: 56.00 港元

目标价: ——港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

结构升级+降本增效, 22H1 利润端超预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年中报, 22H1 实现营收 210.1 亿元, 同比增长 7%; 实现不计特别项目的 EBIT51.6 亿元, 同比增长 17.2%; 实现不计特别项目的归母净利润 38.02 亿元, 同比增长 20.4%, 业绩超市场预期。
- **疫情致使次高及以上销量受损, 喜力品牌维持强劲增长。**量方面, 公司 22H1 实现销量 629.5 万吨, 同比-0.7%; 同期国内啤酒行业产量增速为-2%, 公司表现优于行业水平。22H1 公司次高及以上啤酒实现销量 114.2 万吨, 同比+10%。次高及以上销量增速放缓, 主要系 3 月以来受疫情大规模爆发影响, 现饮场景受损严重所致。分品牌看, 上半年 SuperX、纯生及马尔斯绿预计仍有双位数以上增长; 喜力品牌 22H1 增速预计超过 30%, 主要得益于浙江、福建等强势市场喜力表现强劲。此外上半年公司推出了黑狮果啤及多种新口味小啤气, 产品组合进一步丰富。价方面, 公司中高端产品占比持续增长, 叠加部分产品提价影响, 22H1 整体吨价同比上升 7.7%至 3338 元/吨。分区域看, 上半年东区/中区/南区收入增速同比+1.8%/+7.7%/+0.2%。
- **成本端压力犹存, 降本增效释放利润空间。**一方面受啤酒关键原材料大麦包材等价格维持高位影响, 22H1 吨成本同比上升 7.8%至 1928 元/吨, 另一方面得益于结构升级及提价带来的吨价提升, 22H1 公司毛利率为 42.3%, 同比基本持平。费用率方面, 公司开启推行“过紧日子”理念, 通过多种手段降本增效: 销售费用率同比下降 1.4pp 至 15.3%, 主要由于疫情期间公司市场推广及广告费用减少; 管理费用率同比降低 1.9pp 至 6.4%, 主要系相较于去年同期公司并无无关厂带来的一次性费用支出所致。产能利用率同比提升 1pp 至 68.8%。22H1 公司通过费用缩减和经营效率提升, 不计特别项目的归母净利率同比增加 2pp 至 18.1%。
- **国内龙头地位稳固, 决战高端战略清晰。**1) 公司作为国内啤酒龙头, 具备行业领先的渠道和体量优势, “金字塔形”高端战略清晰: 在 8-10 元次高价格带稳固排名第一的同时, 维持 10-12 元普高价格带前三的市场地位, 并借助喜力、马尔斯绿等大单品占据 12 元以上超高价格带的市场份额, 从而实现全国高端份额第一的战略目标。2) 渠道方面, 三级大客户制度运行良好, 高端酒大客户占比相比去年同期有 10%以上提升; 此外公司下半年将发力小酒馆业务布局, 积极拓展新营销渠道。3) 产品方面, 普高档大单品纯生将逐步升级为全麦纯生, 开拓普高第二增长曲线。伴随成本端压力趋缓, 叠加夏季高温天气延续旺季动销, 疫后现饮消费场景持续复苏等有利因素, 下半年公司业绩高弹性可期。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.32 元、1.59 元、1.88 元, 对应动态 PE 分别为 36 倍、30 倍、25 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险, 新冠疫情反复风险, 高端化竞争加剧风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	333.9	361.1	391.5	419.9
增长率	6.2%	8.2%	8.4%	7.3%
归属母公司净利润(亿元)	45.9	42.8	51.4	61.0
增长率	119.1%	-6.8%	20.3%	18.7%
每股收益 EPS	1.41	1.32	1.59	1.88
净资产收益率	10.9%	13.1%	20.3%	30.2%
PE	39.61	36.28	30.16	25.41

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

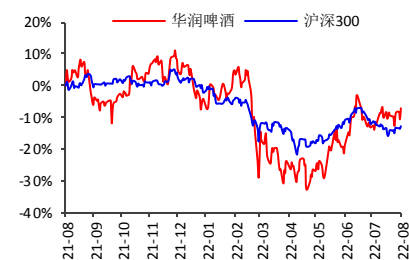
邮箱: zhz@swsc.com.cn

联系人: 舒尚立

电话: 023-63786049

邮箱: ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

52 周区间(港元)	40.9-67.45
3 个月平均成交量(百万)	9.25
流通股数(亿)	32.44
市值(亿)	1,816.74

相关研究

1. 华润啤酒 (0291.HK): 把酒千里北国雪, 催开神州万户花 (2022-05-11)

附：财务报表

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	333.87	361.09	391.47	419.90	税后经营利润	19.89	27.38	35.85	45.25
销售成本	203.13	214.85	229.00	241.58	折旧与摊销	16.41	16.80	16.80	16.80
销售费用	67.43	71.45	76.71	81.46	财务费用	0.19	-0.30	-0.52	-0.75
管理费用	36.19	38.00	38.35	37.88	其他经营资金	13.46	18.07	11.12	10.51
财务费用	0.19	-0.30	-0.52	-0.75	经营性现金净流量	49.95	61.95	63.25	71.81
营业利润	26.72	37.09	47.94	59.73	投资性现金净流量	-27.50	15.37	15.57	15.77
其他非经营损益	35.43	20.82	20.82	20.82	筹资性现金净流量	-13.66	-13.27	-15.80	-18.62
税前利润	62.15	57.91	68.76	80.55	现金流量净额	8.79	64.05	63.02	68.96
所得税	16.25	15.17	17.34	19.53					
税后利润	62.15	57.91	68.76	80.55					
归属于非控制股东利润	0.03	-0.01	-0.01	-0.02					
归属于母公司股东利润	45.87	42.76	51.44	61.04					
EBITDA	78.75	74.41	85.04	96.60					
NOPLAT	19.87	27.15	35.46	44.68					
EPS(元)	1.41	1.32	1.59	1.88					
资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	53.78	117.83	180.85	249.81	成长能力				
应收账款	1.32	2.42	2.62	2.81	营收额增长率	6%	8%	8%	7%
预付款项、按金及其他应收款项	31.50	20.83	22.59	24.23	EBIT 增长率	94%	-8%	18%	17%
存货	64.58	65.56	69.88	73.72	EBITDA 增长率	59%	-6%	14%	14%
					税后利润增长率	119%	-7%	20%	19%
其他流动资产	7.79	6.80	7.37	7.91	盈利能力				
流动资产总计	158.97	213.44	283.31	358.48	毛利率	39%	41%	42%	42%
长期股权投资	13.81	13.81	13.81	13.81	净利率	14%	12%	13%	15%
固定资产	137.17	126.43	115.68	104.94	ROE	19%	16%	17%	17%
无形资产	36.34	30.28	24.23	18.17	ROA	9%	8%	9%	9%
其他非流动资产	164.24	164.24	164.24	164.24	ROIC	11%	13%	20%	30%
非流动资产合计	351.56	334.76	317.96	301.16	估值倍数				
资产总计	510.53	548.20	601.27	659.63	P/E	39.61	36.28	30.16	25.41
					P/S	5.44	5.03	4.64	4.33
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	7.44	6.64	5.89	5.19
应付账款	31.08	28.86	30.77	32.46	股息率	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%
其他流动负债	180.62	191.33	207.40	222.43	EV/EBIT	125.98	135.24	113.27	96.02
流动负债合计	211.70	220.19	238.16	254.88	EV/EBITDA	99.73	104.70	90.89	79.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他非流动负债	53.94	53.94	53.94	53.94					
非流动负债合计	53.94	53.94	53.94	53.94					
负债合计	265.64	274.13	292.10	308.82					
储备	103.42	103.42	103.42	103.42					
留存收益	0.00	29.19	64.30	105.97					
归属于母公司股东权益	244.32	273.51	308.62	350.29					
归属于非控制股东权益	0.57	0.56	0.54	0.52					
权益合计	244.89	274.07	309.16	350.81					
负债和权益合计	510.53	548.20	601.27	659.63					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn