

高端化对冲成本压力，下半年销量有望回升

华润啤酒 (0291.HK)

事件

8月17日，公司发布2022年中期业绩：上半年公司实现营业收入210.13亿元，同比增长7.02%，实现本公司股东年度溢利38.02亿元，同比下滑11.40%。考虑2021年同期土地出售、固定资产减值、安置费影响，还原口径归母净利润同比增长20.36%。

简评

疫情压制2022H1销量，吨价提升依然显著

量方面，由于上半年华东等地区疫情反复，对啤酒消费场景以及物流运输等造成影响，全国啤酒行业产量同比下滑2.00%。公司上半年销售情况好于行业，实现销量629.50万千升，同比下滑约0.7%，整体基本持平。6月以来的啤酒消费旺季，全国多地高温天气持续，叠加疫情影响逐步缓解，餐饮等消费场所管控放松，加上2021年第三季度的局部多雨天气造成的低基数，下半年公司产品销量有望获得同比提升。

价方面，上半年公司产品结构提升持续，次高端以上产品销量达114.20万千升，同比增长10.0%，销量占比同比提升1.7pcts至18.1%，其中公司重点推广的喜力品牌产品于上半年获得双位数增长，superX、雪花纯生、马尔斯绿等产品销量也在持续保持增长。2022H1公司产品吨价同比大幅提升7.7%，至3338元。

高端化对冲成本压力，盈利水平保持稳定

吨成本方面，由于地缘政治因素和全球供应链受阻影响导致的原材料价格上涨，上半年公司产品吨生产成本同比增长7.83%至1928元，对毛利率形成较大拖累，在结构提升及提价等因素带来的吨价提升下，公司上半年毛利率水平42.25%，同比下降0.05pcts。当前啤酒企业原材料中，大麦价格仍在持续上涨，铝合金等包材价格则在逐步回落，公司大麦在去年年底已经锁价，而铝材采用季度采购的方式，成本有望逐步回落，增厚毛利率水平。

费用率方面，上半年面对外部经营风险，公司通过降本增效来减少费用。销售费用由于市场推广和广告费的减少，费用率同比下降1.44pcts至15.32%；由于上半年公司没有关厂，而去年同期存在产能优化相关安置费和资产减值影响，管理费用率同比下降

维持
买入
安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

SAC 执证编号: S1440518060003

SFC 中央编号: BOT242

菅成广

jianchengguang@csc.com.cn

15201910049

SAC 执证编号: S1440521020003

SFC 中央编号: BPB626

发布日期: 2022年08月19日

当前股价: 53.9 港元

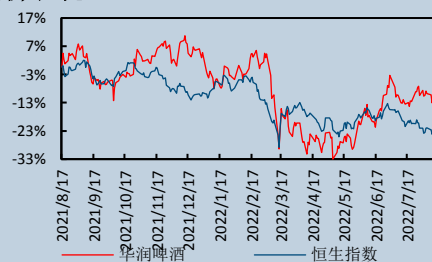
目标价格6个月: 65.8 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	2.96/5.26	22.24/22.84	-12.23/12.03
12 月最高/最低价 (港元)			68.7/38.4
总股本 (万股)			324,417.69
流通 H 股 (万股)			324,417.69
总市值 (亿港元)			1,748.61
流通市值 (亿港元)			1,748.61
近 3 月日均成交量 (万股)			922.67
主要股东			
华润集团(啤酒)有限公司			51.67%

股价表现



相关研究报告

【中信建投饮料制造】华润啤酒(0291):

1.93pcts 至 6.41%。在剔除同期的土地销售和产能优化相关影响后，公司上半年还原后 EBIT 利润率同比提升 2.13%pcts 至 24.55%，还原后归母净利率同比提升 2.01pcts 至 18.09%，盈利水平稳步增强。

“3+3+3”战略第二阶段收官之年，多举措促进高端化提速

公司“3+3+3”战略进程已经过半，2022 年是“决战高端，质量发展”的最后一年，公司规划不断提升高端产品销量，持续优化产能，提升效益，以提升发展质量。在宣传推广方面，上半年公司赞助综艺节目《一起露营吧》、中国极限赛事“X GAMES”和“LGD 电子竞技俱乐部”等活动不断提升品牌影响力，借助欧冠赛事等着力推广高端化的重点品牌喜力，取得了明显成果。新品方面，关注消费者差异化、个性化需求，于妇女节推出黑狮樱桃绯果啤聚焦女性市场，6 月推出在沈阳等市场具有广泛群众基础的鲜啤“雪花九日鲜”，下半年预计将推出“雪花全麦纯生”等新品，不断丰富产品组合，促进高端化战略的达成。

盈利预测和投资建议：我们预计公司 2022-2024 年实现收入 358.7、384.1、407.3 亿元，同比提升 7.4%、7.1%、6.1%，还原后净利润 44.5、54.6、64.3 亿元，同比增长 24.2%、22.6%、17.8%，对应 2022-2024 年还原后 PE 分别为 34X、28X、24X。

风险提示：高端渠道能力提升速度不及预期；疫情反复影响销量；原材料成本上行。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	31,448	33,387	35,872	38,405	40,728
增长率(%)	-5.25%	6.17%	7.44%	7.06%	6.05%
还原后 EBIT(百万元)	3,952	4,652	6,127	7,401	8,741
增长率(%)	7.13%	17.71%	31.71%	20.79%	18.10%
还原后净利润(百万元)	2,749	3,583	4,450	5,456	6,425
增长率(%)	11.90%	30.34%	24.20%	22.61%	17.75%
还原后 PE(倍)	70.9	47.3	34.0	27.7	23.5

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

安雅泽：食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10年证券从业经验。2019年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

菅成广：华东政法大学法学硕士，2021年2月加入中信建投食品饮料团队，曾就职于国泰君安证券、光大证券，财务分析能力较强，拥有多领域研究经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
弱于大市		相对跌幅 10%以上	

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk