

2022年08月19日

华润啤酒 (0291.HK)

公司动态

证券研究报告

食品饮料

疫情不挡高端化之势

华润啤酒 (0291.HK) 发布 22 年中期业绩, 尽管上半年疫情严重, 高端化的前进步伐丝毫没有放缓。上半年收入人民币 210 亿/+7%, 净利润 38 亿/+20% (不计特别项目)。上半年销量 6.3 百万千升/-0.7%, 次高及以上销量同比增长 10%, 单吨售价 3338 元/+7.7%。毛利率 42.3%, 与同期持平, 净利率 18.1%/+2pct (不计特别项目)。

报告摘要

高端产品保持增长, 吨利润持续提升。上半年次高及以上产品销量为 114 万吨, 同比增长 10%, 次高及以上产品的销量占比已经达到了 18%。吨毛利达到 1410 元, 同比增长 7.6%。喜力增速超过 30%, 表现非常强劲, SuperX、纯生上半年为低单位数增长, 主要是受到了疫情的影响。上半年华东地区发生了较为严重的疫情, 全国多地防控措施收紧, 导致大量餐厅、夜场关闭时间较长。疫情显著减少了高端产品在高端餐饮、夜场的需求, 因而增速低于年初的预期, 但已经充分体现了产品增长的韧性。今年夏季天气炎热, 有利于刺激消费, 管理层对下半年表现充满信心。

渠道能力持续提升。公司延续此前的大客户战略, 争取转化市场优质客户资源, 有效锁定“精二批”; 给大客户赋能, 提升经销商的运营管理和终端管理能力; 搭建“华鼎会”、“华樽会”、“华爵会”三层级平台, 对应全国、省级、市级三个层面的优质客户, 促进大客户的交流和培训。

提价应对原材料上升。原材料价格在今年持续上涨, 公司上半年对部分产品进行了提价, 提价幅度足以覆盖成本的上涨压力。上半年单吨售价 3338 元, 同比提升 7.7%, 单吨成本 1928 元, 同比提升 7.8%, 毛利率 42.3%, 同比持平。

削减费用应对疫情冲击。上半年由于疫情影响, 公司适当减少了市场推广和广告投放费用, 上半年销售费用 32.2 亿, 同比下降 2.2%。管理费用 13.5 亿, 同比下降 17.8%, 主要是今年上半年没有关闭工厂, 因而费用较去年有较大幅度下降。截止 6 月底, 公司共有 65 座工厂, 产能 1830 万吨, 产能利用率 68.8%, 处于近五年来最高水平。

继续丰富产品组合。上半年公司推出多个新品, 包括高端产品“黑狮果啤” (#703 樱桃绯), 碳酸饮料“雪花小啤汽”, 下半年计划“雪花全麦纯生”。

我们认为华润啤酒经营战略明晰, 执行能力强, 业绩提升的确定性较强。啤酒行业消费升级还会持续至少三年, 坚定看好公司未来表现。我们预测 22/23/24 年净利润为 41.6/53.3/62.8 人民币, 同比增长-9.3%/28.1%/17.8%。维持“买入”评级, 目标价 66.9 港元, 较当前股价有 15.1% 的上涨空间。

风险提示: 行业竞争加剧, 发生严重的食品安全问题

人民币百万	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	33,190	31,448	33,387	37,349	40,588	44,418
增长率(%)		-5.25%	6.17%	11.87%	8.67%	9.44%
净利润	1,310	2,094	4,590	4,163	5,333	6,285
增长率(%)		59.85%	119.20%	-9.31%	28.12%	17.85%
正常化净利润	3,188	3,319	3,222	4,163	5,536	6,507
增长率(%)		4.11%	-2.92%	29.20%	32.99%	17.54%
毛利率(%)	36.84%	38.40%	39.16%	39.49%	42.02%	43.87%
净利润率(%)	3.95%	6.66%	13.75%	11.15%	13.14%	14.15%
每股收益(港元)	1.14	1.18	1.15	1.48	1.97	2.32
每股净资产(港元)	7.04	7.59	8.73	9.82	11.36	13.13
正常化市盈率	51.10	49.08	50.56	39.14	29.43	25.03
市净率	8.26	7.66	6.65	5.92	5.12	4.42
净资产收益率(%)	6.78%	10.21%	20.06%	16.01%	17.97%	18.31%

数据来源: Wind 资讯, 安信国际

投资评级: 买入
目标价格: 66.9 元
现价(2022-08-19): 58.1 港元

总市值(百万港元)	174,861.14
流通市值(百万港元)	174,861.14
总股本(百万股)	3,244.18
流通股本(百万股)	3,244.18
12 个月低/高(港元)	38.4/65
平均成交(百万港元)	474.84

股东结构 (截止 2022-06-30)

华润集团 (间接持有)	31.1%
喜力集团 (间接持有)	20.8%
其他股东	48.1%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.26	22.77	14.80
绝对收益	2.96	19.02	-10.06

数据来源: wind、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师
Caoying2@essence.com.cn

1 财务报表预测

图表 1: 盈利预测

人民币百万	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	33,190	31,448	33,387	37,349	40,588	44,418
主流+中档	24,569	22,158	21,394	22,239	21,322	20,444
YoY		-9.8%	-3.4%	4.0%	-4.1%	-4.1%
次高+高端	8,621	9,290	11,992	15,111	19,266	23,974
YoY		7.8%	29.1%	26.0%	27.5%	24.4%
营业成本	-20,964	-19,373	-20,313	-22,600	-23,533	-24,933
毛利	12,226	12,075	13,074	14,749	17,055	19,485
毛利率	36.8%	38.4%	39.2%	39.5%	42.0%	43.9%
销售费用	-5,925	-6,123	-6,743	-7,283	-8,118	-9,106
占收入比例	-17.9%	-19.5%	-20.2%	-19.5%	-20.0%	-20.5%
管理费用	-3,168	-3,194	-3,232	-3,361	-3,247	-3,553
占收入比例	-9.5%	-10.2%	-9.7%	-9.0%	-8.0%	-8.0%
关闭工厂相关费用	-1,878	-1,225	-387	-	-203	-222
占收入比例	-5.7%	-3.9%	-1.2%	0.0%	-0.5%	-0.5%
财务费用	-70	-211	-19	-48	-	-
占收入比例	-0.2%	-0.7%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
其他收入/支出	1,017	1,687	3,522	1,494	1,624	1,777
占收入比例	3.1%	5.4%	10.5%	4.0%	4.0%	4.0%
除税前溢利	2,202	3,009	6,215	5,550	7,111	8,380
所得税	-892	-915	-1,625	-1,388	-1,778	-2,095
所得税率	-40.5%	-30.4%	-26.1%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
净利润(含少数股东权益)	1,310	2,094	4,590	4,163	5,333	6,285
净利率	3.9%	6.7%	13.7%	11.1%	13.1%	14.2%
少数股东损益	-2	-	-	-	-	-
净利润(不含少数股东权益)	1,312	2,094	4,590	4,163	5,333	6,285
正常化EPS (港元)	1.14	1.18	1.15	1.48	1.97	2.32
正常化EBIT	4,150	4,445	6,621	5,598	7,314	8,603
正常化EBITDA	5,874	6,191	8,366	7,427	9,226	10,599
正常化市盈率 (倍)	51.1	49.1	50.6	39.1	29.4	25.0
EV/正常化EBITDA	36.8	34.5	25.4	28.0	22.0	18.6

数据来源: wind, 安信国际预测

*正常化EBITDA为EBITDA扣除关厂相关费用及特别项目收益

2 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方式进行估值。各个市场啤酒公司 2023 年预测市盈率平均值为 32，综合考虑华润啤酒的成长阶段、港股的流动性，我们给予 35 倍 PE。结合 2023 年 EPS，可比公司估值法的合理股价为 66.5 港元。DCF 方法下的合理市值为 2180 亿港元，对应股价为 67.2 港元。综合可比公司及 DCF 估值，我们认为公司的目标价为 66.9 港元。

图表 2:可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
百威亚太	1876.HK	3,079	HKD	40.3	74.5	84.9	97.4	109.0	76.4	41.3	36.3	31.6	28.2
yoy				-43%	85%	14%	15%	12%					
青岛啤酒股份	0168.HK	1,347	HKD	25.4	36.4	38.3	46.1	53.6	53.1	37.0	35.2	29.2	25.1
yoy				19%	43%	5%	20%	16%					
青岛啤酒	600600.SH	1,168	CNY	22.0	31.6	33.8	40.6	47.7	53.1	37.0	34.6	28.8	24.5
yoy				19%	43%	7%	20%	18%					
重庆啤酒	600132.SH	535	CNY	10.8	11.7	14.1	17.7	21.3	49.7	45.9	37.9	30.3	25.2
yoy				64%	8%	21%	25%	20%					
燕京啤酒	000729.SZ	249	CNY	2.0	2.3	3.3	4.6	6.0	126.4	109.2	74.4	54.6	41.5
yoy				-14%	16%	47%	36%	32%					
珠江啤酒	002461.SZ	168	CNY	5.7	6.1	6.9	7.8	8.8	29.4	27.4	24.5	21.5	19.1
yoy				14%	7%	12%	14%	13%					
平均PE									64.7	49.6	40.5	32.7	27.3

注: 时间截止2022/8/19, A股及港股预测值为wind一致预测
资料来源: wind, 安信国际

图表 3:可比估值法下目标价的敏感性分析

		2023年EPS				
		0.89	1.19	1.48	1.78	2.08
PE	25x	22.3	29.7	37.1	44.5	52.0
	30x	26.7	35.6	44.5	53.4	62.4
	35x	31.2	41.6	52.0	62.4	72.7
	40x	35.6	47.5	59.4	71.3	83.1
	45x	40.1	53.4	66.8	80.2	93.5

资料来源: 安信国际

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025
人民币百万	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测
营业额	33,190	31,448	33,387	37,349	40,588	44,418	47,724
增长率%		-5.2%	6.2%	11.9%	8.7%	9.4%	7.4%
EBIT	2,272	3,220	6,234	5,598	7,111	8,380	9,163
增长率%		41.7%	93.6%	-10.2%	27.0%	17.9%	9.3%
EBIT率%	6.8%	10.2%	18.7%	15.0%	17.5%	18.9%	19.2%
有效税率%	40.5%	30.4%	26.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
EBIT x (1-有效税率)	1,352	2,241	4,604	4,199	5,333	6,285	6,872
+ 折旧摊销	1,724	1,746	1,745	1,829	1,913	1,996	2,080
+ 营运资金变动	75	185	-96	1,437	60	284	321
- 资本支出	-1,490	-1,047	-1,471	-1,471	-1,471	-1,471	-1,471
自由现金流, FCF	1,661	3,125	4,782	5,994	5,835	7,095	7,803
增长率%		88.2%	53.0%	25.3%	-2.7%	21.6%	10.0%
折现年份				0	1	2	3
折现因子				1.0000	0.9407	0.8850	0.8325
FCF现值				5,994	5,489	6,279	6,496
FY2022-25 FCF现值总额							24,257
永续期价值现值							154,088
企业价值							178,345
+ 净现金							10,209
- 少数股东权益							-57
DCF估值(HKD 000)							218,092
假设:							
WACC							6.3%
永续增长率							2.0%

资料来源: 安信国际预测

3 风险提示

行业竞争加剧; 发生严重的食品安全问题; 原材料成本上升超预期; 国际贸易冲突影响运营。

4 附录：财务报表预测

资产负债表

人民币百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4,538	5,376	11,009	15,824	2,340
应收及其他应收	2,378	3,436	3,252	3,534	1,000
存货	6,014	6,458	6,236	6,493	6,018
可回收税款	371	625	625	625	349
其他流动资产	76	2	2	2	68
流动资产总额	13,377	15,897	21,124	26,478	9,775
物业、厂房及设备	14,414	13,717	13,359	12,918	15,818
使用权资产	3,367	3,379	3,379	3,379	3,595
长期应收款项	106	175	175	175	113
无形资产	320	255	255	255	384
商誉	9,326	9,250	9,250	9,250	9,365
于联营及合营企业投资	7	4,994	4,994	4,994	9
递延税项资产	2,858	3,368	3,768	4,094	2,532
其他非流动资产	-	18	18	18	-
非流动资产总额	30,398	35,156	35,198	35,083	31,816
总资产	43,775	51,053	56,322	61,561	41,591
应付及其他应付	19,327	21,007	22,438	23,364	19,061
短期有息债务	-	-	800	800	511
应付即期税项	162	92	92	92	194
其他流动负债	83	71	71	71	90
流动负债总额	19,572	21,170	23,401	24,327	19,856
长期有息债务	-	-	-	-	-
递延收入-非流动负债	2,024	3,379	3,379	3,379	1,206
递延税项负债	788	1,955	1,955	1,955	678
其他非流动负债	117	60	60	60	124
非流动负债总额	2,929	5,394	5,394	5,394	2,008
总负债	22,501	26,564	28,795	29,721	21,864
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	7,127	10,342	13,380	17,693	5,580
少数股东权益	57	57	57	57	57
总股东权益	21,274	24,489	27,527	31,840	19,727

现金流量表

人民币百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
息税前利润	3,220	6,234	5,598	7,111	2,272
所得税	-1,148	-1,275	-1,388	-1,778	-706
营运资本变动	185	-96	1,437	60	75
折旧及摊销	1,746	1,641	1,829	1,913	1,724
公允价值变动	-677	-392	-	-	-162
经营性现金流净额	4,480	4,995	7,477	7,509	4,098
资本开支	-1,047	-2,973	-1,471	-1,471	-3,706
其他	-23	223	-	-203	938
投资性现金流净额	-1,070	-2,750	-1,471	-1,674	-2,768
新发股份	-	-	-	-	-
支付股息	-561	-1,284	-1,125	-1,020	-494
新增债务	-526	-	800	-	-241
利息支出	-141	-243	-48	-	-109
其他	31	161	-	-	-34
筹资性现金流净额	-1,197	-1,366	-373	-1,020	-878
现金净变动	2,198	838	5,633	4,815	482
现金期初余额	2,340	4,538	5,376	11,009	1,858
现金期末余额	4,538	5,376	11,009	15,824	2,340

资料来源：安信国际预测

利润表

人民币百万	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	31,448	33,387	37,349	40,588	33,190
营业成本	-19,373	-20,313	-22,600	-23,533	-20,964
毛利	12,075	13,074	14,749	17,055	12,226
销售费用	-6,123	-6,743	-7,283	-8,118	-5,925
管理费用	-3,194	-3,232	-3,361	-3,247	-3,168
关闭工厂相关费用	-1,225	-387	-	-203	-1,878
其他收益及损失	1,687	3,522	1,494	1,624	1,017
营业利润	3,220	6,234	5,598	7,111	2,272
财务费用	-211	-19	-48	-	-70
除税前利润	3,009	6,215	5,550	7,111	2,202
所得税	-915	-1,625	-1,388	-1,778	-892
净利润	2,094	4,590	4,163	5,333	1,310
归属母公司净利润	2,094	4,590	4,163	5,333	1,312
EPS (港元)	0.75	1.64	1.48	1.90	0.47
EBITDA	4,966	7,979	7,427	9,023	3,996

主要财务比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)	-5.2%	6.2%	11.9%	8.7%	4.2%
除税前利润增长率 (%)	41.7%	93.6%	-10.2%	27.0%	43.8%
净利润增长率 (%)	4.1%	-2.9%	29.2%	28.1%	15.1%
正常化EBIT增长率 (%)	7.1%	49.0%	-15.4%	30.6%	23.4%
盈利能力:					
毛利率 (%)	38.4%	39.2%	39.5%	42.0%	36.8%
净利率 (%)	6.7%	13.7%	11.1%	13.1%	3.9%
ROE (%)	10.2%	20.1%	16.0%	18.0%	6.8%

偿债能力:

资产负债率 (%)	51.4%	52.0%	51.1%	48.3%	52.6%
流动比率 (x)	0.68	0.75	0.90	1.09	0.49
利息覆盖倍数 (x)	23.54	-	-	-	57.09
股息支付率 (%)	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	39.1%

营运能力

存货周转天数	108	101	101	101	107
应收及其他应收周转天数	20	32	32	32	10
应付及其他应付周转天数	362	362	362	362	319

每股资料

EPS (港元)	1.18	1.15	1.48	1.97	1.14
BPS (港元)	7.59	8.73	9.82	11.36	7.04
每股经营现金 (港元)	1.60	1.78	2.67	2.68	1.46

估值比率

PE	49.08	50.56	39.14	29.43	51.10
PB	7.66	6.65	5.92	5.12	8.26
EB/EBITDA	34.49	25.42	27.99	22.01	36.81

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010