

持有

高端化战略+降本增效 净利获双位数增长

华润啤酒 (291.HK)

2020-08-20 星期四

投资要点

目标价: **58.0 港元**
 现价: 53.85 港元
 预计升幅: 7.7%

➤ **2020H1 收入下降 7.5%，归母净利润增长 11.1%：**

2020H1 受到新冠肺炎疫情影响，公司录得营业收入人民币 174.08 亿元，同比下降 7.5%；毛利率同比提升 2.6 个百分点至 40.4%；如扣除产能优化及组织再造相关的一次性的减值和费用，公司调整后 EBIT 30.79 亿元，与去年同期基本持平；归母净利润同比增长 11.1% 至 20.79 亿元；EPS0.64 元。董事会宣布派发中期股息每股 0.128 元人民币，派息率 20%。

重要数据

日期	2020/8/19
收盘价 (港元)	53.85
总股本 (百万股)	3,244
总市值 (百万港元)	174,689
净资产 (百万元)	21,612
总资产 (百万元)	47,010
52 周高低 (港元)	55.95/30.40
每股净资产 (元)	6.66

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **次高档及以上啤酒销量增势良好，ASP 略有下降：**

受新冠疫情影响，公司整体啤酒销量较去年同期下降 5.3% 至 603.9 万千升；其中，中高档啤酒销量同比下降 6.2%，主要是 Q1 受到餐饮、夜场等现饮渠道门店关闭影响，而 Q2 伴随各档次啤酒销量的恢复以及喜力品牌的逐渐发力，2020H1 次高档及以上啤酒销量较去年同期增长 2.9%。ASP 受中高档产品销量下滑以及在部分区域推行不含瓶销售策略影响，同比下降 2.4% 至 2,882 元/千升。

➤ **毛利率上升，费用控制得当，净利润获双位数增长：**

上半年毛利率同比提升 2.6% 至 40.4%，反映公司产能优化及组织再造工作已有明显成效。公司也并没有因疫情影响而改变既定的目标、投入和策略。Q2 推出高端产品喜力星银进一步丰富产品组合；同时持续加大品牌营销和活动力度，进一步支持高端化发展及品牌形象的提升，销售费用率同比提升 1.4pct 至 16.8%。期内，公司持续推动优化产能布局，关闭 2 间啤酒厂，管理费用率较去年同期基本持平。受益毛利率的提升，费用的有效管控，净利润获得 11.1% 的增长，净利率率同比提升 2pct 至 11.9%。

➤ **维持持有评级，目标价 58.0 港元：**

考虑到公司次高档及以上啤酒销量以及关厂带来的降本增效好于预期，我们上调原盈利预测。预计公司 2020/2021 年 EPS 将分别为 0.77/1.05 元，目标价 58.0 港元，对应 2021 年 50 倍 PE，较现价有 7.7% 的涨幅空间，维持持有评级。

主要股东

华润集团 (啤酒) 有限公司 (51.67%)
 高领资本 (5.56%)
 Morgan Stanley (5.15%)

相关报告

华润啤酒(291.HK)首发报告-20190703
 华润啤酒(291.HK)更新报告-20190816
 华润啤酒(291.HK)更新报告-20200403

研究部

姓名: 陈欣
 SFC: BLO515
 电话: 0755-21516057
 Email: chenxin@gyzq.com.hk

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	31,867	33,190	33,280	36,118	38,836
同比增长	7.2%	4.2%	0.3%	8.5%	7.5%
毛利率	35.1%	36.8%	38.4%	40.2%	41.7%
归母净利润	985	1310	2480	3401	4090
同比增长	-16.9%	33.0%	89.3%	37.1%	20.3%
净利率	3.1%	3.9%	7.5%	9.4%	10.5%
每股盈利	0.30	0.40	0.77	1.05	1.26
PE@53.85HKD	161.6	119.8	63.3	46.2	38.4

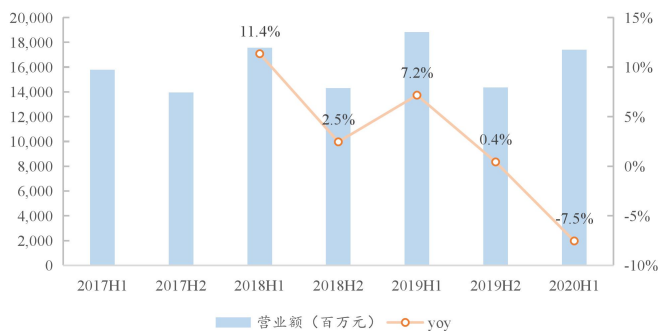
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2020H1 收入下降 7.5%，归母净利润增长 11.1%：

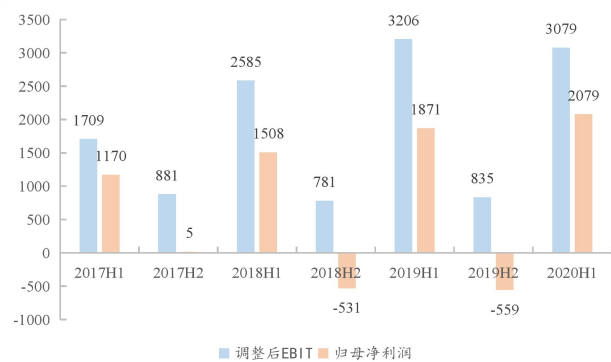
2020H1 受到新冠肺炎疫情影响，公司录得营业收入人民币 174.08 亿元，同比下降 7.5%；毛利率同比提升 2.6 个百分点至 40.4%；如扣除产能优化及组织再造相关的一次性的减值和费用，公司调整后 EBIT 30.79 亿元，与去年同期基本持平；归母净利润同比增长 11.1%至 20.79 亿元；EPS0.64 元。董事会宣布派发中期股息每股 0.128 元人民币，派息率 20%。

图 1：公司收入及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司调整后 Ebit 及归母净利润（百万元）

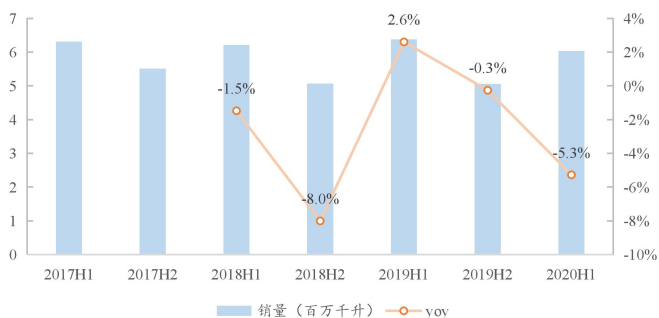


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

次高档及以上啤酒销量增势良好，ASP 略有下降：

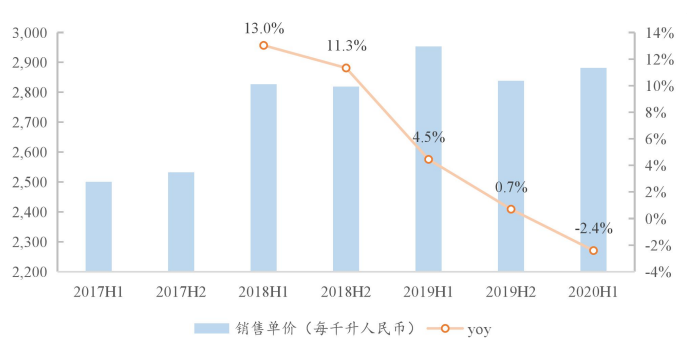
受新冠肺炎疫情影响，公司整体啤酒销量较去年同期下降 5.3%至 603.9 万千升；其中，中高档啤酒销量同比下降 6.2%，主要是 Q1 受到餐饮、夜场等现饮渠道门店关闭影响，而 Q2 伴随各档次啤酒销量的恢复以及喜力品牌的逐渐发力，2020H1 次高档及以上啤酒销量较去年同期增长 2.9%。ASP 受中高档产品销量下滑以及在部分区域推行不含瓶销售策略影响，同比下降 2.4%至 2,882 元/千升。

图 3：公司整体销量及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：公司整体 ASP 及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

毛利率上升，费用控制得当，净利润获双位数增长：

上半年在中高档啤酒销量下降的情况下，公司毛利率同比提升2.6个百分点至40.4%，略有惊喜，反映公司先前关厂进行产能优化及组织再造工作已有明显成效。此外，公司并没有因疫情影响而改变既定的目标、投入和策略。在新品投放上，2020Q2推出高端产品喜力星银进一步丰富产品组合；同时持续加大品牌营销和活动力度，进一步支持高端化发展及品牌形象的提升，销售费用率同比提升1.4pct至16.8%。期内，公司持续推动优化产能布局，关闭2间啤酒厂，确认固定资产减值2.63亿元（2019H1为0.88亿元），产生相关员工补偿及安置费用约0.26亿元（2019H1为3.48亿元），管理费用率较去年同期基本持平。受益毛利率的提升，费用的有效管控，净利润获得11.1%的增长，净利润率同比提升2pct至11.9%。

图 5：2020H1 毛利率同比提升 2.6pct 至 40.4%

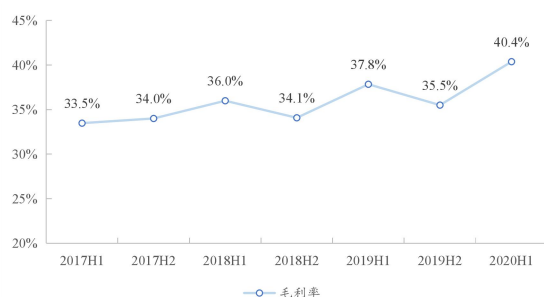
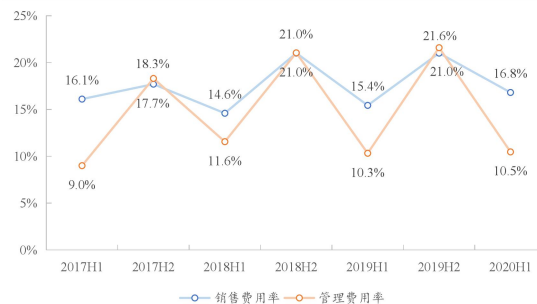


图 6：2020H1 销售/管理费用率分别提升 1.4/0.2pct



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

维持持有评级，目标价 58.0 港元：

考虑到公司次高档及以上啤酒销量以及关厂带来的降本增效好于预期，我们上调原盈利预测。预计公司 2020/2021 年 EPS 将分别为 0.77/1.05 元，目标价 58.0 港元，对应 2021 年 50 倍 PE，较现价有 7.7% 的涨幅空间，维持持有评级。

表 3：可比公司估值

公司	收盘价 2020/8/19	市值(亿) 当地货币	EPS (记账本位币)				PE			
			2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
港股上市										
华润啤酒	53.9	1,747	0.30	0.40	0.77	1.05	161.6	119.8	63.3	46.2
青岛啤酒	68.6	1,090	1.05	1.37	1.37	1.71	58.6	45.0	45.2	36.1
A 股上市										
青岛啤酒	80.6	973	1.05	1.37	1.43	1.75	76.5	58.8	56.2	46.0
燕京啤酒	7.5	212	0.06	0.08	0.06	0.11	117.7	91.8	126.3	70.5
珠江啤酒	11.4	253	0.17	0.22	0.25	0.28	67.1	51.9	46.3	40.8
重庆啤酒	82.0	397	0.83	1.36	1.15	1.35	98.8	60.3	71.5	60.8
行业平均							96.7	71.3	68.1	50.1

资料来源：公司公告、Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

损益表 (人民币 百万元, 财务年度截至 12 月)						财务分析					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	31,867	33,190	33,280	36,118	38,836	盈利能力					
营业成本	(20,669)	(20,964)	(20,490)	(21,601)	(22,641)	毛利率 (%)	35.1%	36.8%	38.4%	40.2%	41.7%
毛利	11,198	12,226	12,791	14,517	16,195	净利率 (%)	3.1%	3.9%	7.5%	9.4%	10.5%
销售及分销成本	(5,570)	(5,925)	(5,990)	(6,321)	(6,796)						
其他收益	993	1,017	1,032	1,120	1,204	营运表现					
管理费用	(5,041)	(5,046)	(4,160)	(4,334)	(4,738)	SG&A/收入 (%)	33.3%	33.1%	30.5%	29.5%	29.7%
财务费用	(48)	(70)	(24)	(18)	(22)	实际税率 (%)	35.7%	40.5%	32.0%	31.5%	30.0%
税前盈利	1,532	2,202	3,647	4,964	5,843	存货周转率	3.69	3.68	3.44	3.58	3.57
所得税	(547)	(892)	(1,167)	(1,564)	(1,753)	资产周转率	0.80	0.82	0.79	0.81	0.81
净利润	985	1,310	2,480	3,401	4,090						
少数股东损益	8	-2	-4	-5	-6	偿债能力					
归母净利润	977	1312	2484	3406	4096	资产负债率	51.8%	52.6%	50.6%	49.9%	48.6%
EPS	0.30	0.40	0.77	1.05	1.26	流动比率	0.46	0.49	0.60	0.72	0.85
DPS	0.12	0.17	0.31	0.42	0.51	速动比率	0.17	0.19	0.29	0.42	0.55
资产负债表						现金流量表					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金	1,858	2,340	4,651	7,412	10,627	除税前利润	1,532	2,202	3,647	4,964	5,843
应收账款及票据	906	1,000	1,003	1,088	1,170	融资成本	(48)	(70)	(24)	(18)	(22)
存货	5,379	6,018	5,882	6,201	6,499	折旧与摊销	1,654	1,724	1,585	1,657	1,715
总流动资产	8,450	9,775	11,603	14,769	18,364	营运性现金流	3,934	4,098	4,528	5,264	5,816
固定资产	19,632	15,818	15,452	15,713	15,729						
无形资产	8,514	9,749	9,700	9,651	9,602	资本开支	(1,641)	(1,490)	(1,659)	(1,677)	(1,550)
递延税项资产	2,426	2,532	2,406	2,455	2,464	其他投资活动	627	(1,278)	460	553	610
总资产	39,271	41,591	42,870	46,306	49,887	投资性现金流	(1,014)	(2,768)	(1,199)	(1,123)	(941)
其他应付款	29	284	344	430	471						
应付帐款	17,637	19,061	18,630	19,640	20,586	股息	(529)	(494)	(994)	(1,362)	(1,639)
短期银行贷款	704	511	511	511	511	其他融资活动	(2,925)	(384)	(24)	(18)	(22)
总流动负债	18,370	19,856	19,485	20,581	21,568	融资性现金流	(3,454)	(878)	(1,018)	(1,380)	(1,660)
长期贷款	9	0	0	0	0						
其他非流动负债	1,583	1,206	1,206	1,206	1,206	现金变化	(534)	482	2,311	2,761	3,215
总负债	20,361	21,864	21,702	23,100	24,230	期初持有现金	2,361	1,858	2,340	4,651	7,412
股东权益	18,910	19,727	21,168	23,206	25,657	期末持有现金	1,858	2,340	4,651	7,412	10,627

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313