

买入

次高端及以上增长快速，密切关注疫情进展

华润啤酒 (291.HK)

2022-04-27 星期三

投资要点

目标价: **58.0 港元**
 现价: 44.3 港元
 预计升幅: 30.9%

业绩符合此前预告，派息率保持稳定：

21 年公司收入同比+6.2%至 333.87 亿元，Ebit 59.9 亿元，同比+95%；如撇除出售土地获得的补偿收益（约 17.26 亿元）、及与关厂相关的减值亏损和一次性费用（约 3.87 亿元），公司经调整 Ebit 同比+22%至 46.52 亿元；实现归母净利润同比 45.87 亿元，同比 119.1%；全年派息 0.566 元，派息率 40%，维持稳定。

重要数据

日期	2022/4/27
收盘价 (港元)	44.3
总股本 (百万股)	3,244
总市值 (百万港元)	143,709
净资产 (百万元)	24,489
总资产 (百万元)	51,053
52 周高低 (港元)	75.68/40.80
每股净资产 (元)	7.55

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

产品结构持续优化，提价应对成本压力：

21 年啤酒市场呈复苏趋势，但仍未回到 2019 年疫情前水平，公司整体销量同比-0.4%至 11.06 百万千升，其中次高端及以上啤酒销量 1.87 百万千升，同比+27.8%，得益于公司决战高端战略的持续推进；产品结构也进一步优化，次高端及以上啤酒销量占比达 16.9%，同比提升 3.7%；叠加为抵消原料价格上涨压力对部分产品的价格调整，整体 ASP 同比+6.6%至 3,020 元/千升，毛利率同比+0.8%至 39.2%。

短期面临较大经营压力，密切关注疫情进展：

由于疫情反复且目前未现明显好转，叠加经济下行及成本压力，短期企业或将面临较大的经营压力；公司通过营销费用的精益化投放、提价动作在报表端的持续落地、产品结构的进一步优化，有望缓解部分压力。如果旺季到来前，疫情能够得到较好控制，可较为乐观地预期消费反弹的动力及速度，销量或仍有可追捕机会。

维持“买入”评级，目标价 58.0 港元：

考虑到当前疫情对消费的影响及后续发展的不确定性，我们下调原盈利预测，预期 22-23 年公司 EPS 分别为 1.22/1.50 元，目标价 58.0 港元，对应 23 年 30 倍 PE。公司高端化战略清晰，高端化能力提升显著，短期外部环境扰动不改中长期增长势能，当前估值处于底部区域，维持买入评级。

主要股东

华润集团（啤酒）有限公司 (51.67%)

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
 华润啤酒(291.HK)更新报告-20200820
 华润啤酒(291.HK)更新报告-20210125
 华润啤酒(291.HK)更新报告-20210325
 华润啤酒(291.HK)更新报告-20210820

研究部

姓名：陈欣

SFC: BLO515

电话：0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	31,448	33,387	35,226	38,037	41,030
同比增长	-5.2%	6.2%	5.5%	8.0%	7.9%
毛利率	38.4%	39.2%	40.7%	42.5%	44.0%
归母净利润	2,094	4,587	3,947	4,860	5,758
同比增长	59.6%	119.1%	-13.9%	23.1%	18.5%
净利润率	6.7%	13.7%	11.2%	12.8%	14.0%
每股盈利	0.65	1.41	1.22	1.50	1.77
PE@44.3HKD	57.3	23.8	27.3	22.6	12.3

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

报告正文

业绩符合此前预告，派息率保持稳定：

21年公司收入同比+6.2%至333.87亿元，Ebit 59.9亿元，同比+95%；如撇除出售土地获得的补偿收益（约17.26亿元）、及与关厂相关的减值亏损和一次性费用（约3.87亿元），公司经调整Ebit同比+22%至46.52亿元；实现归母净利润同比45.87亿元，同比119.1%；全年派息0.566元，派息率40%，维持稳定。

图 1：收入及增长趋势



图 2：归母净利润及增长趋势



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

图 3：调整后 Ebit 及增速

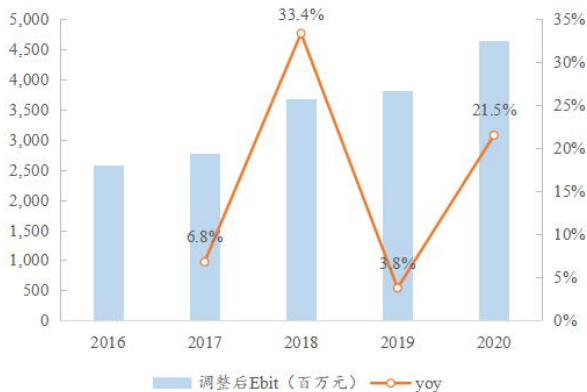


图 4：派息率保持稳定



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

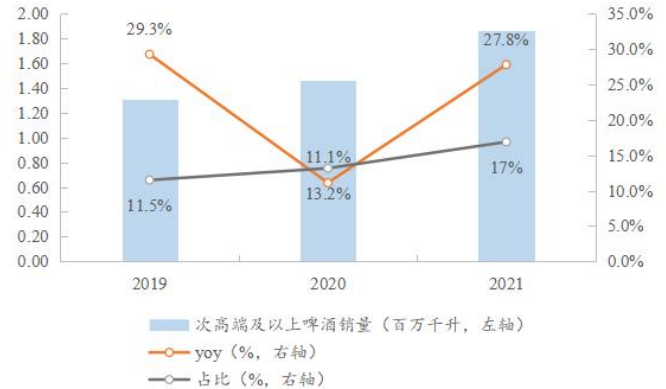
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

次高端及以上啤酒增长快速，产品结构持续优化：

21年啤酒市场呈复苏趋势，但仍未回到2019年疫情前水平，公司整体销量同比-0.4%至11.06百万千升，其中次高端及以上啤酒销量1.87百万千升，同比+27.8%，得益于公司决战高端战略的持续推进；产品结构也进一步优化，次高端及以上啤酒销量占比达16.9%，同比提升3.7%。分产品看，勇闯天涯 SuperX、喜力、雪花纯生和马尔绿按年均均有双位数增长。22年公司即将上市雪花全麦纯生、喜力 0.0 无醇啤酒及黑狮其他口味果啤，持续丰富产品组合，满足各阶受众及不同场景的消费需求。

图 5：近年啤酒销售量


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：次高端及以上啤酒销量及占比


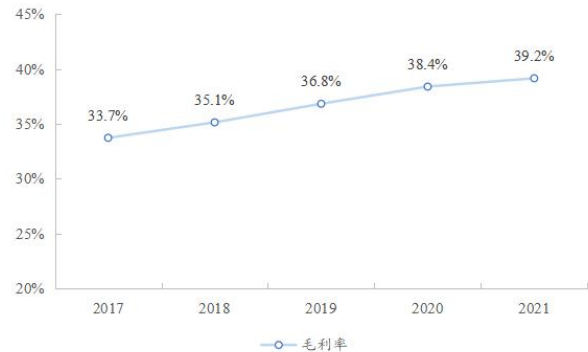
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

提价以抵消成本压力，毛利率稳步提升：

年内，为应对原材料及包材价格上涨压力，公司下半年逐步对部分产品价格进行调整，叠加产品结构及产能优化，整体 ASP 同比+6.6%至 3,020 元/千升，毛利率同比+0.8%至 39.2%。22 年，原物料成本压力仍存，公司将继续采取提价+产品组合优化等措施，预期全年 ASP 有中单位数以上的增长。

图 7：ASP 趋势

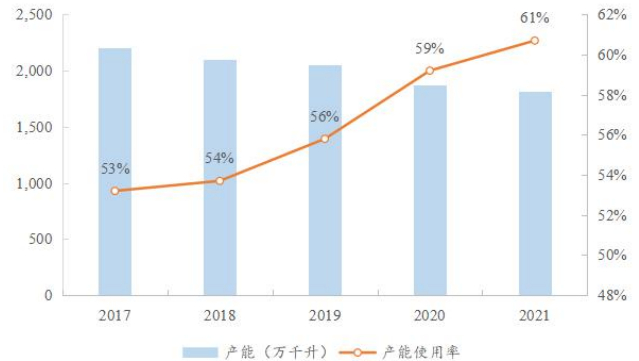

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 8：毛利率稳步提升


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 9：产能优化，工厂数量逐年减少


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

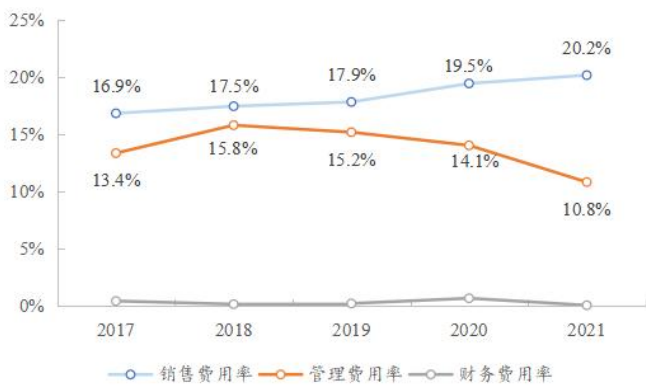
图 10：产能利用率稳步提升


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

销售费率略有上升，管理费率大幅降低，公司核心盈利能力稳步提升：

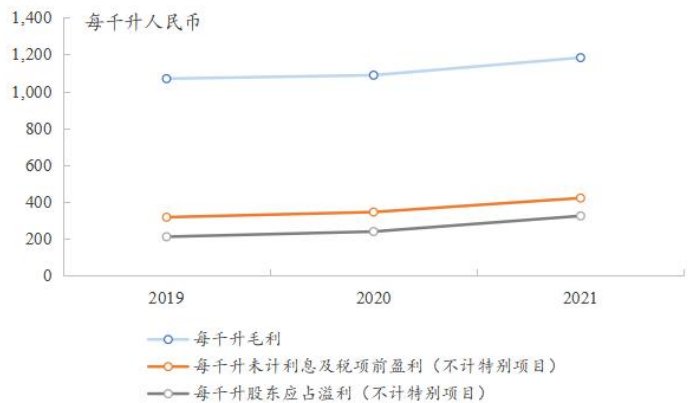
期内，销售费率同比+0.7%至 20.2%，主要是市场推广费用增加及员工成本上升所致；管理费率同比-3.3%至 10.8%，是公司产能优化工作取得的阶段性成果。受益于毛利率提升及费率的降低，公司核心盈利能力稳步提升，每千升毛利同比+8.7%，撇除特别项目后，每千升 Ebit 及股东应占溢利同比分别变动+22.0%/+35.6%。22 年公司在品牌建设及渠道网络覆盖的投入上，会更加注重费用的精准投放，预期销售费率将维持稳定。

图 11：销售费率略有提升，管理费率大幅降低



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 12：公司核心盈利能力稳步提升

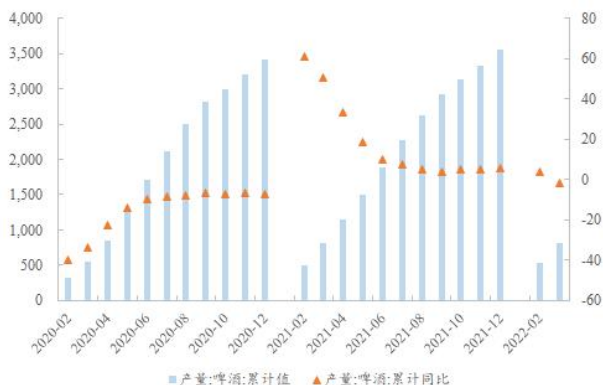


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

1-2月啤酒产量同比+3.6%，3月受疫情反复影响产量大幅下滑：

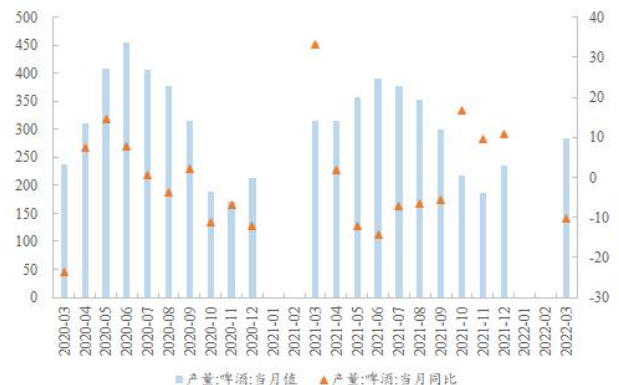
据国家统计局数据显示，今年前两月，中国规模以上啤酒企业产量530.9万千升，同比+3.6%，基本恢复至19年同期水平，主要得益于春节期间，流动人数较去年明显增加，且疫情管控良好。但3月份由于疫情反复，且波及面广、传播速度快，在多地施行更为严格的防疫管控下，产量同比-10.3%至284.9万千升，1Q22累计产量同比-1.5%。

图 13：22 年 1-2 月啤酒产量保持较快增长势头



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 14：22 年 3 月受疫情影响，啤酒产量大幅下滑



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

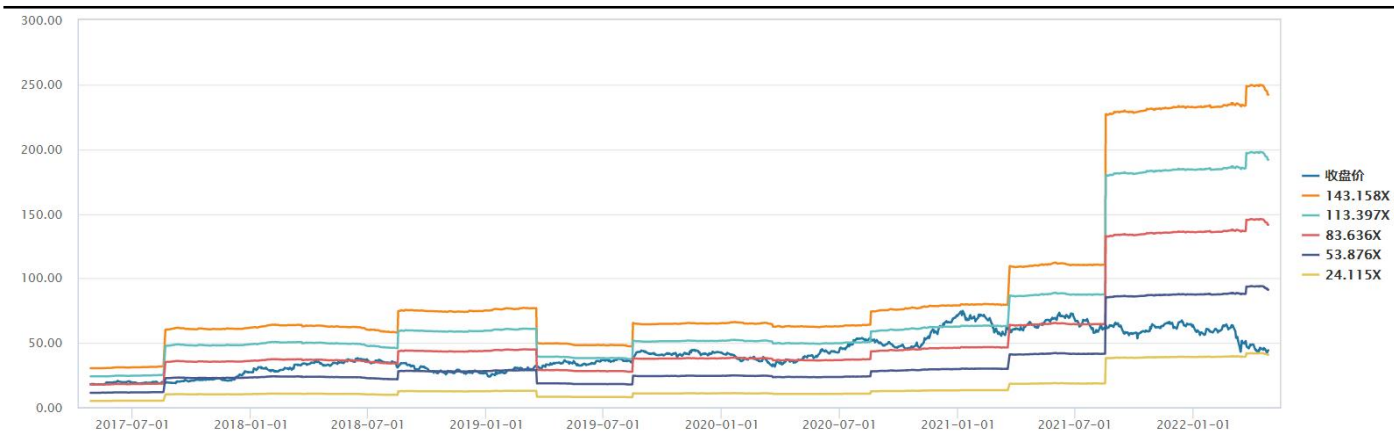
短期面临较大经营压力，密切关注疫情进展：

由于疫情反复且目前未现明显好转，叠加经济下行及成本压力，短期企业或将面临较大的经营压力；公司通过营销费用的精益化投放、提价动作在报表端的持续落地、产品结构的进一步优化，有望缓解部分压力。如果旺季到来前，疫情能够得到较好控制，可较为乐观地预期消费反弹的动力及速度，销量或仍有可追捕机会。

维持“买入”评级，目标价58.0港元：

考虑到当前疫情对消费的影响及后续发展的不确定性，我们下调原盈利预测，预期22-23年公司EPS分别为1.22/1.50元，目标价58.0港元，对应23年30倍PE。公司高端化战略清晰，高端化能力提升显著，短期外部环境扰动不改中长期增长势能，当前估值处于底部区域，维持买入评级。

图 15： 华润啤酒 PE Band



资料来源：Wind、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					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	31,448	33,387	35,226	38,037	41,030	盈利能力					
营业成本	(19,373)	(20,313)	(20,875)	(21,884)	(22,989)	毛利率 (%)	38.4%	39.2%	40.7%	42.5%	44.0%
毛利	12,075	13,074	14,351	16,154	18,042	净利率 (%)	6.7%	13.7%	11.2%	12.8%	14.0%
销售及分销成本	(6,123)	(6,743)	(7,045)	(7,607)	(8,206)	ROE	9.8%	18.7%	15.1%	16.8%	17.8%
其他收益	1,687	3,543	1,233	1,331	1,436	ROA	4.8%	9.0%	7.5%	8.5%	9.2%
管理费用	(4,419)	(3,619)	(3,170)	(3,271)	(3,447)						
财务费用	(211)	(19)	(20)	(22)	(23)	营运表现					
除税前利润	3,009	6,215	5,349	6,585	7,802	存货周转率	3.22	3.26	3.19	3.22	3.22
所得税	(915)	(1,625)	(1,398)	(1,722)	(2,040)	资产周转率	0.74	0.70	0.68	0.69	0.69
净利润	2,094	4,587	3,947	4,860	5,758						
少数股东权益	0	3	3	3	4	偿债能力					
EBITDA	4,825	7,653	6,730	7,925	9,100	资产负债率	51.4%	52.0%	50.8%	49.4%	47.9%
EPS	0.65	1.41	1.22	1.50	1.77	流动比率	0.68	0.75	0.89	1.07	1.25
DPS	0.26	0.57	0.49	0.60	0.71	速动比率	0.38	0.45	0.58	0.76	0.95
资产负债表						现金流量表					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	4,538	5,376	8,619	12,935	17,907	除税前利润	3,009	6,215	5,349	6,585	7,802
应收账款及票据	2,378	3,436	3,625	3,915	4,223	融资成本	(211)	(19)	(20)	(22)	(23)
存货	6,014	6,458	6,637	6,957	7,309	折旧与摊销	1,746	1,641	1,462	1,438	1,415
总流动资产	13,377	15,897	19,331	24,291	29,959	营运性现金流	4,480	4,995	5,927	7,276	8,276
固定资产	14,414	13,717	13,025	12,344	11,675	资本开支	(1,047)	(1,471)	(1,134)	(1,054)	(1,036)
无形资产	9,646	9,505	9,440	9,375	9,310	其他投资活动	(23)	(1,279)	49	60	59
递延税项资产	2,858	3,368	2,919	3,048	3,112	投资性现金流	(1,070)	(2,750)	(1,085)	(994)	(977)
总资产	43,775	51,053	52,917	57,286	62,289	股息	(561)	(1,284)	(1,579)	(1,944)	(2,303)
其他应付款	245	163	150	168	186	其他融资活动	(636)	(82)	(20)	(22)	(23)
应付帐款	19,327	21,007	21,588	22,631	23,774	融资性现金流	(1,197)	(1,366)	(1,599)	(1,966)	(2,327)
短期银行贷款	0	0	0	0	0	现金变化	2,213	879	3,243	4,317	4,972
总流动负债	19,572	21,170	21,738	22,800	23,961	期初持有现金	2,340	4,538	5,376	8,619	12,935
长期贷款	0	0	0	0	0	期末持有现金	4,538	5,376	8,619	12,935	17,907
其他非流动负债	2,024	3,379	3,379	3,379	3,379						
总负债	22,501	26,564	26,860	28,310	29,854						
股东权益	21,274	24,489	26,057	28,976	32,435						

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