

# 买入

# ASP 提升显著，高端化持续推进

## 华润啤酒 (291.HK)

2022-08-18 星期四

### 投资要点

目标价: **68.0 港元**  
 现价: 56.0 港元  
 预计升幅: 21.4%

#### ➤ ASP 提升显著，盈利超市场预期：

1H22 公司收入同比+7.0%至 210.13 亿元，如撇除出售土地获得补偿收益、及与关厂相关的减值亏损和一次性费用，上半年公司扣非后 Ebit 同比+17%至 51.6 亿元，归母净利润同比+20%至 38.0 亿元，好于预期。

#### ➤ 产品结构持续优化，控费成效好于预期：

受疫情影响，1H22 公司整体销量同比-0.7%至 629.5 万千升；其中，次高端及以上啤酒销量 114.2 万千升，同比+10.0%，销量占比进一步提升至 18.1%，产品结构得到持续优化；叠加对部分产品提价，ASP 同比上升 7.7%，有效缓解原材料及包材成本上涨压力，毛利率 42.3%，维持稳定。期内，公司有效管理运营成本，销售及管理费率（不计特别项目）同比分别下降 1.4%/0.7%，扣非后的 Ebit Margin 及归母净利润率均有 2 个点的提升。

#### ➤ 1H22 销量面临诸多压力，2H22 “疫后+高温”驱动需求快速复苏：

上半年受疫情影响，尤其是 3-4 月份，多地实施更为严格的防疫管控措施，封城导致线下消费场景受损且消费者出行受到限制，销售压力超过 20 年初武汉疫情；除此之外，市场亦面临宏观经济下行和消费能力下降的双重压力。进入下半年，伴随疫情影响的边际减弱、经济好转、多地持续高温天气等利好因素下，行业正加速恢复，预期公司下半年销量有望实现低单位数增长。

#### ➤ 维持“买入”评级，目标价 68.0 港元：

考虑到上半年盈利超预期，我们上调原 22 年盈利预测；同时，包材成本已出现回调，成本压力有望逐步减轻，盈利能力望获得改善。预计公司 22-24 年 EPS 分别为 1.33/1.62/1.86 元，上调目标价至 68.0 港元，对应 23 年 33 倍 PE。公司高端化战略清晰，短期外部环境扰动不改中长期增长势能，维持买入评级。

### 重要数据

日期	2022/8/17
收盘价 (港元)	56.0
总股本 (百万股)	3,244
总市值 (百万港元)	181,664
净资产 (百万元)	24,489
总资产 (百万元)	51,053
52 周高低 (港元)	68.347/38.047
每股净资产 (元)	7.55

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 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  
 华润啤酒(291.HK)更新报告-20220427

### 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	36,419	39,266	42,290
同比增长	-5.2%	6.2%	9.1%	7.8%	7.7%
毛利率	38.4%	39.2%	40.7%	43.3%	44.3%
净利润	2,094	4,587	4,326	5,255	6,035
同比增长	59.6%	119.1%	-5.7%	21.5%	14.9%
EPS	0.65	1.41	1.33	1.62	1.86
PE@56.0HKD	75.0	31.2	32.9	27.5	16.1

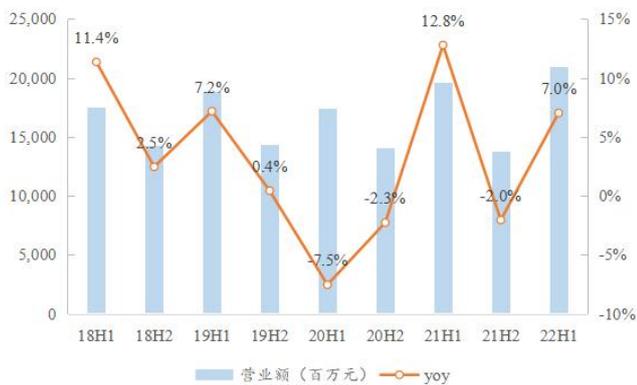
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### ASP 提升显著，盈利超市场预期：

1H22 公司收入同比+7.0%至 210.13 亿元，主要受 ASP 推动，得益于产品结构优化及对部分产品提价，ASP 同比上升 7.7%；如撇除出售土地获得补偿收益、及与关厂相关的减值亏损和一次性费用，上半年公司扣非后 Ebit 同比+17%至 51.6 亿元，归母净利润同比+20%至 38.0 亿元。

图 1：收入及增长趋势



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：归母净利润



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 高端化战略持续推进，产品结构进一步优化：

受疫情影响，1H22 公司整体销量同比-0.7%至 629.5 万千升；其中，次高端及以上啤酒销量 114.2 万千升，同比+10.0%，销量占比进一步提升至 18.1%，产品结构得到持续优化。分产品看，雪花纯生、超级勇闯、马尔斯绿销量均实现正增长，喜力增速超过 30%。下半年公司将继续推出雪花全麦纯生、喜力 0.0 无醇啤酒等高端新品，继续丰富高端产品矩阵，满足各阶受众及不同场景的消费需求。

图 3：华润啤酒整体销量



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：次高端及以上啤酒销量及占比

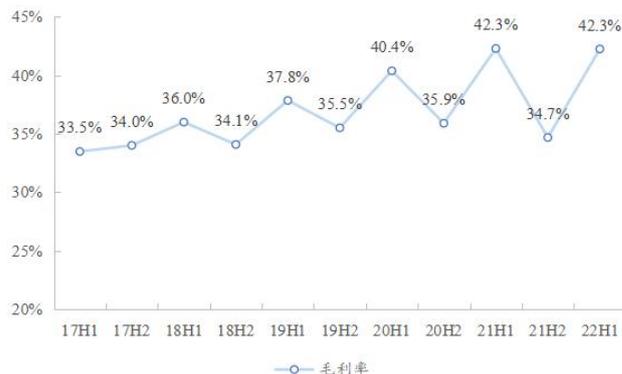


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 毛利率维持稳定，控费成效好于预期：

受原材料及包材价格上涨影响，22H1 吨成本同比+7.8%，通过对部分产品提价及产品组合的优化，公司毛利率维持稳定，达 42.3%，有效缓冲成本压力。期内，公司有效管理运营成本，销售及管理费率（不计特别项目）同比分别下降 1.4%/0.7%，扣非后的 Ebit Margin 及归母净利润率均有 2 个点的提升。

**图 5：华润啤酒 ASP**

**图 6：22H1 毛利率维持稳定**


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

**图 7：销售及管理费用率**


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**图 8：核心盈利能力持续提升**


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

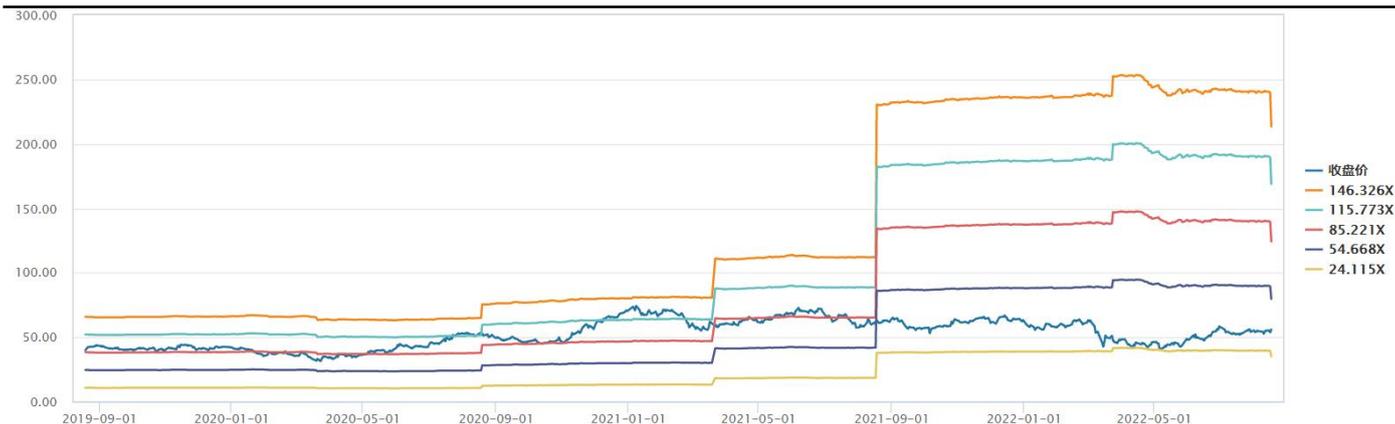
### 上半年销量面临诸多压力，下半年“疫后+高温”驱动需求侧快速复苏：

上半年受疫情影响，尤其是3-4月份，多地实施更为严格的防疫管控，封城导致线下消费场景受损且消费者出行受到限制，销售压力超过20年初武汉疫情；除此之外，市场亦面临宏观经济下行和消费能力下降的双重压力。进入下半年，伴随疫情影响的边际减弱、经济好转、多地持续高温天气等利好因素下，行业正加速恢复，预期下半年销量有望实现低单位数增长。

**维持“买入”评级，目标价68.0港元：**

考虑到上半年盈利超预期，我们上调原22年盈利预测；同时，包材成本已出现回调，成本压力有望逐步减轻，盈利能力望获得改善。预计公司22-24年EPS分别为1.33/1.62/1.86元，上调目标价至68.0港元，对应23年33倍PE。公司高端化战略清晰，短期外部环境扰动不改中长期增长势能，维持买入评级。

**图 9： 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	36,419	39,266	42,290	<b>盈利能力</b>					
营业成本	(19,373)	(20,313)	(21,614)	(22,268)	(23,559)	毛利率 (%)	38.4%	39.2%	40.7%	43.3%	44.3%
毛利	<b>12,075</b>	<b>13,074</b>	<b>14,805</b>	<b>16,998</b>	<b>18,731</b>	净利率 (%)	6.7%	13.7%	11.9%	13.4%	14.3%
销售及分销成本	(6,123)	(6,743)	(7,102)	(7,853)	(8,458)	ROE	9.8%	18.7%	16.5%	17.8%	18.3%
其他收益	1,687	3,543	1,457	1,374	1,480	ROA	4.8%	9.0%	8.0%	9.0%	9.5%
管理费用	(4,419)	(3,619)	(3,278)	(3,377)	(3,552)						
财务费用	(211)	(19)	(21)	(22)	(24)	<b>营运表现</b>					
除税前利润	3,009	6,215	5,862	7,120	8,177	存货周转率	3.22	3.26	3.24	3.19	3.23
所得税	(915)	(1,625)	(1,533)	(1,862)	(2,138)	资产周转率	0.74	0.70	0.69	0.70	0.69
净利润	<b>2,094</b>	<b>4,587</b>	<b>4,326</b>	<b>5,255</b>	<b>6,035</b>						
少数股东权益	0	3	3	3	4	<b>偿债能力</b>					
EBITDA	<b>4,825</b>	<b>7,653</b>	<b>7,235</b>	<b>8,452</b>	<b>9,467</b>	资产负债率	51.4%	52.0%	51.4%	49.5%	48.0%
EPS	0.65	1.41	1.33	1.62	1.86	流动比率	0.68	0.75	0.88	1.03	1.18
DPS	0.26	0.57	0.53	0.65	0.74	速动比率	0.38	0.45	0.58	0.72	0.88
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	4,538	5,376	8,800	12,285	16,631	除税前利润	3,009	6,215	5,862	7,120	8,177
应收账款及票据	2,378	3,436	3,748	4,041	4,352	融资成本	(211)	(19)	(21)	(22)	(24)
存货	6,014	6,458	6,872	7,080	7,490	折旧与摊销	1,746	1,641	1,462	1,438	1,415
<b>总流动资产</b>	<b>13,377</b>	<b>15,897</b>	<b>19,870</b>	<b>23,889</b>	<b>28,993</b>	<b>营运性现金流</b>	<b>4,480</b>	<b>4,995</b>	<b>6,261</b>	<b>6,603</b>	<b>7,761</b>
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	<b>投资性现金流</b>	<b>(1,070)</b>	<b>(2,750)</b>	<b>(1,085)</b>	<b>(994)</b>	<b>(977)</b>
<b>总资产</b>	<b>43,775</b>	<b>51,053</b>	<b>54,078</b>	<b>58,325</b>	<b>63,633</b>	股息	(561)	(1,284)	(1,731)	(2,102)	(2,414)
其他应付款	245	163	158	176	192	其他融资活动	(636)	(82)	(21)	(22)	(24)
应付帐款	19,327	21,007	22,352	23,029	24,364	<b>融资性现金流</b>	<b>(1,197)</b>	<b>(1,366)</b>	<b>(1,751)</b>	<b>(2,124)</b>	<b>(2,438)</b>
短期银行贷款	0	0	0	0	0						
<b>总流动负债</b>	<b>19,572</b>	<b>21,170</b>	<b>22,510</b>	<b>23,205</b>	<b>24,556</b>	<b>现金变化</b>	<b>2,213</b>	<b>879</b>	<b>3,424</b>	<b>3,485</b>	<b>4,346</b>
长期贷款	0	0	0	0	0	期初持有现金	2,340	4,538	5,376	8,800	12,285
其他非流动负债	2,024	3,379	3,379	3,379	3,379	期末持有现金	4,538	5,376	8,800	12,285	16,631
<b>总负债</b>	<b>22,501</b>	<b>26,564</b>	<b>27,793</b>	<b>28,884</b>	<b>30,567</b>						
<b>股东权益</b>	<b>21,274</b>	<b>24,489</b>	<b>26,285</b>	<b>29,441</b>	<b>33,066</b>						

# 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基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，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  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>