

买入

决战高端战略持续推进，次高端及以上增长提速

华润啤酒 (291.HK)

2021-08-20 星期五

投资要点

目标价：**75.0 港元**
 现价：61.75 港元
 预计升幅：21.5%

➤ 撇除特别项目，业绩超出预期：

受益于消费复苏及高端化战略，2021H1 公司实现销售收入 196.34 亿元人民币，同比+12.8%至；不计特别项目的 EBIT 同比+43.0%至 44.03 亿元（特别项目包含固定资产减值 2.05 亿元、员工安置费 0.4 亿元、出让土地一次性收益 17.55 亿元），归母净利润同比+106.4%至 42.9 亿元。

➤ 次高端及以上增速亮眼，产品结构持续优化：

21H1 公司整体啤酒销量+4.9%至 633.7 万千升，其中次高端及以上啤酒销量达 100 万千升，同比+50.9%，占比提升至 15.8%；得益于产品结构的持续优化，公司吨酒价格同比+7.5%至 3,098 元/千升，毛利率同比提升 1.9 个百分点至 42.3%。分产品来看，次高档品牌 SUPER X 上半年销量实现翻倍增长；高档品牌喜力及马尔斯绿分别实现 40-50%/60-70% 的销量增长；另一主力品牌纯生亦有稳健增速。展望全年，公司次高端及以上啤酒销量增速有望超过 30%。

➤ 持续坚定品牌投入，注重费用的精准投放：

期内，公司加强品牌宣传及渠道营销活动的推广力度，销售费用同比+12.4%至 32.9 亿元，销售费比保持稳定。为提升高端产品的市场竞争力，公司近年在销售费用的投放上将更加积极，望形成压倒性优势，确保高端产品的持续高速增长；同时更加注重费用的精准投放，保持费用率的稳定。

➤ 上调至“买入”评级，目标价 75.0 港元：

公司高端化战略路径清晰，进展顺利，考虑到次高端及以上啤酒销量好于预期，且下半年有提价可能对冲成本压力，我们上调原盈利预测，预期 2021-2022 年公司 EPS 分别为 1.33/1.31 元，给予 75.0 港元目标价，较现价有 21.5% 的涨幅空间，上调评级至“买入”。

重要数据

日期	2021/8/20
收盘价 (港元)	61.75
总股本 (百万股)	3,244
总市值 (百万港元)	200,317
净资产 (百万元)	21,274
总资产 (百万元)	43,775
52 周高低 (港元)	78.44/43.94
每股净资产 (元)	6.56

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

研究部

姓名：陈欣

SFC: BLO515

电话：0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	33,190	31,448	34,826	38,033	41,499
同比增长	4.2%	-5.2%	10.7%	9.2%	9.1%
毛利率	36.8%	38.4%	40.4%	42.1%	43.9%
归母净利润	1,312	2,094	4,327	4,253	5,480
同比增长	34.3%	59.6%	106.7%	-1.7%	28.8%
净利润率	4.0%	6.7%	12.4%	11.2%	13.2%
每股盈利	0.40	0.65	1.33	1.31	1.69
PE (核心净利润)	58.8	56.3	48.1	35.4	28.2

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

报告正文

撇除特别项目，业绩超出预期：

受益于消费复苏及高端化战略，2021H1 公司实现销售收入 196.34 亿元人民币，同比+12.8%至；不计特别项目的 EBIT 同比+43.0%至 44.03 亿元（特别项目包含固定资产减值 2.05 亿元、员工安置费 0.4 亿元、出让土地一次性收益 17.55 亿元），归母净利润同比+106.4%至 42.9 亿元

图 1：公司收入及增速

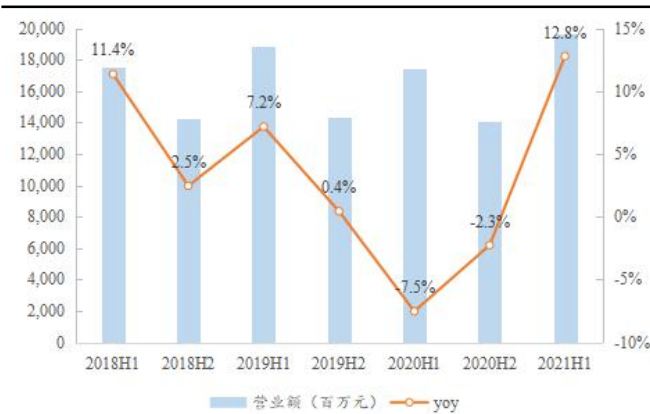
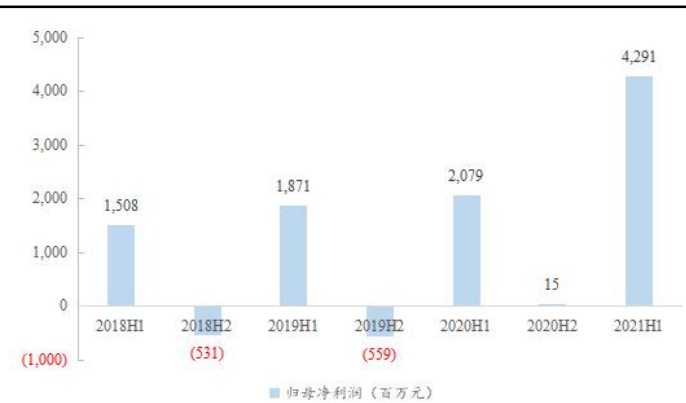


图 2：公司归母净利润



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

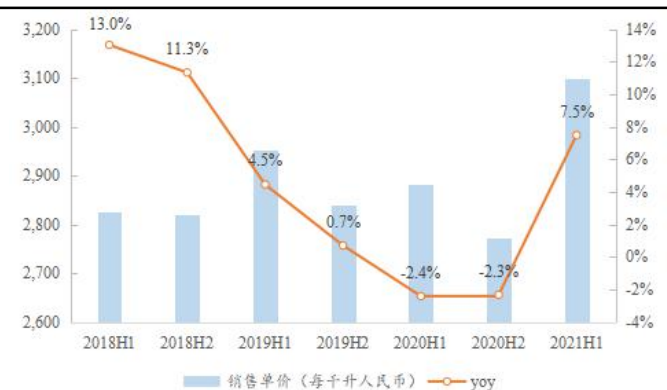
次高端及以上增速亮眼，产品结构持续优化：

21H1 公司整体啤酒销量+4.9%至 633.7 万千升，其中次高端及以上啤酒销量达 100 万千升，同比+50.9%，占比提升至 15.8%；得益于产品结构的持续优化，公司吨酒价格同比+7.5%至 3,098 元/千升，毛利率同比提升 1.9 个百分点至 42.3%。分产品来看，次高档品牌 SUPER X 上半年销量实现翻倍增长；高档品牌喜力及马尔斯绿分别实现 40-50%/60-70%的销量增长；另一主力品牌纯生亦有稳健增速。展望全年，公司次高端及以上啤酒销量增速有望超过 30%。

图 3：公司销量

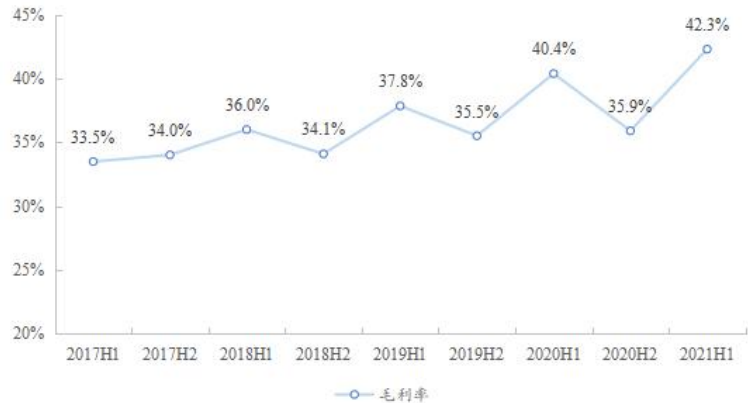


图 4：公司 ASP



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 5：公司毛利率趋势


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

高端化战略稳步推进，管理模式持续落地：

公司目前高端大客户初具规模，已正式转化为以“大客户为主”的渠道模式。今年还将落地大客户的平台化、一体化管理，通过规范性、系统性、全国性的管理方式，助推高端化战略的顺利执行。

持续坚定品牌投入，注重费用的精准投放：

期内，公司加强品牌宣传及渠道营销活动的推广力度，销售费用同比+12.4%至32.9亿元，销售费比保持稳定。为提升高端产品的市场竞争力，公司近年在销售费用的投放上将更加积极，望形成压倒性优势，确保高端产品的持续高速增长；同时更加注重费用的精准投放，保持费用率的稳定。

图 6：公司费用率


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

成本压力下，考虑对旗下部分单品进行提价：

21年原材料大麦、包装物如纸箱、铝罐价格的持续上涨对啤酒企业成本端构成压力；为此，公司计划下半年对旗下部分单品进行三价统一的全国性提价，增强渠道和终

端的利潤空間，預期提升幅度將大於成本上漲幅度。

上調至“買入”評級，目標價75.0港元：

公司高端化戰略路徑清晰，進展順利，考慮到次高端及以上啤酒銷量好於預期，且下半年有提價可能對沖成本壓力，我們上調原盈利預測，預期2021-2022年公司EPS分別為1.33/1.31元，給予75.0港元目標價，較現價有21.5%的漲幅空間，上調評級至“買入”。

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					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	33,190	31,448	34,826	38,033	41,499	盈利能力					
营业成本	(20964)	(19373)	(20749)	(22038)	(23265)	毛利率 (%)	36.8%	38.4%	40.4%	42.1%	43.9%
毛利	12226	12075	14078	15995	18234	净利率 (%)	4.0%	6.7%	12.4%	11.2%	13.2%
销售及分销成本	(5925)	(6123)	(6791)	(7226)	(7677)	ROE	6.7%	9.8%	18.4%	16.3%	18.7%
其他收益	1017	1687	1219	1331	1452	ROA	3.2%	4.8%	9.1%	8.2%	9.6%
管理费用	(5046)	(4419)	(4179)	(3994)	(4150)	营运表现					
财务费用	(70)	(211)	(30)	(30)	(30)	存货周转率	3.68	3.22	3.33	3.32	3.31
所得税	(892)	(915)	(1289)	(1823)	(2349)	资产周转率	0.82	0.74	0.76	0.76	0.76
净利润	1312	2094	4327	4253	5480	偿债能力					
少数股东权益	(2)	0	0	0	0	资产负债率	52.6%	51.4%	50.8%	50.0%	48.7%
核心净利润	2838	2967	3469	4710	5928	流动比率	0.49	0.68	0.81	0.96	1.15
EPS	0.40	0.65	1.33	1.31	1.69	速动比率	0.19	0.38	0.50	0.66	0.85
DPS	0.17	0.26	0.53	0.52	0.68						
资产负债表						现金流量表					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020E	2021E	2022E	2023E
现金	2,340	4,538	7,832	11,731	16,821	除税前利润	2,202	3,009	4,296	6,076	7,829
应收账款及票据	943	2,378	2,633	2,876	3,138	融资成本	(70)	(211)	(30)	(30)	(30)
存货	6,018	6,014	6,441	6,841	7,222	折旧与摊销	1,724	1,746	1,497	1,476	1,432
总流动资产	9,718	13,377	16,983	21,525	27,257	营运性现金流	4,098	5,881	4,529	6,286	8,021
固定资产	15,818	14,414	13,611	12,547	11,591	资本开支	(1,490)	(885)	(1,293)	(1,029)	(1,015)
无形资产	9,806	9,646	9,582	9,517	9,453	其他投资活动	(1,278)	238	359	374	305
递延税项资产	2,532	2,858	2,605	2,665	2,709	投资性现金流	(2,768)	(647)	(933)	(655)	(709)
总资产	41,591	43,775	47,793	52,186	57,244	股息	(494)	(840)	(1,731)	(1,701)	(2,192)
其他应付款	284	245	311	406	499	其他融资活动	(384)	(737)	(30)	(30)	(30)
应付帐款	19,061	19,327	20,699	21,986	23,210	融资性现金流	(878)	(1,577)	(1,761)	(1,731)	(2,222)
短期银行贷款	511	0	0	0	0	现金变化	482	3,657	1,835	3,899	5,090
总流动负债	19,856	19,572	21,011	22,392	23,709	期初持有现金	1,858	2,340	5,997	7,832	11,731
长期贷款	0	0	0	0	0	期末持有现金	2,340	5,997	7,832	11,731	16,821
其他非流动负债	1,206	2,024	2,024	2,024	2,024						
总负债	21,864	22,501	24,262	26,103	27,872						
股东权益	19,727	21,274	23,531	26,084	29,372						

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