

# 买入

# 降本增效成效显著，决战高端持续发力

## 华润啤酒 (291.HK)

2023-03-27 星期一

### 投资要点

目标价: **76.0 港元**  
 现价: 62.9 港元  
 预计升幅: 20.8%

#### ➤ 受益高端化+降本增效，22 财年业绩亮眼：

2022 年公司收入 352.6 亿元，同比+5.6%；如撇除出售土地获得补偿收益、与关厂相关的减值亏损和一次性费用，公司扣非后 EBIT 及归母净利润分别为 54.6/45.2 亿元，同比分别变动+17.4%/+26.2%，派息率 40%，同去年持平，业绩基本符合我们预期。

### 重要数据

日期	2023/3/24
收盘价 (港元)	62.9
总股本 (百万股)	3,244
总市值 (百万港元)	204,048
净资产 (百万元)	27,077
总资产 (百万元)	57,313
52 周高低 (港元)	64.4/35.9
每股净资产 (元)	8.35

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

#### ➤ 产品结构持续优化，降本增效成效显著：

2022 年公司销量同比+0.4% (1H22/2H22 同比-0.7%/+1.7%) 至 1,109 万千升；其中，次高端及以上啤酒销量 210 万千升，同比+12.6% (1H22 同比+10.0%)，占比提升 2pct 至 18.9%，高端喜力销量同比增长约 30%。受益于产品结构持续优化，叠加对产品价格的调整，ASP 同比上升 5.2% 至 3,178 元/千升，部分抵消原材料成本上涨压力。期内，吨成本同比上涨 6.5%，下半年成本压力较上半年有所缓解 (1H22/2H22 吨成本同比 +7.8%/+4.7%)，全年毛利率微降 0.7% 至 38.5%。通过销售费用的精益化管理、多年提质增效下红利释放，公司销管费用率同比分别下降 1.1pct/1.4pct，推动核心净利润率同比+2.1% 至 12.8%。

#### ➤ 线下消费场景复苏提振动销，盈利能力有望提升：

疫情放开后，线下消费场景复苏提振啤酒现饮渠道动销，预期次高端及以上啤酒销量将保持双位数增长。喜力也将在全国范围内做更多对渠道覆盖及动销的部署，预期增速有望超过去年。伴随产品结构的不断优化、原材料价格压力缓解、降本增效效能的持续释放，公司盈利能力有望获得持续提升。

### 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-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-20210820  
 华润啤酒(291.HK)更新报告-20220427  
 华润啤酒(291.HK)更新报告-20220818

#### ➤ 维持“买入”评级，目标价 76.0 港元：

啤酒行业利润可挖掘空间大，预期高端化、集约化、精益化、数字化将推动行业彻底重塑，行业龙头利润弹性可期。预计华润啤酒 23-24 年 EPS 分别为 1.62/2.07 元，上调目标价至 76.0 港元，对应 24 年 32 倍 PE，维持买入评级。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	33,387	35,263	40,977	43,982	46,942
同比增长	6.2%	5.6%	16.2%	7.3%	6.7%
毛利率	39.2%	38.5%	40.6%	42.9%	44.8%
净利润	4,590	4,350	5,492	6,920	8,226
同比增长	119.1%	-5.3%	20.8%	28.2%	18.7%
EPS	1.41	1.34	1.62	2.07	2.46
PE@62.9HKD	39.1	41.3	34.2	26.7	22.5

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

### 研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

## 报告正文

### 受益高端化+降本增效，22 财年业绩亮眼：

22 年公司收入 352.6 亿元，同比+5.6%；如撇除出售土地获得补偿收益、与关厂相关的减值亏损和一次性费用，公司扣非后 EBIT 及归母净利润分别为 54.6/45.2 亿元，同比分别变动+17.4%/+26.2%，派息率 40%，同去年持平，业绩基本符合我们预期。

图 1：收入及增速



图 2：归母净利润及增速



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

### 产品结构持续优化，降本增效成效显著：

2022 年公司销量同比+0.4%（1H22/2H22 同比-0.7%/+1.7%）至 1,109 万千升；其中，次高端及以上啤酒销量 210 万千升，同比+12.6%（1H22 同比+10.0%），占比提升 2pct 至 18.9%，高端喜力销量同比增长约 30%。受益于产品结构持续优化，叠加对产品价格的调整，ASP 同比上升 5.2%至 3,178 元/千升，部分抵消原材料成本上涨压力。期内，吨成本同比上涨 6.5%，下半年成本压力较上半年有所缓解（1H22/2H22 吨成本同比+7.8%/+4.7%），全年毛利率微降 0.7%至 38.5%。通过销售费用的精益化管理、多年提质增效下红利释放，公司销管费用率同比分别下降 1.1pct/1.4pct，推动核心净利润率同比+2.1%至 12.8%。

图 3：华润啤酒整体销量



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

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**图 5：华润啤酒 ASP**

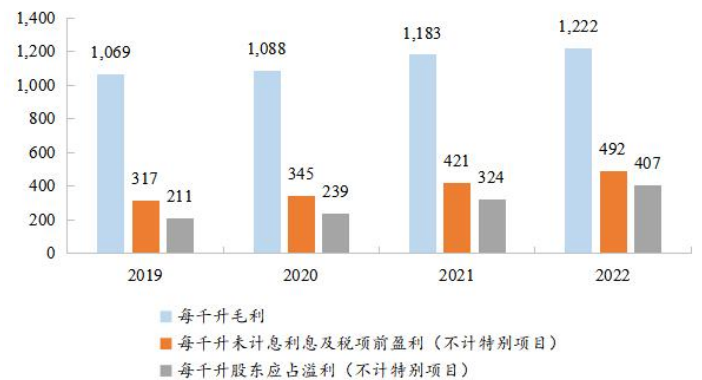

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**图 6：毛利率微降**


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

### 线下消费场景复苏提振动销，盈利能力有望提升：

疫情放开后，线下消费场景复苏提振啤酒现饮渠道动销，预期次高端及以上啤酒销量将保持双位数增长。喜力也将在全国范围内做更多对渠道覆盖及动销的部署，预期增速有望超过去年。伴随产品结构的不断优化、原材料价格压力缓解、降本增效效能的持续释放，公司盈利能力有望获得持续提升。

### 维持“买入”评级，目标价76.0港元：

啤酒行业利润可挖掘空间大，预期高端化、集约化、精益化、数字化将推动行业彻底重塑，行业龙头利润弹性可期。预计华润啤酒23-24年EPS分别为1.62/2.07元，上调目标价至76.0港元，对应24年32倍PE，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					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	33,387	35,263	40,977	43,982	46,942	盈利能力					
营业成本	(20,313)	(21,702)	(24,329)	(25,119)	(25,895)	毛利率 (%)	39.2%	38.5%	40.6%	42.9%	44.8%
毛利	<b>13,074</b>	<b>13,561</b>	<b>16,648</b>	<b>18,863</b>	<b>21,047</b>	净利率 (%)	13.7%	12.3%	13.4%	15.7%	17.5%
销售及分销成本	(6,743)	(6,750)	(7,622)	(8,313)	(8,872)	ROE	18.7%	16.1%	17.5%	19.1%	19.7%
其他收益	3,279	1,736	1,885	2,010	2,145	ROA	9.0%	7.6%	8.5%	9.9%	10.8%
管理费用	(3,619)	(3,320)	(3,692)	(3,888)	(4,023)	营运表现					
EBIT	5,991	5,227	7,220	8,672	10,296	存货周转率	3.26	3.13	2.89	2.61	2.54
除税前利润	6,215	5,528	7,420	9,306	11,042	资产周转率	0.70	0.65	0.67	0.66	0.64
所得税	(1,625)	(1,178)	(1,928)	(2,386)	(2,816)	偿债能力					
归母净利润	<b>4,590</b>	<b>4,350</b>	<b>5,492</b>	<b>6,920</b>	<b>8,226</b>	资产负债率	52.0%	52.8%	51.4%	48.2%	45.3%
少数股东权益	(3)	(6)	(246)	(196)	(245)	流动比率	0.75	0.88	1.04	1.23	1.41
EPS	1.41	1.34	1.62	2.07	2.46	速动比率	0.45	0.57	0.69	0.86	1.03
DPS	0.57	0.54	0.65	0.83	0.98						
资产负债表						现金流量表					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
现金	5,376	10,208	14,219	18,823	24,179	除税前利润	6,215	5,528	7,420	9,306	11,042
应收账款及票据	3,436	2,612	3,148	3,378	3,606	融资成本	(30)	(47)	(300)	(17)	(5)
存货	6,458	7,402	9,418	9,862	10,521	折旧与摊销	1,641	1,387	1,406	1,403	1,386
总流动资产	15,897	20,878	27,441	32,719	38,962	经营性现金流	4,995	7,912	7,497	8,720	9,848
固定资产	17,096	17,206	18,249	18,365	18,484	资本开支	(1,471)	(1,397)	(1,447)	(1,517)	(1,503)
无形资产	9,250	9,385	8,885	8,885	8,885	其他投资活动	(1,279)	0	0	0	0
递延税项资产	3,368	3,266	3,266	3,266	3,266	其他融资活动	(85)	153	(300)	(500)	(300)
总资产	51,053	57,313	64,417	69,809	76,168	投资性现金流	(2,750)	(1,397)	(1,447)	(1,517)	(1,503)
其他应付款	163	153	153	153	153	股息	(1,281)	(1,836)	(1,739)	(2,099)	(2,690)
应付帐款	21,007	23,002	25,853	26,623	27,446	其他融资活动	(85)	153	(300)	(500)	(300)
短期银行贷款	0	512	300	(200)	0	融资性现金流	(1,366)	(1,683)	(2,039)	(2,599)	(2,990)
总流动负债	21,170	23,667	26,306	26,576	27,599	现金变化	879	4,832	4,011	4,604	5,356
长期贷款	0	588	500	500	0	期初持有现金	4,538	5,376	10,208	14,219	18,823
递延税项负债	1,955	1,850	1,850	1,850	1,850	期末持有现金	5,376	10,208	14,219	18,823	24,179
总负债	26,564	30,236	33,087	33,657	34,480						
股东权益	24,489	27,077	31,330	36,152	41,688						

# 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>