

华润啤酒 (00291.HK) 2021年中报业绩预告点评

高端势能已起，盈利高增兑现

- ❖ **事件：**公司发布盈利预告，预计21H1股东应占溢利同比增长至少100%（去年同期为20.8亿元），主要系：（1）根据搬迁补偿协议出让地块，获得初始税后补偿收益约人民币13亿元；（2）毛利因集团产品销量及平均售价上升而增加导致。
- ❖ **扣除一次性因素，21H1业绩预增30%+，具备进一步超预期潜力。**21H1业绩至少在41.6亿，扣除搬迁协议出让地块收益后，业绩超28.6亿（去年同期业绩20.8亿），同比增长至少37.5%。此外，去年同期关闭两家工厂带来的一次性损失约2.9亿，还原关厂影响后20H1业绩为23.7亿，随产能优化进入中后期，我们判断21H1一次性费用边际减少（略低于2.9亿元）。按照业绩预增底线（增长100%）计算，21H1还原关厂费用并剔除搬迁款影响后业绩接近31.5亿元，同比增长在33%左右，已略超我们此前中报前瞻预计的30%的业绩增长预期，同时具备进一步超预期的潜力。
- ❖ **高端增量明显，驱动收入双位增长，费用率高基数下摊薄。**量价拆分看，我们预计公司上半年整体销量同比增长中个位数，次高端以上产品有望达到百万吨级别，同比增长有望达40%以上（2020年全年146万吨，推测20H1受疫情影响销量不足70万吨），次高端以上产品销量占比有望提升4-5pcts，高端化势能已起。我们测算预计上半年公司吨价有望提升高个位数，驱动整体收入两位数增长。毛利率方面，尽管成本上行影响，但高端占比提升对冲，毛利率同比上行1pct以上。此外，20H1疫情后消化库存投入费用较多，且随着收入恢复双位增长，销售费用率预计有所摊薄，且管理费用率预计持续优化。
- ❖ **如何看待千元新品“醴”？突出文化挖掘、价格标杆，场景延伸，均紧密围绕高端化战略。**公司5月份上新超高端产品“醴”，定价999元/盒（2瓶），引发市场和消费者近期较大关注。在华润高端品牌体系打造初步成型后，我们认为当前时点推出“醴”的背景及意义，主要是以下几点：一是突出文化挖掘，“醴”的品牌定位中国最古老的啤酒，也与中国啤酒行业协会推广的啤酒起源于中国之说遥相呼应，从过去产品同质化到近年持续探索品牌文化属性挖掘，实际上反映了啤酒高端化加速推进的趋势；二是树立价格标杆，通过超高端品牌价格标杆的设立，高端化向上空间完全打开，海外啤酒或白酒等其他酒精品类的品牌梯队打造也有类似操作，实际也无可非议；三是消费场景延伸，从现饮场景延伸至商务宴请和送礼礼仪场景上，突出价值感和仪式感，定位小众消费场景，当下标杆意义大于销售贡献意义。
- ❖ **投资建议：高端化势能已起，下半年不乏催化，重申3000亿港元目标市值。**公司上半年高端化进展良好，奠定全年次高端以上接近200万吨销量基础，高端化势能已起且节奏加快。而展望下半年，预计华润啤酒股价催化剂依然充足：一是8月中报报表披露更多经营细节，二是下半年成本上涨下半场，行业存在提价可能性，三是高端化更多运营动作落地及数据验证，均有望验证高端化驱动盈利加速的预判。我们略调整21-23年还原后EPS预测为1.26/1.86/2.16元（21年预测不包含出让地块一次性收益），对应P/E为45X/30X/26X，盈利高增趋势下，我们给予22年45倍PE，我们重申目标市值3000亿港元，对应目标价93港元，重申“强推”评级！
- ❖ **风险提示：**高端啤酒消费波动、高端营销落地进度低于市场预期、费用确认节奏导致短期盈利预测偏差等。

主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	31,448	35,152	37,817	40,779
同比增速(%)	-5.2%	11.8%	7.6%	7.8%
归母净利润(百万)	2,967	4,080	6,024	7,018
同比增速(%)	4.5%	37.5%	47.6%	16.5%
每股盈利(元)	0.91	1.26	1.86	2.16
市盈率(倍)	61.6	44.8	30.3	26.0
市净率(倍)	6.4	5.6	4.7	3.9

资料来源：公司公告，华创证券预测（注：股价为2021年7月19日收盘价；21年盈利预测不包含13亿出让地块一次性收益）

强推（维持）

目标价：93港元

当前价：68.85港元

华创证券研究所
证券分析师：欧阳予

 邮箱：ouyangyu@hcyjs.com
 执业编号：S0360520070001

证券分析师：程航

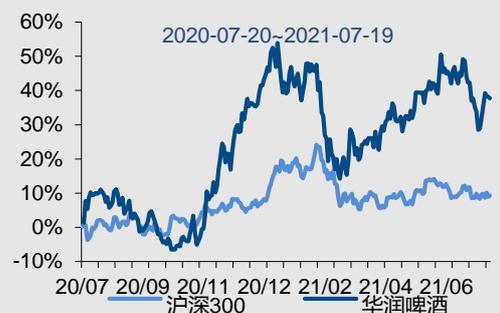
 电话：021-20572565
 邮箱：chenghang@hcyjs.com
 执业编号：S0360519100004

证券分析师：董广阳

 电话：021-20572598
 邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
 执业编号：S0360518040001

公司基本数据

总股本(万股)	324,418
已上市流通股(万股)	324,418
总市值(亿港元)	2,190
流通市值(亿港元)	2,190
资产负债率(%)	51.40%
每股净资产(元)	6.54
12个月内最高/最低价	78.42/30.25

市场表现对比图(近12个月)

相关研究报告

《华润啤酒 (0291.HK) 深度报告：加速高端化的啤酒龙头》

2020-09-13

《华润啤酒 (0291.HK) 跟踪分析报告：经营延续良性，回落凸显价值，重申“强推”评级》

2020-10-18

《华润啤酒 (0291.HK) 跟踪分析报告：新雪花，新阶段，全新高端化能力》

2020-11-22

《华润啤酒 (0291.HK) 跟踪分析报告：夯实高端能力，中期目标不变》

2021-01-25

《华润啤酒 (0291.HK) 跟踪分析报告：战高端的关键之年》

2021-03-23

图表 1 华润啤酒超高端标杆新品“醴”



资料来源: 凤凰财经, 华创证券

图表 2 “醴”定价 999 元/盒 (2 瓶)



资料来源: 雪花天猫官方旗舰店, 华创证券

图表 3 华润啤酒 PE-Band



资料来源: wind, 华创证券

图表 4 华润啤酒 PB-Band



资料来源: wind, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	4,538	7,285	13,211	20,605
应收款项合计	1,144	1,369	1,460	1,554
存货	6,014	5,916	5,995	6,045
其他流动资产	1,681	612	796	1,042
流动资产合计	13,377	15,182	21,462	29,246
固定资产净值	14,414	11,512	10,109	8,662
权益性投资	0	0	0	0
其他长期投资	7	7	7	7
商誉及无形资产	13,013	12,978	13,240	13,205
土地使用权	0	3,574	3,786	4,014
其他非流动资产	2,964	2,759	2,789	2,837
非流动资产合计	30,398	30,830	29,931	28,725
资产合计	43,775	46,012	51,393	57,971
应交税金	162	140	189	192
短期借贷及长期借 贷当期到期部分	0	511	600	700
其他流动负债	19,410	19,093	19,258	19,478
流动负债合计	19,572	19,744	20,047	20,370
长期借贷	0	0	0	0
其他非流动负债	2,929	2,002	2,161	2,216
非流动负债合计	2,929	2,002	2,161	2,216
负债合计	22,501	21,746	22,208	22,586
归属母公司股东权益	21,217	24,213	29,135	35,337
少数股东权益	57	53	50	48
所有者权益合计	21,274	24,266	29,185	35,385
负债和股东权益	43,775	46,012	51,393	57,971

现金流量表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,237	6,518	8,906	10,047
净利润	2,094	3,180	5,371	6,643
折旧与摊销	2,075	1,776	1,788	1,797
营运资本变动	3,886	-420	-17	56
其他非现金调整	-6,818	1,982	1,764	1,552
投资活动现金流	846	-393	-929	-714
资本支出	-1,000	-600	-900	-667
长期投资减少	2	0	0	0
少数股东权益增加	0	1	2	1
其他长期资产的减 少/(增加)	1,844	206	-31	-48
融资活动现金流	115	-3,378	-2,052	-1,940
借款增加	-511	511	89	100
股利分配	-630	-627	-644	-1,301
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动产生 的现金流量净额	1,256	-3,262	-1,497	-739

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	32,468	36,172	38,837	41,799
主营业务收入	31,448	35,152	37,817	40,779
其他业务收入	1,020	1,020	1,020	1,020
营业总支出	29,915	32,242	32,419	33,811
营业成本	19,373	20,689	20,355	20,354
营业开支	10,542	11,553	12,064	13,457
营业利润	2,553	3,930	6,418	7,988
净利息支出	70	-2	-7	4
权益性投资损益	0	0	0	0
其他非经营性损益	-150	-42	-65	-86
非经常项目前利润	2,483	3,891	6,360	7,898
非经常项目损益	526	526	802	959
除税前利润	3,009	4,417	7,162	8,857
所得税	915	1,237	1,790	2,214
少数股东损益	0	0	0	0
持续经营净利润	2,094	3,180	5,372	6,643
非持续经营净利润	0	0	0	0
净利润	2,094	3,180	5,371	6,643
优先股利及其 他调整项	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,967	4,080	6,024	7,018
(还原且一次性费 用扣税)	0.91	1.26	1.86	2.16
EPS(摊薄)(元)	0.91	1.26	1.86	2.16

主要财务比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-5.2%	11.8%	7.6%	7.8%
归母净利润增长率 (还原后)	4.5%	37.5%	47.6%	16.5%
获利能力				
毛利率	38.4%	39.9%	44.6%	49.0%
净利率(还原后)	9.4%	11.6%	15.9%	17.2%
ROE	10.2%	14.0%	20.1%	20.6%
ROA	4.9%	7.1%	11.0%	12.1%
偿债能力				
资产负债率	51.4%	47.3%	43.2%	39.0%
流动比率	0.7	0.8	1.1	1.4
速动比率	0.4	0.5	0.8	1.1
每股指标(元)				
每股收益(还原后)	0.91	1.26	1.86	2.16
每股经营现金流	0.38	2.01	2.75	3.10
每股净资产	8.76	10.00	12.03	14.59
估值比率				
P/E	61.60	44.79	30.34	26.04
P/B	6.43	5.63	4.68	3.86

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，4 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券研发中心，2017 年新财富第一、2018 年水晶球第一、2019 年新财富第三、2020 年新财富第二团队核心成员。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

分析师：范子盼

中国人民大学硕士，2 年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

研究员：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，曾任职于国元证券，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨畅

南佛罗里达大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：田晨曦

伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士。12 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自 2013 至 2020 年，获得新财富最佳分析师连续四届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续两届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522