

## 持有

## 产品+渠道组合拳出击，看好公司高端化战略

华润啤酒 (291.HK)

2021-01-25 星期一

## 投资要点

目标价: **80.0 港元**  
 现价: 70.15 港元  
 预计升幅: 14.0%

➤ **公司公告 2020 年度表观净利润同比增长 50% 以上:**

公司近日发布盈利预喜，预计 2020 年度公司表观归母净利润同比大幅增加至少 50%。参考 2019 年公司盈利预喜及最终实际业绩表现，我们预期 2020 年公司归母净利润同比增长在 50-60%，即利润介于 19.7-21 亿人民币，低于我们和市场的预期；而公司此前公告，前三季度的表观归母净利润为 36.5 亿元，意味着 Q4 或录得亏损 15.5-16.8 亿元，主要受季节性因素、及产能优化和组织再造等相关一次性费用高于预期所致。

## 重要数据

日期	2021/1/25
收盘价 (港元)	70.15
总股本 (百万股)	3,244
总市值 (百万港元)	227,567
净资产 (百万元)	21,612
总资产 (百万元)	47,010
52 周高低 (港元)	78.6/68.4
每股净资产 (元)	6.66

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **高端化显现成效，ASP 预期回正:**

受新冠疫情影响，2020H1 公司整体啤酒销量同比-5.3%至 603.9 万千升，而次高档及以上啤酒销量同比实现 2.9%的正增长，前三季度增幅进一步扩大到 7%，高端化进展表现亮眼，我们预期 Q4 次高档及以上产品仍可维持稳健增速。ASP 方面，受 2019H2 公司推行不含瓶销售策略影响，2020H1 均价同比-2.4%，考虑到同比低基数及产品结构的持续优化，2020H2 开始均价有望重回正增长通道。

➤ **产品+渠道组合拳出击，看好公司高端化战略:**

在产品端公司已确立雪花+喜力“4+4”的高端品牌矩阵，2021 年还将引入喜力旗下一系列次高档及以上品牌，进一步丰富产品矩阵，并且通过不同产品目标客群及定位实现差异化、精益化营销，持续推进高端化进程。渠道端，公司在区域布局、大客户渠道模式建设、拓展餐饮/夜场及非现饮高端渠道、及提升高端销售队伍能力等方面制定了高端化整套战略打法。公司高端化目标明确，发展路径清晰，长期看好高端化红利释放。

➤ **维持持有评级，目标价 80.0 港元:**

考虑到关厂带来的一次性费用开支高于预期，我们下调原 2020 年盈利预测。预计公司 2020/2021 年 EPS 将分别为 0.66/1.05 元，我们长期看好公司高端化战略，及产能优化和组织再造工作红利的持续释放，上调目标价至 80 港元，较现价有 14.0%的涨幅空间，维持持有评级。

## 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

## 研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gyzq.com.hk

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	31,867	33,190	33,280	36,118	38,836
同比增长	7.2%	4.2%	0.3%	8.5%	7.5%
毛利率	35.1%	36.8%	38.8%	40.2%	41.7%
归母净利润	985	1310	2132	3401	4416
同比增长	-16.9%	33.0%	62.8%	59.5%	29.9%
净利润率	3.1%	3.9%	6.4%	9.4%	11.4%
每股盈利	0.30	0.40	0.66	1.05	1.36
PE@70.15HKD	195.6	145.1	89.2	55.9	43.0

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 公司公告 2020 年度表观净利润同比增长 50% 以上：

公司近日发布盈利预喜，预计 2020 年度公司表观归母净利润同比大幅增加至少 50%。参考 2019 年公司盈利预喜及最终实际业绩表现，我们预期 2020 年公司归母净利润同比增长在 50-60%，即利润介于 19.7-21 亿人民币，低于我们和市场的预期；而公司此前公告，前三季度的表观归母净利润为 36.5 亿元，意味着 Q4 或录得亏损 15.5-16.8 亿元，主要受季节性因素、及产能优化和组织再造等相关一次性费用高于预期所致。

图 1：公司归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 高端化显现成效，ASP 预期回正：

受新冠疫情影响，2020H1 公司整体啤酒销量同比-5.3%至 603.9 万千升，而次高档及以上啤酒销量同比实现 2.9%的正增长，前三季度增幅进一步扩大到 7%，高端化进展表现亮眼，我们预期 Q4 次高档及以上产品仍可维持稳健增速。ASP 方面，受 2019H2 公司推行不含瓶销售策略影响，2020H1 均价同比-2.4%，考虑到同比低基数及产品结构的持续优化，2020H2 开始均价有望重回正增长通道。

图 2：公司整体 ASP 及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 产品+渠道组合拳出击，看好公司高端化战略：

在产品端公司已确立雪花+喜力“4+4”的高端品牌矩阵，2021年还将引入喜力旗下一系列次高端及以上品牌，进一步丰富产品矩阵，并且通过不同产品目标客群及定位实现差异化、精益化营销，持续推进高端化进程。渠道端，公司在区域布局、大客户渠道模式建设、拓展餐饮/夜场及非现饮高端渠道、及提升高端销售队伍能力等方面制定了高端化整套战略打法。公司高端化目标明确，发展路径清晰，长期看好高端化红利释放。

### 维持持有评级，目标价 80.0 港元：

考虑到关厂带来的一次性费用开支高于预期，我们下调原 2020 年盈利预测。预计公司 2020/2021 年 EPS 将分别为 0.66/1.05 元，我们长期看好公司高端化战略，及产能优化和组织再造工作红利的持续释放，上调目标价至 80 港元，较现价有 14.0% 的涨幅空间，维持持有评级。

表 3：可比公司估值

公司	收盘价 2021/1/25	市值(亿) 当地货币	EPS (记账本位币)				PE			
			2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
<b>港股上市</b>										
华润啤酒	70.2	2,276	0.30	0.40	0.66	1.05	195.6	145.1	88.9	55.9
青岛啤酒	80.9	1,318	1.30	1.40	1.62	2.05	45.1	41.8	36.3	28.6
百威亚太	24.8	3,278	0.00	0.08	0.05	0.09	43.7	46.9	59.1	36.9
<b>港股平均</b>							94.8	77.9	61.4	40.5
<b>A 股上市</b>										
青岛啤酒	97.0	1,102	1.05	1.37	1.62	1.61	93.0	71.4	60.1	50.0
燕京啤酒	6.9	199	0.06	0.08	0.08	0.08	110.8	86.7	86.2	62.5
珠江啤酒	10.8	239	0.17	0.22	0.25	0.25	65.4	48.1	42.4	37.5
重庆啤酒	136.7	662	0.83	1.36	1.30	1.30	163.8	100.7	104.8	83.5
<b>A 股平均</b>							108.2	76.8	73.4	58.4

资料来源：公司公告、Wind 一致预期、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					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	31,867	33,190	33,280	36,118	38,836	盈利能力					
营业成本	(20,669)	(20,964)	(20,358)	(21,601)	(22,641)	毛利率 (%)	35.1%	36.8%	38.8%	40.2%	41.7%
毛利	11,198	12,226	12,923	14,517	16,195	净利率 (%)	3.1%	3.9%	6.4%	9.4%	11.4%
销售及分销成本	(5,570)	(5,925)	(6,157)	(6,321)	(6,796)	营运表现					
其他收益	993	1,017	1,032	1,120	1,204	SG&A/收入 (%)	33.3%	33.1%	32.0%	29.5%	28.5%
管理费用	(5,041)	(5,046)	(4,493)	(4,334)	(4,272)	实际税率 (%)	35.7%	40.5%	35.0%	31.5%	30.0%
财务费用	(48)	(70)	(24)	(18)	(22)	存货周转率	3.69	3.68	3.43	3.59	3.57
税前盈利	1,532	2,202	3,280	4,964	6,309	资产周转率	0.80	0.82	0.79	0.82	0.81
所得税	(547)	(892)	(1,148)	(1,564)	(1,893)	偿债能力					
净利润	985	1,310	2,132	3,401	4,416	资产负债率	51.8%	52.6%	50.7%	50.1%	48.7%
少数股东损益	8	-2	-3	-5	-7	流动比率	0.46	0.49	0.58	0.69	0.85
归母净利润	977	1312	2135	3406	4423	速动比率	0.17	0.19	0.28	0.39	0.55
EPS	0.30	0.40	0.66	1.05	1.36	现金流量表					
DPS	0.12	0.17	0.26	0.42	0.55		2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
现金	1,858	2,340	4,145	6,787	10,665	除税前利润	1,532	2,202	3,280	4,964	6,309
应收账款及票据	906	1,000	1,003	1,088	1,170	融资成本	(48)	(70)	(24)	(18)	(22)
存货	5,379	6,018	5,844	6,201	6,499	折旧与摊销	1,654	1,724	1,585	1,657	1,715
总流动资产	8,450	9,775	11,255	14,144	18,402	营运性现金流	3,934	4,098	4,027	5,290	6,753
固定资产	19,632	15,818	15,452	15,713	15,729	资本开支	(1,641)	(1,490)	(1,659)	(1,677)	(1,550)
无形资产	8,514	9,749	9,700	9,651	9,602	其他投资活动	627	(1,278)	316	409	466
递延税项资产	2,426	2,532	2,406	2,455	2,464	投资性现金流	(1,014)	(2,768)	(1,343)	(1,267)	(1,085)
总资产	39,271	41,591	42,522	46,097	50,011	股息	(529)	(494)	(854)	(1,362)	(1,769)
其他应付款	29	284	340	430	502	其他融资活动	(2,925)	(384)	(24)	(18)	(22)
应付帐款	17,637	19,061	18,510	19,640	20,586	融资性现金流	(3,454)	(878)	(879)	(1,380)	(1,791)
短期银行贷款	704	511	511	511	511	现金变化	(534)	482	1,805	2,643	3,878
总流动负债	18,370	19,856	19,360	20,581	21,598	期初持有现金	2,361	1,858	2,340	4,145	6,787
长期贷款	9	0	0	0	0	期末持有现金	1,858	2,340	4,145	6,787	10,665
其他非流动负债	1,583	1,206	1,206	1,206	1,206						
总负债	20,361	21,864	21,563	23,100	24,367						
股东权益	18,910	19,727	20,959	22,997	25,644						

# 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