

华润啤酒 (291.HK)

产品结构持续优化，“啤、白”双赋能模式迈入新征程

投资要点:

2022 年业绩继续稳健增长: 华润啤酒 2022 年收入同比增长 5.6% 至约 352.6 亿元。同期，整体毛利率受到原材料等成本大幅上升的影响由 2021 年约 39.2% 下降至 38.5%。利润同比下降约 5.6% 至 43.5 亿元。经调整后股东应占利润(不计一次性项目)则同比上升约 26% 至约 45.2 亿元。

产品结构持续优化，高端化成效显著: 华润啤酒 2022 年销量以及销售单价分别同比增长 0.4% 和 5.2% 至 1,109.6 万千升和 3,178 元/千升。其中，公司下半年在疫情扰动下仍实现量价齐升，分别由 2021 年下半年约 471.9 万千升和 2,914 元/千升增长约 1.7% 和 1.9% 至 480.1 万千升和 2,968 元/千升。此外，公司产品结构持续优化，去年次高档及以上啤酒销量由 2021 年约 186.6 万千升增长约 12.6% 至约 210.2 万千升。次高档及以上啤酒销量占总销量比率也因此由 2021 年约 16.9% 进一步上升至 18.9%。随着公司未来持续推进“决战高端”战略落地，高端化将继续加速，预期将有利于其啤酒业务盈利能力进一步提升。

降本增效持续推进，运营效率不断提升: 华润啤酒 2022 年持续优化产能以及降本增效，销售费用和行政费用占收入比率分别由 2021 年约 20.2% 和 10.8% 下降至约 19.1% 和 9.4%。此外，公司去年经调整后息税前利润延续增长态势，由 2021 年约 46.5 亿元增长约 17.4% 至 54.6 亿元。同期相关息税前利润率则上升至 15.5%。

“啤、白”双赋能模式迈入新征程: 继今年 1 月份完成金沙酒业 55.19% 股权收购后，华润啤酒对其组织架构做出重大调整，并成立了啤酒和白酒两大事业部。此后，白酒业务将由华润酒业控股实施专业化管理，啤酒业务则由华润雪花进行专业化运营。公司也为华润酒业制定了三年发展规划，将通过“啤白”双赋能模式，即保持白酒业务发展独立性，同时也在人才队伍、品牌、渠道网络等建设以及精益管理方面给予华润酒业支持，提高其销售网点的市场覆盖率和渠道经营效益，加速全国化扩张。随着公司核心白酒资产金沙酒业未来业绩将在其助力下实现较快增长，华润啤酒也有望受益于金沙酒业实现财务并表后增厚盈利。

盈利预测与投资建议: 我们对华润啤酒(291.HK)未来财务数据的相关假设做出了修正，预期公司于 2023 至 2025 财年的利润分别约为 49.6 亿元、72.9 亿元及 90.7 亿元，同比上升约 13.9%、47.0% 及 24.5%。根据现金流折现估值模型之测算，我们调整公司目标价至 75.2 港元，对应 2023 财年、2024 财年和 2025 财年之预测市盈率分别约 48.0 倍、43.2 倍和 29.4 倍。基于目标价较 3 月 30 日收市价 64.35 港元有约 16.8% 的上涨空间，因而维持公司“买入”评级。

财务摘要:

单位: 亿元人民币	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	314.5	333.9	352.6	412.0	478.0	544.1
毛利	120.8	130.7	135.6	163.1	206.5	245.0
毛利率	38.4%	39.2%	38.5%	39.6%	43.2%	45.0%
利润	20.9	45.9	43.5	49.6	72.9	90.7

报告日期: 2023-03-31

业绩点评

投资评级:

买入

基本数据

所属板块	食品饮料
最新价	64.35 港元
市值	2,087.6 亿港元
52 周区间	35.9-64.95 港元
3 个月日均成交量	7.33 百万股
主要股东持股比例	51.67%

数据来源: Bloomberg、WIND、HKEX
注: 截止 2023 年 3 月 30 日

一年行情图



数据来源: Bloomberg

首次覆盖: 《啤酒高端化战略持续推进, 拓展白酒业务有望增厚盈利》-20221215

分析员

姓名: 高景东
中央编号: AYP093
电话: +852-2501 1037
电邮: tony.ko@ssif.com.hk

目录

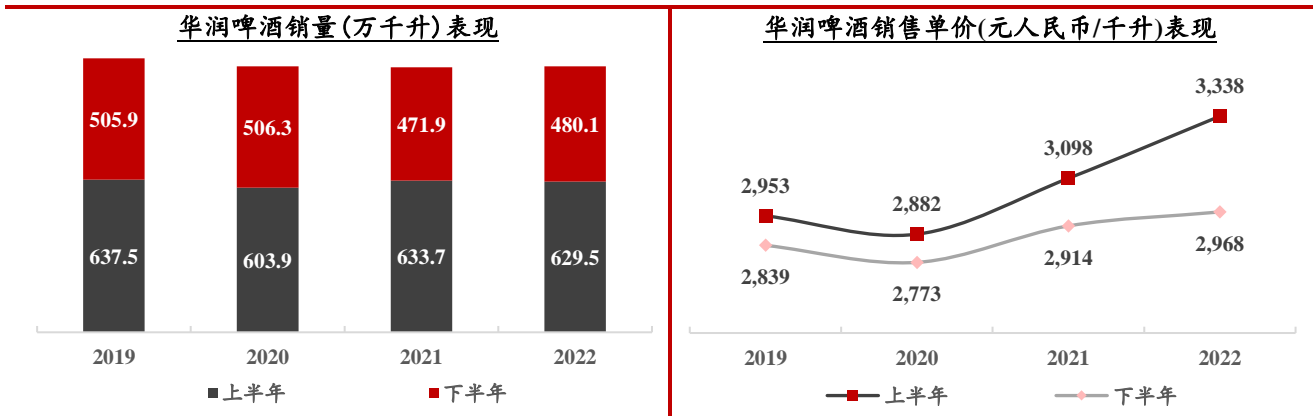
1.产品结构持续优化，高端化成效显著	3
1.1 下半年在疫情扰动下仍实现量价齐升	3
1.2 产品结构持续优化，高端化成效显著	3
1.3 原材料以及包装物料成本上升导致毛利率承压	4
2.降本增效持续推进，运营效率不断提升	4
2.1 降本增效持续推进，经营费用占收入比率有所下降	4
2.2 经调整后息税前利润率持续改善	5
3.“啤、白”双赋能模式迈入新征程	6
4.盈利预测与投资建议	7
5.投资风险	8
6.财务报表摘要	9

1. 产品结构持续优化，高端化成效显著

1.1 下半年在疫情扰动下仍实现量价齐升

2022 年，华润啤酒销量以及销售单价分别同比增长 0.4% 以及 5.2% 至 1,109.6 万千升以及 3,178 元/千升。在疫情扰动下，公司下半年仍实现量价齐升，分别由 2021 下半年约 471.9 万千升和 2,914 元/千升增长约 1.7% 和 1.9% 至 480.1 万千升和 2,968 元/千升。

图表 1：华润啤酒近年啤酒销量以及销售单价表现

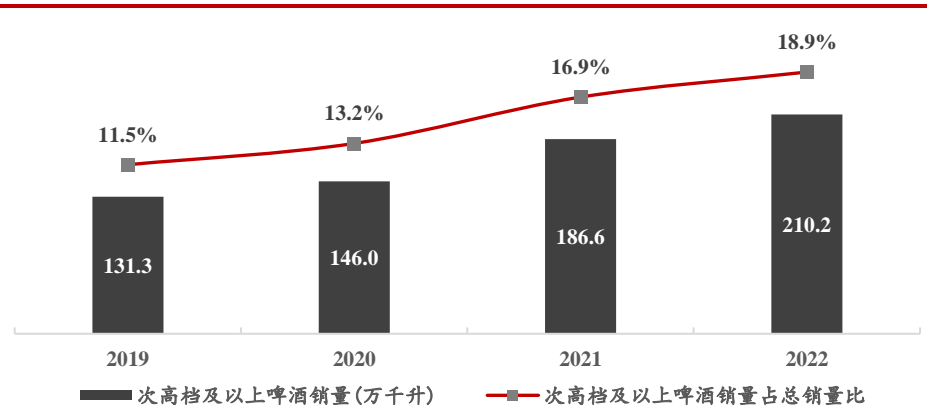


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

1.2 产品结构持续优化，高端化成效显著

2022 年，华润啤酒产品结构持续优化，高端化成效显著。公司同期次高档及以上啤酒销量由 2021 年约 186.6 万千升增长约 12.6% 至约 210.2 万千升。次高档及以上啤酒销量占总销量比率也因此由 2021 年约 16.9% 进一步上升至 18.9%。随着公司未来持续推进“决战高端”战略落地，高端化将继续加速，预期将有利于其啤酒业务盈利能力进一步提升。

图表 2：华润啤酒近年次高档及以上啤酒销量和占比表现



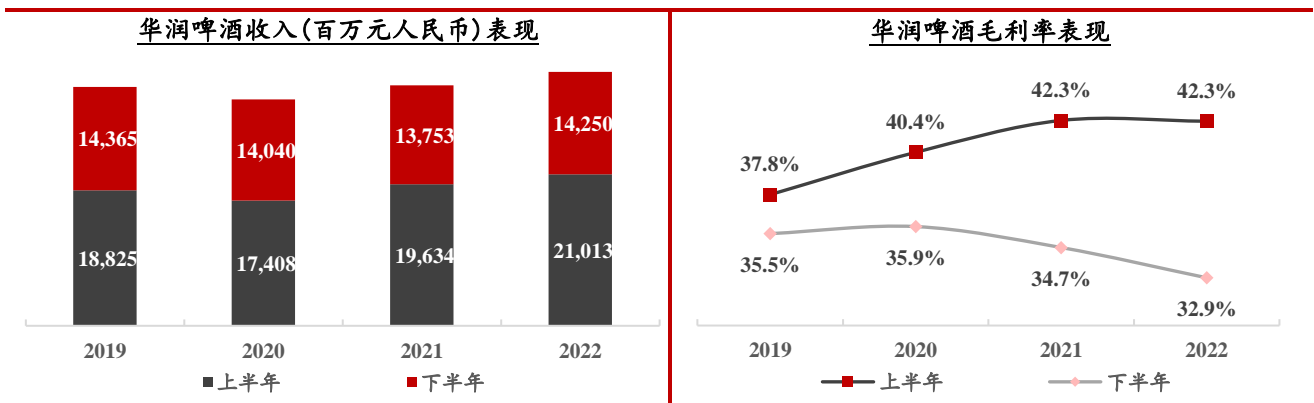
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

1.3 原材料以及包装物料成本上升导致毛利率承压

华润啤酒 2022 年收入同比增长约 5.6% 至约 352.6 亿元，其中下半年收入在量价齐升的驱动下同比增长约 3.6%，优于 2021 年同期约 -2%。

此外，公司去年毛利率则受到原材料及包装物料成本大幅上升的影响由 2021 年约 39.2% 下降至 38.5%。其中，公司下半年毛利率承压较为明显，由 2021 年同期约 34.7% 进一步下降至 32.9%。

图表 3：华润啤酒近年收入和毛利率表现



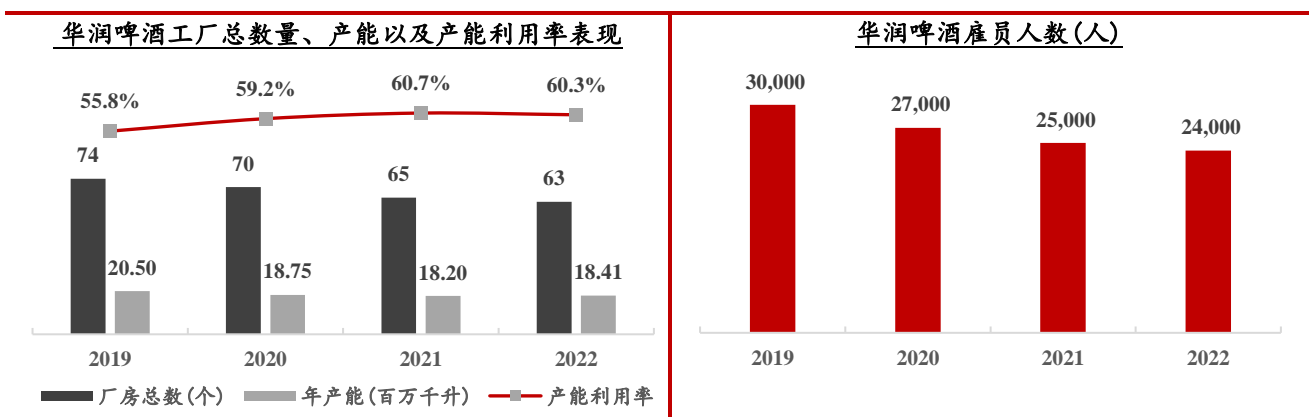
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2. 降本增效持续推进，运营效率不断提升

2.1 降本增效持续推进，经营费用占收入比率有所下降

华润啤酒 2022 年持续优化产能以及降本增效，期内再关闭 2 个低效酒厂，导致厂房总数以及总雇员人数分别由 2021 年的 65 个和约 25,000 人进一步下降至 63 个和约 24,000 人。此外，去年总产能则提升至约 1,841 万千升，产能利用率约达 60.3%。

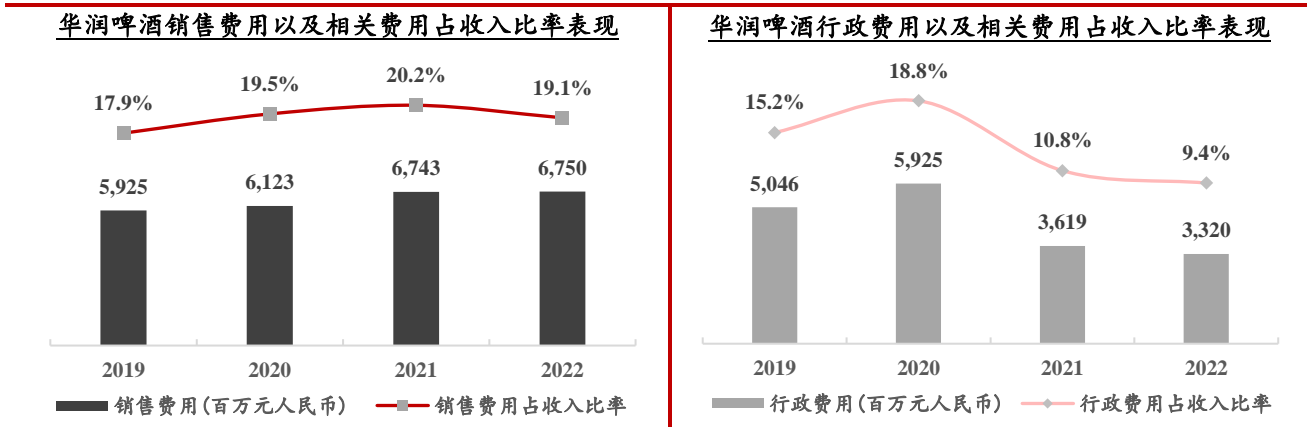
图表 4：华润啤酒工厂总数量、产能、产能利用率以及雇员人数表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

华润啤酒去年两项主要经营费用包括销售费用和行政费用分别约为 67.5 亿元和 33.2 亿元，相关费用占收入比率则分别由 2021 年约 20.2% 和 10.8% 下降至约 19.1% 和 9.4%。

图表 5：华润啤酒销售费用、行政费用以及相关费用占收入比率表现



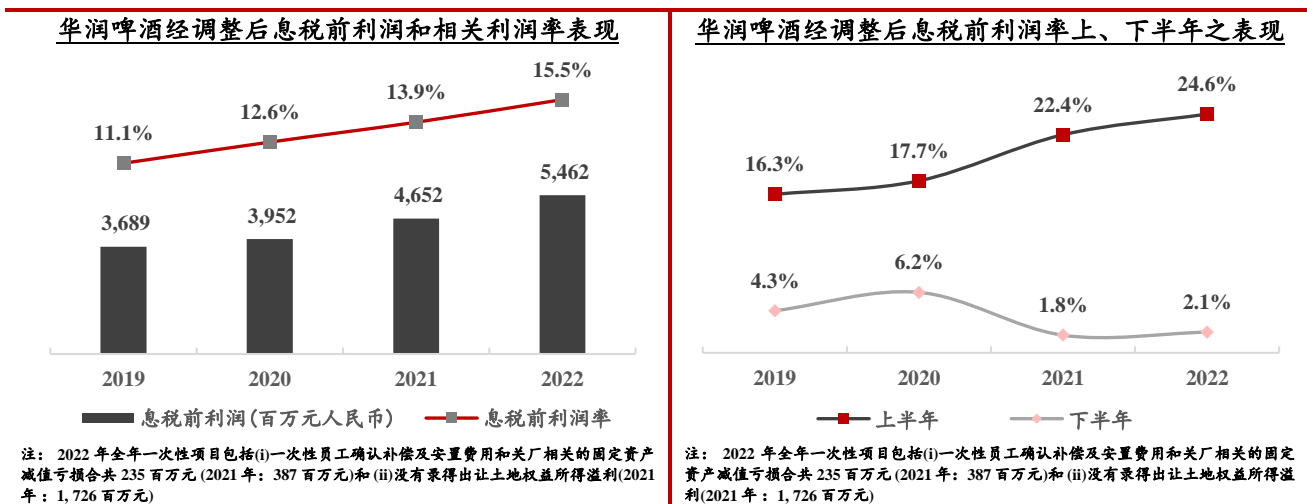
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2.2 经调整后息税前利润率持续改善

华润啤酒 2022 年经调整后息税前利润(不计一次性项目)延续增长态势，由 2021 年约 46.5 亿元增长约 17.4% 至约 54.6 亿元。同期，相关息税前利润率则由 2021 年约 13.9% 上升至 15.5%。

其中，相关息税前利润率去年下半年在疫情扰动下仍由 2021 年下半年约 1.8% 上升至 2.1%。

图表 6：华润啤酒近年经调整后息税前利润(不计一次性项目)和相关利润率表现

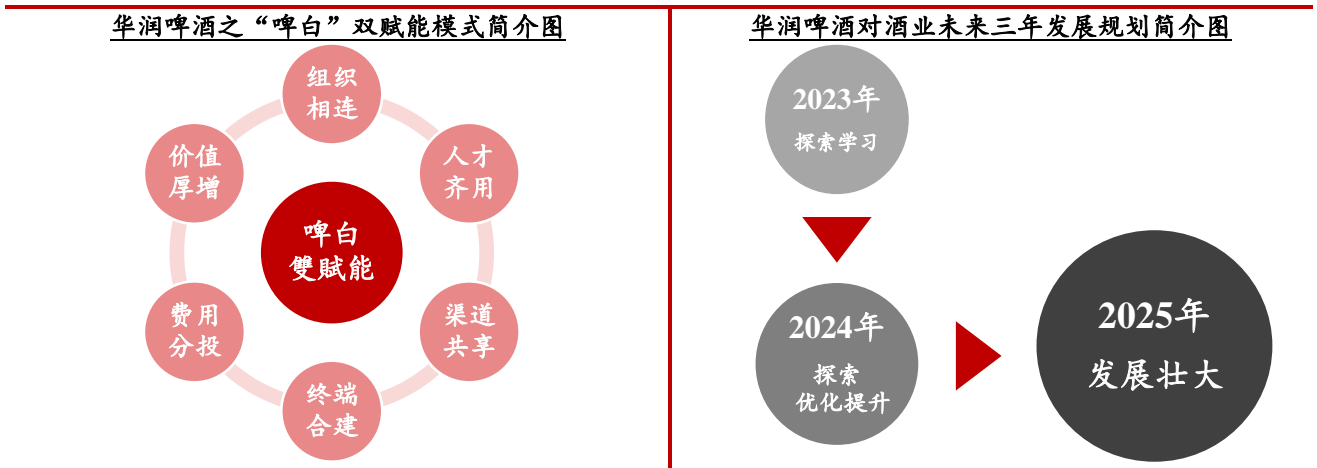


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

3. “啤、白”双赋能模式迈入新征程

继今年1月份完成金沙酒业 55.19% 股权收购后，华润啤酒对其组织架构做出重大调整，并成立了啤酒和白酒两大事业部。此后，白酒业务将由华润酒业控股实施专业化管理，啤酒业务则由华润雪花进行专业化运营。

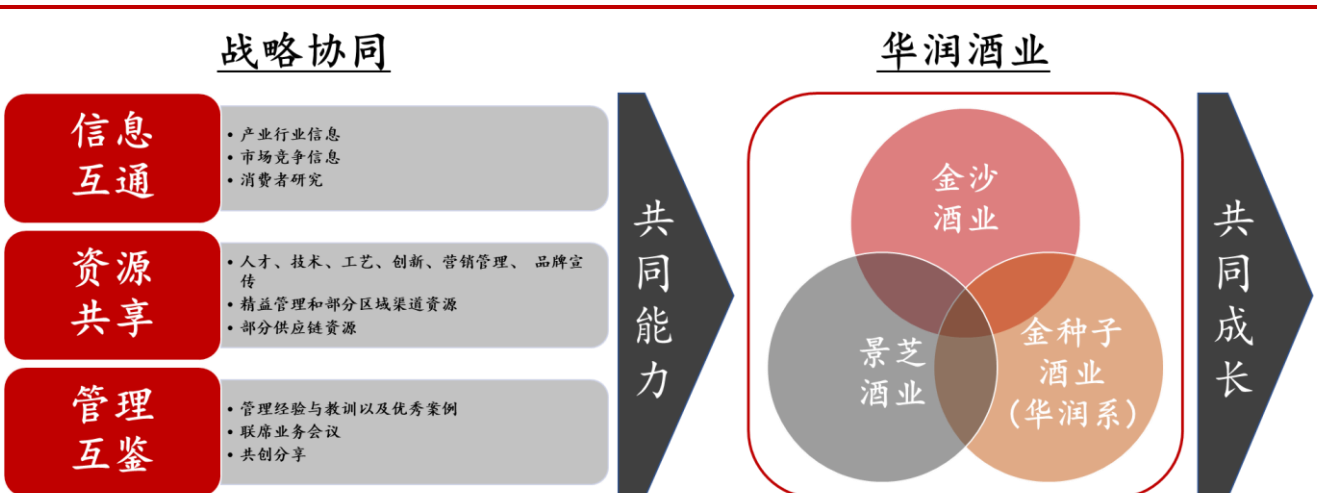
图表 7：华润啤酒“啤白”双赋能模式以及白酒业务未来三年发展规划简介图



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

公司已为华润酒业制定了三年发展规划，将通过“啤白”双赋能模式，即保持白酒业务发展独立性，同时也在人才队伍、品牌、渠道网络等建设以及精益管理方面给予华润酒业支持，提高其销售网点的市场覆盖率和渠道经营效益，加速全国化扩张。此外，公司也通过“白白”共成长模式增强战略协同。随着公司核心白酒资产金沙酒业未来业绩将在其助力下实现较快增长，华润啤酒也有望受益于金沙酒业实现财务并表后增厚盈利。

图表 8：华润啤酒“白白”共成长模式展示图



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

4. 盈利预测与投资建议

华润啤酒现金流折现估值财务模型:

财务模型构架简介: 我们利用现金流折现估值财务模型为华润啤酒进行估值, 并将财务模型预测分为三个阶段, 分别是第一阶段(2023-2025年): 高速增长期; 第二阶段(2026-2030年): 中等增长期; 以及第三阶段(2030年以后): 平稳增长期。

第一阶段(2023-2025年)收入预测及主要明细假设:

(1) 啤酒销量: 受益于中国内地疫情过后的餐饮消费场景复苏, 预期公司2023年销量将由2022年约1,110万千升增长约4.6%至1,160万千升, 而随后将增长至2025年约1,244万千升。其中, 公司中档及普档啤酒销量将由2022年约899万千升逐步下降至2025年约853万千升。此外, 公司将持续落实“3+3+3”高端化战略, 并加大喜力等国际品牌的投入, 预期公司次高档及以上啤酒销量持续提升, 由2022年约210万千升增长至2025年约391万千升, 销量占比也由约18.9%上升至约31.4%。

(2) 收入: 受益于公司啤酒高端化持续加速, 啤酒业务未来收入将保持高单位数增长。2023年1月, 公司完成对金沙酒业的股权收购, 其业绩将在上半年内实现并表。公司对酒业板块制定了三年发展规划, 多维度驱动旗下各白酒品牌共同成长, 叠加金沙酒业新增产能将持续释放, 预期金沙酒业未来销量以及业绩将维持较快增长, 为公司未来业绩带来正面作用。预期公司收入2023-2025年期间年复合增长率将达约14.9%。

图表 9: 华润啤酒主要指标表现和预测

啤酒业务	2022A	2023E	2024E	2025E
啤酒销量 (万千升)	1,110	1,160	1,199	1,244
中档及普档	899	897	875	853
次高档及以上	210	263	323	391
次高档及以上占比	18.9%	22.6%	27.0%	31.4%
每升销售单价 (元人民币)	3.18	3.34	3.52	3.73
收入表现(百万元人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	35,263	41,195	47,799	54,411
同比增长	5.6%	16.8%	16.0%	13.8%
啤酒业务收入	35,263	38,716	42,238	46,382
同比增长	5.6%	9.8%	9.1%	9.8%
白酒业务收入*	-	3,306	5,561	8,029
毛利率表现	2022A	2023E	2024E	2025E
整体毛利率	38.5%	39.6%	43.2%	45.0%
啤酒业务毛利率	38.5%	39.3%	40.9%	42.1%
白酒业务毛利率	-	60.0%	61.0%	62.2%
利润表现(百万元人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
总利润	4,350	4,955	7,286	9,070
同比增长	-5.2%	13.9%	47.0%	24.5%
利润率	12.3%	12.0%	15.2%	16.7%

*注: 白酒业务收入是假设华润啤酒已收购的金沙酒业将于2023上半年实现并表之收入表现

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理

(3) 毛利率：受益于啤酒产品结构持续升级、包材成本压力趋缓，以及较高毛利率的金沙酒业实现并表，预期公司 2023 年整体毛利率将由 2022 年约 38.5% 上升至 39.6%，随后在 2024 年至 2025 年则分别上升至约 43.2% 以及 45.0%。

(4) 利润率：预期 2023 年利润率受到税率回升至 25% 的影响而由 2022 年约 12.3% 略微下降至约 12.0%。随后，利润率将受益于毛利率改善而在 2024 年和 2025 年分别上升至约 15.2% 和 16.7%。

第二阶段(2026-2030 年)自由现金流增长率：基于白酒业务持续增长和啤酒高端销售占比持续提升至接近发达国家水平，预期华润啤酒自由现金流在期间年复合增长率将达约 6%。

第三阶段(2030 年后)自由现金流增长率：公司在 2030 年后将处于长期业务增长期，每年自由现金流将以约 3% 增长，接近已发达国家的长期经济增长率。

其他重要数据：(i) 公司融资结构不会出现明显改变；(ii) 无风险利率：约 2.9%；(iii) WACC：约 7.8%。

结论：

我们对华润啤酒(291.HK)未来财务数据的相关假设做出了修正，预期公司于 2023 至 2025 财年的利润分别约为 49.6 亿元、72.9 亿元及 90.7 亿元，同比上升约 13.9%、47.0% 及 24.5%。

根据现金流折现估值模型之测算，我们调整公司目标价至 75.2 港元，对应 2023 财年、2024 财年和 2025 财年之预测市盈率分别约 48.0 倍、43.2 倍和 29.4 倍。基于目标价较 3 月 30 日收市价 64.35 港元有约 16.8% 的上涨空间，因而维持公司“买入”评级。

图表 10：同业比较

公司名称	估值表现					2022 年业绩表现			
	总市值 (亿港元/ 人民币)	市盈率 PE(TTM) (倍)	市销率 PS(TTM) (倍)	3年平均 PE(TTM) (倍)	3年平均 PS(TTM) (倍)	收入同比 增长率 (%)	毛利率 (%)	经营利润率 (%)	利润率 (%)
华润啤酒(0291.HK)	2,087.6	42.9	5.1	65.6	4.6	5.9	38.5	12.8	11.9
百威亚太(1876.HK)	3,264.5	45.9	6.4	54.5	6.2	-4.8	50.0	17.5	14.6
青岛啤酒股份(0168.HK)	1,528.2	28.2	3.2	32.1	3.0	8.4	36.8	13.1	11.6

注：市场数据是 2023 年 3 月 30 日收市价。

数据来源：WIND、山证国际研究部整理

5. 投资风险

- (1) 业务经营表现不及预期；
- (2) 其他系统风险等。

投资评级定义

买入	预期股价在未来 12 个月上升 15% 以上
持有	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15% 以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15% 以上

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其联系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。本档尚未经证监会审核。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
- 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

山证国际

香港金钟夏慝道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>