



华润啤酒 (291.HK)：高端化驱动 2023 年收入增长与利润率扩张；上调目标价

高端化与结构升级是 2023 年的主要增长驱动力：随着疫情后餐饮行业复苏与消费力回升，中国啤酒行业有望继续高端化步伐。在这一假设下，我们预测喜力将在 2023 年维持 30% 左右的增速，而次高端产品（包括 Super X 与 纯生）的增速有望大幅提升。除了产品结构的提升，我们预计公司将在 2023 年对部分产品进行提价，以进一步抵消原材料方面的压力。我们预计，华润啤酒 2023 年收入增长将主要来自于平均单价的同比提升（高单位数左右），而销量将基本维持持平或小幅增长。利润率方面，我们相信提价与结构优化的帮助足以抵消成本上的压力，同时带来 2023 年毛利率的同比扩张（预计 1.8 个百分点）。费用率方面，虽然公司加大对高端产品的投放力度，但我们认为，华润对于中低价位产品的市场投入仍有缩减空间。同时，考虑到单价提升带来的正杠杆效应，我们预测 2023 年整体费用率同比下降 0.5 个百分点。因此，核心经营利润率同比扩张 2.3 个百分点。

2022 年业绩确定性较强：由于公司在旺季（7-9 月）表现强劲，因此 11-12 月疫情下严峻的市场环境并不会对公司 2022 年全年的业绩造成太大的影响。我们预计华润 2022 年全年收入同比中单位数增长，主要由单价驱动，而销量全年基本持平。次高端及以上产品销量预计全年同比增长低双位数（喜力增长 30% 左右，但次高端产品增速大幅放缓至单位数）。我们预计 2H22 毛利率基本持平，而费用率同比略有缩减 0.6 个百分点，从而帮助 2H22 核心经营利润率同比扩张 0.5 个百分点，核心经营利润同比增长 93%。

上调目标价，维持“买入”：考虑到去年 11-12 月疫情形势严峻对销售的影响，我们略微下调华润啤酒 2022 年的盈利预测。此外，我们基本维持 2023 与 2024 的盈利预测。基于 25 倍 2023 年 EV/EBITDA 的估值，我们上调华润的目标价至 75.6 港元。维持“买入”评级。华润与重啤（600132.CH）依然是我们在啤酒行业的首选标的。

图表 1：盈利预测变动

人民币百万	2022E			2023E			2024E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	35,436	36,381	-2.6%	38,762	38,537	0.6%	40,945	40,770	0.4%
毛利润	13,892	14,334	-3.1%	15,903	15,956	-0.3%	17,191	17,297	-0.6%
毛利率	39.2%	39.4%	-0.2 pct	41.0%	41.4%	-0.4 pct	42.0%	42.4%	-0.4 pct
归母净利润	4,110	4,298	-4.4%	5,402	5,382	0.4%	6,131	6,275	-2.3%
归母净利率	11.6%	11.8%	-0.2 pct	13.9%	14.0%	0.0 pct	15.0%	15.4%	-0.4 pct

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

林闻嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

助理分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023 年 2 月 8 日

华润啤酒 (291.HK)

买入

目标价 (港元)	75.6
潜在升幅/降幅	32.6%
目前股价 (港元)	57.0
52 周内股价区间 (港元)	35.9-65.0
总市值 (港元)	186,918
近 3 月日均成交额 (百万港元)	445.9

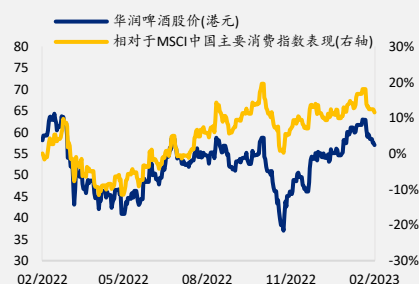
注：截至 2023 年 2 月 8 日收盘价

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



*数据截至 2023 年 2 月 8 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	31,448	33,387	35,436	38,762	40,945
同比	-5.2%	6.2%	6.1%	9.4%	5.6%
营业成本	-19,373	-20,313	-21,544	-22,858	-23,755
毛利	12,075	13,074	13,892	15,903	17,191
毛利率	38.4%	39.2%	39.2%	41.0%	42.0%
销售及管理费用	-9,793	-9,975	-10,039	-10,764	-11,238
其他经营收入及收益 (损失)	1,073	1,137	1,255	1,334	1,392
经营溢利	3,355	4,236	5,109	6,474	7,345
经营利润率	10.7%	12.7%	14.4%	16.7%	17.9%
净融资成本	-70	224	179	222	311
减值及其他一次性支出	-749	-387	0	0	0
政府补助	473	437	410	410	410
其他	0	1,705	-70	0	0
税前溢利	3,009	6,215	5,628	7,106	8,066
所得税开支	-915	-1,625	-1,520	-1,705	-1,936
所得税率	30.4%	26.1%	27.0%	24.0%	24.0%
净利润	2,094	4,590	4,109	5,400	6,130
少数股东损益	0	-3	1	1	1
归母净利润	2,094	4,587	4,110	5,402	6,131
归母净利率	6.7%	13.7%	11.6%	13.9%	15.0%
同比	59.6%	119.1%	-10.4%	31.4%	13.5%
核心归母净利润	2,656	3,583	4,110	5,402	6,131
核心归母净利率	8.4%	10.7%	11.6%	13.9%	15.0%
同比	11.6%	34.9%	14.7%	31.4%	13.5%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	4,538	5,376	8,952	13,252	17,842
已抵押银行存款	76	2	2	2	2
应收票据及应收账款	2,378	3,436	2,913	3,186	3,365
存货	6,014	6,458	6,493	6,889	7,159
其他流动资产	371	625	600	600	600
流动资产合计	13,377	15,897	18,959	23,928	28,969
物业、机器及设备	14,414	13,717	13,411	12,983	12,504
使用权资产	3,367	3,379	3,379	3,379	3,379
无形资产	320	255	255	250	250
商誉	9,326	9,250	9,250	9,250	9,250
递延所得税资产	2,858	3,368	3,300	3,300	3,300
其他	113	5,187	5,169	5,169	5,169
非流动资产合计	30,398	35,156	34,764	34,331	33,852
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	19,327	21,007	21,249	22,545	23,429
租赁负债	83	71	71	71	71
应交税费	162	92	90	90	90
其他	0	0	0	0	0
流动负债合计	19,572	21,170	21,410	22,706	23,590
长期借款	0	0	0	0	0
租赁负债	117	60	60	60	60
递延所得税负债	788	1,955	2,000	2,000	2,000
其他	2,024	3,379	3,300	3,300	3,300
非流动负债合计	2,929	5,394	5,360	5,360	5,360
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	7,127	10,342	12,808	16,049	19,727
非控制性权益	57	57	56	55	54
权益	21,274	24,489	26,954	30,194	33,871

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除所得税前溢利	3,009	6,215	5,628	7,106	8,066
折旧	1,746	1,641	1,524	1,628	1,679
融资开支净额	199	30	0	0	0
利息收入	-141	-243	-179	-222	-311
出售物业、厂房的损失	630	387	0	0	0
未计营运资金变动前之经营溢利	5,443	8,030	6,973	8,512	9,433
存货减少/(增加)	-387	-444	-35	-396	-270
应收贸易款项(增加)/减少	136	-1,058	523	-273	-179
应付贸易款项(减少)/增加	436	1,680	242	1,296	884
已付所得税	-1,148	-1,038	-1,409	-1,705	-1,936
经营活动所得(所用)现金净额	4,480	6,972	6,320	7,433	7,932
出售物业、机器及设备	384	0	0	0	0
出售业务	0	0	0	0	0
已收取利息	136	243	179	222	311
购入物业、机器及设备	-1,047	-1,200	-1,200	-1,200	-1,200
购入业务	0	0	0	0	0
受限制银行存款减少/增加	-8	74	0	0	0
其他	-535	-3,610	0	5	0
投资活动所用现金净额	-1,070	-4,493	-1,021	-973	-889
新增/偿还借贷	-526	0	0	0	0
已付股利	-561	-1,836	-1,644	-2,161	-2,452
已付利息	-56	-30	0	0	0
其他	-54	225	-79	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-1,197	-1,641	-1,723	-2,161	-2,452
现金及现金等价物变动	2,198	838	3,576	4,300	4,591
于年初的现金及现金等价物	2,340	4,538	5,376	8,952	13,252
现金及现金等价物汇兑差额	-15	0	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	4,538	5,376	8,952	13,252	17,842

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	0.82	1.10	1.27	1.66	1.89
每股销售额	9.69	10.29	10.92	11.95	12.62
每股股息	0.26	0.57	0.51	0.67	0.76
同比变动					
收入	-5.2%	6.2%	6.1%	9.4%	5.6%
经营溢利	-1.2%	8.3%	6.3%	14.5%	8.1%
归母净利润	59.6%	119.1%	-10.4%	31.4%	13.5%
费用与利润率					
毛利率	38.4%	39.2%	39.2%	41.0%	42.0%
经营利润率	10.7%	12.7%	14.4%	16.7%	17.9%
归母净利率	6.7%	13.7%	11.6%	13.9%	15.0%
回报率					
平均股本回报率	13.0%	15.7%	16.0%	18.9%	19.2%
平均资产回报率	6.2%	7.6%	7.8%	9.6%	10.1%
资产效率					
应收账款周转天数	19.6	31.8	30.0	30.0	30.0
库存周转天数	113.3	112.1	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	361.6	362.4	360.0	360.0	360.0
财务杠杆					
流动比率(x)	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2
速动比率(x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
现金比率(x)	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8
负债/权益	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
估值					
市盈率(x)	59.9	44.4	38.7	29.4	25.9
企业价值/EBITDA(x)	30.3	26.2	22.6	18.0	15.7
股息率	0.5%	1.2%	1.0%	1.4%	1.5%

图表 2: SPDBI 目标价: 华润啤酒



注: 截至 2023 年 2 月 8 日收盘价;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

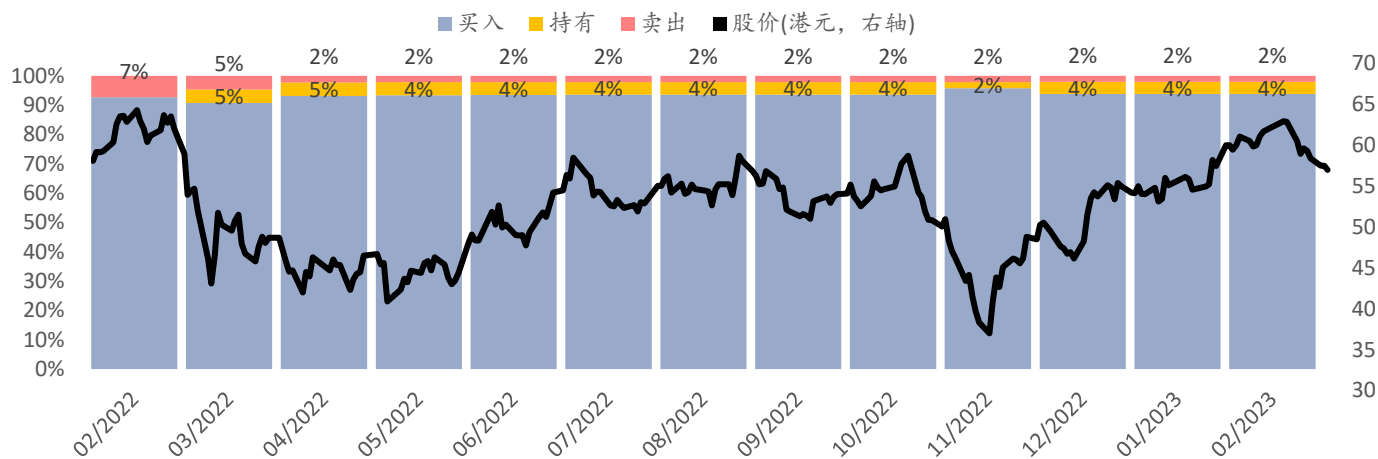
图表 3: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	73.3	买入	87.6	2023 年 1 月 9 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	113.5	买入	131.0	2023 年 1 月 11 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.9	买入	1.1	2022 年 5 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.3	买入	9.5	2023 年 2 月 1 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	6.2	持有	6.6	2023 年 2 月 7 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	57.0	买入	75.6	2023 年 2 月 8 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	120.0	买入	159.6	2023 年 1 月 30 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.5	持有	20.0	2022 年 10 月 27 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	75.2	买入	96.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	100.7	持有	115.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	12.3	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	31.3	买入	39.4	2023 年 1 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	37.9	买入	45.6	2023 年 1 月 12 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.5	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	7.1	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	4.8	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	32.6	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.1	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.2	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 2 月 8 日收盘价。

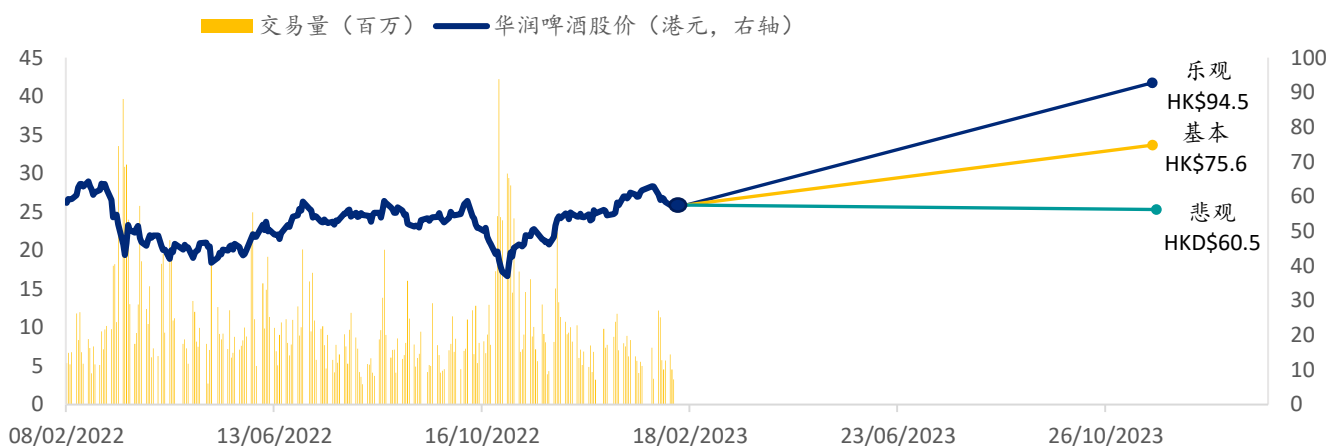
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：华润啤酒市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：华润啤酒 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入和利润率增长好于预期

目标价：94.5 港元

概率：25%

- 次高端产品 2023 年销量增长超 30%；
- 公司 2023 年毛利率水平同比提升 250bps；
- 公司 2023 年产品提价顺利弥补原材料及包材价格上涨影响；
- 2023 年公司经营利润率提升至 20%；

悲观情景：公司收入和利润率增长不及预期

目标价：60.5 港元

概率：20%

- 次高端产品 2023 年销量增长低于 10%；
- 公司 2023 年毛利率水平同比提升 100bps；
- 公司 2023 年产品提价未能完全弥补原材料及包材成本上涨；
- 2023 年公司经营利润率同比持平

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，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，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

