

# 喜力新产品表现喜人，预计 20Q2 环比改善显著

## ——华润啤酒 (0291.HK) 2020H1 业绩前瞻

海外公司简报

### ◆喜力新银推广情况喜人，高端化顺利推进中

华润携手喜力后，在4月底上新了针对中国消费者的清淡型全渠道产品 [喜力星银] 产品，6月还推出了主攻夜场和高端餐饮的 [苏尔 SOL] 产品。从我们对渠道的调研情况看，借助华润自身强势的渠道资源，喜力星银推广情况良好。除了喜力本身强势区域外，喜力星银在华润市占率较高的辽宁、四川等区域也开始推广。四川特别是成都地区，星银已顺利铺开：除餐饮、流通渠道外，还成功打入了夜场渠道。而通过喜力产品华润也可以进一步巩固自己已有渠道的壁垒，并攻入一些新的渠道。[SOL] 产品亦在稳步推广中，上海新开了 eat n work X 苏尔啤酒旗舰店。

### ◆预计 2020Q2 环比改善显著，全年收入端有望实现中单位数增幅

我们预计 2020H1 整体表现好于市场预期，收入端下滑幅度有望控制在高单位数水平。吨酒价方面，预计基本和 19 年持平：1) 疫情对夜场渠道的冲击较大，夜场渠道是高端酒的重要销售渠道；2) 19H2 开始公司部分区域从含瓶销售改为不含瓶销售，不含瓶酒的售价较低；3) 以喜力为代表的高端品类占比提升有助于吨酒价的提高。综合来看，预计 ASP 基本持平。毛利率方面，我们预计较 2019H1 毛利率将有所提升，这也体现出公司整体运营效率的提升。毛利率的提高主要由于：1) 上半年原材料成本压力可控；2) 前期关厂和减员措施有助于整体效率的提高；3) 高毛利率的高端品牌占比提升有助于整体毛利水平的提高。费用方面，预计销售费用率将有所提升：我们观察到华润上半年并没有因为疫情而暂缓宣传，除了对喜力星银和苏尔的宣传推广外，匠心营造冠名了《风味人间》第二季。

综上所述，我们认为 2020H1 华润整体表现亮眼，预计核心 EBIT margin (不含减值/遣散费用) 有望提升。疫情以来，华润先于行业进行调整，3 月便开始去库存动作。战略的及时调整为之后的新品推广打下了良好基础，亦有助于全年战略的及时调整，考虑到去年 H2 的低基数，以及高端占比提升对 ASP 的拉动，和 H2 含瓶/不含瓶对 ASP 同比影响的削弱，我们预计全年收入端有望实现中单位数增速。

◆盈利预测、估值与评级：我们预计 Q2 环比改善显著，并将支持全年表现。上调 2020-2022E 净利至 27.82/40.86/50.39 亿元，EPS 分别为 0.86/1.26/1.55 元，对应 2020-2022 年 EV/EBITDA 分别为 27x/20x/17x。上调目标价至 58 元港币，对应 21 年 24x EV/EBITDA，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格上涨快于预期；华润啤酒融合喜力速度低于预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	31,867	33,190	34,697	38,241	40,428
营业收入增长率	7.2%	4.2%	4.5%	10.2%	5.7%
净利润 (百万元)	977	1,312	2,782	4,086	5,039
净利润增长率	-17%	34%	112%	47%	23%
EPS (元)	0.30	0.40	0.86	1.26	1.55
P/E	148	110	52	35	29
EV/EBITDA	46	39	27	20	17

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 07 月 15 日；汇率：HKD=0.9CNY

## 买入 (维持)

当前价/目标价：49.65/58.00 港元

### 分析师

陈彦彤 (执业证书编号：S0930518070002)  
021-52523689  
[chenyt@ebscn.com](mailto:chenyt@ebscn.com)

张喆 (执业证书编号：S0930519050003)  
021-52523805  
[zhangzhe@ebscn.com](mailto:zhangzhe@ebscn.com)

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)  
021-52523657  
[yeqianyu@ebscn.com](mailto:yeqianyu@ebscn.com)

### 市场数据

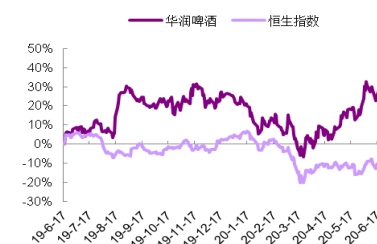
总股本(亿股)：32.44

总市值(亿元)：1611

一年最低/最高(元)：32.10/45.20

近 3 月换手率：18.91%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.62	32.55	46.84
绝对	17.79	38.09	36.08

资料来源：Wind

### 相关研报

蓄势破局的啤酒王者——华润啤酒 (0291.HK) 投资价值分析报 2020-06-03

利润表 (百万 人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	29,732	31,867	33,190	34,697	38,241
YOY	7.2%	4.2%	4.5%	10.2%	5.7%
COGS	-20,669	-20,964	-21,543	-22,699	-23,171
毛利	11,198	12,226	13,154	15,541	17,256
毛利率	35.1%	36.8%	37.9%	40.6%	42.7%
其他收入-经营	993	1,017	1,017	1,017	1,017
销售费用 (包括运输费用)	-5,570	-5,925	-6,367	-7,056	-7,500
管理费用	-5,041	-5,046	-4,023	-3,950	-3,934
营业利润	1,580	2,272	3,780	5,552	6,839
D&A	-1,653	-1,601	-1,608	-1,649	-1,686
EBITDA	3,118	3,764	5,279	7,092	8,416
财务费用	-48	-70	-30	-30	-30
应占联营公司损益					
应占共同控制实体损益					
除税前溢利	1,532	2,202	3,810	5,522	6,809
所得税	-547	-892	-1,029	-1,436	-1,770
持续经营净利润	985	1,310	2,782	4,086	5,039
净利润(含少数股东权益)	977	1,312	2,782	4,086	5,039

资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产:</b>					
现金及现金等价物	1,858	2,340	5,887	10,705	16,180
应收款项合计	906	1,000	1,014	1,040	1,069
存货	5,379	6,018	6,144	6,395	6,631
其他流动资产	307	417	417	417	417
流动资产合计	8,450	9,775	13,463	18,557	24,297
<b>非流动资产:</b>					
Gross PPE	36,704	36,017	37,030	37,941	38,761
累积折旧	-17,072	-16,604	-18,163	-19,763	-21,400
Goodwill	8,390	9,365	9,365	9,365	9,365
递延所得税资产	2,426	2,532	2,532	2,532	2,532
其他非流动资产	124	384	335	286	237
可供出售投资	9	9	9	9	9
预付款项	240	113	113	113	113
非流动资产合计	30,821	31,816	31,221	30,483	29,617
<b>总资产</b>	<b>39,271</b>	<b>41,591</b>	<b>44,684</b>	<b>49,040</b>	<b>53,914</b>
<b>流动负债:</b>					
应付账款及票据	17,637	19,061	19,461	20,256	21,001
应交税金	29	194	194	194	194
短期借贷及长期借贷当期到期部分	704	511	511	511	511
租赁-流动负债		90	90	90	90
流动负债合计	18,370	19,856	20,256	21,051	21,796
<b>非流动负债:</b>					
长期借贷	9		0	0	0
其他非流动负债	1,982	1,884	2,184	2,485	2,787
租赁-非流动负债		124	124	124	124
非流动负债合计	1,991	2,008	2,308	2,609	2,911
<b>总负债</b>	<b>20,361</b>	<b>21,864</b>	<b>22,564</b>	<b>23,660</b>	<b>24,707</b>

股东权益:					
普通股股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	4,758	5,580	7,972	11,233	15,059
普通股权益总额	18,848	19,670	22,062	25,323	29,149
归属母公司股东权益	18,848	19,670	22,062	25,323	29,149
少数股东权益	62	57	57	57	57
<b>股东权益合计</b>	<b>18,910</b>	<b>19,727</b>	<b>22,119</b>	<b>25,380</b>	<b>29,206</b>
<b>总负债及总权益</b>	<b>39,271</b>	<b>41,591</b>	<b>44,684</b>	<b>49,040</b>	<b>53,914</b>

现金流量表 (百万 人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
将净利润调整为经营活动的现金流量:					
净利润	977	2,202	3,810	5,522	6,809
加: 折旧与摊销	1,654	1,724	1,608	1,649	1,686
营运资本变动	1,579	691	260	518	481
其他非现金调整	-276	-519	300	301	302
经营活动产生的现金流量净额	3,934	4,098	4,949	6,554	7,508
投资活动:					
出售固定资产收到的现金	394	688			
减: 资本性支出	1,641	1,490	1,013	911	820
其他投资活动产生的现金流量净额	233	-1,966			
投资活动产生的现金流量净额	-1,014	-2,768	-1,013	-911	-820
筹资活动:					
债务增加	867	1,875			
减: 债务减少	3,729	2,116			
股本增加		-78			
支付的股利合计	519	487	389	825	1,212
其他筹资活动产生的现金流量净额	-73	-72			
筹资活动产生的现金流量净额	-3,454	-878	-389	-825	-1,212
现金净流量:					
汇率变动影响	31	30			
现金及现金等价物净增加额	-503	482	3,547	4,818	5,475
现金及现金等价物期末余额	1,858	2,340	5,887	10,705	16,180

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

### 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼