

买入

2022 年 08 月 18 日

业绩延续全面增长，核心单品逆势保持增势

➤ **2022H1 业绩延续全面增长：**上半年公司共计录得营业收入 79.36 亿元，同比+11.2%，实现归母净利润 7.28 亿元，同比+16.9%，业绩再创历史新高。量方面，H1 公司共实现啤酒销量 164.8 万千升，同比+6.4%，明显优于行业平均水平，其中 Q1/Q2 同比增速分别为+11.7%/+1.8%；价方面，H1 公司平均每千升贡献营收 4814.2 元，同比+4.5%，其中 Q1/Q2 同比增速分别为+5.2%/+4.8%，逆势宏观环境下，公司量价均维持稳健的增长态势。

➤ **疫情不改高端化方向，核心单品逆势保持增势：**分产品档次看，公司上半年高档/主流/经济啤酒产品分别实现销售收入 28.8/39.3/9.6 亿元，分别同比+13.3%/+9.1%/+11.6%，期内高档产品收入占比较去年同期进一步上升+0.8pct 至 37.1%。尽管受国内疫情以及消费水平低迷等多重因素影响，公司及行业的啤酒产品结构依然延续高端化发展趋势。大城市计划仍在有序推进，核心大单品乌苏于疆外市场 Q1/H1 同比增速分别为+19%/+6%，Q2 较 Q1 增速放缓，主因期内国内沿海一带地区的线下餐饮渠道受限，导致乌苏的市场拓展面临较大挑战，但仍保持了优于行业的正增长趋势，预计下半年随着疫情的恢复，疆外乌苏拓展有望恢复高增长态势。目前公司经销商渠道优化及整合已接近尾声，随着区域统一、全品牌、全渠道的运营模式逐步落实，“大城市计划”渐入加速融合阶段。下半年考虑到：1) 目前疫情防控政策已进一步放松，餐饮行业复苏过程中有望带动现饮场景的逐渐恢复；2) 今年平均气温及高温天数均远超往年情况，有望进一步刺激行业旺季整体饮用量，故预计下半年公司销量有望环比加速。

➤ **多管齐下引领盈利稳步改善：**2022 年上半年由于：(1) 国际形势发生较大变化，导致麦芽、包材等大宗原材料价格持续上行；(2) 以及油价上涨带来的物流运费上升，公司成本端形成较大压力。但受益于公司 (1) 年初已对今年部分大麦原材料采购实行锁价；(2) 对旗下部分产品实施因地制宜的调价策略；(3) 高端化战略对产品结构的持续优化等方式，对部分成本压力实现平抑，公司 H1 综合毛利率小幅下滑，同比-0.3pct 至 48.7%。受益于期内公司经营费用的有效调控，H1 归母净利率同比+0.5%至 9.2%。考虑到目前行业大麦价格上行趋势逐渐缓和，包材价格实现触顶回落，预计未来公司成本压力将逐步减弱，叠加产品结构的持续优化、以及提价红利的持续释放等效益下，预计下半年及明年公司盈利能力将加速反弹。

➤ **目标价 146.6 元，买入评级：**综上所述，我们认为疫情反复对行业干扰仅为短期影响，啤酒行业长期持续高端化趋势明确，未来随着国内旅游业及餐饮行业逐步复苏，公司通过继续以“国际高端品牌+本地强势品牌”的品牌组合为依托，有望助推全渠道的进一步协同扩张，预计 2022-2024 年净利润有望实现 13.7/17.1/20.3 亿元，维持目标价 146.6 元，相当于 23 财年盈利预测的 41.5 倍 PE，距离当前股价有+27.1%涨幅，买入评级。

➤ **重要风险：**1) 食品安全；2) 市场拓展不及预期；3) 疫情影响超预期。

黄海慈

tom.huang@firstshanghai.com.hk

852 2532 1539

主要数据

行业	啤酒/食品饮料
股价	115.38 元
目标价	146.6 元 (+27.1%)
股票代码	600132
总股本	4.84 亿股
总市值	558.41 亿元
52 周高/低	178.84 元/100.00 元
每股净资产	4.3309 元
主要股东	嘉士伯(60.0%)

盈利摘要

截止 12 月 31 日财政年度	2020 实际	2021 实际	2022 预测	2023 预测	2024 预测
收入 (百万元)	10,942	13,119	14,964	17,771	20,141
变动 (%)	7.1%	19.9%	14.1%	18.8%	13.3%
归母净利润 (百万元)	1,077	1,166	1,371	1,708	2,033
变动 (%)	3.3%	8.3%	17.6%	24.6%	19.0%
每股收益 (元)	2.23	2.41	2.83	3.53	4.20
市盈率@115.38 人民币(倍)	51.7	47.9	40.7	32.7	27.5
每股派息 (元)	0.00	2.00	2.35	2.93	3.49
股息现价比 (%)	0.0%	1.7%	2.0%	2.5%	3.0%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

图表 1: 同行估值表

公司名称 (中文)	代码	股价	市值 (百万)	EPS (报表币种)					PE Ratio					CAGR (2022-2024)	PEG 2023E
				2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
A股啤酒															
重庆啤酒	600132 CH EQUITY	115.38	55,841	2,230	2,410	2,909	3,638	4,320	51.7	47.9	39.7	31.7	26.7	21.9%	1.5
青岛啤酒	600600 CH EQUITY	104.72	142,875	1,629	2,328	2,463	2,889	3,360	64.3	45.0	42.5	36.2	31.2	16.8%	2.2
燕京啤酒	000729 CH EQUITY	9.07	25,564	0.070	0.081	0.122	0.167	0.221	129.6	112.0	74.3	54.3	41.0	34.6%	1.6
珠江啤酒	002461 CH EQUITY	7.62	16,866	0.260	0.280	0.314	0.357	0.407	29.3	27.2	24.3	21.3	18.7	13.8%	1.5
简单平均				1.047	1.275	1.452	1.763	2.077	68.7	58.0	45.2	35.9	29.4	21.8%	1.7
H股啤酒															
华润啤酒	291 HK Equity	56.00	181,674	0.650	1.410	1.276	1.581	1.906	76.6	33.0	37.9	30.6	25.4	22.2%	1.4
百威亚太	1876 HK Equity	22.80	301,950	0.039	0.072	0.082	0.095	0.109	75.6	40.8	35.5	30.7	26.6	15.3%	2.0
青岛啤酒	168 HK Equity	75.60	103,145	1.629	2.328	2.350	2.713	3.092	41.2	26.9	27.8	24.1	21.1	14.7%	1.6
简单平均				0.773	1.270	1.236	1.463	1.702	64.5	33.6	33.7	28.5	24.4	17.4%	1.7
H股其他															
蒙牛乳业	2319 HK Equity	34.15	135,067	0.897	1.274	1.475	1.783	2.082	33.8	22.2	19.9	16.5	14.1	18.8%	0.9
中国飞鹤	6186 HK Equity	6.92	61,541	0.830	0.770	0.715	0.803	0.895	7.4	7.5	8.3	7.4	6.7	11.9%	0.6
H&H国际控股	1112 HK Equity	10.06	6,491	1.770	0.790	1.311	1.526	1.679	5.1	10.6	6.6	5.7	5.2	13.2%	0.4
康师傅控股	322 HK Equity	12.84	72,325	0.722	0.676	0.573	0.725	0.845	15.8	15.8	19.3	15.2	13.1	21.4%	0.7
统一企业中国	220 HK Equity	6.75	29,156	0.376	0.347	0.301	0.376	0.431	15.9	16.1	19.4	15.5	13.5	19.7%	0.8
农夫山泉	9633 HK Equity	46.20	519,587	0.480	0.640	0.671	0.813	0.953	85.5	59.9	59.6	49.2	42.0	19.2%	2.6
VITASOY INT'L	345 HK Equity	11.32	12,121	0.504	0.515	(0.085)	0.161	0.375	22.5	22.0	-133.2	70.3	30.2		
周黑鸭	1458 HK Equity	3.70	8,818	0.065	0.150	0.083	0.196	0.263	50.4	20.5	38.1	16.2	12.1	78.0%	0.2
颐海国际	1579 HK Equity	21.80	22,822	0.902	0.782	0.801	0.941	1.100	21.5	23.1	23.5	20.0	17.1	17.2%	1.2
海底捞	6862 HK Equity	17.04	94,981	0.060	(0.780)	0.158	0.469	0.651	252.4	-18.1	93.1	31.4	22.6	103.0%	0.3
呷哺呷哺	520 HK Equity	3.22	3,497	0.002	(0.273)	0.081	0.250	0.403	1683.3	-9.8	34.3	11.1	6.9	123.1%	0.1
九毛九	9922 HK Equity	18.74	27,246	0.090	0.230	0.277	0.536	0.755	185.0	67.6	58.6	30.2	21.4	65.1%	0.5
简单平均				0.558	0.427	0.530	0.715	0.869	198.2	19.8	20.6	24.1	17.1	44.6%	0.7
A股其他															
贵州茅台	600519 CH Equity	1,918.00	2,409,388	37.170	41.760	50.017	58.649	68.656	51.6	45.9	38.3	32.7	27.9	17.2%	1.9
五粮液	000858 CH Equity	176.20	683,939	5.141	6.023	7.006	8.183	9.423	34.3	29.3	25.1	21.5	18.7	16.0%	1.3
洋河股份	002304 CH Equity	174.70	263,271	4.984	5.014	6.299	7.545	8.893	35.1	34.8	27.7	23.2	19.6	18.8%	1.2
伊利股份	600887 CH EQUITY	36.34	232,552	1.170	1.430	1.659	1.949	2.292	31.1	25.4	21.9	18.6	15.9	17.5%	1.1
光明乳业	600597 CH EQUITY	11.98	16,516	0.500	0.480	0.503	0.576	0.655	24.0	25.0	23.8	20.8	18.3	14.1%	1.5
洽洽食品	002557 CH EQUITY	51.98	26,354	1.597	1.839	2.198	2.579	2.994	32.5	28.3	23.6	20.2	17.4	16.7%	1.2
良品铺子	603719 CH Equity	25.16	10,089	0.870	0.700	0.878	1.105	1.398	28.9	35.9	28.7	22.8	18.0	26.2%	0.9
盐津铺子	002847 CH Equity	94.97	12,222	1.940	1.210	2.252	3.251	4.232	49.0	78.5	42.2	29.2	22.4	37.1%	0.8
双汇发展	000895 CH EQUITY	26.66	92,368	1.864	1.404	1.794	1.927	2.106	14.3	19.0	14.9	13.8	12.7	8.3%	1.7
涪陵榨菜	002507 CH EQUITY	30.99	27,508	0.980	0.870	1.142	1.331	1.517	31.6	35.6	27.1	23.3	20.4	15.3%	1.5
金龙鱼	300999 CH EQUITY	46.65	252,917	1.210	0.760	0.971	1.338	1.647	38.6	61.4	48.0	34.9	28.3	30.2%	1.2
海天味业	603288 CH EQUITY	79.14	366,722	1.385	1.436	1.661	1.964	2.302	57.2	55.1	47.6	40.3	34.4	17.7%	2.3
千禾味业	603027 CH EQUITY	15.35	14,714	0.216	0.231	0.314	0.411	0.519	71.1	66.5	48.9	37.3	29.6	28.6%	1.3
中炬高新	600872 CH EQUITY	37.83	29,711	1.117	0.943	0.926	1.093	1.253	33.9	40.1	40.9	34.6	30.2	16.3%	2.1
简单平均				4.296	4.579	5.544	6.564	7.706	38.1	41.5	32.8	26.7	22.4	20.0%	1.4
海外其他															
可口可乐	KO US EQUITY	64.88	280,582	1.800	2.260	2.462	2.608	2.777	36.0	28.7	26.4	24.9	23.4	6.2%	4.0
怪兽饮料公司	MNST US EQUITY	91.51	48,215	2.660	2.610	2.382	3.060	3.470	34.4	35.1	38.4	29.9	26.4	20.7%	1.4
雀巢	NSRGY US EQUITY	122.64	337,260			4.744	5.100	5.511			24.6	22.9	21.2	7.8%	2.9
通用磨坊	GIS US EQUITY	77.14	45,953	3.590	3.810	3.836	3.993	4.237	21.5	20.2	20.1	19.3	18.2	5.1%	3.8
好时公司	HSY US EQUITY	230.48	47,245	6.134	7.150	8.191	8.862	9.447	37.6	32.2	28.1	26.0	24.4	7.4%	3.5
家乐氏	K US EQUITY	75.73	25,757	3.650	4.360	4.135	4.286	4.459	20.7	17.4	18.3	17.7	17.0	3.8%	4.6
尼格拉品牌股份有限公	CAG US EQUITY	35.23	16,933	1.720	2.670	2.361	2.412	2.581	20.5	13.2	14.9	14.6	13.6	4.6%	3.2
简单平均				3.259	3.810	4.016	4.332	4.640	28.5	24.5	24.4	22.2	20.6	7.9%	3.4

资料来源: Bloomberg 预测、第一上海

附录 1： 主要财务报表

利润表					
单位：百万人民币，财务年度：12月31日					
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
	实际	实际	预测	预测	预测
营业收入	10,941.63	13,119.31	14,963.57	17,770.62	20,140.89
营业成本	5,724.58	6,436.36	7,317.29	8,541.20	9,562.07
毛利	5,217.05	6,682.95	7,646.28	9,229.42	10,578.82
销售费用	1,984.11	2,212.89	2,470.60	2,913.06	3,225.65
管理费用	684.10	516.88	574.08	650.63	715.79
财务费用	6.22	(15.88)	(18.11)	(21.51)	(24.38)
营业利润	1,964.04	2,947.54	3,463.07	4,313.63	5,133.86
营业外收入	199.42	8.50	9.69	11.51	13.05
营业外支出	32.67	14.96	14.96	17.77	20.14
利润总额	2,130.78	2,941.08	3,457.80	4,307.37	5,126.76
所得税	378.47	541.92	637.13	793.68	944.66
净利润	1,752.32	2,399.16	2,820.66	3,513.69	4,182.10
归属于母公司股东的净利润	1,076.84	1,166.24	1,371.14	1,708.03	2,032.94
少数股东损益	675.48	1,232.91	1,449.52	1,805.67	2,149.16
基本每股收益（元）	2.23	2.41	2.83	3.53	4.20
增速（%）					
营业收入	7.1%	19.9%	14.1%	18.8%	13.3%
营业利润	20.7%	50.1%	17.5%	24.6%	19.0%
归母净利润	3.3%	8.3%	17.6%	24.6%	19.0%

资产负债表					
单位：百万人民币，财务年度：12月31日					
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
	实际	实际	预测	预测	预测
货币资金	1,955.98	2,355.19	1,606.20	2,958.97	4,165.86
应收票据及应收账款	114.51	109.24	127.60	151.54	171.76
预付款项	23.01	45.12	79.19	94.05	106.59
其他应收款	78.59	11.83	13.49	16.02	18.16
存货	1,420.57	1,886.75	1,886.13	2,239.95	2,538.72
固定资产	3,233.36	3,705.08	4,176.80	4,648.53	5,120.25
在建工程	361.83	162.08	178.28	196.11	215.72
无形资产	588.27	615.08	641.89	668.70	695.51
递延所得税资产	840.76	1,062.31	1,342.24	1,695.93	2,142.83
长期股权投资	197.02	240.32	264.35	290.79	319.87
资产总计	9,595.37	11,532.81	11,111.71	13,796.48	16,371.60
借款合计	0	-	-	-	-
应付票据及应付账款	1,939.78	2,212.69	1,616.23	2,808.06	3,143.69
预收款项	0	-	-	-	-
应付职工薪酬	419.29	512.76	512.76	512.76	512.76
应交税费	234.21	395.93	395.93	395.93	395.93
其他应付款	2,258.03	2,971.96	2,806.63	3,510.08	3,929.62
负债合计	8,026.54	8,404.51	7,625.77	9,521.06	10,276.22
归属于母公司所有者权益合计	585.29	1,754.55	1,955.13	2,397.93	3,418.67
少数股东权益	983.55	1,373.75	1,530.80	1,877.50	2,676.70
所有者权益合计	1,568.84	3,128.30	3,485.94	4,275.42	6,095.37
负债和所有者权益总计	9,595.37	11,532.81	11,111.71	13,796.48	16,371.60

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务能力分析					
单位：百万人民币，财务年度：12月31日					
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率(%)	47.7%	50.9%	51.1%	51.9%	52.5%
归母净利率(%)	9.8%	8.9%	9.2%	9.6%	10.1%
ROE(%)	107.5%	99.7%	85.3%	90.5%	80.7%
ROA(%)	26.7%	22.7%	24.9%	28.2%	27.7%
营运表现					
SG&A/收入(%)	24.4%	20.8%	20.3%	20.1%	19.6%
实际税率(%)	17.8%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%
股息支付率(%)	0.0%	83.0%	83.0%	83.0%	83.0%
库存周转天数	30	46	46	46	46
应付票据及账款天数	76	118	81	120	120
应收票据及账款天数	3	3	3	3	3
财务状况					
净负债/股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
收入/总资产	1.67	1.24	1.32	1.43	1.34
总资产/股本	6.12	3.69	3.19	3.23	2.69

现金流量表					
单位：百万人民币，财务年度：12月31日					
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
	实际	实际	预测	预测	预测
经营活动产生的现金流量：					
净利润	1,752.32	2,399.16	2,820.66	3,513.69	4,182.10
折旧与摊销	413.79	427.90	471.61	515.32	559.03
长期待摊费用摊销	0	0	0	0	0
存货的减少	(88.47)	(634.85)	0.63	(353.82)	(298.77)
经营性应收项目的减少	1,729.10	(125.14)	(18.36)	(23.94)	(20.21)
经营性应付项目的增加	167.93	1,634.04	(596.46)	1,191.84	335.63
间接法-经营活动产生的现金流量净额	3,689.73	3,564.79	2,416.43	4,518.21	4,372.32
投资活动产生的现金流量：					
投资活动现金流入小计	1,953.21	1,573.59	1,573.59	1,573.59	1,573.59
投资活动现金流出小计	4,758.10	2,725.34	2,725.34	2,725.34	2,725.34
投资活动产生的现金流量净额	(2,804.89)	(1,151.75)	(1,151.75)	(1,151.75)	(1,151.75)
筹资活动产生的现金流量：					
筹资活动现金流入小计	890.00	-	-	-	-
筹资活动现金流出小计	1,477.63	2,013.68	2,013.68	2,013.68	2,013.68
筹资活动产生的现金流量净额	(587.63)	(2,013.68)	(2,013.68)	(2,013.68)	(2,013.68)
现金及现金等价物净增加额	297.22	399.36	(749.00)	1,352.78	1,206.89
期初现金及现金等价物余额	1,469.16	1,766.38	2,165.73	1,416.74	2,769.51
期末现金及现金等价物余额	1,766.38	2,165.73	1,416.74	2,769.51	3,976.40

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。