

## 買入

2021年7月21日

### 西部之王整裝待發氣勢如虹，全國征程之路揚帆起航

► **啤酒行業同質化競爭趨於緩和，高端化發展進入高速發展階段：** 中國啤酒行業由於消費需求逐漸呈現多樣化的趨勢，同質化的主流啤酒產品已難以滿足消費市場高速碎片化的趨勢，在此背景之下各大啤酒廠商持續通過推出高品質的差異化產品來實現產品組合的優化，疊加近年來陸續採用的關廠減員等降本控費措施，整體啤酒行業的盈利能力再次獲得提振。隨著高端化發展逐步成為行業共識後，整體行業從“規模導向”轉變為“利潤導向”，也導致了頭部啤酒企業之間的同質化競爭明顯趨於緩和，整體啤酒再次進入高速發展的景氣階段。

► **從西部之王成功向全國性啤酒企業邁進：** 2020年與嘉士伯完成重大資產重組，將嘉士伯在中國控制的啤酒資產注入到重啤股份之中，至此重慶啤酒重新形成了“本地強勢品牌+國際高端品牌”的強強品牌組合，並成功從一家區域型啤酒公司成長為全國性啤酒企業，其核心市場也從原本的重慶、四川和湖南三省市拓展至包含新疆、寧夏、雲南、廣東和華東等各省的全國化佈局，公司整體高端化發展有了質的跳躍，全國化征程開始揚帆起航。

► **“本土品牌+國際品牌”形成雙驅動力：** 公司完成重大資產重組後，由於注入了大量嘉士伯等高端國際品牌，產品矩陣擁有了更為豐富的品牌儲備，且相較於其他同行企業來說，公司在高端及超高端的產品品類更為豐富，各個品類也具備了高精細度的產品差異化定位。我們認為，啤酒行業的高端產品消費過程中必然伴隨而來的是產品差異化需求的加劇碎片化以及情感述求的更加個性化，於是公司更精細化的產品定位也將有助於其長期搶佔更多不同高端客群的心智。此外，由於公司旗下品牌均有極為清晰的差異化定位，將有助於公司極大程度上降低內部品牌相互之間的競爭消耗，避免了互相蠶食市場份額的局面；另一方面，不同產品之間還能針對不同消費場景起到高度相互補助的作用，從而使到公司的產品對絕大多數啤酒消費場景或消費述求實現了全方位的有效覆蓋。

► **目標價 229.73 元，首次覆蓋，給予買入評級：** 2021年迎來了體育大年短期內或將進一步刺激整體啤酒消費力。此外，近年來由於公司旗下烏蘇品牌其自帶的新疆文化開始在疆外市場加速擴散，對管道或終端消費市場已形成了更為強大的消費吸引力，並給予了其極具差異色彩的品牌天然屏障，因此我們預計未來公司有望憑藉烏蘇品牌形成全國範圍內一個有力的新突破口，並在當前消費市場的高熱度下與公司旗下其他高端產品形成聯動，帶動公司整體高端品牌向更多的空缺市場進行滲透，帶動整體市場份額穩步提升。在平均售價上，目前公司國際品牌銷售結構占比仍處於低位（2020年僅為19.4%），而本土品牌平均售價也較低（2020年僅為3,876.9元/千升），因此我們認為公司在以上兩個方面均具備較大的優化空間。隨著公司高端品牌形象有望進一步得到釋放，公司整體產品結構也將有望持續得到優化，帶動未來千升酒平均售價及盈利能力的提升。因此我們預計公司2021-2023年有望實現銷售收入122.7/136.6/151.5億元人民幣，同比增長12.1%/11.3%/10.9%；實現歸母淨利潤分別為11.7/14.0/16.6億元人民幣，同比增長8.8%/19.8%/18.0%。綜上所述，我們首次覆蓋給予公司買入評級，目標價為229.73元，相當於2022年財年盈利預測79倍PE。

黃海慈

tom.huang@firstshanghai.com.hk

852 2532 1539

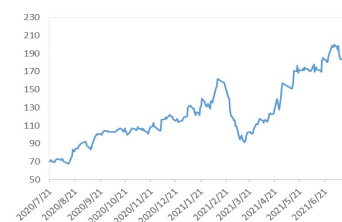
### 主要資料

|         |                      |
|---------|----------------------|
| 行業      | 啤酒/消費                |
| 股價      | 197.48 元             |
| 目標價     | 229.73 元<br>(+16.3%) |
| 股票代碼    | 600132               |
| 總股本     | 4.84 億股              |
| 總市值     | 955.75 億元            |
| 52 周高/低 | 207.0 元/65.68 元      |
| 每股淨資產   | 1.8196 元             |
| 主要股東    | 嘉士伯 (60.0%)          |

### 盈利摘要

| 截止12月31日財政年度      | 2019实际 | 2020实际 | 2021预测 | 2022预测 | 2023预测 |       |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 收入 (百萬元)          | 10,212 | 10,942 | 12,268 | 13,658 | 15,151 |       |
|                   | 變動 (%) | 194.5% | 7.1%   | 12.1%  | 11.3%  | 10.9% |
| 歸母淨利潤 (百萬元)       | 1,043  | 1,077  | 1,172  | 1,404  | 1,658  |       |
|                   | 變動 (%) | 158.2% | 3.3%   | 8.8%   | 19.8%  | 18.0% |
| 每股收益 (元)          | 2.15   | 2.23   | 2.43   | 2.91   | 3.43   |       |
| 市盈率@197.48 人民币(倍) | 91.9   | 88.6   | 81.4   | 67.9   | 57.5   |       |
| 每股派息 (元)          | 0.80   | 1.40   | 0.00   | 2.42   | 2.90   |       |
| 息率 (%)            | 0.4%   | 0.7%   | 0.0%   | 1.2%   | 1.5%   |       |

### 股價表現



資料來源：公司資料，第一上海預測

資料來源：彭博

第一上海證券有限公司

www.mystockhk.com

## 中國啤酒行業進入高端品牌戰略時代

### 中國啤酒行業步入高端品牌戰略時代

中國啤酒行業自新中國成立以後計，大致可劃分為三個發展階段：

#### 一、發展初期及高速增長階段（1958年至1979年）

1958年期間，天津、杭州武漢、重慶、先、蘭州、昆明等大城市分別投建了一批規模啤酒廠。在此之前中國啤酒廠均以外國人建立為主，且總體有規模的廠家極為有限，啤酒對於當時的華人消費者來說屬於外來產物，而在1979年至1989年期間，中國啤酒工業以每年高達30%以上的速度持續擴張，總體生產規模達到接近1000萬噸，整體行業實現了市場化。

#### 二、並購整合階段（1992年至2013年）

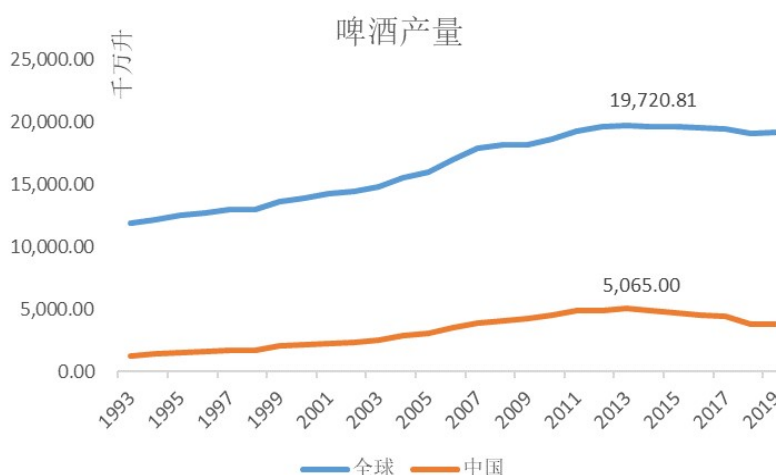
2013年以前中國啤酒市場規模持續急劇擴張。在此階段中，整體行業的業績增長以量增為主導驅動。然而由於中國消費者普遍不適應過苦過濃的啤酒產品，因此很長一段時間內中國消費市場均以寡淡口味的啤酒為主，這也導致了行業同質化極高，故主流產品尤其是本土啤酒產品噸價位偏低，甚至此階段的部分啤酒企業利潤率更是低至盈虧水平線，因此行業中本土化的啤酒企業管理水準和產品品質出現了比較大的分化，故以青島啤酒、華潤雪花、燕京啤酒以及外資啤酒集團為代表的行業巨頭們紛紛掀起了大勢兼併與重組的浪潮，如英博啤酒收購雪津啤酒、百威收購哈爾濱啤酒、嘉士伯收購重慶啤酒等等。至此，行業集中度迅速地提升。

行業巨頭們一方面快速通過收購融合提升了管道滲透，另一方面也通過加快圈地建廠等措施，企業營收及市場份額均得到進一步的提高，但同時整體行業的競爭也更加白熱化，最終產能逐漸呈現過剩的狀態。

#### 三、量降價升階段（2013年至今）

中國乃至於全球的啤酒生產規模至2013年起封頂，隨後開始呈現逐步下滑的趨勢，行業量增模式出現拐點，至此中國整體啤酒消費市場消費量逐步萎縮，行業固有的低端產品價格戰已難以帶動銷量的提升。

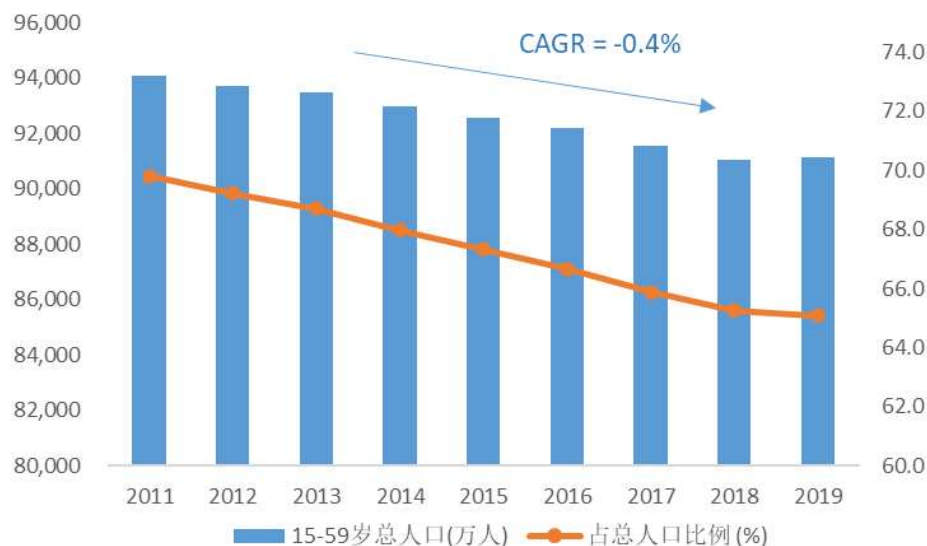
圖表 1：啤酒產量從 2013 年起封頂



資料來源：巴特哈斯集團，Wind，第一上海整理

從 2013 年至今長達 7 年的行業持續量減情況足以證明：當前中國啤酒市場處於存量競爭時代。此外，由於啤酒主要消費群體皆為 15-59 歲之間年齡層的人群，隨著中國人口老齡化結構持續加劇，加上出生率逐年降低等因素，未來該年齡層人口總數占總人口的比例大概率將持續收縮，因此我們認為未來啤酒主要消費群體仍會呈現逐年減少的態勢，所以長遠來看未來整體行業產銷量持續減少的趨勢難以逆轉。

圖表 2：啤酒主要消費群體人數呈現逐年減少的趨勢



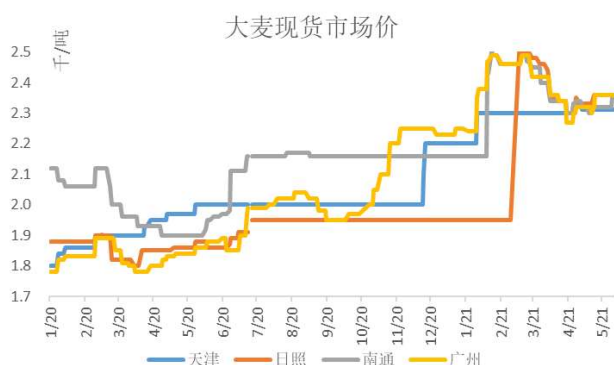
資料來源：國家統計局（抽樣數），Choice，第一上海整理

在此背景之下，行業量減趨勢倒逼各大廠商改變了一貫原有的“跑馬圈地”策略，各自對公司產品矩陣進行升級，這也在一定程度上驅使到**頭部企業之間的惡性競爭壓力略有緩和**。

隨著中國消費者對啤酒選擇日漸多元化及個性化，各大龍頭企業憑藉其自身的品牌效應及規模效應，提高產品結構高端化，進而加速了整體行業產能優化的進程，中國整體啤酒行業開啟了**高端品牌戰略時代**。

此外，由於原料、包材、能源、人力等主要銷售成本持續上行，為部分同行企業盈虧能力造成較大的壓力（參考重慶啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒及青島啤酒等公司年報顯示：原材料、包裝材料等成本占啤酒企業總銷售成本比例高達 60%-70% 之間）。大宗原材料的成本持續大幅上漲將進一步擠壓中小啤酒廠生存空間，行業或將面臨再一次洗牌，因而為擁有更高運行效率及高品質發展能力的頭部企業提供了更多的施展空間。

圖表 3: 大麥市場價格持續提高



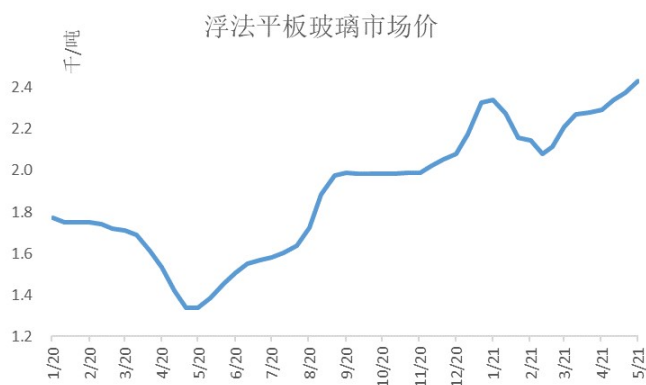
資料來源: 國家統計局, 第一上海

圖表 4: 瓦楞紙市場價格持續提高



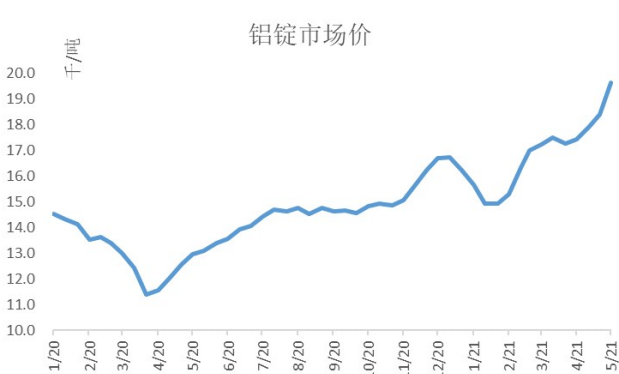
資料來源: 國家統計局, 第一上海

圖表 5: 玻璃市場價格持續提高



資料來源: 國家統計局, 第一上海

圖表 6: 鋁市場價格持續提高

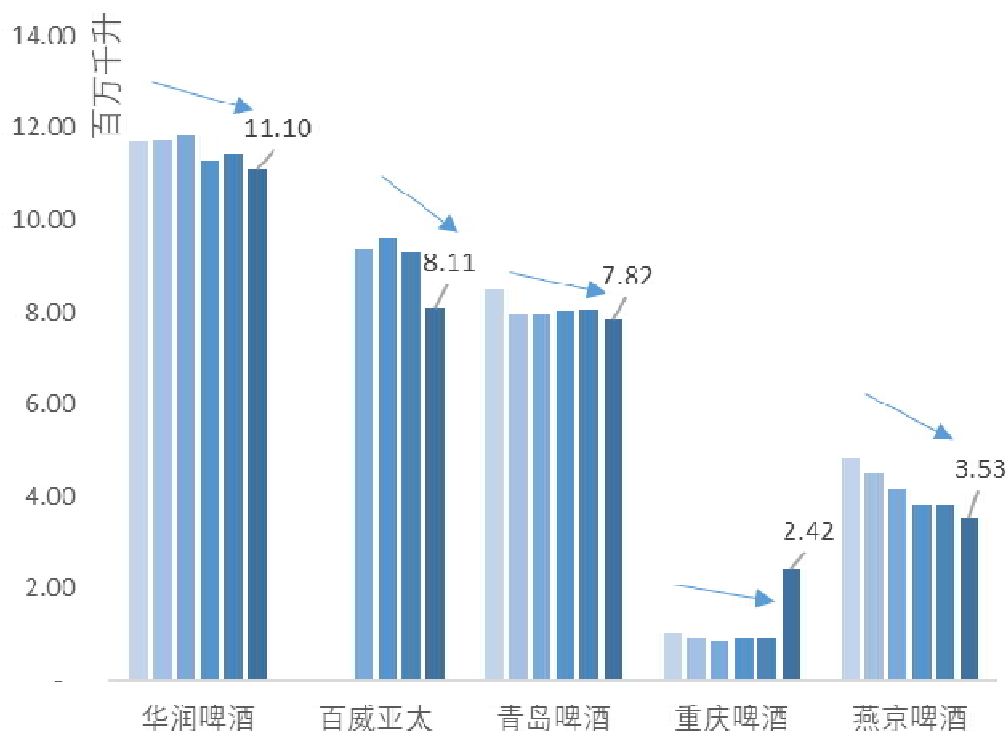


資料來源: 國家統計局, 第一上海

## 從“規模導向”轉變到“利潤導向”

如上文所述, 2013 年起行業銷量競爭拉鋸已達到極致, 中國啤酒產銷開始至今連續保持 7 年回落, 近年來各大頭部廠商銷量難以提振 (重慶啤酒於 2020 年實現重大資產重組導致銷量有所突破, 如在同一口徑下同比增長則為 3.3%), 迫使行業進入產能優化、結構升級階段, 因此行業整體競爭策略重心也都從“規模導向”轉變到“利潤導向”。

圖表 7：各大廠商銷量持續下滑



資料來源：公司年報（2016-2020年），第一上海

### 持續“關小廠，建大廠”，降本控費下盈利能力提升顯著

由於啤酒行業的重資產屬性，長期的盈利壓力刺激了大量啤酒廠商陸續啟動關廠減員等措施，從而提升公司整體產能效率及減輕單升啤酒生產費用。近年來的關廠去產及控費提效不僅逐漸成為行業共識，同時也成為了行業的常態化操作。而截至2020年各大啤酒廠商年關廠速度才有所放緩，因此我們認為，當前中國整體啤酒行業大規模的產能優化已逐漸接近尾聲，從行業盈利能力提升明顯的角度看，整體啤酒行業的產能效率也有了顯著的提升。

長遠來看我們預計未來各大啤酒產商仍將維持以每年約3-5家左右的速度進行關廠，策略上持續實行“關小廠，建大廠”的方向，即通過更先進的規模化大廠取代小產能工廠等方式，從而繼續提高整體行業的普遍生產效率。

### 各大廠商接連的提價策略降低整體成本壓力

與此同時，除了降本控費降低單升成本以外，各大廠商近年來也接連採取了提價策略以維持公司盈利發展能力，以此應對行業量減及成本持續上漲等趨勢所帶來的壓力。



圖表 8：近年來啤酒產品提價情況

| 公司   | 提价时间  | 提价产品 (不完全统计)                |
|------|-------|-----------------------------|
| 百威亚太 | 2018年 | 百威啤酒<br>哈尔滨啤酒               |
|      | 2021年 | 百威等多个品牌                     |
| 华润啤酒 | 2010年 | 雪花啤酒                        |
|      | 2018年 | 500ml的雪花纯生、勇闯天涯、晶尊等9款产品     |
| 青岛啤酒 | 2011年 | 青岛品牌                        |
|      | 2012年 | 青岛品牌                        |
|      | 2018年 | 600ml崂山啤酒和500ml绿兰莎啤酒等中低端产品  |
|      | 2019年 | 优质品牌 (青岛优质)<br>经典1903、白啤等产品 |
| 重庆啤酒 | 2018年 | 高端瓶装春生产品、低端易拉罐产品            |
| 燕京啤酒 | 2010年 | 10度燕京清爽                     |
|      | 2011年 | 10度燕京清爽、燕京本生                |
|      | 2014年 | 燕京鲜啤、清爽等产品                  |
|      | 2017年 | 460ml 7°P燕京本生啤酒             |
|      | 2017年 | 燕京清爽                        |
|      | 2018年 | 漓泉、雪鹿等低端产品                  |

資料來源：公開資料整理，頭豹研究院，第一上海

然而，由於市場主流啤酒產品本身同質化就較為嚴重，加上區域壟斷性較弱及競品述求較為雷同等限制，因此採取產品直接提價一般較為困難，並且也面臨提價空間較小的問題。

### 高端產品噸價提升顯著，聚焦高端化戰略成為行業中的關鍵致勝法寶

相較之下，我們認為啤酒廠商通過品牌升級以及產品結構優化，推出高端化及差異化產品更能獲得市場消費者的忠誠度，並能以高品質產品建立起相應的品牌護城河，而近年來各大廠商正是陸續地通過佈局中高檔產品來抬高各自的業績貢獻。推出高端產品、佈局高端產品銷售管道、提高高端產品銷售占比等措施已成為了各大廠商未來能夠長久提升產品噸價及公司盈利能力的致勝法寶。

圖表 9：中國主要市場參與者產品矩陣漸顯豐富（不完全統計）

| 公司   | 大眾產品<br>(5元以下)   | 中檔產品<br>(6-8元)                   | 次高端及以上產品<br>(8元以上)  |
|------|--|----------------------------------|---|
| 百威亚太 | 哈尔滨醇爽、雪津、金陵、金士百  | 哈尔滨冰纯白啤、哈尔滨小麦王                   | 哈尔滨冰纯、哈尔滨冰萃、时代、科罗娜、福佳、百威、贝克、凯狮、乐飞、范佳乐、拳击猫、鹅岛等                               |
| 华润啤酒 | 雪花清爽、雪花冰酷、雪花纯9、雪花晶粹                                    | 雪花勇闯天涯                           | 雪花品牌：雪花纯生、沈阳老雪花、勇闯天涯SuperX、马尔斯绿、匠心营造、脸谱、黑狮白啤、拉微邦黑啤<br>喜力品牌：经典、星银、苏尔、红爵、虎牌晶纯 |
| 青岛啤酒 | 青岛品牌：青岛山水、青岛冰纯、青岛纯干<br>其他品牌：崂友记、崂山玩啤、普崂、崂山8度、崂山劲爽、崂山清爽 | 青岛经典、青岛欢动、青岛果啤、经典1903、青岛全麦白啤等    | 纯生、逸品纯生、高端金质、青岛黑啤、IPA、皮尔森、鸿运当头、奥古特、琥珀拉格、白啤精英                                |
| 重庆啤酒 | 33系列、老山城、山城冰爽、山城清爽                                     | 重庆66系列、重庆国宾、重庆醇国宾、山城1958、嘉士伯乐堡系列 | 风花雪月、嘉士伯特醇、凯旋1664、格林堡、京A、布鲁克林   |
| 燕京啤酒 | 雪鹿、Party、鲜啤  | 漓泉1998、V10白啤                     | U8、原浆白啤、燕京八景  |

資料來源：公司官網，天貓，第一上海整理

我們認為，高端產品更能提高啤酒廠商的銷售毛利水準，以青島啤酒及重慶啤酒為例：青島啤酒公司的青島品牌比其他大眾品牌平均售價高出 73.8%左右，而二者平均成本差異僅在 24.1%左右；重慶啤酒公司銷售高檔產品時的平均售價比其大眾產品高出 135.5%，然而平均成本僅提高了 22.5%左右，其中高檔產品與主流產品的平均成本差異只有 3.4%。重慶啤酒以及其他各大啤酒廠商中各檔次產品的毛利率水準也相差巨大。

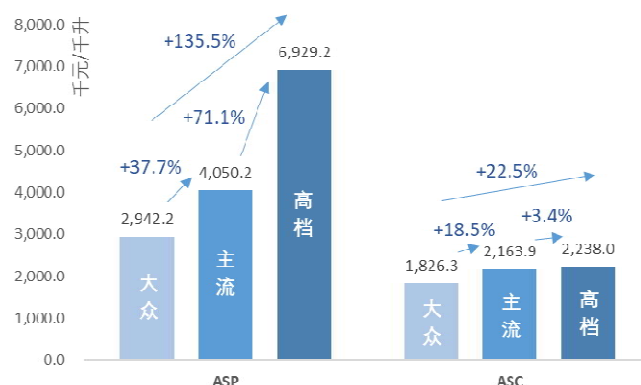
由此可以看出，各大啤酒廠商如若加大其高端產品的銷售，將會給其平均售價帶來比起銷售高端產品平均成本更為顯著提升幅度，為公司整體盈利能力的抬升頗為明顯。因此綜上所述，我們認為量跌價升或將持續成為未來整體啤酒行業發展的主基調，而企業品牌未來能否有效實現高端化也將作為公司業績能否長期保持穩定增長的重要考量依據。

圖表 10：青島啤酒各品牌均售價及均成本差異



資料來源：公司 2020 年年度報告，第一上海

圖表 11：重慶啤酒各檔次產品均售價及均成本差異



資料來源：公司 2020 年年度報告，第一上海

### 本土品牌售價仍有較大的提升空間，高端市場份額仍處於較低水準

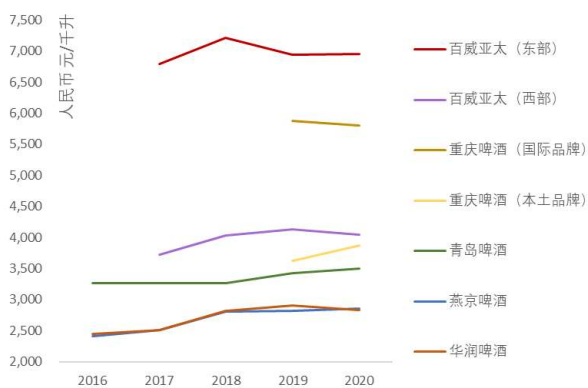
從 2020 年各大啤酒企業的銷售噸價資料上看，百威亞太於亞太東部成熟啤酒消費市場平均售價為 6,954 元/千升（按匯率 6.43 人民幣/美元換算），在中國消費市場中重慶啤酒的國際品牌平均售價也達到了 5,800 元/千升，而同期其他本土啤酒企業如重慶啤酒（本土品牌）、青島啤酒、華潤啤酒的平均售價僅分別僅為 3,877 元/3,496/2,833 千升，相較國際品牌仍有 50% 以上的提升空間。

根據我們觀察，中國的終端啤酒消費市場中，國產啤酒品牌銷售仍以 3-5 元價格帶為主流消費產品，而國際品牌例如百威、嘉士伯、朝日等品牌平均終端零售價則在 10 元以上，因此我們認為在當前消費市場在國潮趨勢影響力愈發顯著的趨勢下，未來國內品牌高端化發展的空間巨大。

目前國內啤酒廠商已逐漸在高端產品價格帶（8 元以上）產品系列矩陣實現擴容，產品結構持續升級，加之近年來陸續關廠減員帶來的產能優化效應等已逐步獲得釋放，因此各大主要啤酒廠商的整體盈利能力均得到了有效改善。

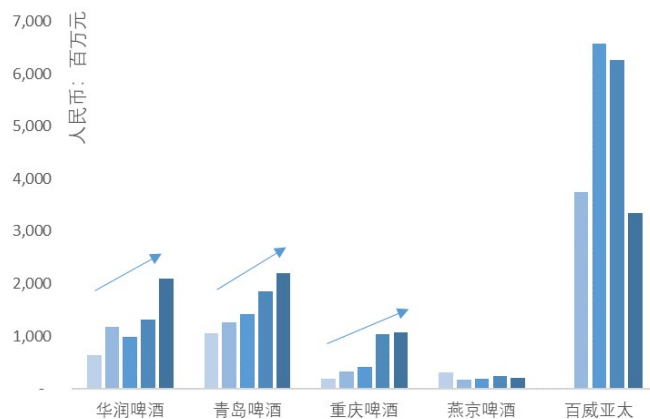
截至 2020 年青島啤酒、重慶啤酒、及華潤啤酒等啤酒廠商的高端產品銷量占比分別為 22.9%/19.4%/13.2%，我們根據各大啤酒廠商公佈的銷售情況判斷，上述國內啤酒廠商在中國高端細分領域市場的份額占比仍處於比較低的水準，因此一方面我們認為當前國內啤酒企業的產品結構調整及噸價提升均未觸及天花板，各大啤酒廠商的產品結構優化的能力充足，在中國高端啤酒的市場份額也有望進一步得到提升。

圖表 12: 各大啤酒廠商噸價獲得不同程度的提升



資料來源: 公司年報 (2016-2020 年), 第一上海

圖表 13: 國內主要啤酒廠商淨利潤均持續改善



資料來源: 公司年報 (2016-2020 年), 第一上海

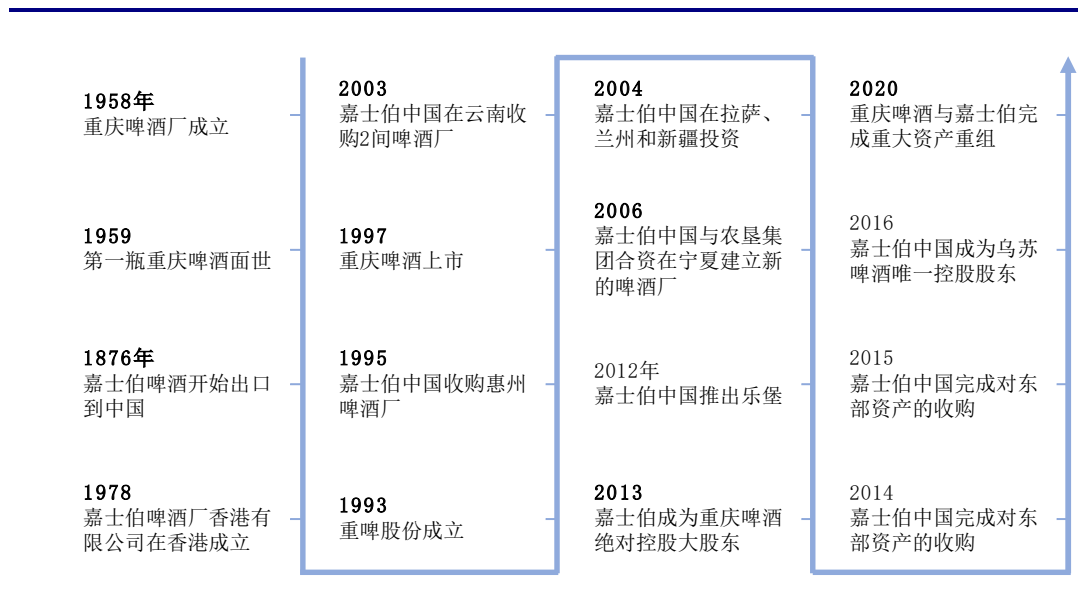


## 重慶啤酒向全國性啤酒企業成功邁進

### 從西部之王到全國性啤酒企業

重慶啤酒創建於1958年，於1997年成功在上海證券交易所掛牌上市，是中國當前為數不多的頭部啤酒公司之一，同時也是全球第三大啤酒公司丹麥嘉士伯集團的成員之一，是嘉士伯在中國經營啤酒資產的唯一平臺。嘉士伯通過多次股權收購，從2013年起成為了重慶啤酒股份有限公司的絕對控股大股東（持股比例於達到60%）。截至2020年，由於嘉士伯履行承諾與重慶啤酒完成重大資產重組，將嘉士伯在中國控制的啤酒資產注入重啤股份，至此重慶啤酒重新形成了“本地強勢品牌+國際高端品牌”的強強品牌組合，並成功從一家區域型啤酒公司成長為全國性啤酒企業，並通過規劃分別以重慶業務單元（含四川、湖南）、新疆業務單元、寧夏業務單元、雲南業務單元和國際品牌業務單元形成為五大業務單元基礎，成功將公司核心市場從原本的重慶、四川和湖南三省市拓展至包含新疆、寧夏、雲南、廣東和華東等各省，公司全國化征程開始揚帆起航。

圖表 14：歷史沿革

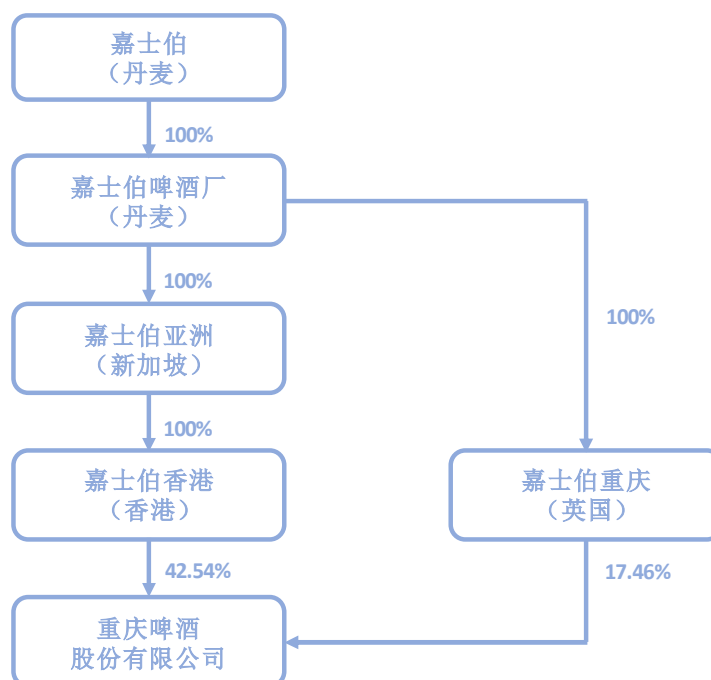


資料來源：公司官網，年報，第一上海

### 股權架構

公司實控人為嘉士伯集團。嘉士伯集團於1847年創立，產品已暢銷超過150多個市場，至今旗下共計擁有140個品牌，涵蓋了包括啤酒和其他飲料品牌等豐富的產品系列。其中旗艦品牌「嘉士伯」為國際啤酒品牌之一，與此同時公司旗下如「波羅的海」及「樂堡」等品牌亦位列於歐洲八大品牌之中。我們認為，公司與嘉士伯完成重大資產重組後，將有望依託嘉士伯強大的國際品牌效應，與公司的本土管理優勢實現“1+1>2”的協同效應，使公司的高端化發展持續放量。

圖表 15: 股權架構



資料來源：公司年報，第一上海

### 公司高端化發展有了質的改變

公司成功實現資產重組後，市場已拓展至全國範圍。2020年新冠疫情帶來負面影響，餐飲及娛樂場所等現飲管道缺失，整體啤酒行業發展受到嚴重阻礙，導致行業基點遠低於正常水準。根據國家統計局資料顯示，2020年中國規模以上啤酒企業累計產量同比下降了7.04%。然而在此背景之下，公司由於持續推動了“揚帆22”策略的精耕拓展，逆勢下成功實現了包括：1) 整體銷量同比增長3.3%；2) 收入增長7%；3) 平均售價增長3.5%；4) 盈利用潤21%的優異成績(重述調整口徑)。

圖表 16: 嘉士伯集團“揚帆22”戰略

# SAIL<sup>22</sup>

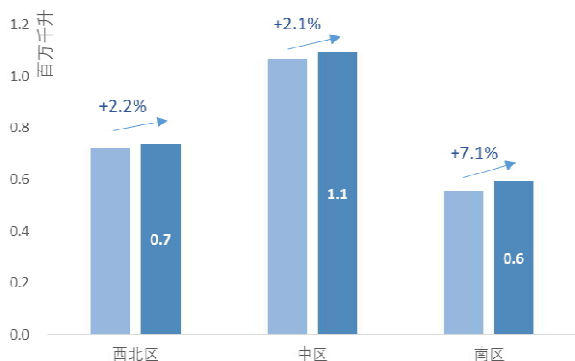
“揚帆22”戰略四大重點舉措：

1. 巩固排名第一或第二的市场地位：我们充分利用强势啤酒品牌和市场地位来驱动增长。
2. 定位于实现增长：我们在具有长期发展机会的区域和品类推动增长。
3. 为股东创造价值：实现自然内生增长。
4. 构建必赢文化：我们拥有必赢文化来实现我们的战略选择。

資料來源：公司官網，第一上海

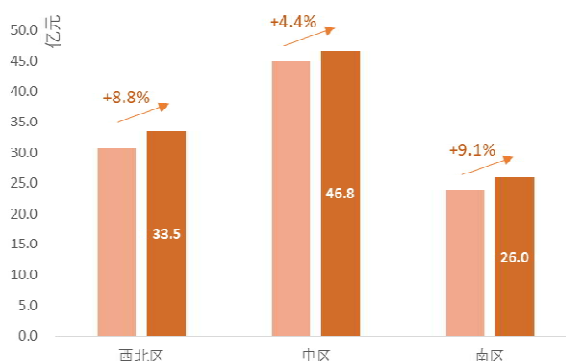
分區域來看,即便 2020 年在受到疫情的衝擊下,公司各區域市場也均是銷量及銷售額逆勢雙增長的態勢。其中各區域銷量增長均在 2%-7%之間,營業額增長在 4%-9.5%之間,各區域均實現了量價齊升,體現出公司在資產整合後整體競爭壁壘有了質的增強。

圖表 17: 2019-2020 年各區域均實現銷量增長



資料來源: 公司年報, 第一上海

圖表 18: 2019-2020 年各區域銷售額逆勢增長



資料來源: 公司年報, 第一上海

### “本土品牌+國際品牌”形成雙驅動力

公司完成重大資產重組後,由於注入了大量嘉士伯等高端國際品牌,產品矩陣擁有了更為豐富的品牌儲備,且相較于其他同行企業來說,公司在高端及超高端的產品品類更為豐富,各個品類也具備了高精細度的產品差異化定位。目前公司已打造出“國際品牌+本土品牌”的品牌組合,其中包含高端國際品牌如嘉士伯、樂堡、凱旋 1664、格林堡、布魯克林及夏日紛等,以及強勢本土品牌如烏蘇、風花雪月、京 A、重慶、山城、西夏及大理等。

圖表 19: 重慶啤酒主要品牌



資料來源: 公司官網, 第一上海

## 更精細化的品牌差異化定位

從品牌定位上，公司旗下各品牌也具備極為明確的差異化市場定位，其中公司國際品牌以嘉士伯、樂堡、1664 為主要拳頭產品，本地品牌則以烏蘇、重慶及山城為主，並以京 A 及布魯克林攻克精釀市場，以重慶無醇啤酒針對特殊的無醇飲用場景。

價格帶上重慶、山城、西夏及天目湖等本土品牌對 8 元以下主流價格帶形成全覆蓋，8 元以上主要包括嘉士伯系列、烏蘇、樂堡、以及重慶純生等高端品牌，再配以 1664 系列，布魯克林，風花雪月，京 A 等對超高端產品市場進行卡位元。

此外，重慶啤酒在針對不同消費群體定位上也更為精細化：如重慶品牌主要針對火鍋場景、烏蘇品牌針對燒烤場景、樂堡品牌針對音樂潮玩場景、凱旋 1664 系列針對酒吧場景、布魯克林系列針對超高端精釀市場等等。因此在高端及以上產品梯隊的佈局完善程度上，我們認為公司相對於其他啤酒廠商如華潤啤酒或青島啤酒來說更高。

公司對旗下每個品牌有了清晰的差異化定位，我們認為，一方面由於公司每個品牌均有清晰的差異化定位，將有助於極大程度上降低內部品牌相互之間的競爭，避免了互相蠶食市場份額的局面，同時還能針對不同消費場景起到相互補助的作用，從而使到公司的產品對絕大多數啤酒消費場景或消費需求實現了全方位的有效覆蓋。另一方面，啤酒行業的高端化進程中必然伴隨而來的是產品差異化需求的加劇碎片化以及情感述求的更加個性化，因此公司更精細化的產品定位也將有助於其搶佔更多不同高端客群的心智。

圖表 20：各價格帶主要產品

| 产品价格带 | 超高档<br>(13元以上)  |   |   |   | 高档<br>(10元以上)   |   | 主流<br>(6-9元)   |   | 大众<br>(6元以下)  |   |   |
|-------|---|---|---|---|---|---|--|---|---|---|---|
|       | 主要代表  | 主要代表  | 主要代表  | 主要代表  | 主要代表  | 主要代表  | 主要代表   | 主要代表  | 主要代表  | 主要代表  |   |
|       | 凱旋1664系列  | 格林堡系列   | 風花雪月系列  | 布魯克林系列  | 嘉士伯系列   | 烏蘇系列  | 樂堡系列   | 重慶系列  | 大理系列  | 山城系列  | 天目湖系列   |
| 产品    |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |

資料來源：公司年報，公司官網，天貓超市，第一上海

## 更豐富的產品矩陣為差異化市場需求提供了更多樣化的搭配組合

此外，由於中國各地區消費及飲食習慣具有一定差異，公司更為豐富的產品矩陣相互結合後將有助於形成更多樣化的搭配組合，說明公司的銷售管道能夠更加有效地針對不同市場需求做出差異化策略，從而提升整體管道行銷效率，對公司及管道經銷商未來業績持續增長起到推波助瀾的作用。

## 差異化的市場行銷策略，促使各大高端產品系列辨識度持續提升

在產品行銷方面，啤酒行業的高端產品與低端產品在行銷本質上具有較大差異性，我們認為高端產品的競爭更依賴於產品差異化、品牌投放及消費者教育上，其中通過加深與消費者的品牌交流將更有利於增厚其品牌價值體現。我們認為公司目前在品牌推動上的發展規劃極為明確，公司依託其完善的高端品牌組合，近年來更是針對不同的產品定位及目標客戶群體，不斷加大了各種類型的行銷手段，從而推動旗



下各大單品能夠長期佔領目標高端客群的心智，其中：

- 1) 本土主流品牌方面，烏蘇品牌已成功實現走出新疆並加速擴散，由於其自帶的新疆神秘文化色彩擁有了極具差異性的天然品牌屏障，對管道或終端市場形成了更為強大的消費吸引力，在疆外地區普遍獲得了消費者認可並成功轉型為全國性的知名高端品牌。此外公司通過聘請代言人等方式，烏蘇品牌形象進一步得到提高，成為了公司在全國化發展過程中一股不可小覷的力量；
- 2) 其他本土主流品牌，重慶品牌近年來陸續通過推出國賓醇麥、重慶純生等亦實現了品牌升級；
- 3) 國際品牌方面，樂堡系列成功上市了樂堡純生及樂堡電光鋁瓶包裝，並通過圍繞音樂及潮流的玩樂行銷方式提升消費體驗；
- 4) 嘉士伯品牌通過綠光破曉專案及利物浦 30 年英超首冠紀念館等策略，使品牌進一步強化；
- 5) 超高端品牌凱旋 1664 新上市百香果口味，並啟動了“玩味新法式”的新品牌定位，為該系列產品提供了新的增長動力；
- 6) 此外，京 A 系列陸續展開集裝箱酒吧全國巡迴、獨立音樂專案、合釀啤酒節、紀錄片等活動向北京外市場逐漸滲透；
- 7) 與之類似的是布魯克林系列抓住時下熱門的嘻哈文化，通過創意社群等活動觸達消費者；
- 8) 格林堡系列則是通過舉行各類型餐食搭配及啤酒品鑒會，與亞洲 Top 50 的酒吧共同舉辦創意調酒活動等，拓寬了其在高檔現飲場景的能見度。

我們認為，公司不同高端產品採用了極具差異性的行銷策略，也將導致公司旗下各個子品牌形象更為立體，促使公司高端產品系列在消費市場中擁有更高的辨識度。

### 生產網路進一步加大，各區域運營效率有效提高

除此之外，重組後公司的生產網路也由原先的 3 個省份、14 家啤酒廠擴充至 9 個省份、共計 25 家啤酒廠的水準，在採購、生產及物流等環節均能與全國化佈局形成有效聯動，提高公司各區域運營效率，為公司未來全國化發展提供了極為充沛的資源。

## 公司盈利預測及估值

### 2021 年一季度開局亮眼

2021 年第一季度公司實現營收 32.7 億元，同比增長 56.9%，實現啤酒銷量 71.1 萬千升，同比增長 53.42%，其中高檔產品收入同比增長高達 98.91%，公司銷量及產品結構進一步優化，整體毛利率已恢復至 2019 年水準，開局靚麗，體現出公司與嘉士伯高端國際品牌各方面資源進一步被整合後“房間被打通”的良好局面。

### 高端產品銷量有望維持高速增長趨勢

2021 年迎來了歐洲杯及美洲杯兩大全球性頂級足球賽事，外加東京奧運會已進入了倒計時。我們認為，2020 年突發衛生事件給予了行業相應的低基數效應，今年各大型體育賽事將很大程度上能夠激發整體啤酒消費市場的大幅增長，因此我們預估公司今年在銷量上能有快速的復蘇及提振。



展望未來，整體行業成本端面臨了較大變化壓力，如大麥、酒花、包材等大宗原材料持續上行等。我們認為公司一方面有望通過大額鎖單、供應鏈節約等方式實現降本增效，但長遠看或將主要以產品結構優化作為主要手段提升整體產品盈利能力，從而消除成本上漲的影響，因此我們預計公司未來增長將持續集中在高端產品的銷量發展上，實現低毛利產品向高毛利產品的過渡。

其中公司高端大單品烏蘇啤酒起源新疆烏蘇市已超過 40 多年，具備了一定的歷史發展底蘊。近年來由於新疆旅遊行業高速發展，外加抖音快手等短視頻崛起等因素，迅速帶動了烏蘇品牌在疆外地區的認知，公司旗下烏蘇啤酒已在全國範圍內形成了不可小覷的力量。由於新疆文化的差異性，以及烏蘇啤酒產品獨特的高酒精度及高麥芽濃度，使到該品牌形成了極為鮮明的辨識度，對管道及終端消費者都具有很強的吸引力，帶動了烏蘇品牌長期穩定的健康發展。今年公司更是針對烏蘇計畫新增 20 個“大城市計畫”，繼續深耕疆外市場，因此我們預計烏蘇系列產品未來大概率會持續成為公司的發展重心。

根據公司公佈資料粗略測算，我們判斷當前烏蘇系列的銷量相對於青島品牌 2020 年銷量仍處於較小的體量，因此其未來可增長空間極大。公司有望憑藉烏蘇品牌極具差異性的產品競爭力及當前市場的高熱度持續向更多空白區域市場進行滲透，同時由於烏蘇“大城市計畫”進一步突破，也將很大程度上為公司的其他高端產品組合形成帶動，將公司更多產品組合也帶到新市場中去。

因此在結合公司烏蘇品牌以及其他高端品牌的帶動下，我們預計公司未來高端產品整體銷量有望實現 30.0%/28.0%/23.8% 的高速增長，高端產品銷量占比有望持續獲得提高，整體銷量維持 6.0%/5.6%/5.6% 的穩步提升趨勢。

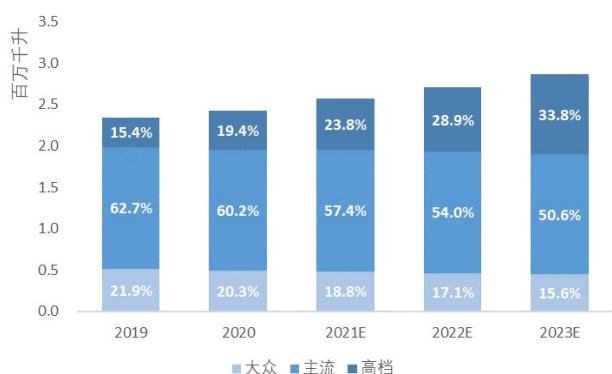
### 價升發展空間依然可期

公司當前整體平均售價約為 4,384 元/千升，已然領先於市場絕大多數頭部企業，體現出公司整體高端化水準已優於全國平均水準，但仍低於高端化龍頭公司，擁有進一步上漲的空間。

實際上將公司的國際及本土兩大品牌陣營的銷售情況分開來看，公司當前國際品牌平均售價較高，但是銷售結構上占比處於低位；而占比較高的本土品牌，平均售價又處於較低水準，因此我們預估公司未來將有望在以上兩個方向進行優化調整，通過高品質發展繼續引領公司業績的長期發展。

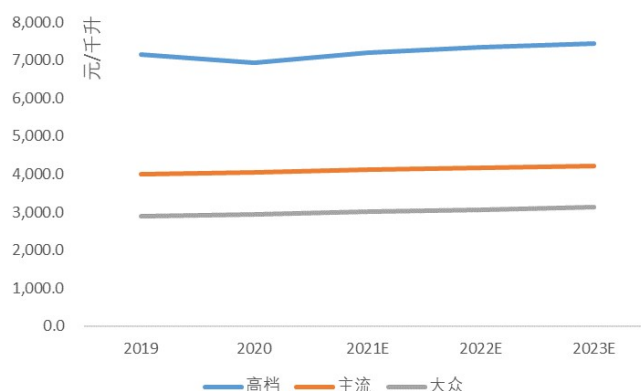
在當前消費升級勢不可擋的趨勢下，以及整體啤酒行業呈現個性化、差異化、高端化持續加劇的背景下，我們認為公司本土優勢品牌有望借助國際高端品牌形象及管道資源，逐漸實現各個檔次產品持續挺價。另一方面，截至 2020 年公司高檔（十元以上）產品銷量占比僅為 19.4%，主流及大眾產品占比高達 80.5%，而參照海外成熟市場中高檔啤酒占比大約在 30%-40% 之間，因此我們認為公司在產品結構上從低檔向高檔過渡的空間也仍舊很大。而公司近年來通過一系列措施，高端產品系列的市場認可度已進一步獲得提升，主流及大眾產品也通過產品升級實現向上更迭，導致公司整體產品結構未來持續優化的趨勢尤為顯著，因此我們預計公司的高檔產品的銷量占比未來有望突破到 30% 以上，從而進一步帶動公司整體千升酒價格的持續上漲，為公司未來業績持續增長提供極為充足的推動力。因此，結合公司本土強勢品牌及國際品牌相結合 1+1>2 的成效推動，我們預計公司未來國際及本土高端品牌形象均有望進一步得到釋放，未來整體千升酒平均售價有望獲得 5.8%/5.5%/5.0% 的穩定增長趨勢，高端化發展下持續推動公司實現銷售及盈利能力的健康發展。

圖表 21: 產品銷量結構



資料來源: 公司年度報告, 第一上海預測

圖表 22: 各檔次產品系列平均售價



資料來源: 公司年度報告, 第一上海預測

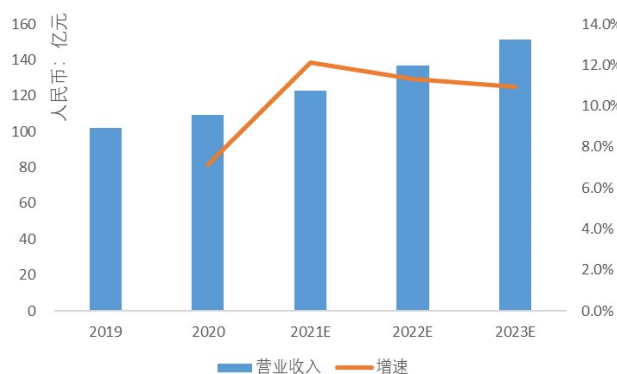
### 經營費用及利潤預測

在費用方面, 2020 年由於疫情的影響公司費用投放遠低於正常水準, 隨著 2021 年不穩定因素逐步排除, 整體行業或將恢復正常化。此外基於公司重組後對品牌發展、新市場拓展及管道深化建設等需要, 我們預計公司未來整體費用投放將維持高於 2020 年的投放水準。

另一方面, 公司前瞻性地早在 2015 年便開啟了關廠模式, 是國內最早開始實行關廠策略的上市公司, 在中國啤酒業產銷量逐步下滑的趨勢下, 有效地斬斷了大量虧損的根源。如今公司已成功關掉多家虧損工廠, 並根據市場需求重啟建廠, 整體工廠效能及員工效率獲得顯著提升。再加上公司此前已通過多次計提資產減值、節約成本等方式, 成功降低了大量相關的費用, 未來整體利潤彈性有望獲得直接釋放。

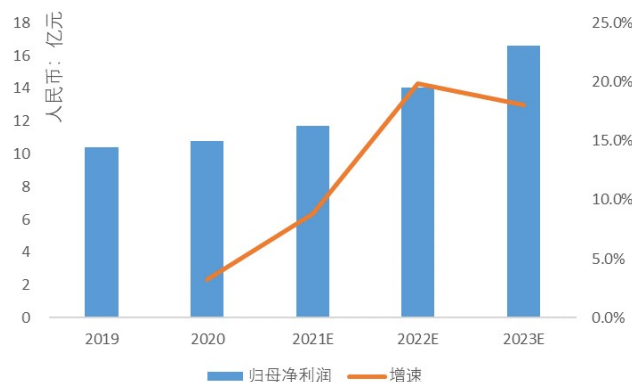
因此綜上所述, 我們預計公司 2021-2023 年有望實現銷售收入分別為 122.7/136.6/151.5 億元人民幣, 同比增長約為 12.1%/11.3%/10.9%; 實現歸母淨利潤分別為 11.7/14.0/16.6 億元人民幣, 同比增長約為 8.8%/19.8%/18.0%。

圖表 23: 2019-2023 營業收入



資料來源: 公司年度報告, 第一上海預測

圖表 24: 2019-2023 歸母淨利潤



資料來源: 公司年度報告, 第一上海預測

### 目標價 229.73 元，買入評級

長期來看，中國啤酒行業當前正處於高端化發展的提速階段，當前行業同質化競爭已趨於緩和，控本增效成為行業共識，行業整體格局處於相對穩定的狀態，各大頭部企業的產品升級也漸入收穫期。公司憑藉“本地強勢品牌+國際高端品牌”的組合優勢，在中高端細分市場領域極具強大的品牌競爭力以及成長空間。因此考慮到公司未來業績的高成長性及高確定性，我們給予公司目標價 229.73 元，相當於 2022 年盈利預測的 79 倍 PE，首次覆蓋給予買入評級。

### 主要風險

- (1) 突發事件造成的消費者喜好或需求轉變風險；
- (2) 食品安全或產品品質問題事件導致公司品牌或名譽受損等風險；
- (3) 公司新市場推廣不及預期。

圖表 25: 同行業估值對比

| 公司名称 (中文)     | 代码               | 股价       | 市值 (百万)   | EPS (报表币种) |        |        |        |        | PE Ratio |        |       |       |       | CAGR  |
|---------------|------------------|----------|-----------|------------|--------|--------|--------|--------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|
|               |                  |          |           | 2019       | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  | 2019     | 2020   | 2021E | 2022E | 2023E |       |
| <b>A股啤酒</b>   |                  |          |           |            |        |        |        |        |          |        |       |       |       |       |
| 重庆啤酒          | 600132 CH EQUITY | 197.48   | 95,575    | 2.150      | 2.230  | 2.248  | 2.846  | 3.392  | 91.9     | 88.6   | 87.8  | 69.4  | 58.2  | 22.8% |
| 青岛啤酒          | 600600 CH EQUITY | 101.80   | 138,904   | 1.371      | 1.629  | 2.017  | 2.395  | 2.802  | 74.3     | 62.5   | 50.5  | 42.5  | 36.3  | 17.9% |
| 燕京啤酒          | 000729 CH EQUITY | 6.99     | 19,702    | 0.082      | 0.070  | 0.113  | 0.135  | 0.150  | 85.2     | 99.9   | 61.9  | 51.8  | 46.6  | 15.2% |
| 珠江啤酒          | 002461 CH EQUITY | 11.19    | 24,767    | 0.220      | 0.260  | 0.314  | 0.376  | 0.428  | 50.9     | 43.0   | 35.6  | 29.8  | 26.1  | 16.8% |
| 简单平均          |                  |          |           | 0.956      | 1.047  | 1.173  | 1.438  | 1.693  | 75.6     | 73.5   | 59.0  | 48.4  | 41.8  | 18.2% |
| <b>H股啤酒</b>   |                  |          |           |            |        |        |        |        |          |        |       |       |       |       |
| 百威亚太          | 1876 HK Equity   | 24.20    | 320,490   | 0.075      | 0.039  | 0.075  | 0.091  | 0.103  | 41.2     | 80.2   | 41.3  | 34.2  | 30.3  | 17.2% |
| 华润啤酒          | 291 HK Equity    | 68.85    | 223,362   | 0.400      | 0.650  | 1.109  | 1.406  | 1.703  | 151.7    | 94.1   | 51.8  | 40.9  | 33.8  | 23.9% |
| 青岛啤酒          | 168 HK Equity    | 76.25    | 104,041   | 1.371      | 1.629  | 2.030  | 2.359  | 2.728  | 49.0     | 41.6   | 31.3  | 27.0  | 23.3  | 15.9% |
| 简单平均          |                  |          |           | 0.615      | 0.773  | 1.071  | 1.285  | 1.511  | 80.6     | 72.0   | 41.5  | 34.0  | 29.1  | 19.0% |
| <b>H股其他</b>   |                  |          |           |            |        |        |        |        |          |        |       |       |       |       |
| 蒙牛乳业          | 2319 HK Equity   | 43.90    | 173,335   | 1.049      | 0.897  | 1.315  | 1.583  | 1.873  | 36.9     | 43.5   | 27.9  | 23.1  | 19.6  | 19.3% |
| 中国飞鹤          | 6186 HK Equity   | 17.12    | 152,663   | 0.480      | 0.830  | 0.822  | 1.005  | 1.221  | 31.4     | 18.3   | 17.4  | 14.2  | 11.7  | 21.9% |
| H&H国际控股       | 1112 HK Equity   | 28.90    | 18,644    | 1.570      | 1.770  | 2.006  | 2.298  | 2.648  | 16.2     | 14.5   | 12.0  | 10.5  | 9.1   | 14.9% |
| 康师傅控股         | 322 HK Equity    | 15.18    | 85,420    | 0.593      | 0.722  | 0.688  | 0.752  | 0.826  | 22.6     | 18.7   | 18.4  | 16.8  | 15.3  | 9.6%  |
| 统一企业中国        | 220 HK Equity    | 8.10     | 34,987    | 0.316      | 0.376  | 0.398  | 0.437  | 0.483  | 22.6     | 19.1   | 17.0  | 15.5  | 14.0  | 10.2% |
| 农夫山泉          | 9633 HK Equity   | 45.05    | 506,653   | 0.460      | 0.480  | 0.555  | 0.652  | 0.771  | 86.3     | 83.4   | 67.6  | 57.6  | 48.7  | 17.9% |
| VITASOY INT'L | 345 HK Equity    | 24.30    | 25,938    | 0.656      | 0.504  | 0.646  | 0.590  | 0.738  | 37.0     | 48.2   | 37.6  | 41.2  | 32.9  | 6.9%  |
| 周黑鸭           | 1458 HK Equity   | 8.16     | 19,446    | 0.180      | 0.070  | 0.221  | 0.324  | 0.426  | 40.0     | 103.6  | 30.8  | 21.0  | 16.0  | 38.8% |
| 颐海国际          | 1579 HK Equity   | 52.20    | 54,648    | 0.741      | 0.902  | 1.090  | 1.392  | 1.749  | 62.1     | 51.4   | 39.8  | 31.2  | 24.8  | 26.7% |
| 海底捞           | 6862 HK Equity   | 44.80    | 244,563   | 0.440      | 0.060  | 0.792  | 1.151  | 1.450  | 89.8     | 663.5  | 47.2  | 32.5  | 25.8  | 35.3% |
| 呷哺呷哺          | 520 HK Equity    | 8.10     | 8,792     | 0.270      | 0.002  | 0.437  | 0.555  | 0.693  | 26.4     | 4234.3 | 15.5  | 12.2  | 9.8   | 25.9% |
| 九毛九           | 9922 HK Equity   | 31.05    | 45,128    | 0.160      | 0.090  | 0.339  | 0.524  | 0.770  | 171.1    | 306.6  | 76.3  | 49.4  | 33.6  | 50.7% |
| 简单平均          |                  |          |           | 0.576      | 0.559  | 0.776  | 0.939  | 1.137  | 53.5     | 467.1  | 34.0  | 27.1  | 21.8  | 23.2% |
| <b>A股其他</b>   |                  |          |           |            |        |        |        |        |          |        |       |       |       |       |
| 贵州茅台          | 600519 CH Equity | 1,980.00 | 2,487,272 | 32.800     | 37.170 | 42,828 | 50,340 | 57,565 | 60.4     | 53.3   | 46.2  | 39.3  | 34.4  | 15.9% |
| 五粮液           | 000858 CH Equity | 282.30   | 1,095,778 | 4.483      | 5.141  | 6,295  | 7,548  | 8,917  | 63.0     | 54.9   | 44.8  | 37.4  | 31.7  | 19.0% |
| 洋河股份          | 002304 CH Equity | 206.10   | 310,590   | 4.899      | 4.984  | 5,422  | 6,479  | 7,645  | 42.1     | 41.3   | 38.0  | 31.8  | 27.0  | 18.7% |
| 伊利股份          | 600887 CH EQUITY | 34.90    | 212,284   | 1.150      | 1.196  | 1,412  | 1,651  | 1,900  | 30.3     | 29.2   | 24.7  | 21.1  | 18.4  | 16.0% |
| 光明乳业          | 600597 CH EQUITY | 13.74    | 16,824    | 0.410      | 0.500  | 0.556  | 0.638  | 0.727  | 33.5     | 27.5   | 24.7  | 21.5  | 18.9  | 14.3% |
| 洽洽食品          | 002557 CH EQUITY | 40.13    | 20,346    | 1.216      | 1.597  | 1,884  | 2,215  | 2,607  | 33.0     | 25.1   | 21.3  | 18.1  | 15.4  | 17.6% |
| 良品铺子          | 603719 CH Equity | 35.41    | 14,199    | 0.950      | 0.870  | 1,163  | 1,373  | 1,631  | 37.3     | 40.7   | 30.4  | 25.8  | 21.7  | 18.4% |
| 盐津铺子          | 002847 CH Equity | 62.80    | 8,124     | 1.030      | 1.940  | 2,400  | 3,558  | 5,130  | 61.0     | 32.4   | 26.2  | 17.7  | 12.2  | 46.2% |
| 双汇发展          | 000895 CH EQUITY | 29.10    | 100,822   | 1.638      | 1.864  | 1,887  | 2,092  | 2,336  | 17.8     | 15.6   | 15.4  | 13.9  | 12.5  | 11.3% |
| 涪陵榨菜          | 002507 CH EQUITY | 32.74    | 29,061    | 0.770      | 0.980  | 1,064  | 1,339  | 1,723  | 42.5     | 33.4   | 30.8  | 24.5  | 19.0  | 27.3% |
| 金龙鱼           | 300999 CH EQUITY | 79.12    | 428,956   | 1.110      | 1.210  | 1,439  | 1,675  | 1,974  | 71.3     | 65.4   | 55.0  | 47.2  | 40.1  | 17.1% |
| 海天味业          | 603288 CH EQUITY | 123.86   | 521,770   | 1.269      | 1.523  | 1,914  | 2,274  | 2,728  | 97.6     | 81.3   | 64.7  | 54.5  | 45.4  | 19.4% |
| 千禾味业          | 603027 CH EQUITY | 25.23    | 20,153    | 0.256      | 0.259  | 0,339  | 0,463  | 0,629  | 98.5     | 97.4   | 74.4  | 54.5  | 40.1  | 36.2% |
| 中炬高新          | 600872 CH EQUITY | 37.40    | 29,794    | 0.901      | 1.117  | 1,227  | 1,489  | 1,808  | 41.5     | 33.5   | 30.5  | 25.1  | 20.7  | 21.4% |
| 简单平均          |                  |          |           | 3.777      | 4.311  | 4.988  | 5.938  | 6.951  | 52.1     | 45.1   | 37.7  | 30.9  | 25.5  | 21.4% |
| <b>海外其他</b>   |                  |          |           |            |        |        |        |        |          |        |       |       |       |       |
| 可口可乐          | KO US EQUITY     | 55.73    | 240,290   | 2.090      | 1.800  | 2,180  | 2,360  | 2,534  | 26.7     | 31.0   | 25.6  | 23.6  | 22.0  | 7.8%  |
| 怪兽饮料公司        | MNST US EQUITY   | 92.25    | 48,760    | 2.040      | 2.660  | 2,625  | 3,008  | 3,419  | 45.2     | 34.7   | 35.1  | 30.7  | 27.0  | 14.1% |
| 雀巢            | NSRGY US EQUITY  | 125.66   | 353,733   |            |        | 4,441  | 4,774  | 5,108  |          |        | 26.0  | 24.2  | 22.5  | 7.2%  |
| 通用磨坊          | GIS US EQUITY    | 60.73    | 36,876    | 2.920      | 3.590  | 3,729  | 3,729  | 3,871  | 20.8     | 16.9   | 16.3  | 16.3  | 15.7  | 1.9%  |
| 好时公司          | HSY US EQUITY    | 179.43   | 37,141    | 5.489      | 6.134  | 6,869  | 7,296  | 7,734  | 32.7     | 29.2   | 26.1  | 24.6  | 23.2  | 6.1%  |
| 家乐氏           | K US EQUITY      | 64.81    | 22,068    | 2.810      | 3.650  | 4,069  | 4,205  | 4,368  | 23.1     | 17.8   | 15.9  | 15.4  | 14.8  | 3.6%  |
| 尼格拉品牌股份有限公    | CAG US EQUITY    | 35.40    | 16,990    | 1.530      | 1.720  | 2,631  | 2,492  | 2,684  | 23.1     | 20.6   | 13.5  | 14.2  | 13.2  | 1.0%  |
| 简单平均          |                  |          |           | 2.813      | 3.259  | 3.792  | 3.981  | 4.245  | 28.6     | 25.0   | 22.6  | 21.3  | 19.8  | 6.0%  |

資料來源：彭博、第一上海

# 主要財務報表

| 利潤表                     |           |           |           |           |           |
|-------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 单位: 百万人民币, 财务年度: 12月31日 |           |           |           |           |           |
|                         | 2019年     | 2020年     | 2021年     | 2022年     | 2023年     |
|                         | 实际        | 实际        | 预测        | 预测        | 预测        |
| 营业收入                    | 10,212.41 | 10,941.63 | 12,268.16 | 13,657.98 | 15,150.76 |
| 营业成本                    | 5,015.90  | 5,404.37  | 5,902.97  | 6,523.43  | 7,213.99  |
| 毛利                      | 5,196.51  | 5,537.26  | 6,365.19  | 7,134.55  | 7,936.77  |
| 销售费用                    | 2,284.22  | 2,304.31  | 2,696.33  | 2,958.45  | 3,200.43  |
| 管理费用                    | 523.91    | 684.10    | 740.74    | 806.33    | 861.28    |
| 财务费用                    | 36.19     | 6.22      | 49.46     | 41.40     | 45.92     |
| 营业利润                    | 1,626.79  | 1,964.04  | 2,119.94  | 2,541.26  | 3,016.60  |
| 营业外收入                   | 176.42    | 199.42    | 223.59    | 248.92    | 276.13    |
| 营业外支出                   | 8.17      | 32.67     | 24.54     | 13.66     | 15.15     |
| 利润总额                    | 1,795.05  | 2,130.78  | 2,318.99  | 2,776.52  | 3,277.58  |
| 所得税                     | 271.87    | 378.47    | 411.90    | 491.44    | 580.13    |
| 净利润                     | 1,523.17  | 1,752.32  | 1,907.10  | 2,285.08  | 2,697.45  |
| 归属于母公司股东的净利润            | 1,042.89  | 1,076.84  | 1,171.95  | 1,404.23  | 1,657.64  |
| 少数股东损益                  | 480.28    | 675.48    | 735.14    | 880.85    | 1,039.81  |
| 基本每股收益(元)               | 2.15      | 2.23      | 2.43      | 2.91      | 3.43      |
| 增速(%)                   |           |           |           |           |           |
| 营业收入                    | 3.3%      | 7.1%      | 12.1%     | 11.3%     | 10.9%     |
| 营业利润                    | 36.9%     | 20.7%     | 7.9%      | 19.9%     | 18.7%     |
| 归母净利润                   | 62.6%     | 3.3%      | 8.8%      | 19.8%     | 18.0%     |

| 资产负债表                   |           |          |           |           |           |
|-------------------------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 单位: 百万人民币, 财务年度: 12月31日 |           |          |           |           |           |
|                         | 2019年     | 2020年    | 2021年     | 2022年     | 2023年     |
|                         | 实际        | 实际       | 预测        | 预测        | 预测        |
| 货币资金                    | 1,472.54  | 1,955.98 | 1,743.87  | 2,584.31  | 3,740.42  |
| 应收票据及应收账款               | 102.14    | 114.51   | 121.46    | 135.22    | 150.00    |
| 预付款项                    | 66.37     | 23.01    | 101.45    | 112.94    | 125.29    |
| 其他应收款                   | 2,014.16  | 78.59    | 1,258.83  | 1,401.44  | 1,554.61  |
| 存货                      | 1,441.67  | 1,420.57 | 1,604.63  | 1,786.41  | 1,981.66  |
| 固定资产                    | 3,355.44  | 3,233.36 | 3,177.63  | 3,121.90  | 3,066.17  |
| 在建工程                    | 43.66     | 361.83   | 398.01    | 437.81    | 481.59    |
| 无形资产                    | 612.50    | 588.27   | 564.04    | 539.82    | 515.59    |
| 递延所得税资产                 | 644.78    | 840.76   | 1,096.31  | 1,429.52  | 1,864.02  |
| 长期股权投资                  | 246.23    | 197.02   | 216.72    | 238.40    | 262.23    |
| 资产总计                    | 10,787.06 | 9,595.37 | 11,011.28 | 12,517.03 | 14,471.84 |
| 借款合计                    | 0         | 0        | 365.00    | 365.00    | 365.00    |
| 应付票据及应付账款               | 1,403.40  | 1,939.78 | 1,617.25  | 2,017.72  | 2,371.72  |
| 预收款项                    | 254.63    | 0        | 142.75    | 158.92    | 176.29    |
| 应付职工薪酬                  | 301.55    | 419.29   | 419.29    | 419.29    | 419.29    |
| 应交税费                    | 118.18    | 234.21   | 234.21    | 234.21    | 234.21    |
| 其他应付款                   | 4,033.62  | 2,258.03 | 2,102.43  | 2,502.14  | 2,964.65  |
| 负债合计                    | 7,213.27  | 8,026.54 | 7,691.16  | 8,507.50  | 9,341.40  |
| 归属于母公司所有者权益合计           | 2,412.54  | 585.29   | 1,238.65  | 1,495.84  | 1,914.03  |
| 少数股东权益                  | 1,161.26  | 983.55   | 2,081.48  | 2,513.68  | 3,216.42  |
| 所有者权益合计                 | 3,573.79  | 1,568.84 | 3,320.13  | 4,009.52  | 5,130.44  |
| 负债和所有者权益总计              | 10,787.06 | 9,595.37 | 11,011.28 | 12,517.03 | 14,471.84 |

| 现金流量表                   |           |           |           |           |           |
|-------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 单位: 百万人民币, 财务年度: 12月31日 |           |           |           |           |           |
|                         | 2019年     | 2020年     | 2021年     | 2022年     | 2023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                     | 1,523.17  | 1,752.32  | 1,907.10  | 2,285.08  | 2,697.45  |
| 折旧与摊销                   | 403.59    | 413.79    | 414.78    | 417.61    | 420.44    |
| 长期待摊费用摊销                | 0.73      | 0         | 0         | 0         | 0         |
| 存货的减少                   | -350.22   | -88.47    | -184.06   | -181.78   | -195.25   |
| 经营性应收项目的减少              | -212.37   | 1,729.10  | -6.95     | -13.76    | -14.78    |
| 经营性应付项目的增加              | 805.18    | 167.93    | -322.53   | 400.47    | 354.01    |
| 间接法-经营活动产生的现金流量净额       | 2,050.10  | 3,689.73  | 1,657.58  | 2,710.12  | 3,025.79  |
| 投资活动产生的现金流量:            |           |           |           |           |           |
| 投资活动现金流入小计              | 1,939.06  | 1,953.21  | 1,939.06  | 1,939.06  | 1,939.06  |
| 投资活动现金流出小计              | 2,331.11  | 4,758.10  | 2,331.11  | 2,331.11  | 2,331.11  |
| 投资活动产生的现金流量净额           | -392.06   | -2,804.89 | -392.06   | -392.06   | -392.06   |
| 筹资活动产生的现金流量:            |           |           |           |           |           |
| 筹资活动现金流入小计              | 0         | 890.00    | -         | -         | -         |
| 筹资活动现金流出小计              | 1,330.46  | 1,477.63  | 1,477.63  | 1,477.63  | 1,477.63  |
| 筹资活动产生的现金流量净额           | -1,330.46 | -587.63   | -1,477.63 | -1,477.63 | -1,477.63 |
| 现金及现金等价物净增加额            |           |           |           |           |           |
| 期初现金及现金等价物余额            | 1,141.58  | 1,469.16  | 1,766.38  | 1,554.27  | 2,394.71  |
| 期末现金及现金等价物余额            | 1,469.16  | 1,766.38  | 1,554.27  | 2,394.71  | 3,550.82  |

資料來源: 公司資料, 第一上海預測



## 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關連人仕不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關連人仕可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。