

买入

2022年8月18日

多重压力下维持盈利高增长，下半年有望进入加速释放期

► **2022H1 业绩略超预期:** 2022H1 共实现总营业额 210.1 亿元，同比+7.0%；实现息税前盈利及股东应占溢利分别为 51.6/38.0 亿元，分别同比-12.8%/-11.4%。摒除去年一次性收益影响，公司息税前盈利及股东应占溢利分别同比+24.1%/+27.8，疫情扰动下整体业绩略超我们此前预期。

► **下半年多因素有望拉动高增速:** 受国内疫情影响，上半年整体啤酒行业供应链及消费场景受到较大阻碍，尤其是公司所在的华东及东北地区等多个主要市场更是受到直接冲击，在此背景下公司积极调整销售策略，积极建设社区团购及线上到家平台等渠道拓展，实现销量保持平稳。期内公司共计实现销量 6.3 百万千升，同比-0.7%，优于行业整体水平。根据我们市场调研，5-7 月份随着疫情及防控政策的逐渐缓和、以及啤酒销售旺季的带动，公司产品在终端动销呈现逐月快速恢复的情况。展望下半年，考虑到：1) 去年三季度由于国内局部地区疫情及汛情等影响，整体啤酒行业旺季不旺，公司去年下半年整体销量为低基数；2) 边际上国家疫情防控政策进一步放松，国内餐饮行业在复苏过程中有望带动啤酒现饮场景的逐渐恢复；3) 今年平均气温及高温天数均远超往年情况，预计有望进一步刺激今年旺季啤酒行业的整体饮用量；4) 公司上半年对部分产品价格进行调整，提价红利预计在旺季阶段有望进一步释放，综上所述我们预计下半年公司收入端有望实现更为积极的表现。

► **盈利能力渐入释放阶段:** 上半年由于受国际地缘政治及全球供应链受阻等影响，大宗原材料延续了大幅上涨趋势。期内公司积极通过调整产品结构、产品价格调整、对主要原材料进行锁价、以及控制经营费用等策略应对成本上涨压力。上半年公司次高档及以上产品销量约 1.1 百万千升，同比约+10.0%，下半年公司计划推出雪花全麦纯生等新产品，预计有望成为公司高端产品中的新增长极。期内产品结构优化及提价带动公司整体 ASP 同比+7.7%，毛利率实现与去年同期持平，在经营费用收缩的情况下公司整体盈利能力维持了高增长态势。考虑到目前行业包材价格已逐渐触顶回落，主要原材料维持上升但已提前锁价，预计未来公司成本压力将逐渐收缩，叠加产品结构的持续优化、以及提价措施的持续传导，预计公司下半年及明年的整体盈利能力有望加速实现释放。

► **目标价 75.07 港元，买入评级:** 短期来看，受疫情防控及消费力下降的双重影响，行业及公司高端化有所放缓但趋势延续。长期来看，我们认为当前国内啤酒行业结构相对海外成熟市场尚处于早期发展阶段，随着疫情的恢复以及国内消费经济的逐渐实现反弹，我们相信未来中国啤酒行业的长期高端化趋势有望继续释放高增长红利。综上，我们上调公司 2022-2024 年盈利预测至 42.1/52.6/63.7 亿元人民币，上调目标价至 75.07 港元，相当于 23 财年盈利预测的 40 倍 PE，距离当前有 34% 预期涨幅，维持买入评级。

► **重要风险:** 1) 高端产品推广不及预期；2) 食品安全；3) 疫情发展超预期。

黄海慈
tom.huang@firstshanghai.com.hk
852 2532 1539
主要数据

行业	啤酒/消费
股价	56.00 港元
目标价	75.07 港元 (+34.0%)
股票代码	291
总股本	32.44 亿股
港股市值	1816.74 亿港元
52 周高/低	68.7/38.4 港元
每股净资产	9.862 港元
主要股东	华润集团(51.91%)

盈利摘要

财务年度截至12月31日	2020历史	2021历史	2022预测	2023预测	2024预测
营业额(百万元)	31,448.0	33,387.0	36,006.3	38,607.7	41,257.7
变动(%)	-5.2%	6.2%	7.8%	7.2%	6.9%
归母净利润(百万元)	2,094.0	4,587.0	4,208.7	5,262.1	6,373.7
变动(%)	59.6%	119.1%	-8.2%	25.0%	21.1%
基本每股收益(元)	0.65	1.41	1.30	1.62	1.96
市盈率@56港元(倍)	74.46	34.33	37.31	29.84	24.64
每股股息(元)	0.26	0.57	0.52	0.65	0.79
股息现价比(%)	0.5%	1.2%	1.1%	1.3%	1.6%

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		
H股啤酒															
华润啤酒	291 HK Equity	56.00	181,674	0.650	1.410	1.234	1.566	1.895	76.6	33.0	39.3	31.0	25.6	23.9%	1.3
百威亚太	1876 HK Equity	22.80	301,950	0.039	0.072	0.082	0.128	0.151	75.6	40.8	35.5	22.8	19.3	35.7%	0.6
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	27.7	24.0	21.0	14.7%	1.6
简单平均				0.773	1.270	1.222	1.469	1.713	64.5	33.6	34.2	25.9	22.0	24.8%	1.2
A股啤酒															
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
重庆啤酒	600132 CH EQUITY	115.38	55,841	2.230	2.410	2.919	3.656	4.338	51.7	47.9	39.5	31.6	26.6	21.9%	1.4
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	1.455	1.767	2.082	68.7	58.0	45.2	35.9	29.4	21.8%	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	0.731	0.829	0.935	7.4	7.5	8.1	7.2	6.4	13.1%	0.5
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	0.728	0.853	15.8	15.8	19.3	15.2	13.0	22.0%	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)	0.161	0.473	0.651	252.4	-18.1	91.1	31.2	22.6	101.1%	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	0.532	0.718	0.873	198.2	19.8	20.4	24.0	17.0	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	2.254	3.246	4.241	49.0	78.5	42.1	29.3	22.4	37.2%	0.8
双汇发展	000895 CH EQUITY	26.66	92,368	1.864	1.404	1.805	1.940	2.119	14.3	19.0	14.8	13.7	12.6	8.3%	1.6
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	5.545	6.565	7.708	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	65.03	281,231	1.800	2.260	2.462	2.608	2.777	36.1	28.8	26.4	24.9	23.4	6.2%	4.0
怪兽饮料公司	MNST US EQUITY	92.28	48,621	2.660	2.610	2.382	3.060	3.470	34.7	35.4	38.7	30.2	26.6	20.7%	1.5
雀巢	NSRGY US EQUITY	121.70	334,675			4.738	5.090	5.510			24.4	22.7	21.0	7.8%	2.9
通用磨坊	GIS US EQUITY	77.44	46,132	3.590	3.810	3.836	3.993	4.237	21.6	20.3	20.2	19.4	18.3	5.1%	3.8
好时公司	HSY US EQUITY	230.72	47,294	6.134	7.150	8.184	8.855	9.447	37.6	32.3	28.2	26.1	24.4	7.4%	3.5
家乐氏	K US EQUITY	75.90	25,815	3.650	4.360	4.136	4.284	4.459	20.8	17.4	18.4	17.7	17.0	3.8%	4.6
尼格拉品牌股份有限公	CAG US EQUITY	35.24	16,937	1.720	2.670	2.361	2.412	2.581	20.5	13.2	14.9	14.6	13.7	4.6%	3.2
简单平均				3.259	3.810	4.014	4.329	4.640	28.5	24.6	24.5	22.2	20.6	8.0%	3.4

资料来源: Bloomberg 预测、第一上海

附录 1：主要财务报表

损益表						财务能力分析					
财务年度截至12月31日 人民币:百万元						财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
	2020	2021	2022	2023	2024		2020	2021	2022	2023	2024
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业额	31,448.0	33,387.0	36,006.3	38,607.7	41,257.7	盈利能力					
销售成本	(19,373.0)	(20,313.0)	(21,652.6)	(22,515.3)	(23,378.4)	毛利率	38%	39%	40%	42%	43%
毛利	12,075.0	13,074.0	14,353.7	16,092.5	17,879.3	归母净利润率	7%	14%	12%	14%	15%
其他收入	1,687.0	3,543.0	2,340.4	2,509.5	2,681.7	运营表现					
销售及分销费用	(6,123.0)	(6,743.0)	(7,201.3)	(7,489.9)	(7,756.4)	SG&A/收入	34%	31%	30%	30%	29%
行政及其他费用	(4,419.0)	(3,619.0)	(3,744.7)	(3,938.0)	(4,125.8)	实际税率	30%	26%	26%	26%	26%
营业利润	3,220.0	6,255.0	5,748.2	7,174.1	8,678.8	股息支付率	40%	40%	40%	40%	40%
财务成本	(211.0)	(19.0)	(28.5)	(28.1)	(27.7)	贸易及其他应收款项周转天数	19	32	32	32	32
税项	(915.0)	(1,625.0)	(1,490.0)	(1,862.9)	(2,256.5)	存货周转天数	70	68	68	68	68
净利润	2,094.0	4,590.0	4,208.7	5,262.1	6,373.7	应付票据及应付账款周转天数	362	362	362	362	362
归母净利润	2,094.0	4,587.0	4,208.7	5,262.1	6,373.7	财务状况					
少数股东损益	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率	51%	52%	38%	37%	36%
基本每股收益	0.7	1.4	1.3	1.6	2.0	总资产/股本	206%	208%	162%	160%	156%
增速						ROE	10%	20%	12%	12%	13%
收入 (%)	-5.2%	6.2%	7.8%	7.2%	6.9%	ROA	5%	10%	7%	7%	8%
净利润 (%)	59.6%	119.1%	-8.2%	25.0%	21.1%	现金流量表					
归母净利润 (%)	62.5%	116.9%	-8.0%	25.0%	21.1%	财务年度截至12月31日 人民币:百万元					
							2020	2021	2022	2023	2024
							实际	预测	预测	预测	预测
资产及现金等价物	4,538.0	5,376.0	8,303.4	11,885.5	16,583.1	除税前利润	3,009.0	6,215.0	5,698.7	7,125.0	8,630.2
贸易及其他应收款项	2,378.0	3,436.0	3,135.1	3,361.6	3,592.3	折旧与摊销	1,746.0	1,641.0	1,713.5	1,728.9	1,745.8
存货	6,014.0	6,458.0	6,725.2	7,211.1	7,706.1	存货的减少	(387.0)	(844.0)	(267.2)	(485.9)	(494.9)
固定资产	14,414.0	13,717.0	31,190.0	31,190.0	31,190.0	经营性应收项目的减少	136.0	26.0	300.9	(226.5)	(230.7)
使用权资产及其他	3,367.0	3,397.0	3,397.0	3,397.0	3,397.0	经营性应付项目的增加	436.0	722.0	490.0	856.5	856.9
商誉	9,326.0	9,250.0	9,250.0	9,250.0	9,250.0	经营活动产生的现金流量净额	4,480.0	4,995.0	7,043.4	7,698.2	8,813.5
无形资产	320.0	255.0	598.9	683.1	779.2	资本开支	(663.0)	(2,490.0)	(2,490.0)	(2,490.0)	(2,490.0)
资产总额	43,775.0	51,053.0	70,359.1	74,748.8	80,279.2	其他	(407.0)	(260.0)	(260.0)	(260.0)	(260.0)
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资活动产生的现金流量净额	(1,070.0)	(2,750.0)	(2,750.0)	(2,750.0)	(2,750.0)
应付票据及应付账款	19,327.0	21,007.0	21,497.0	22,353.4	23,210.3	负债变化	(526.0)	0.0	(13.1)	(11.8)	(10.6)
租赁负债	200.0	131.0	117.9	106.1	95.5	其他	(671.0)	(1,366.0)	(1,352.9)	(1,354.2)	(1,355.4)
负债合计	22,501.0	26,564.0	27,040.9	27,885.5	28,731.8	融资活动所得现金流量净额	(1,197.0)	(1,366.0)	(1,366.0)	(1,366.0)	(1,366.0)
归属于母公司股东权益合计	21,274.0	24,489.0	43,318.2	46,863.3	51,547.4	现金及现金等价物净增加额	2,213.0	879.0	2,927.4	3,582.2	4,697.5
少数股东权益	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0	期初现金及现金等价物余额	2,340.0	4,538.0	5,376.0	8,303.4	11,885.5
股东权益合计	21,274.0	24,489.0	43,318.2	46,863.3	51,547.4	期末现金及现金等价物余额	4,538.0	5,376.0	8,303.4	11,885.5	16,583.1
负债和股东权益合计	43,775.0	51,053.0	70,359.1	74,748.8	80,279.2						

数据来源：公司资料、第一上海预测

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。