

# 中国啤酒行业：主要玩家 1Q22 业绩回顾与未来选股逻辑

- 1Q22 业绩表现出现较大分化：**春节叠加冬奥效应，使市场需求在年初得到了稳定的释放，推动中国啤酒行业在今年 1-2 月有较快增长（销量同比上升 5%）。然而，进入到三月份以后，中国啤酒行业开始面对两大挑战：（1）俄乌冲突导致农作物（包括小麦、大麦、玉米等）与包材（主要为铝）的价格大幅上涨，（2）3 月中旬以来疫情形势严峻，对市场需求以及供应链都造成了较大的影响，行业销量同比下滑 10%。这两大因素也使市场对啤酒行业的投资情绪在过去一个多月遭遇重创，股价表现疲软。而三家 A 股上市啤酒企业——重庆啤酒（600132.CH）、青岛啤酒（168.HK/600600.CH）及燕京啤酒（000729.CH）的 1Q22 业绩也在复杂多变的行业环境下出现了分化。其中，重啤在量价双轮驱动下收入增速领先于主要对手，燕京的收入在 U8 的拉动下也有不错的增长，而青啤在销量下滑的情况下收入表现较为疲弱。除了长期的基本面与增长动能上的差距以外，我们认为，各玩家所主要覆盖地域市场的疫情局势差异是导致短期业绩分化的最大原因
- 覆盖地域市场决定玩家短期销量表现：**山东市场占了青啤 2021 年整体收入的 57%，因此 3 月份山东疫情反复对青啤整体的销量带来了巨大影响。同时青啤也是上海市场份额最高的啤酒企业（占 50%左右），因此 3 月底开始上海严格的疫情管控对青啤更是雪上加霜。同时，青啤的产能较为集中（主要在山东），这也使青啤 3 月对全国其他地区的发货受到了限制。我们相信 4 月山东疫情缓解将使青啤的销量有所提升，产能问题逐渐得到缓解。相比青啤，华润啤酒（291.HK）与百威（1876.HK）的市场分布更为分散，因此某一特定区域的疫情对华润整体的销量影响相对较小。重啤的市场主要集中在西北部与华中地区，在北上广深等一线城市占比依然较小。这也使重啤受本轮疫情影响有限。燕京虽然在 1Q22 未受到疫情的影响，但近期北京（估计占燕京整体销量的 20%左右）疫情形势很可能使燕京在 5-6 月面对较大的不确定性。
- 通过锁价与延长采购周期抵御成本上涨：**华润、重啤、百威亚太都已经完全锁定了大麦 2022 年全年的采购价格。因此，农作物价格的上涨不会影响它们 2022 年的生产成本与利润率（详见报告[中国啤酒行业：俄乌战争导致原材料价格上涨对行业成本影响](#)）。相对而言，青啤未能 100%锁定大麦采购成本，因此大麦价格上涨有可能对其 2022 年毛利率造成一定的压力。燕京未有透露这一方面的数据，但短期毛利率表现较为坚挺。对于铝价的上涨，华润将通过延长对铝的采购周期来减小铝价上涨短期内对公司生产成本的影响；而重啤则因为罐化率相对较低，受铝价波动的影响相对较小。

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

2022 年 5 月 3 日

## 相关报告：

[《中国啤酒行业：俄乌战争导致原材料价格上涨对行业成本影响》](#)（2022-03-09）

[《中国啤酒行业：干杯！决战高端，共同拥抱消费升级！》](#)（2022-01-27）



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

行业点评

中国啤酒行业：主要玩家 1Q22 业绩回顾与未来选股逻辑

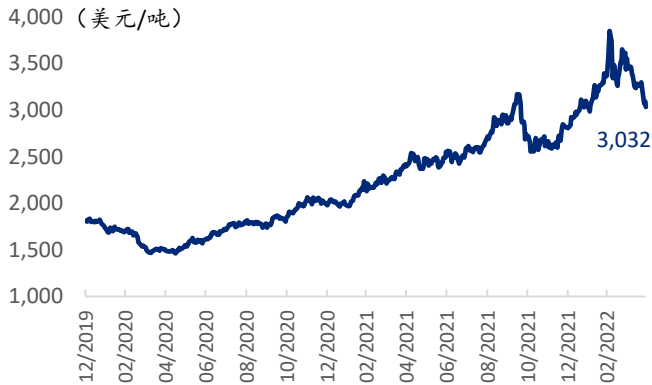
- **基本中国啤酒行业短期选股逻辑：**我们认为，中国啤酒行业整体估值已基本见底。进入5月以后，中国啤酒行业逐渐步入消费旺季，市场情绪有望提升。然而，中国内地疫情得到缓解仍需一段时日，这也使行业整体恢复进度具有较大不确定性。我们建议投资者短期内谨慎抄底，并在选择啤酒投资标的时，考虑以下几点：(1) 由于地域市场分布，短期受疫情影响较小；(2) 对于原材料价格上涨有较强抵御能力；(3) 未来几个月有较大提价预期。我们认为，相比竞争对手，**重庆啤酒（600132.CH）**短期内对于疫情以及原材料价格波动都具有较大的抵御能力。
- **中国啤酒行业长期选股逻辑：**正如我们在[中国啤酒行业深度报告](#)中所强调的，我们认为中国啤酒行业具有长期竞争力的玩家必须具备以下五个条件：(1) 足够强大的品牌矩阵来迎合消费者日益高端化的消费需求、(2) 对高端与超高端渠道与终端（尤其是现饮渠道）的掌控、(3) 足够强大的资本运作能力为企业带来外延性增长以及更大的高端化潜力、(4) 较早的产能优化进程帮助公司无后顾之忧，能够轻装上阵、(5) 优秀的财务数据与强大的基本面支撑公司在行业低迷期依然能够持续高端化的策略。基于以上几点，**我们重申，重庆啤酒（600132.CH）与华润啤酒（291.HK）依然是我们在中国啤酒行业中的首选。**

图表 1: 重庆啤酒、青岛啤酒和燕京啤酒 2022 年一季度利润表现

百万人民币	重庆啤酒 (600132.CH)			青岛啤酒 (168.HK/600600.CH)			燕京啤酒 (000729.CH)		
	1Q21	1Q22	YoY	1Q21	1Q22	YoY	1Q21	1Q22	YoY
营业收入	3,272	3,833	17.1%	8,928	9,208	3.1%	2,776	3,100	11.7%
销量(万吨)	71	79	11.7%	219	213	-2.8%	82	85	3.6%
平均销售价格(元/吨)	4,524	4,735	4.6%	4,077	4,325	6.1%	3,368	3,631	7.8%
营业成本	-1,706	-2,005	17.5%	-5,507	-5,723	3.9%	-1,829	-2,029	11.0%
税金及附加	-229	-247	8.2%	-591	-565	-4.3%	-243	-256	5.3%
毛利润	1,338	1,580	18.1%	2,830	2,919	3.2%	705	815	15.7%
GPM	40.9%	41.2%		31.7%	31.7%		25.4%	26.3%	
销售费用	-429	-525	22.5%	-1,379	-1,307	-5.2%	-382	-369	-3.3%
销售费用率	13.1%	13.7%		15.4%	14.2%		13.8%	11.9%	
管理及研发费用	-158	-152	-3.6%	-343	-361	5.2%	-460	-476	3.3%
管理及研发费用率	4.8%	4.0%		3.8%	3.9%		16.6%	15.3%	
EBIT	751	902	20.2%	1,109	1,252	12.9%	-138	-30	-78.4%
经营利润率	22.9%	23.5%		12.4%	13.6%		-5.0%	-1.0%	
财务费用	-3	7	-319.2%	74	62	-16.8%	26	33	29.9%
资产减值损失	2	-8	-474.5%	-1	0	-174.8%	0	0	N/A
公允价值变动净收益	0	3	N/A	51	55	8.6%	0	0	N/A
投资净收益	5	14	220.9%	21	58	172.6%	0	0	N/A
营业利润	754	919	21.9%	1,255	1,428	13.8%	-112	3	-103.0%
资产处置收益	3	0	-100.0%	19	10	-48.7%	0	45	N.M.
其他收益	10	9	-8.6%	124	85	-31.4%	15	9	-41.1%
营业外收入	1	1	-33.8%	0	1	143.8%	1	0	-20.5%
营业外支出	0	0	N/A	0	-2	N.M.	-1	-1	-55.4%
利润总额	768	928	20.9%	1,398	1,521	8.8%	-98	57	-158.6%
所得税	-151	-243	60.5%	-344	-369	7.3%	-14	-26	86.2%
净利润	616	685	11.2%	1,055	1,153	9.3%	-111	32	-128.4%
净利率	18.8%	17.9%		11.8%	12.5%		-4.0%	1.0%	
减: 少数股东损益	321	344	7.3%	33	26	-19.8%	-3	31	N.M.
归母净利润	295	341	15.3%	1,022	1,126	10.2%	-109	1	-100.9%
归母净利率	9.0%	8.9%		11.4%	12.2%		-3.9%	0.0%	

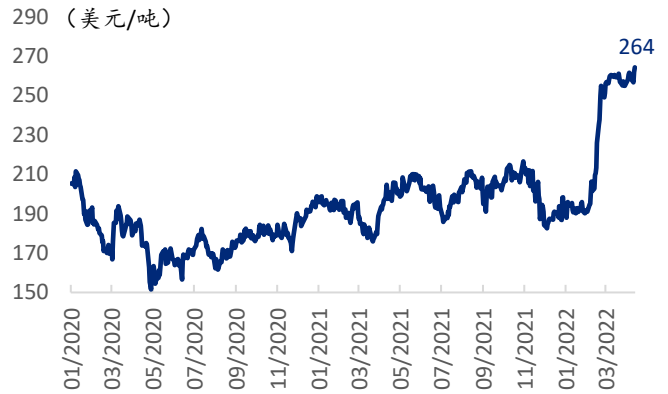
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 2: LME 铝期货价格



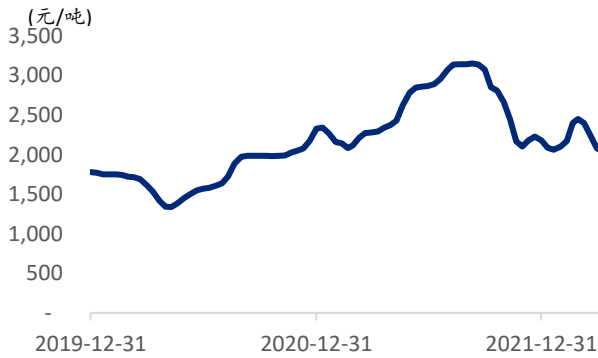
注：截至 4 月 28 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 3: 大麦期货价格



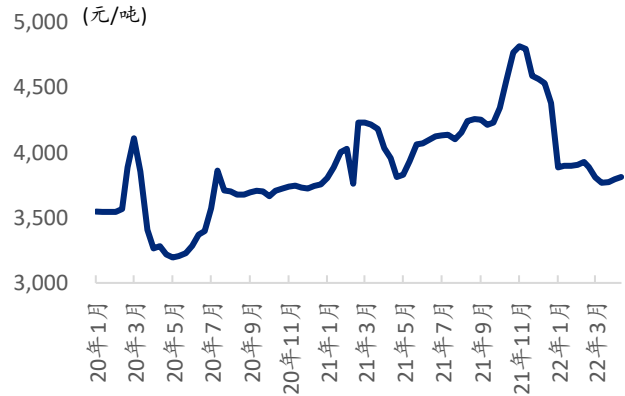
注：截至 4 月 29 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 4: 玻璃价格



注：截至 4 月末。资料来源：Wind，浦银国际

图表 5: 瓦楞纸价格



注：截至 4 月。资料来源：Wind，浦银国际

图表 6: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
291.HK Equity	华润啤酒	45.8	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	123.1	买入	150.0	2022 年 4 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	19.8	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
168.HK Equity	青岛啤酒	63.6	买入	74.6	2022 年 4 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	85.4	持有	91.2	2022 年 4 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	6.8	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
2331 HK Equity	李宁	61.2	买入	92.8	2022 年 4 月 21 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	89.8	买入	119.0	2022 年 4 月 18 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.9	持有	0.9	2022 年 3 月 16 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.1	买入	10.7	2022 年 2 月 18 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.7	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮

资料来源：Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 4 月 29 日午市收盘价



## 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个人。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

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

### 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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

