

投资评级 优于大市 维持

减亏增效成果显著，Q1 盈利表现亮眼

股票数据

04月20日收盘价(元)	13.45
52周股价波动(元)	6.24-14.48
总股本/流通A股(百万股)	2819/2510
总市值/流通市值(百万元)	37909/33754

相关研究

《产品结构升级，利润弹性释放》2022.10.30
 《复兴当时，弹性可期》2022.09.19

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.3	0.5	24.1
相对涨幅(%)	3.9	0.9	25.7

资料来源：海通证券研究所

分析师: 颜慧菁

Tel: (021)23154181

Email: yhj12866@haitong.com

证书: S0850520020001

联系人: 张嘉颖

Tel: (021)23154019

Email: zjy14705@haitong.com

投资要点:

- 事件。**公司发布 2022 年年报: 2022 年公司实现营业总收入 132.02 亿元, 同比+10.4%, 归母净利润 3.52 亿元, 同比+54.5%, 其中 Q4 单季公司实现营业总收入 18.80 亿元, 同比+19.4%, 归母净利润-3.20 亿元, 上年同期为 -3.35 亿元。
 公司发布 2023 年一季报: 23Q1 公司实现营业总收入 35.26 亿元, 同比+13.7%, 归母净利润 0.65 亿元, 同比+7373.3%。
- 产品结构升级, U8 销量高增。分产品:** 22 年公司啤酒收入同比+8.9%, (量+4.1%, 价+4.6%), 其中中高档/普通产品收入分别同比+13.8%/+1.5%。产品结构持续升级, 22 年中高档产品收入占比同比+1.73pct 至 58.0%。燕京 U8 延续高增, 22 年实现销量 39 万千升 (同比增速超过 50%)。22 年矿泉水/茶饮料收入同比-10.3%/+7.7%。23Q1 公司啤酒销量快速增长, 同比+12.8% 至 96.31 万千升。
- 大本营市场快速增长, 电商渠道表现亮眼。分地区:** 22 年华北/华中/华东/西北地区营收快速增长, 分别同比+16.9%/+22.5%/+10.3%/+14.3%; 华南地区收入同比-3.8%, 我们认为或与广西水灾下漓泉子公司表现承压有关。22 年漓泉/赤峰/惠泉/雪鹿子公司营收分别同比-4.1%/+30.1%/+5.4%/+3.0%。**分渠道:** 电商渠道高速增长, 22 年同比+66.0%; KA/传统渠道分别同比+19.9%/+7.7%。
- 23Q1 毛利率同比回升, 费用收缩释放利润弹性。**22 年啤酒吨毛利/吨成本分别同比+3.3%/+5.4%至 1242、1989 元/千升; 公司毛利率同比-1.00pct 至 37.4%, 我们认为主因原材料成本承压 (22 年吨材料成本同比+10.1%)。22 年归母净利率同比+0.76pct 至 2.7%, 主因期间费用率缩减 (销售/管理费用率分别同比-0.66pct/-1.32pct 至 12.4%/10.7%)。23Q1 归母净利率同比+1.80pct 至 1.8%, 主要受益于: 1) 毛利率同比+2.24pct 至 36.8%, 我们认为或与产品结构升级、成本回落有关 (吨成本同比-2.6%), 2) 管理费用率缩减, 同比-1.33pct 至 12.0%, 我们认为或与公司推动人员优化有关。
- 子公司减亏效果显著, 组织变革激发团队活力。**公司持续推进子公司减亏, 通过一企一策对亏损企业进行精准帮扶, 加速淘汰低效产能、优化资源配置, 同时调整组织结构、强化分子公司考核管理, 22 年其他子公司减亏效果显著, 公司实际产能利用率同比+3.21pct 至 61.6%。**精简组织架构, 改革薪酬体系。**公司构建“1+5+N”的全新组织架构, 强化统筹协调, 提升管理势能。同时推进公司高管和分子企业负责人任期制和契约化管理, 搭建燕京市场化薪酬体系、绩效管理辦法, 设定超额分享机制, 激发经营动力。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.21、0.28、0.37 元/股。参考可比公司估值, 给予公司 2023 年 20-25 倍 EV/EBITDA, 对应合理价值区间为 12.52-15.03 元 (对应 PE 倍数为 60.87-73.06), 维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**原材料价格大幅波动, 行业竞争加剧等。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11961	13202	14651	16146	17650
(+/-)YoY(%)	9.4%	10.4%	11.0%	10.2%	9.3%
净利润 (百万元)	228	352	580	803	1036
(+/-)YoY(%)	15.8%	54.5%	64.6%	38.5%	29.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.08	0.12	0.21	0.28	0.37
毛利率(%)	38.4%	37.4%	39.4%	40.8%	42.1%
净资产收益率(%)	1.7%	2.6%	4.3%	5.8%	7.2%

 资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600600.SH	青岛啤酒	114.03	1555.63	2.73	3.21	3.77	41.92	35.47	30.26	6.10	5.44	4.82
600132.SH	重庆啤酒	109.31	529.03	2.61	3.34	4.00	41.88	32.75	27.30	25.72	16.50	12.32
002461.SZ	珠江啤酒	9.34	206.72	0.27	0.32	0.37	34.55	28.87	25.12	2.15	2.06	1.95
00291.HK	华润啤酒	55.11	1787.87	1.34	1.67	2.03	41.83	32.97	27.18	6.72	5.98	5.23
01876.HK	百威亚太	20.79	2752.93	0.48	0.60	0.70	44.00	35.00	30.25	3.73	3.50	3.29
	均值			1.49	1.83	2.17	40.84	33.01	28.02	8.88	6.70	5.52

注：收盘价为 2023 年 4 月 20 日价格，估值为 Wind 一致预期。
 资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 可比公司企业价值倍数对比表

代码	简称	EV/EBITDA (倍)				
		2021	2022	2023E	2024E	2025E
600600.SH	青岛啤酒	16.86	22.00	16.92	14.70	13.26
600132.SH	重庆啤酒	21.65	14.13	12.10	10.55	9.64
002461.SZ	珠江啤酒	19.10	16.57	18.01	14.94	13.55
00291.HK	华润啤酒	21.38	21.52	18.98	16.08	13.74
01876.HK	百威亚太	15.68	20.31	16.25	14.40	12.82
	均值	18.94	18.91	16.45	14.13	12.60

注：收盘价为 2023 年 4 月 20 日价格，估值为彭博一致预期，其中 22 年重庆啤酒数据为预测值。
 资料来源：彭博，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	13202	14651	16146	17650
每股收益	0.12	0.21	0.28	0.37	营业成本	8259	8880	9557	10210
每股净资产	4.76	4.84	4.94	5.07	毛利率%	37.4%	39.4%	40.8%	42.1%
每股经营现金流	0.61	0.62	0.74	0.87	营业税金及附加	1153	1279	1410	1541
每股股利	0.08	0.13	0.18	0.24	营业税金率%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
价值评估 (倍)					营业费用	1634	1784	1933	2078
P/E	107.61	65.39	47.20	36.59	营业费用率%	12.4%	12.2%	12.0%	11.8%
P/B	2.82	2.78	2.72	2.65	管理费用	1413	1509	1615	1712
P/S	2.87	2.59	2.35	2.15	管理费用率%	10.7%	10.3%	10.0%	9.7%
EV/EBITDA	19.45	21.85	17.34	13.73	EBIT	501	661	941	1261
股息率%	0.6%	1.0%	1.4%	1.7%	财务费用	-153	-158	-194	-203
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.2%	-1.1%	-1.2%	-1.2%
毛利率	37.4%	39.4%	40.8%	42.1%	资产减值损失	-90	0	0	0
净利润率	2.7%	4.0%	5.0%	5.9%	投资收益	42	0	0	0
净资产收益率	2.6%	4.3%	5.8%	7.2%	营业利润	692	1143	1584	2043
资产回报率	1.7%	2.7%	3.6%	4.3%	营业外收支	3	0	0	0
投资回报率	2.7%	3.5%	4.8%	6.0%	利润总额	695	1143	1584	2043
盈利增长 (%)					EBITDA	1242	1414	1699	2023
营业收入增长率	10.4%	11.0%	10.2%	9.3%	所得税	146	239	332	428
EBIT 增长率	51.5%	32.0%	42.4%	34.0%	有效所得税率%	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%
净利润增长率	54.5%	64.6%	38.5%	29.0%	少数股东损益	197	324	449	579
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	352	580	803	1036
资产负债率	31.1%	30.7%	31.2%	31.3%					
流动比率	1.73	1.90	2.03	2.18	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.05	1.18	1.31	1.46	货币资金	6110	7040	8488	10150
现金比率	0.98	1.10	1.24	1.39	应收账款及应收票据	194	215	237	259
经营效率指标					存货	4141	4452	4792	5119
应收账款周转天数	5.21	5.21	5.21	5.21	其它流动资产	361	389	419	449
存货周转天数	183.00	183.00	183.00	183.00	流动资产合计	10806	12097	13936	15978
总资产周转率	0.64	0.69	0.71	0.74	长期股权投资	573	573	573	573
固定资产周转率	1.64	1.96	2.35	2.82	固定资产	8050	7458	6865	6268
					在建工程	58	63	64	65
					无形资产	894	865	835	806
					非流动资产合计	9888	9272	8651	8025
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	20695	21369	22587	24003
净利润	352	580	803	1036	短期借款	300	0	0	0
少数股东损益	197	324	449	579	应付票据及应付账款	1658	1782	1918	2049
非现金支出	844	753	758	762	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-73	6	0	0	其它流动负债	4274	4591	4935	5268
营运资金变动	398	81	89	85	流动负债合计	6232	6373	6853	7318
经营活动现金流	1718	1743	2098	2462	长期借款	0	0	0	0
资产	-415	-136	-136	-136	其它长期负债	197	197	197	197
投资	-249	0	0	0	非流动负债合计	197	197	197	197
其他	-1337	0	0	0	负债总计	6429	6570	7050	7515
投资活动现金流	-2001	-136	-136	-136	实收资本	2819	2819	2819	2819
债权募资	300	-300	0	0	归属于母公司所有者权益	13426	13634	13924	14297
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	840	1164	1613	2192
其他	-298	-377	-514	-663	负债和所有者权益合计	20695	21369	22587	24003
融资活动现金流	2	-677	-514	-663					
现金净流量	-282	930	1448	1663					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 20 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

颜慧菁 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天润乳业,贵州茅台,洋河股份,山西汾酒,盐津铺子,千禾味业,味知香,千味央厨,东鹏饮料,佳禾食品,紫燕食品,光明乳业,妙可蓝多,农夫山泉,周黑鸭,李子园,汤臣倍健,安琪酵母,中炬高新,伊利股份,酒鬼酒,康师傅控股,中国旺旺,新乳业,立高食品,海天味业,百润股份,今世缘,水井坊,承德露露

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。