

投资评级 **优于大市** 维持

消费场景快速复苏, Q1 业绩表现亮眼

股票数据

04月24日收盘价(元)	113.50
52周股价波动(元)	76.60-125.65
总股本/流通A股(百万股)	1364/700
总市值/流通市值(百万元)	154840/153831

相关研究

《百年青啤历史悠久, 结构升级再续新篇》
2023.01.04

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.1	9.9	7.9
相对涨幅(%)	2.2	11.8	12.7

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 321.72 亿元, 同比+6.6%, 归母净利/扣非归母净利 37.11/32.09 亿元, 同比+17.6%/+45.4%; 其中 Q4 单季实现营业总收入 30.62 亿元, 同比-9.8%, 归母净利/扣非归母净利-5.56/-6.51 亿元, 上年同期为-4.55/-10.09 亿元。同时公告 2022 年利润分配方案: 每 10 股派发现金红利 18.00 元 (含税), 分红率为 66.2%。

公司发布 2023 年一季报: 23Q1 公司实现营业总收入 107.06 亿元, 同比+16.3%, 归母净利/扣非归母净利 14.51/13.49 亿元, 同比+28.9%/+32.1%。

● **产品结构持续优化, Q1 营业收入高增。分产品:** 22 年公司啤酒收入同比+6.8% 至 316.97 亿元 (量+1.8%, 价+4.9%), 其中青岛/其他品牌收入分别同比+8.2%/+4.1%, 原浆生啤、青岛白啤、青岛经典等中高档产品实现快速增长。23Q1 公司收入同比+16.3% 至 107.06 亿元, 啤酒销量同比+11.0% 至 236.3 万千升 (青岛/其他品牌销量分别同比+7.4%/+16.6%), 我们认为受益于低基数下现饮场景恢复。公司产品结构持续升级, 22 年/23Q1 中高档以上产品销量同比+5.0%/+11.6%, 销量占比分别同比+1.11pct/+0.21pct。展望未来, 我们认为受益于现饮渠道恢复与产品高端化趋势持续, 低基数下旺季收入增长可期。**分地区:** 22 年主销山东/华北市场收入稳健增长, 同比+8.2%/+8.1%; 华南/华东/东南营收分别同比+1.0%/-0.5%/+2.8%。

● **毛利率表现稳健, Q1 吨成本环比回落。**成本压力下公司毛利率逆势增长, 22 年/23Q1 同比+0.13pct/+0.47pct 至 36.8%/38.3%, 我们认为主要受益于产品结构升级与提价。23Q1 吨酒成本环比回落, 环比-3.2% 至 2795 元/千升, 我们认为或受益于包材成本回落。目前包材成本下行 (23Q1 铝/瓦楞纸/玻璃均价同比-16.8%/-15.0%/-21.6%), 原材料大麦成本承压 (22 年进口均价同比+27.7%), 考虑到大麦成本占比相对较小, 我们预计整体成本涨幅或趋缓。

● **期间费用管控良好, 盈利能力持续上行。**公司着力积极提升管理运营效率发力开源节流、控本降费, 22 年销售费用率同比-0.53pct 至 13.1%, 我们认为或与公司优化人员有关 (职工薪酬费用率同比-0.34pct); 管理费用率同比-1.03pct 至 4.6%, 主因职工薪酬/股份支付费用率同比-0.44pct/-0.28pct。22 年归母净利率同比+1.07pct 至 11.5%, 主因期间费用率缩减 (同比-1.97pct) 与实际所得税率下行 (同比-3.30pct)。23Q1 归母净利率延续上行, 同比+1.32pct 至 13.6%, 主要受益于毛利率提升 (同比+0.47pct) 与管理费用率缩减 (同比-0.87pct)。

● **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.23、3.68、4.11 元/股。参考可比公司估值, 我们给予公司 2023 年 35-40 倍 PE, 对应合理价值区间为 113.22-129.39 元, 维持“优于大市”评级。

● **风险提示。**行业竞争激烈, 原材料价格上涨。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	30167	32172	35481	37934	40355
(+/-)YoY(%)	8.7%	6.6%	10.3%	6.9%	6.4%
净利润 (百万元)	3155	3711	4413	5014	5606
(+/-)YoY(%)	43.3%	17.6%	18.9%	13.6%	11.8%
全面摊薄 EPS(元)	2.31	2.72	3.23	3.68	4.11
毛利率(%)	36.7%	36.8%	37.7%	38.4%	39.0%
净资产收益率(%)	13.7%	14.6%	16.4%	17.5%	18.3%

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
600132.SH	重庆啤酒	104.26	504.59	2.61	3.34	4.00	39.95	31.24	26.04	24.53	15.74	11.75
000729.SZ	燕京啤酒	12.80	360.77	0.13	0.21	0.29	102.41	61.96	43.64	2.69	2.61	2.50
002461.SZ	珠江啤酒	9.27	205.18	0.27	0.32	0.37	34.30	28.67	24.91	2.13	2.05	1.95
00291.HK	华润啤酒	53.33	1730.22	1.34	1.67	2.03	40.56	31.91	26.30	6.52	5.78	5.06
01876.HK	百威亚太	20.35	2695.14	0.48	0.60	0.70	43.16	34.34	29.68	3.66	3.43	3.23
	均值			0.97	1.23	1.48	52.07	37.62	30.12	7.91	5.92	4.90

注：收盘价为 2023 年 4 月 24 日价格，估值为 Wind 一致预期
资料来源：Wind，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	32172	35481	37934	40355
每股收益	2.72	3.23	3.68	4.11	营业成本	20318	22102	23372	24603
每股净资产	18.69	19.78	21.03	22.42	毛利率%	36.8%	37.7%	38.4%	39.0%
每股经营现金流	3.58	4.93	5.15	5.60	营业税金及附加	2391	2637	2819	2999
每股股利	1.80	2.14	2.43	2.72	营业税金率%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
价值评估 (倍)					营业费用	4200	4525	4762	4985
P/E	41.73	35.09	30.88	27.62	营业费用率%	13.1%	12.8%	12.6%	12.4%
P/B	6.07	5.74	5.40	5.06	管理费用	1473	1529	1563	1632
P/S	4.81	4.36	4.08	3.84	管理费用率%	4.6%	4.3%	4.1%	4.0%
EV/EBITDA	23.89	20.67	18.13	16.06	EBIT	4282	5307	6017	6714
股息率%	1.6%	1.9%	2.1%	2.4%	财务费用	-421	-535	-621	-708
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.3%	-1.5%	-1.6%	-1.8%
毛利率	36.8%	37.7%	38.4%	39.0%	资产减值损失	-26	0	0	0
净利润率	11.5%	12.4%	13.2%	13.9%	投资收益	170	200	200	200
净资产收益率	14.6%	16.4%	17.5%	18.3%	营业利润	5001	5954	6765	7564
资产回报率	7.4%	8.3%	8.9%	9.4%	营业外收支	5	0	0	0
投资回报率	12.2%	14.4%	15.3%	16.0%	利润总额	5006	5954	6765	7564
盈利增长 (%)					EBITDA	5407	6497	7241	7979
营业收入增长率	6.6%	10.3%	6.9%	6.4%	所得税	1201	1429	1623	1815
EBIT 增长率	23.0%	23.9%	13.4%	11.6%	有效所得税率%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润增长率	17.6%	18.9%	13.6%	11.8%	少数股东损益	94	112	127	142
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	3711	4413	5014	5606
资产负债率	47.8%	47.8%	47.3%	46.7%					
流动比率	1.63	1.67	1.73	1.80	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.40	1.44	1.50	1.57	货币资金	17855	20695	23668	26870
现金比率	0.91	0.98	1.06	1.14	应收账款及应收票据	124	137	146	156
经营效率指标					存货	4152	4517	4776	5028
应收账款周转天数	1.36	1.36	1.36	1.36	其它流动资产	9871	9966	10036	10104
存货周转天数	74.59	74.59	74.59	74.59	流动资产合计	32002	35315	38627	42158
总资产周转率	0.64	0.66	0.67	0.68	长期股权投资	368	368	368	368
固定资产周转率	2.92	3.20	3.46	3.74	固定资产	11009	11080	10966	10783
					在建工程	457	270	233	226
					无形资产	2558	2413	2268	2123
					非流动资产合计	18309	18049	17753	17418
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	50312	53363	56380	59576
净利润	3711	4413	5014	5606	短期借款	225	0	0	0
少数股东损益	94	112	127	142	应付票据及应付账款	3662	3983	4212	4434
非现金支出	1140	1190	1225	1264	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-825	-195	-200	-200	其它流动负债	15785	17136	18100	19036
营运资金变动	759	1200	855	828	流动负债合计	19672	21119	22312	23470
经营活动现金流	4879	6720	7021	7641	长期借款	0	0	0	0
资产	-1738	-929	-929	-929	其它长期负债	4368	4368	4368	4368
投资	-1112	0	0	0	非流动负债合计	4368	4368	4368	4368
其他	651	200	200	200	负债总计	24039	25487	26680	27838
投资活动现金流	-2199	-729	-729	-729	实收资本	1364	1364	1364	1364
债权募资	-42	-225	0	0	归属于母公司所有者权益	25495	26987	28683	30579
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	777	889	1017	1159
其他	-1634	-2925	-3318	-3710	负债和所有者权益合计	50312	53363	56380	59576
融资活动现金流	-1676	-3150	-3318	-3710					
现金净流量	1026	2840	2973	3202					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 24 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。