

21 年业绩平稳收官，关注结构升级与控费

核心观点

- **21 年平稳收官，业绩与预告一致。**公司发布 21 年年报，21 年实现营收 301.67 亿元 (yoy+8.7%)，归母净利润 31.55 亿元 (yoy+43.3%)，扣非归母净利润 22.07 亿元 (yoy+21.5%)；其中 21Q4 实现营收 33.95 亿元 (yoy+1.7%)，归母净利润-4.55 亿元，亏损同比收窄 41.4%，扣非归母净利润-10.09 亿元，亏损扩大 17.0%。
- **21 年啤酒量价齐升，结构升级趋势明显。分量价看，**21 年销量 793 万千升 (yoy+1.4%)，千升营业收入同比+7.2%；其中 21Q4 销量 84.8 万千升 (yoy-3.7%)，下滑幅度环比收窄 5.0pct，千升营业收入同比+5.7%，稳定增长。**分品牌看，**21 年主品牌青岛啤酒收入 198.0 亿元 (yoy+14.8%)，占比提升 3.6pct 至 67.3%，量价分别增长 11.6%/2.8%，其中高档以上产品实现销量 52 万千升 (yoy+14.2%)，占比提升 0.7pct 至 6.6%；其他品牌收入 99 亿元 (yoy-2.1%)，量价分别变动-8.7%/7.2%。**分地区看，**21 年山东、华南、华北、华东、东南和海外收入分别增长 8.3%、11.4%、13.6%、0.8%、9.2%和 2.3%，其中山东、华北、东南净利润同比增长，华南净利润下滑幅度收窄至个位数，华东小幅亏损。预期公司 22 年总销量基本保持稳定，提价和结构升级有望推动营收实现中高个位数增长。
- **成本压力下毛利率上行，盈利能力稳定提升。**21 年毛利率 36.71%(yoy+1.38%)，在原材料上涨压力下，21 年单位成本上升 4.9%，公司通过提价和结构升级有效对冲；销售费用率 13.58%(yoy+0.71pct)，主要因为公司加大品牌宣传力度，以及同期因新冠疫情政府减免社会保险费用；管理费用率 5.61%(yoy-0.43pct)，税金及附加占营收比重 7.69%(yoy-0.31pct)；综上，21 年扣非归母净利率提升 0.77pct 至 7.31%。
- **疫情不改升级趋势，看好盈利改善空间。**3 月以来国内新冠疫情有所扩散，公司啤酒销量预计承压，我们认为短期波动不改啤酒消费升级的大趋势，看好行业未来趋势。受海外战争冲突等影响，大宗商品价格持续上涨，公司 22 年成本压力加大，但在提价和结构升级的拉动下，毛利率仍有望稳定提升。公司普低档产品占比仍较高，吨价提升空间大，叠加费用管控，看好盈利改善空间。

盈利预测与投资建议

- 下调营收和毛利率，预测公司 22-24 年每股收益分别为 2.44、2.94、3.52 元 (原 22-23 年预测为 2.58、3.10 元)，维持上次估值，给予 22 年 41 倍 PE，目标价 100.04 元，维持增持评级。

风险提示：吨价提升不及预期、原料价格持续上涨、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	27,760	30,167	32,225	34,078	36,028
同比增长(%)	-0.8%	8.7%	6.8%	5.8%	5.7%
营业利润(百万元)	3,250	4,455	4,695	5,663	6,786
同比增长(%)	20.5%	37.1%	5.4%	20.6%	19.8%
归属母公司净利润(百万元)	2,201	3,155	3,323	4,005	4,796
同比增长(%)	18.9%	43.3%	5.3%	20.5%	19.7%
每股收益(元)	1.61	2.31	2.44	2.94	3.52
毛利率(%)	35.3%	36.7%	36.3%	37.5%	39.1%
净利率(%)	7.9%	10.5%	10.3%	11.8%	13.3%
净资产收益率(%)	11.1%	14.5%	13.6%	14.8%	16.1%
市盈率	48.3	33.7	32.0	26.6	22.2
市净率	5.2	4.6	4.1	3.8	3.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

投资评级	增持 (维持)
股价 (2022年03月28日)	78 元
目标价格	100.04 元
52 周最高价/最低价	117.1/76.4 元
总股本/流通 A 股 (万股)	136,435/135,098
A 股市值 (百万元)	106,420
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2022 年 03 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-9.3	-16.83	-25	-3.47
相对表现	-11.48	-12.3	-18.15	20
沪深 300	2.18	-4.53	-6.85	-23.47



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001
周翰	021-63325888*7524 zhouhan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070003

相关报告

结构升级盈利改善，关注产品提价进度	2021-10-29
高端化势如破竹，吨价提升提振盈利	2021-08-25
销量恢复吨价提升，盈利改善一季报喜迎开门红	2021-04-23

投资建议

下调营收和毛利率，预测公司 22-24 年每股收益分别为 2.44、2.94、3.52 元（原 22-23 年预测为 2.58、3.10 元），维持上次估值，给予 22 年 41 倍 PE，目标价 100.04 元，维持增持评级。

风险提示

- **吨价提升不及预期风险。**目前啤酒行业基本处于量稳价增状态，收入与利润的主要增长点在于吨价的提升。若居民消费升级速度放缓，吨价提升幅度较小，企业业绩可能低于预期。
- **原料价格持续上涨的风险。**玻璃瓶、进口大麦等原材料占生产成本比重较高，如果采购价出现持续性上涨，企业不提价或提价幅度不足以覆盖原料价格涨幅，将对盈利能力产生负面影响。
- **食品安全事件风险。**若啤酒行业发生食品安全事件，则可能对公司产品销售、营业收入以及利润均产生不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	18,467	14,598	21,641	24,835	28,017	营业收入	27,760	30,167	32,225	34,078	36,028
应收票据、账款及款项融资	125	125	133	141	149	营业成本	17,952	19,091	20,536	21,286	21,935
预付账款	240	228	244	258	272	营业税金及附加	2,219	2,319	2,477	2,619	2,769
存货	3,281	3,493	3,554	3,769	3,958	营业费用	3,573	4,097	3,910	4,033	4,155
其他	2,515	10,515	6,180	6,900	7,865	管理费用及研发费用	1,700	1,723	1,686	1,681	1,681
流动资产合计	24,628	28,959	31,752	35,903	40,261	财务费用	(471)	(243)	(529)	(680)	(776)
长期股权投资	374	366	366	366	366	资产、信用减值损失	129	202	148	160	170
固定资产	10,302	10,148	10,968	10,986	10,921	公允价值变动收益	55	253	55	55	55
在建工程	340	762	457	303	226	投资净收益	25	186	25	25	25
无形资产	2,504	2,481	2,050	1,638	1,245	其他	512	1,037	619	604	613
其他	3,367	3,847	3,434	3,504	3,526	营业利润	3,250	4,455	4,695	5,663	6,786
非流动资产合计	16,886	17,604	17,275	16,797	16,283	营业外收入	15	33	28	28	28
资产总计	41,514	46,563	49,027	52,700	56,544	营业外支出	25	9	6	6	6
短期借款	703	246	407	452	368	利润总额	3,240	4,479	4,717	5,685	6,808
应付票据及应付账款	2,716	3,298	3,693	3,768	3,854	所得税	913	1,223	1,288	1,552	1,859
其他	12,091	14,715	13,726	14,641	15,336	净利润	2,327	3,256	3,429	4,133	4,950
流动负债合计	15,510	18,259	17,826	18,861	19,558	少数股东损益	126	101	106	128	153
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2,201	3,155	3,323	4,005	4,796
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.61	2.31	2.44	2.94	3.52
其他	4,636	4,511	4,486	4,486	4,486						
非流动负债合计	4,636	4,511	4,486	4,486	4,486	主要财务比率					
负债合计	20,146	22,769	22,312	23,347	24,044		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	746	792	898	1,026	1,179	成长能力					
股本	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364	营业收入	-0.8%	8.7%	6.8%	5.8%	5.7%
资本公积	3,396	4,229	3,956	3,956	3,956	营业利润	20.5%	37.1%	5.4%	20.6%	19.8%
留存收益	15,622	17,719	21,043	23,553	26,546	归属于母公司净利润	18.9%	43.3%	5.3%	20.5%	19.7%
其他	240	(311)	(546)	(546)	(546)	获利能力					
股东权益合计	21,368	23,794	26,715	29,353	32,500	毛利率	35.3%	36.7%	36.3%	37.5%	39.1%
负债和股东权益总计	41,514	46,563	49,027	52,700	56,544	净利率	7.9%	10.5%	10.3%	11.8%	13.3%
						ROE	11.1%	14.5%	13.6%	14.8%	16.1%
						ROIC	9.4%	13.3%	11.8%	12.7%	13.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	48.5%	48.9%	45.5%	44.3%	42.5%
净利润	2,327	3,256	3,429	4,133	4,950	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	740	391	491	481	469	流动比率	1.59	1.59	1.78	1.90	2.06
财务费用	(471)	(243)	(529)	(680)	(776)	速动比率	1.38	1.39	1.58	1.70	1.86
投资损失	(25)	(186)	(25)	(25)	(25)	营运能力					
营运资金变动	1,297	(3,593)	3,706	33	(395)	应收账款周转率	86.8	141.1	249.8	248.6	248.6
其它	1,086	6,418	(551)	(159)	(111)	存货周转率	5.5	5.6	5.8	5.8	5.7
经营活动现金流	4,953	6,043	6,521	3,783	4,110	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(814)	(597)	98	101	101	每股指标(元)					
长期投资	12	11	0	0	0	每股收益	1.61	2.31	2.44	2.94	3.52
其他	(685)	(9,663)	80	80	80	每股经营现金流	3.63	4.43	4.78	2.77	3.01
投资活动现金流	(1,488)	(10,250)	178	181	181	每股净资产	15.11	16.86	18.92	20.76	22.96
债权融资	109	(431)	(73)	0	0	估值比率					
股权融资	(35)	834	(273)	0	0	市盈率	48.3	33.7	32.0	26.6	22.2
其他	(430)	(2,016)	690	(770)	(1,110)	市净率	5.2	4.6	4.1	3.8	3.4
筹资活动现金流	(356)	(1,614)	344	(770)	(1,110)	EV/EBITDA	25.4	19.4	19.2	16.3	13.8
汇率变动影响	(24)	(9)	-0	-0	-0	EV/EBIT	32.1	21.2	21.4	17.9	14.9
现金净增加额	3,086	(5,829)	7,043	3,194	3,182						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn