



2023 年 02 月 21 日

啤酒消费场景恢复，结构升级趋势延续

啤酒

分析与判断：

► 现饮渠道复苏+天气转热，啤酒需求提升

全面放开后，餐饮、娱乐等消费场景逐步复苏，根据中国烹饪协会抽样调查，今年春节假期期间受访餐饮企业营业收入较去年春节同期增长 24.7%，较 2019 年春节增长 1.9%，客流量与 2019 年持平，餐饮消费整体已恢复至疫情前水平。我们认为短期内随着全面复工复产，餐饮、娱乐等现饮渠道将快速复苏，后续随着气温升高，啤酒将迎来消费旺季，叠加华东等地去年同期因疫情管控所致的低基数，啤酒销量回升确定性高。

► 结构升级趋势延续，高端化仍有空间

2023 年是各大啤酒企业战略转型的重要时点。今年是华润啤酒“3+3+3”中“后 3 年”的开局之年，青岛啤酒成立 120 周年，重庆啤酒“扬帆 27”战略的开局之年以及燕京啤酒新管理团队上任的第一个完整财务年度，高端化是企业战略的重要一环。对比欧美等成熟市场万元以上的吨价水平，我国啤酒市场高端化仍有巨大空间。我们认为经济复苏叠加前期高端化布局，2023 年仍将是啤酒行业全面高端化的一年。我们看好华润喜力、燕京 U8 等为代表的高端大单品继续放量，带动各公司吨价与净利率上行，全年行业平均吨价有望提升 5%。

► 成本涨幅趋缓，提价释放利润弹性或超预期

成本端来看，2022 年因地缘政治等因素导致大麦等啤酒主要原材料价格上升，各厂商成本压力加大。展望 2023 年，成本压力有望趋缓，主因大麦成本虽仍同比上涨，但其占啤酒总成本比例有限（约 10-15%），且基本已在去年年末或今年年初完成锁价，成本增幅可控，而占比较高（约 50%）的包材成本有所回落。另一方面，各大啤酒企业自去年年末调整部分产品价格，对冲成本压力。我们认为在成本涨幅趋缓的背景下，调价所释放的利润弹性有望超预期。

投资建议：

我们看好短期内啤酒销量在去年 3-5 月低基数基础上实现恢复性增长，中长期利润率提升与估值提振值得期待。推荐基本面稳健的华润啤酒（0291.HK）、青岛啤酒（600600），业绩弹性标的重庆啤酒（600132）、燕京啤酒（000729）。

华润啤酒：公司已于今年 1 月正式完成金沙酒业 55.19%股权收购，“啤+白”双赋能战略值得期待。仅考虑啤酒业务，我们维持公司 22-24 年营收 369.77/395.88/419.87 亿元的预测，维持 22-24 年 EPS1.30/1.58/1.90 元的预测，对应最新收盘价 57.55 港元/股，PE 分别为 38.72/31.86/26.49 倍，维持“买入”评级。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

青岛啤酒：预计 23 年公司产品结构升级趋势延续，去年对部分产品提价已落地，吨价有望继续上行，实现量价齐升，释放利润弹性。我们下调公司 22-24 年营收 329.21/351.27/374.10 亿元的预测至 324.47/349.51/369.61 亿元，下调 22 年 EPS 2.62 元的预测至 2.52 元，上调 23-24 年 EPS 2.91/3.22 元的预测至 3.01/3.43 元，对应最新收盘价 106.55 元/股，PE 分别为 42.28/35.40/31.06 倍，维持“买入”评级。

重庆啤酒：据公司业绩快报披露 22Q4 因疫情扰动业绩同比下滑。产品端，我们预计 23 年公司继续推动中高端单品全国化，延续产品升级；价格端，去年末对部分乌苏产品提价；渠道营销端，公司重新划分 BU 以适配不同市场，以上措施效果有待旺季验证。因去年业绩承压，我们下调公司 22-24 年营收 143.08/164.80/186.97 亿元的预测至 140.39/164.27/186.36 亿元，下调 22-24 年 EPS 2.75/3.41/4.13 元的预测至 2.61/3.35/4.04 元，对应最新收盘价 134.79 元/股，PE 分别为 51.64/40.24/33.36 倍，维持“买入”评级。

燕京啤酒：中高端核心单品 U8 快速放量，22 年销量达 40 万吨，产品升级成效显著。成本费用端，新管理层多方面推行改革，优化产能与人员结构，降本增效，推动整体盈利水平上行。公司预告 22 年净利润同增 51.31-62.27%，业绩提升确定性大，且存在激励预期。我们维持公司 22-24 年营收 129.76/140.36/151.34 亿元的预测，维持 22-24 年 EPS 分别为 0.13/0.19/0.28 元的预测，对应最新收盘价 13.41 元/股，PE 分别为 103.15/70.58/47.89 倍，维持“增持”评级。

风险提示

经济复苏不及预期；大单品增长不及预期；新冠疫情反复

盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
0291.HK	华润啤酒	57.55	买入	1.41	1.30	1.58	1.90	35.70	38.71	32.85	26.49
600600	青岛啤酒	106.55	买入	2.33	2.52	3.01	3.43	45.73	42.28	35.40	31.06
600132	重庆啤酒	134.79	买入	2.41	2.61	3.35	4.04	55.93	51.64	40.24	33.36
000729	燕京啤酒	13.41	增持	0.08	0.13	0.19	0.28	167.63	103.15	70.58	47.89

资料来源：Wind，华西证券研究所，以 2023 年 2 月 21 日收盘价计算，其中华润啤酒收盘价以港元计价，1 港元=0.875 人民币元

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，4年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。