

# 燕京啤酒 (000729.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q1 超预期，23 年利润望加快释放

### 业绩简评

4月13日，公司公告23Q1预计实现归母净利润0.62-0.66亿元，同比+7076.76%-7539.77%（对比2019年增长5%-12%）；实现扣非净利润0.54-0.58亿元（22Q1亏损0.25亿元），业绩超预期。

### 经营分析

结合渠道反馈，我们预计Q1销量同增10%+，收入增速在15-20%，对应归母净利率约1.7-1.8pct。22Q1归母净利率为0.028pct，23Q1同比+1.7-1.8pct；扣非净利率同比+2.3-2.4pct，我们预计：  
1) 毛利率有望改善（或为主要贡献），U8Q1增速在50%以上，结构升级提速，吨价或保持中个位数左右提升，吨成本增幅收窄（22Q3逆势下滑1%）。  
2) 费率持续优化，22Q1曾赞助冬奥会，叠加规模效应、关厂减员效果加速显现。  
3) 子公司减亏将降低所得税率。

公司坚持市场化改革，提前部署并有序推进各项工作，确保Q1实现开门红。展望未来，我们认为：

- 1) 收入端：复苏之下，23年中个位数量增、60万吨U8的目标压力并不大。今年鲜啤22也有望需要打造的另一款全国性大单品，U8瓶组合V10、鲜啤22主攻现饮；U8听组合清爽、鲜啤等主攻非现饮。
- 2) 利润端：包材压力减轻，且今年已挂牌拟转让曲阜三孔、莱州、长沙子公司股权，外部环境趋好背景下，产能、人员优化步伐加快，23年有望成为利润跑得最快的红利年。
- 3) 中长期，公司管理层决心坚定、年富力强，大单品培育和提效逻辑清晰，十四五有望保持快速增长。

### 盈利预测、估值与评级

公司已披露22年业绩快报，考虑U8培育、关厂裁员进度加快，我们上调23-24年业绩（幅度为6%/8%），预计22-24年收入增速为10%/10%/9%，利润增速为54%/68%/39%，对应EPS为0.12/0.21/0.29元，当前股价对应PE为109/65/47X，维持“增持”评级。

### 风险提示

疫情反复风险；区域市场竞争加剧；原材料上涨过快风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

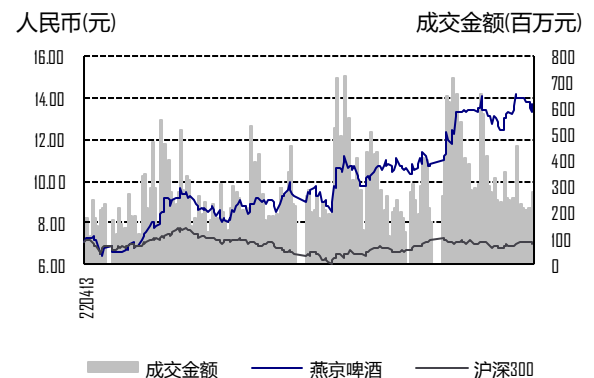
联系人：李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：13.66元

相关报告：

1. 《燕京啤酒公司点评：Q4 亏损收窄，销量或好于预期》，2023.1.31
2. 《U8 放量延续，成本显著改善-燕京啤酒三季报点评》，2022.10.28
3. 《U8 起势+提效加速，燕京复兴正当时-燕京啤酒首次覆盖报告》，2022.9.21



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,928	11,961	13,202	14,504	15,773
营业收入增长率	-4.71%	9.45%	10%	10%	9%
归母净利润(百万元)	197	228	352	590	820
归母净利润增长率	-14.32%	15.8%	54%	68%	39%
摊薄每股收益(元)	0.07	0.08	0.12	0.21	0.29
每股经营性现金流净额	0.56	0.58	0.65	0.64	0.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.49%	1.70%	2.59%	4.20%	5.59%
P/E	121.98	104.70	109	65	47
P/B	1.81	1.78	2.83	2.74	2.62

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	11,468	10,928	11,961	13,202	14,504	15,773
增长率	-4.7%	9.4%	10.4%	9.9%	8.7%	
主营业务成本	-6,989	-6,646	-7,363	-7,986	-8,432	-8,875
%销售收入	60.9%	60.8%	61.6%	60.5%	58.1%	56.3%
毛利	4,480	4,283	4,598	5,217	6,072	6,898
%销售收入	39.1%	39.2%	38.4%	39.5%	41.9%	43.7%
营业税金及附加	-1,118	-1,037	-1,096	-1,135	-1,247	-1,356
%销售收入	9.7%	9.5%	9.2%	8.6%	8.6%	8.6%
销售费用	-1,475	-1,383	-1,559	-1,793	-1,987	-2,161
%销售收入	12.9%	12.7%	13.0%	13.6%	13.7%	13.7%
管理费用	-1,295	-1,275	-1,438	-1,534	-1,668	-1,782
%销售收入	11.3%	11.7%	12.0%	11.6%	11.5%	11.3%
研发费用	-201	-214	-209	-218	-232	-249
%销售收入	1.7%	2.0%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	391	374	296	536	937	1,349
%销售收入	3.4%	3.4%	2.5%	4.1%	6.5%	8.6%
财务费用	27	81	119	116	139	167
%销售收入	-0.2%	-0.7%	-1.0%	-0.9%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	-79	-76	-67	-77	-79	-85
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	39	39	36	36	36	36
%税前利润	9.3%	8.5%	8.2%	5.2%	3.2%	2.3%
营业利润	421	477	435	692	1,113	1,546
%营业收入	3.7%	4.4%	3.6%	5.2%	7.7%	9.8%
营业外收支	1	-17	10	3	12	15
税前利润	422	460	445	695	1,125	1,561
利润率	3.7%	4.2%	3.7%	5.3%	7.8%	9.9%
所得税	-158	-175	-152	-222	-337	-468
所得税率	37.5%	38.1%	34.1%	32.0%	30.0%	30.0%
净利润	263	285	293	473	787	1,093
少数股东损益	34	88	65	120	197	273
归属于母公司的净利润	230	197	228	352	590	820
净利率	2.0%	1.8%	1.9%	2.7%	4.1%	5.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	263	285	293	473	787	1,093
少数股东损益	34	88	65	120	197	273
非现金支出	903	884	834	793	812	852
非经营收益	-27	-45	-30	-76	-85	-90
营运资金变动	435	446	528	635	277	320
经营活动现金净流	1,574	1,570	1,625	1,824	1,791	2,175
资本开支	-585	-297	-393	-546	-468	-555
投资	0	0	0	-200	-100	-100
其他	26	-2,029	-1,013	36	36	36
投资活动现金净流	-559	-2,326	-1,406	-710	-532	-619
股权募资	0	0	2	0	0	0
债权募资	0	-50	0	63	-65	5
其他	-185	-209	-229	-144	-172	-184
筹资活动现金净流	-185	-259	-227	-81	-237	-179
现金净流量	831	-1,015	-8	1,033	1,022	1,377

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,770	3,855	5,059	6,087	7,106	8,480
应收款项	273	212	217	283	284	304
存货	3,924	3,828	3,911	4,052	4,059	4,114
其他流动资产	213	188	231	191	200	209
流动资产	7,180	8,083	9,418	10,614	11,648	13,107
%总资产	39.5%	43.7%	48.5%	51.3%	53.9%	56.9%
长期投资	306	295	311	511	611	711
固定资产	9,515	8,928	8,489	8,313	8,064	7,880
%总资产	52.4%	48.3%	43.7%	40.2%	37.3%	34.2%
无形资产	1,094	1,072	1,003	1,058	1,105	1,141
非流动资产	10,982	10,409	10,002	10,081	9,976	9,927
%总资产	60.5%	56.3%	51.5%	48.7%	46.1%	43.1%
资产总计	18,162	18,492	19,420	20,695	21,623	23,034
短期借款	50	0	21	80	11	11
应付款项	3,052	3,118	3,633	4,408	4,608	4,814
其他流动负债	1,180	1,431	1,722	1,833	2,012	2,305
流动负债	4,282	4,549	5,376	6,322	6,631	7,130
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	64	63	71	69	70	72
负债	4,346	4,612	5,448	6,391	6,701	7,202
普通股股东权益	13,126	13,244	13,409	13,620	14,041	14,678
其中：股本	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819
未分配利润	3,654	3,699	3,796	4,008	4,429	5,066
少数股东权益	689	637	564	684	881	1,154
负债股东权益合计	18,162	18,492	19,420	20,695	21,623	23,034

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.082	0.070	0.081	0.125	0.209	0.291
每股净资产	4.657	4.699	4.757	4.832	4.982	5.208
每股经营现金净流	0.559	0.557	0.577	0.647	0.636	0.772
每股股利	0.022	0.022	0.040	0.050	0.060	0.065
回报率						
净资产收益率	1.75%	1.49%	1.70%	2.59%	4.20%	5.59%
总资产收益率	1.27%	1.06%	1.17%	1.70%	2.73%	3.56%
投入资本收益率	1.76%	1.67%	1.39%	2.53%	4.39%	5.96%
增长率						
主营业务收入增长率	1.10%	-4.71%	9.45%	10.38%	9.86%	8.75%
EBIT 增长率	5.61%	-4.37%	-20.99%	81.31%	74.86%	43.89%
净利润增长率	27.76%	-14.32%	15.82%	54.49%	67.60%	38.88%
总资产增长率	2.67%	1.82%	5.02%	6.56%	4.49%	6.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.8	7.2	5.8	5.8	5.6	5.5
存货周转天数	203.3	212.9	191.8	189.0	183.0	180.0
应付账款周转天数	54.9	56.5	59.7	75.0	71.5	69.0
固定资产周转天数	299.5	295.4	257.7	225.4	197.7	176.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.69%	-27.78%	-36.20%	-42.13%	-47.68%	-53.62%
EBIT 利息保障倍数	-14.7	-4.6	-2.5	-4.6	-6.8	-8.1
资产负债率	23.93%	24.94%	28.05%	30.88%	30.99%	31.27%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-21	增持	9.18	10.52~10.52
2	2022-10-28	增持	8.81	N/A
3	2023-01-31	增持	11.00	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402