

# 行业复苏叠加改革红利，业绩加速释放

## 燕京啤酒(000729)

评级:	增持	股票代码:	000729
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	14.48/6.24
目标价格:		总市值(亿)	384.17
最新收盘价:	13.63	自由流通市值(亿)	342.05
		自由流通股数(百万)	2,509.56

### 事件概述

公司2022年实现营业收入132.02亿元，同比+10.38%；归母净利润3.52亿元，同比+54.51%；扣非归母净利润2.72亿元，同比+58.32%；每股收益0.125元，同比+54.32%；拟向全体股东每10股派发现金红利0.8元（含税）。

### 分析判断：

#### ▶ 量价齐升，华北基地市场表现稳健

2022年由于疫情扰动，啤酒行业消费需求受到一定影响，但燕京啤酒产品端加快产品结构提升，完善高端化产品矩阵，营销端持续开展全链路营销，推进营销改革，发力线上线下全渠道，取得良好效果。公司2022年销售实现量价齐升，收入同比+10.38%，其中高端大单品U8销量39万千升，同比增长超50%。

拆分量价来看，公司2022年实现啤酒销量377.02万千升，同比+4.12%，对应吨价3231.64元，同比+4.56%。分产品类别来看，公司中高档产品/普通产品分别实现营收76.6/45.2亿元，分别同比+13.77%/+1.54%，中高档产品增速显著高于其他类别。分区域来看，公司华北/华东/华南/华中/西北收入分别同比+16.94%/+10.32%/-3.77%/+22.53%/+14.28%，对应公司华北/华东/华南/华中/西北占总营收比例分别为52.38%/6.81%/27.20%/9.18%/4.43%。公司华北基地市场表现稳健，优势地位巩固，占比第二大的华南市场营收略有下滑，主因其在华南市场的主要子品牌漓泉营收同比小幅下滑。我们认为公司在华北基地市场地位稳固，华南市场虽略有下滑但在广西基地市场优势依然明显，未来华中等地区有望为公司发展提供业绩增量。

#### ▶ 成本压力有望趋缓，经营效率持续提升

公司2022年毛利率与归母净利率分别为37.4%和2.7%，分别较去年同期-1.0pct和+0.76pct。成本端来看，由于原材料价格大幅上涨，虽然我们认为公司通过招标集中采购等方式对冲成本端压力，但仍受到一定影响。费用端来看，公司销售/管理/财务/研发费用率分别为12.4%/10.7%/1.8%/-1.2%，分别同比去年-0.66/-1.32/+0.04/-0.17pct。我们认为公司销售费用率降低主因公司对销售人员薪酬进行市场化考核，同时加强运营管理，销售效率提升；管理费用率降低主因公司积极推动组织变革，加强对分子公司负责人及经理层成员的管理，实现提质增效。我们预计未来随着原材料成本压力边际改善，公司经营改革进一步推进，公司利润弹性有望进一步得到释放。

#### ▶ 行业复苏+改革红利，增长预期持续兑现

2023年是啤酒行业快速恢复、结构持续升级的一年，也是燕京新任管理层上任后的第一个完整年度。我们认为在啤酒行业疫后复苏的大背景下，燕京有望以高端大单品U8为抓手，持续提升产品结构，同时在管理端继续推行各项改革措施，推动公司高质量发展，实现量价齐升。

### 投资建议

参考最新年报，同时考虑啤酒行业复苏与燕京改革红利持续兑现，我们上调23-24年营收140.36/151.34亿元的预测至146.08/158.30亿元，新增25年营收预测171.07亿元，上调23-24年EPS分别为0.19/0.28元的预测至0.21/0.29元，新增25年EPS预测0.35元；对应4月17日收盘价13.63元，PE分别为66/48/39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

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,961	13,202	14,608	15,830	17,107
YoY (%)	9.4%	10.4%	10.6%	8.4%	8.1%
归母净利润(百万元)	228	352	579	805	998
YoY (%)	15.8%	54.5%	64.5%	39.0%	23.9%
毛利率 (%)	38.4%	37.4%	40.0%	40.1%	40.3%
每股收益 (元)	0.08	0.13	0.21	0.29	0.35
ROE	1.7%	2.6%	4.1%	5.4%	6.3%
市盈率	168.27	109.04	66.30	47.70	38.51

资料来源：Wind, 华西证券研究所

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：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,202	14,608	15,830	17,107	净利润	549	833	1,165	1,457
YoY (%)	10.4%	10.6%	8.4%	8.1%	折旧和摊销	741	409	372	383
营业成本	8,259	8,769	9,482	10,220	营运资金变动	398	-308	497	-354
营业税金及附加	1,153	1,315	1,361	1,403	经营活动现金流	1,718	865	1,955	1,421
销售费用	1,634	1,709	1,781	1,882	资本开支	-415	57	94	69
管理费用	1,413	1,607	1,662	1,711	投资	-249	-180	-208	-199
财务费用	-153	-113	-127	-164	投资活动现金流	-2,001	-79	-67	-78
研发费用	236	256	237	214	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-90	10	13	12	债务募资	300	0	100	67
投资收益	42	44	47	52	筹资活动现金流	2	-9	90	54
营业利润	692	1,210	1,596	2,017	现金净流量	-282	777	1,978	1,396
营业外收支	3	0	0	-20					
利润总额	695	1,210	1,596	1,997	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	146	377	431	539	<b>成长能力</b>				
净利润	549	833	1,165	1,457	营业收入增长率	10.4%	10.6%	8.4%	8.1%
归属于母公司净利润	352	579	805	998	净利润增长率	54.5%	64.5%	39.0%	23.9%
YoY (%)	54.5%	64.5%	39.0%	23.9%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.13	0.21	0.29	0.35	毛利率	37.4%	40.0%	40.1%	40.3%
					净利率	2.7%	4.0%	5.1%	5.8%
					总资产收益率 ROA	1.7%	2.7%	3.4%	3.9%
					净资产收益率 ROE	2.6%	4.1%	5.4%	6.3%
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	1.73	1.90	1.97	2.17
					速动比率	<b>1.04</b>	<b>1.13</b>	<b>1.28</b>	<b>1.42</b>
					现金比率	0.98	1.09	1.22	1.38
					资产负债率	31.1%	30.1%	31.4%	30.1%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	0.66	0.69	0.70	0.70
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.13	0.21	0.29	0.35
					每股净资产	4.76	4.97	5.25	5.61
					每股经营现金流	0.61	0.31	0.69	0.50
					每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
					<b>估值分析</b>				
					PE	109.04	66.30	47.70	38.51
					PB	2.23	2.74	2.59	2.43

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 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。

**王厚：**华西证券食品饮料研究助理，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。