

业绩符合预期，改革持续推进

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:	14.48/7.98
目标价格:		总市值(亿)	324.41
最新收盘价:	11.51	自由流通市值(亿)	288.85
		自由流通股数(百万)	2,509.56

事件概述

公司披露 23H1 业绩预告，预计 23H1 实现归母净利润 5.08-5.43 亿元，同比+45%-55%；预计实现扣非归母净利润 4.12-4.47 亿元，同比+32%-43%。据此测算，预计 23Q2 公司实现归母净利润 4.44-4.79 亿元，同比+27%-37%，扣非归母净利润 3.55-3.9 亿元，同比+12%-23%。公司业绩表现符合我们的预期。

分析判断:

▶ 旺季放量可期，结构升级持续

销量端来看，受益于餐饮、夜场等消费场景恢复，国家统计局数据显示我国啤酒行业 1-5 月累计产量同比+8.4%，实现稳健增长。6-8 月为啤酒传统消费旺季，同时今年我国有可能遭遇 2016 年后又一强厄尔尼诺周期，多地夏季气温可能较往年偏高，刺激啤酒消费，我们预计公司有望受益于此实现动销超预期。结构端来看，公司中高端大单品 U8 在终端动销表现良好，2022 年实现销量 39 万吨，同比增长超 50%，我们认为 U8 切中增速较快的 8-10 元价格带，今年仍在高速增长阶段，销量有望实现高双位数增长，公司结构升级趋势有望持续。

▶ 成本压力缓解，利润弹性释放

成本端来看，一方面啤酒厂家基本于去年年底完成麦芽锁价，另一方面受益于玻璃等包材价格下滑，原材料成本端有望环比改善，叠加 U8 占比不断提升带动结构上行，毛利率预计同比提升。利润端来看，据新京报报道，公司一方面延续体育营销战略，于 5 月宣布与中国女足达成合作，另一方面因线下营销场景放开，公司积极开展线下营销活动，通过联合举办燕京啤酒文化节·北京草莓音乐节等活动直接接触达消费者，销售费用投放更加精准。此外，公司通过定岗定编优化用工模式，提升人均效率，我们预计经营管理效率有望持续提升。综合上述因素，得益于收入量价齐升，成本端压力缓解和费用投放效率提升，预计公司净利率进一步提升。

▶ 改革持续推进，推动二次创业

报告期内，公司持续推进九大变革，强化卓越管理体系建设、市场建设、供应链建设、数字化信息化建设等重点工作，不断强化总部职能，促进业绩提升。当前，公司管理效能不断提升，产能布局更加合理，市场活力不断增强。我们认为在国企改革的背景下，公司将坚持“二次创业，复兴燕京”的基调，持续推动改革，未来改革红利有望持续释放。

投资建议

参考公司最新业绩预告，我们维持 23-25 年营收 146.08/158.30/171.07 亿元的预测，维持 23-25 年 EPS 为 0.21/0.29/0.35 元的预测，对应最新收盘价 11.51 元/股，PE 分别为 56/40/33 倍，维持“增持”评级。

风险提示

中高端产品推广不及预期、改革进度不及预期、行业竞争加剧

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	803	995
YoY (%)	15.8%	54.5%	64.5%	38.6%	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	0.28	0.35
ROE	1.7%	2.6%	4.2%	5.5%	6.4%
市盈率	142.10	92.08	55.98	40.40	32.60

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	1,162	1,454
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	1,952	1,417
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	-123	-160	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	-234	90	54
营业利润	692	1,210	1,591	2,012	现金净流量	-282	552	1,974	1,393
营业外收支	3	0	0	-20					
利润总额	695	1,210	1,591	1,992	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	146	377	430	538	成长能力				
净利润	549	833	1,162	1,454	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	803	995	净利润增长率	54.5%	64.5%	38.6%	23.9%
YoY (%)	54.5%	64.5%	38.6%	23.9%	盈利能力				
每股收益	0.13	0.21	0.28	0.35	毛利率	37.4%	40.0%	40.1%	40.3%
					净利率	2.7%	4.0%	5.1%	5.8%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	1.7%	2.7%	3.4%	4.0%
货币资金	6,110	6,662	8,636	10,029	净资产收益率 ROE	2.6%	4.2%	5.5%	6.4%
预付款项	122	145	151	165	偿债能力				
存货	4,141	4,631	4,774	5,391	流动比率	1.73	1.86	1.94	2.14
其他流动资产	433	296	500	344	速动比率	1.04	1.09	1.25	1.39
流动资产合计	10,806	11,734	14,062	15,929	现金比率	0.98	1.06	1.19	1.35
长期股权投资	573	754	962	1,160	资产负债率	31.1%	30.4%	31.7%	30.4%
固定资产	8,050	7,659	7,272	6,885	经营效率				
无形资产	894	896	902	907	总资产周转率	0.66	0.69	0.71	0.70
非流动资产合计	9,888	9,636	9,421	9,194	每股指标 (元)				
资产合计	20,695	21,370	23,482	25,124	每股收益	0.13	0.21	0.28	0.35
短期借款	300	300	400	467	每股净资产	4.76	4.89	5.17	5.53
应付账款及票据	1,658	1,459	1,956	1,708	每股经营现金流	0.61	0.31	0.69	0.50
其他流动负债	4,274	4,540	4,895	5,262	每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,232	6,299	7,250	7,437	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	92.08	55.98	40.40	32.60
其他长期负债	197	197	197	197	PB	2.23	2.35	2.22	2.08
非流动负债合计	197	197	197	197					
负债合计	6,429	6,496	7,447	7,634					
股本	2,819	2,819	2,819	2,819					
少数股东权益	840	1,094	1,452	1,911					
股东权益合计	14,266	14,874	16,035	17,489					
负债和股东权益合计	20,695	21,370	23,482	25,124					

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研究员，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。