



燕京啤酒 (000729.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 经营良好，员工安置费扰动盈利

业绩简评

2023年7月14日，公司公告，H1归母净利5.08-5.43亿元，同比+45%-55%；扣非净利4.12-4.47亿元，同比+32%-43%。单Q2归母净利4.44-4.79亿元，同比+27%-37%；扣非净利同比+5%-16%。

经营分析

根据渠道反馈，Q2量增大个位数，U8增速35-40%，吨价保持上行，我们判断收入增速在小双位数。经测算，对应Q2扣非净利率在8.5%-9.5%，同比变动幅度不大；归母净利率约10%-11%，同比提升1-2pct；H1收入增速在小双位数，H1扣非净利率同比+0.5-1.5pct，归母净利率+1-2pct。Q2非经常性损益为0.88亿元，预计主要系新收到政府补助款项0.61亿元。

Q2扣非净利率变动不大，预计主要系：定岗定编优化用工模式，提升人均效率，并因此产生一定成本费用。Q2预计产生税前员工安置费接近1亿，考虑所得税及少数股东损益，加回后我们判断Q2归母利润增速在40-50%，符合之前预期。公司Q2结构升级延续，U8占比提升，漓泉恢复性增长（22Q2受天气影响基数偏低），毛利率明显改善。

展望未来，1)收入端看，厄尔尼诺现象下7月北方延续高温，啤酒有望迎来良好消费氛围，全年146亿目标完成压力不大（同比+11%）；2)利润端看，公司已加速推进人员调整、管理优化，短期虽造成Q2费率承压，但提效成果有望在后续季度加速兑现。23年旺季包材采购完成（确定下降），24年大麦成本有望步入下行区间，看好23、24年利润弹性加速释放。

盈利预测、估值与评级

预计23-25年收入增速11%/9%/7%，利润增速为63%/45%/30%，对应EPS为0.20/0.30/0.38元，对应估值为56/39/30X，维持“增持”评级。

风险提示

区域市场竞争加剧风险，原材料上涨过快风险，U8培育不及预期风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

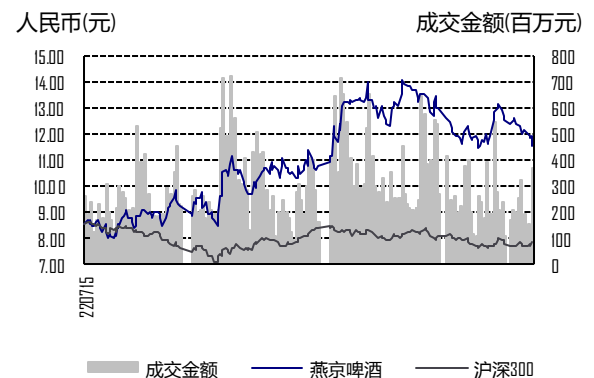
联系人：李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：11.51元

相关报告：

- 《燕京啤酒公司点评：Q1销量靓丽，看好复苏和成本改善》，2023.4.21
- 《燕京啤酒公司点评：子公司减亏改善税率，关厂裁员加速》，2023.4.18
- 《燕京啤酒公司点评：Q1超预期，23年利润望加快释放》，2023.4.14



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,961	13,202	14,608	15,901	16,968
营业收入增长率	9.45%	10.38%	11%	9%	7%
归母净利润(百万元)	228	352	575	834	1,083
归母净利润增长率	15.82%	54.5%	63%	45%	30%
摊薄每股收益(元)	0.08	0.12	0.20	0.30	0.38
每股经营性现金流净额	0.58	0.61	0.81	0.73	0.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.70%	2.62%	4.17%	5.81%	7.17%
P/E	104.70	84.97	56	39	30
P/B	1.78	2.23	2.35	2.26	2.15

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	10,928	11,961	13,202	14,608	15,901	16,968
增长率		9.4%	10.4%	10.6%	8.9%	6.7%
主营业务成本	-6,646	-7,363	-8,259	-8,799	-9,345	-9,836
%销售收入	60.8%	61.6%	62.6%	60.2%	58.8%	58.0%
毛利	4,283	4,598	4,943	5,809	6,556	7,132
%销售收入	39.2%	38.4%	37.4%	39.8%	41.2%	42.0%
营业税金及附加	-1,037	-1,096	-1,153	-1,275	-1,388	-1,476
%销售收入	9.5%	9.2%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
销售费用	-1,383	-1,559	-1,634	-1,811	-1,972	-2,070
%销售收入	12.7%	13.0%	12.4%	12.4%	12.4%	12.2%
管理费用	-1,275	-1,438	-1,413	-1,534	-1,527	-1,544
%销售收入	11.7%	12.0%	10.7%	10.5%	9.6%	9.1%
研发费用	-214	-209	-236	-256	-270	-271
%销售收入	2.0%	1.7%	1.8%	1.8%	1.7%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	374	296	507	933	1,399	1,770
%销售收入	3.4%	2.5%	3.8%	6.4%	8.8%	10.4%
财务费用	81	119	153	124	156	183
%销售收入	-0.7%	-1.0%	-1.2%	-0.8%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	-76	-67	-103	-94	-93	-101
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	39	36	42	42	42	42
%税前利润	8.5%	8.2%	6.0%	3.6%	2.6%	2.1%
营业利润	477	435	692	1,097	1,596	1,986
营业利润率	4.4%	3.6%	5.2%	7.5%	10.0%	11.7%
营业外收支	-17	10	3	68	3	4
税前利润	460	445	695	1,165	1,599	1,990
利润率	4.2%	3.7%	5.3%	8.0%	10.1%	11.7%
所得税	-175	-152	-146	-280	-400	-498
所得税率	38.1%	34.1%	20.9%	24.0%	25.0%	25.0%
净利润	285	293	549	885	1,199	1,493
少数股东损益	88	65	197	310	365	410
归属于母公司的净利润	197	228	352	575	834	1,083
净利率	1.8%	1.9%	2.7%	3.9%	5.2%	6.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	285	293	549	885	1,199	1,493
少数股东损益	88	65	197	310	365	410
非现金支出	884	834	844	770	775	808
非经营收益	-45	-30	-73	-115	-89	-90
营运资金变动	446	528	398	745	166	229
经营活动现金净流	1,570	1,625	1,718	2,285	2,051	2,440
资本开支	-297	-393	-415	-405	-394	-483
投资	0	0	-249	-200	-100	-100
其他	-2,029	-1,013	-1,337	42	42	42
投资活动现金净流	-2,326	-1,406	-2,001	-563	-452	-541
股权募资	0	2	0	0	0	0
债权募资	-50	0	300	-311	5	5
其他	-209	-229	-298	-205	-282	-338
筹资活动现金净流	-259	-227	2	-516	-277	-333
现金净流量	-1,015	-8	-282	1,205	1,322	1,565

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,855	5,059	6,110	7,315	8,635	10,200
应收款项	212	217	372	334	364	388
存货	3,828	3,911	4,141	4,111	4,252	4,357
其他流动资产	188	231	183	194	202	209
流动资产	8,083	9,418	10,806	11,953	13,453	15,155
%总资产	43.7%	48.5%	52.2%	54.7%	58.0%	61.0%
长期投资	295	311	573	773	873	973
固定资产	8,928	8,489	8,108	7,948	7,722	7,561
%总资产	48.3%	43.7%	39.2%	36.4%	33.3%	30.5%
无形资产	1,072	1,003	977	962	948	935
非流动资产	10,409	10,002	9,888	9,886	9,746	9,670
%总资产	56.3%	51.5%	47.8%	45.3%	42.0%	39.0%
资产总计	18,492	19,420	20,695	21,839	23,199	24,824
短期借款	0	21	321	0	0	0
应付款项	3,118	3,633	4,154	4,591	4,863	5,099
其他流动负债	1,431	1,722	1,756	2,091	2,258	2,488
流动负债	4,549	5,376	6,232	6,682	7,121	7,587
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	63	71	197	203	207	212
负债	4,612	5,448	6,429	6,885	7,328	7,799
普通股股东权益	13,244	13,409	13,426	13,804	14,356	15,100
其中：股本	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819
未分配利润	3,699	3,796	3,974	4,352	4,905	5,649
少数股东权益	637	564	840	1,150	1,515	1,925
负债股东权益合计	18,492	19,420	20,695	21,839	23,199	24,824

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.070	0.081	0.125	0.204	0.296	0.384
每股净资产	4.699	4.757	4.763	4.897	5.093	5.357
每股经营现金净流	0.557	0.577	0.610	0.811	0.728	0.866
每股股利	0.022	0.022	0.040	0.070	0.100	0.120
回报率						
净资产收益率	1.49%	1.70%	2.62%	4.17%	5.81%	7.17%
总资产收益率	1.06%	1.17%	1.70%	2.63%	3.59%	4.36%
投入资本收益率	1.67%	1.39%	2.75%	4.74%	6.61%	7.80%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.71%	9.45%	10.38%	10.65%	8.86%	6.71%
EBIT增长率	-4.37%	-20.99%	71.43%	84.04%	49.98%	26.50%
净利润增长率	-14.32%	15.82%	54.51%	63.28%	44.98%	29.83%
总资产增长率	1.82%	5.02%	6.56%	5.53%	6.23%	7.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.2	5.8	5.2	5.2	5.2	5.2
存货周转天数	212.9	191.8	177.9	174.0	173.0	172.0
应付账款周转天数	56.5	59.7	67.4	67.0	67.0	67.0
固定资产周转天数	295.4	257.7	222.6	194.7	172.7	157.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.78%	-36.20%	-40.58%	-48.91%	-54.41%	-59.91%
EBIT利息保障倍数	-4.6	-2.5	-3.3	-7.5	-9.0	-9.7
资产负债率	24.94%	28.05%	31.06%	31.53%	31.59%	31.42%

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
4	2023-04-14	增持	13.66	N/A
5	2023-04-18	增持	13.63	N/A
6	2023-04-21	增持	13.45	N/A

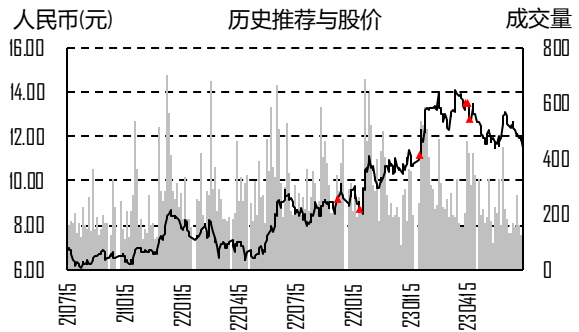
来源：国金证券研究所

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。

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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究