

燕京啤酒 (000729.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩基本符合预期，升级及减员加速

业绩简评

8月21日，公司公告，23H1收入76.25亿元，同比+10.38%；归母净利5.14亿元，同比+46.57%；扣非净利4.38亿元，同比+40.11%。23Q2收入40.99亿元，同比+7.65%；归母净利4.49亿元，同比+28.47%；扣非净利3.82亿元，同比+13.06%。

经营分析

Q2吨价上行提速，U8贡献提升。23H1量229万吨，同比+6.4%；啤酒吨价同比+2.9%、吨收入同比+3.7%。单Q2量增2.3%；吨收入同比+5.3%，好于预期。

1)分档次，H1中高档/普通收入同比+12.8%/+3.9%，中高档占比同比+1.9pct至64.8%。H1预计U8增速约40%多；Q2U8增速40%左右，预计除U8外其他产品合计或有下滑，结构加速上移。2)分区域，H1华北/华东/华南/华中/西北地区收入同比+8.5%/+35.8%/+16.7%/-7.6%/+2.0%，华东低基数下增速领先；华南去年受天气、疫情影响，今年已恢复。3)分子公司，漓泉/赤峰/惠泉23H1收入同比+17%/12%/10%，净利同比+34%/-10%/+41%。漓泉收入已基本恢复（对比21H1增长2.6%），漓泉、惠泉净利率同比+2.0/1.4pct，赤峰或受减员一次性影响+成本制约盈利。

吨成本涨系原料、包材压力，员工安置费扰动。

Q2净利率同比+2.6pct，非经0.68亿（新收政府补偿0.61亿），Q2扣非净利率同比+0.45pct，1)毛利率同比+1.4pct，吨成本同比+2.6%（Q1同比-2.6%）；2)管理费率同比+1.8pct，管理费率提升系加速减员导致安置费提升（应付辞退福利23H1增加0.86亿，同比+0.55亿）。3)销售费率同比-1.7pct，主因销售人员减少。4)所得税率预计+1.4pct，少数股东损益占比+5.1pct至87%，预计漓泉、惠泉等贡献加大。若新增安置费全计入Q2，并考虑税、少数股东损益，扣非净利同比+25%左右，基本符合预期。

23H1净利率同比+2pct至8%：1)毛利率同比+1.7pct，啤酒吨成本+1.6%，吨原材料/包材/能源同比+7%/2%/4%，预计系大麦涨幅偏大，包材投入节奏问题；但吨人工同比-16%，前期减员红利释放。2)销售费率同比-0.7pct（薪酬/广宣费率同比-0.9/+0.1pct）；管理费率同比+0.4pct，剔除安置费后同比-0.3pct。3)所得税率同比+0.1pct，少数股东损益占比同比+0.5pct。

公司通过定岗定编优化用工模式，短期虽产生一定成本费用，但红利长期兑现可期。7-8月华北大本营难免受暴雨干扰，但低价包材逐步投入使用，U8维持两位数增长（全年有望迈向50-60万吨），叠加清爽7月起焕新升级、鲜啤22伴随U8导入，边际有望改善。

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61%/53%/27%，EPS为0.20/0.31/0.39元，对应PE为52/34/27X，维持增持评级。

风险提示

U8培育不及预期；原材料上涨过快风险；区域市场竞争加剧。

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)：10.54元

相关报告：

- 《燕京啤酒公司点评：Q2经营良好，员工安置费扰动盈利》，2023.7.16
- 《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



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	14,595	15,887	17,067
营业收入增长率	9.45%	10.38%	11%	9%	7%
归母净利润(百万元)	228	352	566	866	1,099
归母净利润增长率	15.82%	54.5%	61%	53%	27%
摊薄每股收益(元)	0.08	0.12	0.20	0.31	0.39
每股经营性现金流净额	0.58	0.61	0.75	0.76	0.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.70%	2.62%	4.10%	6.03%	7.26%
P/E	104.70	84.97	52	34	27
P/B	1.78	2.23	2.15	2.07	1.96

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	10,928	11,961	13,202	14,595	15,887	17,067	货币资金	3,855	5,059	6,110	7,344	8,573	10,180
增长率	9.4%	9.4%	10.4%	10.6%	8.8%	7.4%	应收款项	212	217	372	334	363	390
主营业务成本	-6,646	-7,363	-8,259	-8,822	-9,219	-9,770	存货	3,828	3,911	4,141	4,122	4,195	4,328
%销售收入	60.8%	61.6%	62.6%	60.4%	58.0%	57.2%	其他流动资产	188	231	183	194	200	208
毛利	4,283	4,598	4,943	5,773	6,668	7,297	流动资产	8,083	9,418	10,806	11,993	13,331	15,107
%销售收入	39.2%	38.4%	37.4%	39.6%	42.0%	42.8%	%总资产	43.7%	48.5%	52.2%	54.7%	57.7%	60.9%
营业税金及附加	-1,037	-1,096	-1,153	-1,274	-1,387	-1,485	长期投资	295	311	573	773	873	973
%销售收入	9.5%	9.2%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	固定资产	8,928	8,489	8,108	7,948	7,722	7,561
销售费用	-1,383	-1,559	-1,634	-1,810	-1,954	-2,082	%总资产	48.3%	43.7%	39.2%	36.3%	33.4%	30.5%
%销售收入	12.7%	13.0%	12.4%	12.4%	12.3%	12.2%	无形资产	1,072	1,003	977	962	948	935
管理费用	-1,275	-1,438	-1,413	-1,620	-1,605	-1,604	非流动资产	10,409	10,002	9,888	9,920	9,779	9,703
%销售收入	11.7%	12.0%	10.7%	11.1%	10.1%	9.4%	%总资产	56.3%	51.5%	47.8%	45.3%	42.3%	39.1%
研发费用	-214	-209	-236	-263	-286	-307	资产总计	18,492	19,420	20,695	21,913	23,110	24,810
%销售收入	2.0%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	短期借款	0	21	321	191	10	10
息税前利润 (EBIT)	374	296	507	806	1,437	1,818	应付款项	3,118	3,633	4,154	4,623	4,827	5,097
%销售收入	3.4%	2.5%	3.8%	5.5%	9.0%	10.7%	其他流动负债	1,431	1,722	1,756	2,028	2,263	2,509
财务费用	81	119	153	119	151	182	流动负债	4,549	5,376	6,232	6,843	7,101	7,616
%销售收入	-0.7%	-1.0%	-1.2%	-0.8%	-0.9%	-1.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-76	-67	-103	-94	-91	-101	其他长期负债	63	71	197	205	209	214
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	4,612	5,448	6,429	7,048	7,310	7,830
投资收益	39	36	42	42	42	42	普通股股东权益	13,244	13,409	13,426	13,794	14,379	15,140
%税前利润	8.5%	8.2%	6.0%	4.1%	2.6%	2.1%	其中：股本	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819
营业利润	477	435	692	966	1,619	2,021	未分配利润	3,699	3,796	3,974	4,343	4,928	5,688
%营业收入	4.4%	3.6%	5.2%	6.6%	10.2%	11.8%	少数股东权益	637	564	840	1,070	1,420	1,840
营业外收支	-17	10	3	68	3	4	负债股东权益合计	18,492	19,420	20,695	21,913	23,110	24,810
税前利润	460	445	695	1,034	1,622	2,025	比率分析						
利润率	4.2%	3.7%	5.3%	7.1%	10.2%	11.9%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-175	-152	-146	-238	-405	-506	每股指标						
所得税率	38.1%	34.1%	20.9%	23.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.070	0.081	0.125	0.201	0.307	0.390
净利润	285	293	549	796	1,216	1,519	每股净资产	4.699	4.757	4.763	4.894	5.102	5.371
少数股东损益	88	65	197	230	350	420	每股经营现金净流	0.557	0.577	0.610	0.755	0.762	0.882
归属于母公司的净利润	197	228	352	566	866	1,099	每股股利	0.022	0.022	0.040	0.070	0.100	0.120
净利率	1.8%	1.9%	2.7%	3.9%	5.5%	6.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	1.49%	1.70%	2.62%	4.10%	6.03%	7.26%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	1.06%	1.17%	1.70%	2.58%	3.75%	4.43%
净利润	285	293	549	796	1,216	1,519	投入资本收益率	1.67%	1.39%	2.75%	4.12%	6.82%	8.03%
少数股东损益	88	65	197	230	350	420	增长率						
非现金支出	884	834	844	770	772	808	主营业务收入增长率	-4.71%	9.45%	10.38%	10.55%	8.85%	7.43%
非经营收益	-45	-30	-73	-142	-80	-86	EBIT增长率	-4.37%	-20.99%	71.43%	59.07%	78.18%	26.55%
营运资金变动	446	528	398	703	240	245	净利润增长率	-14.32%	15.82%	54.51%	60.66%	53.09%	26.83%
经营活动现金净流	1,570	1,625	1,718	2,127	2,149	2,486	总资产增长率	1.82%	5.02%	6.56%	5.89%	5.46%	7.36%
资本开支	-297	-393	-415	-405	-398	-487	资产管理能力						
投资	0	0	-249	-200	-100	-100	应收账款周转天数	7.2	5.8	5.2	5.2	5.2	5.2
其他	-2,029	-1,013	-1,337	42	42	42	存货周转天数	212.9	191.8	177.9	174.0	173.0	172.0
投资活动现金净流	-2,326	-1,406	-2,001	-563	-456	-545	应付账款周转天数	56.5	59.7	67.4	67.0	67.0	67.0
股权募资	0	2	0	0	0	0	固定资产周转天数	295.4	257.7	222.6	194.8	172.9	156.8
债权募资	-50	0	300	-120	-176	5	偿债能力						
其他	-209	-229	-298	-210	-287	-338	净负债/股东权益	-27.78%	-36.20%	-40.58%	-48.12%	-54.20%	-59.89%
筹资活动现金净流	-259	-227	2	-330	-463	-333	EBIT利息保障倍数	-4.6	-2.5	-3.3	-6.7	-9.5	-10.0
现金净流量	-1,015	-8	-282	1,235	1,230	1,608	资产负债率	24.94%	28.05%	31.06%	32.16%	31.63%	31.56%

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
7	2023-07-16	增持	11.51	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

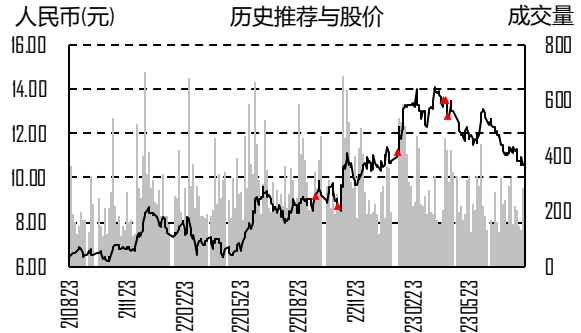
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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



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