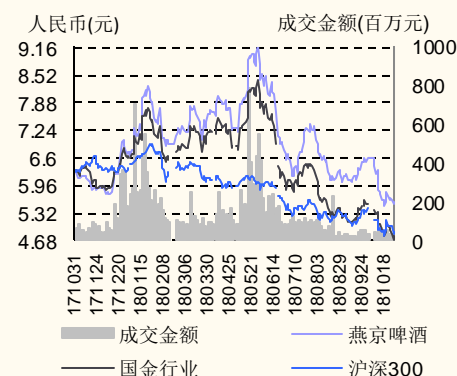


市场价格 (人民币): 5.59 元

主品牌销量下滑显著, 漓泉表现仍亮眼

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	2,509.44
总市值 (百万元)	15,755.63
年内股价最高最低 (元)	9.19/5.48
沪深 300 指数	3110.26
深证成指	7375.23



公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.111	0.057	0.129	0.160	0.197
每股净资产 (元)	4.54	4.56	4.74	4.87	5.03
每股经营性现金流 (元)	0.44	0.49	0.35	0.39	0.44
市盈率 (倍)	62.77	117.74	43.27	34.80	28.24
净利润增长率 (%)	-46.90%	-48.30%	124.87%	24.34%	23.23%
净资产收益率 (%)	2.44%	1.26%	2.72%	3.29%	3.92%
总股本 (百万股)	2,818.54	2,818.54	2,818.54	2,818.54	2,818.54

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 燕京啤酒公布 2018 年三季度报, 报告期内公司实现营业收入 102.33 亿元, 同比+0.39%; 归属上市公司净利润 6.11 亿元, 同比+0.09%, 折合 EPS0.217 元; 扣非净利润 5.86 亿元, 同比+21.19%。单三季度公司实现营业收入 38.58 亿元, 同比+0.10%; 实现归属上市公司净利润 1.04 亿元, 同比-12.21%; 扣非净利润 9817 万元, 同比-11.61%。

经营分析

- **Q3 延续价升量跌, 漓泉表现亮眼:** 前三季度, 公司累计实现啤酒销售 364 万千升 (同比下滑 7.76%), 其中燕京主品牌销量 251 万千升 (同比下滑 14.79%), “1+3” 品牌销量 334 万千升 (同比下滑 8.11%), 即燕京外的三个副品牌实现销量 83 万千升 (同比上涨 20.50%), 预计主要是漓泉品牌所贡献。单三季度, 公司整体销量为 104.43 万千升, 同比下滑 14.25%; 其中燕京主品牌销量 68.26 万千升 (同比下滑 27.81%), 三个副品牌实现销量 26.94 万千升 (同比增长 29.89%)。三季度主品牌下滑幅度相比上半年有显著扩大, 预计三季度主销区尤其是华北区域表现不甚理想。在销量显著下滑的情况下, 收入端保持同比持平, 因此单三季度 ASP 预计有两位数以上增幅。前三季度 ASP 累计预计有 6-7% 涨幅, 延续年初以来价升量跌的趋势。
- **毛利率提升显著, 实际期间费用率小幅上行:** 前三季度公司 ASP 提升幅度预计在 7-8%, 推动毛利率上行 1.86ppt 至 41.23%。由于本期公司会计准则有所变更, 将研发费用于利润表单独示列, 在同比可比口径下公司实际期间费用率为 23.51%, 同比小幅提升 0.97ppt, 主要是管理费用 (含研发费用) 同比提升 1.15ppt, 主要是职工薪酬增加所致。销售费用率小幅下滑 0.09ppt 至 11.62%。财务费用也小幅下滑 0.09ppt 至 -0.05%。得益于毛利率改善幅度高于费用率, 因此公司前三季度扣非净利润表现上佳, 同比大增 21.19%。由于去年同期非经损益金额较今年同期多出约 1 亿元, 因此整体归母净利润增长被抹平, 仅小幅增长 0.09%。

盈利调整

- 预计 2018-2020 年公司实现营业收入 117.5 亿元/121.0 亿元/123.5 亿元, 同比+5%/+3%/2%; 归属上市公司利润为 3.63 亿元/4.51 亿元/5.56 亿元, 同比+125%/24%/23%, 折合 EPS0.13 元/0.16 元/0.20 元, 目前股价对应 PE 为 43X/35X/28X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 市场竞争加剧超预期, 行业复苏仍呈现弱复苏态势, 市场增量仍然有限。

相关报告

1. 《漓泉表现亮眼, 整体扣非利润快速恢复-燕京啤酒 18H1 中报点评》, 2018.9.1
2. 《18Q1 开局平稳、利润显著改善-燕京啤酒公司点评》, 2018.5.1
3. 《近期提价动作频频, 关厂与否是今年核心变量-燕京啤酒公司研究》, 2018.2.13

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yuji@gjzq.com.cn寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	12,538	11,573	11,196	11,753	12,104	12,352	货币资金	1,744	1,678	1,945	2,538	3,618	4,880
增长率		-7.7%	-3.3%	5.0%	3.0%	2.0%	应收账款	189	253	227	265	273	279
主营业务成本	-7,532	-6,978	-7,129	-7,228	-7,408	-7,510	存货	3,854	3,890	3,798	4,000	4,100	4,156
%销售收入	60.1%	60.3%	63.7%	61.5%	61.2%	60.8%	其他流动资产	221	230	311	317	321	323
毛利	5,006	4,595	4,066	4,525	4,697	4,842	流动资产	6,009	6,051	6,281	7,120	8,311	9,638
%销售收入	39.9%	39.7%	36.3%	38.5%	38.8%	39.2%	%总资产	32.9%	33.1%	34.7%	39.2%	44.7%	50.3%
营业税金及附加	-1,278	-1,284	-1,230	-1,305	-1,344	-1,371	长期投资	236	242	301	301	301	301
%销售收入	10.2%	11.1%	11.0%	11.1%	11.1%	11.1%	固定资产	10,635	10,593	10,188	9,440	8,688	7,932
营业费用	-1,673	-1,574	-1,481	-1,563	-1,598	-1,618	%总资产	58.3%	58.0%	56.3%	51.9%	46.7%	41.4%
%销售收入	13.3%	13.6%	13.2%	13.3%	13.2%	13.1%	无形资产	1,223	1,205	1,229	1,218	1,208	1,199
管理费用	-1,444	-1,371	-1,269	-1,352	-1,398	-1,433	非流动资产	12,234	12,204	11,817	11,059	10,297	9,532
%销售收入	11.5%	11.8%	11.3%	11.5%	11.6%	11.6%	%总资产	67.1%	66.9%	65.3%	60.8%	55.3%	49.7%
息税前利润 (EBIT)	612	366	87	306	357	420	资产总计	18,243	18,255	18,098	18,179	18,608	19,170
%销售收入	4.9%	3.2%	0.8%	2.6%	3.0%	3.4%	短期借款	950	851	460	0	0	0
财务费用	-51	-20	-5	31	62	85	应付账款	3,252	3,362	3,629	3,781	3,880	3,941
%销售收入	0.4%	0.2%	0.0%	-0.3%	-0.5%	-0.7%	其他流动负债	330	340	315	241	248	331
资产减值损失	-4	-10	-29	-2	0	0	流动负债	4,532	4,553	4,404	4,022	4,128	4,272
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	35	22	35	35	45	55	其他长期负债	17	22	18	18	18	18
%税前利润	4.1%	4.2%	9.7%	7.5%	7.7%	7.7%	负债	4,549	4,575	4,422	4,040	4,146	4,289
营业利润	591	358	365	370	464	560	普通股股东权益	12,677	12,790	12,850	13,348	13,715	14,186
营业利润率	4.7%	3.1%	3.3%	3.1%	3.8%	4.5%	少数股东权益	1,017	890	826	791	748	694
营业外收支	249	156	-7	99	119	158	负债股东权益合计	18,243	18,255	18,098	18,179	18,608	19,170
税前利润	840	514	358	469	583	718	比率分析						
利润率	6.7%	4.4%	3.2%	4.0%	4.8%	5.8%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-213	-195	-186	-141	-175	-215	每股指标						
所得税率	25.3%	38.0%	51.8%	30.0%	30.0%	30.0%	每股收益	0.209	0.111	0.057	0.129	0.160	0.197
净利润	627	319	173	328	408	503	每股净资产	4.498	4.538	4.559	4.736	4.866	5.033
少数股东损益	40	7	11	-35	-43	-53	每股经营现金净流	0.576	0.442	0.492	0.355	0.394	0.441
归属于母公司的净利润	588	312	161	363	451	556	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.030	0.030	0.030
净利率	4.7%	2.7%	1.4%	3.1%	3.7%	4.5%	回报率						
							净资产收益率	4.64%	2.44%	1.26%	2.72%	3.29%	3.92%
							总资产收益率	3.22%	1.71%	0.89%	2.00%	2.42%	2.90%
							投入资本收益率	3.12%	1.56%	-0.80%	1.51%	1.73%	1.98%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-7.15%	-7.70%	-3.26%	4.98%	2.99%	2.04%
							EBIT增长率	-39.50%	-40.18%	-76.20%	251.04%	16.85%	17.61%
							净利润增长率	-19.07%	-46.90%	-48.30%	124.87%	24.34%	23.23%
							总资产增长率	-3.63%	0.07%	-0.86%	0.45%	2.36%	3.02%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	3.9	5.3	6.2	6.5	6.5	6.5
							存货周转天数	192.3	202.5	196.8	202.0	202.0	202.0
							应付账款周转天数	49.1	54.3	55.1	58.0	58.0	58.0
							固定资产周转天数	304.7	318.6	328.2	287.9	255.3	226.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-5.80%	-6.05%	-10.86%	-17.95%	-25.01%	-32.80%
							EBIT利息保障倍数	12.1	18.4	16.7	9.8	5.8	4.9
							资产负债率	24.94%	25.06%	24.43%	22.22%	22.28%	22.38%

来源：公司年报、国金证券研究所

附注：啤酒行业正处于关厂去产能阶段，因此固定资产预测考虑到逐年下降的可能从而进行下调

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
买入	0	1	3	4	15
增持	0	0	1	1	2
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.25	1.20	1.22

来源：朝阳永续

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。

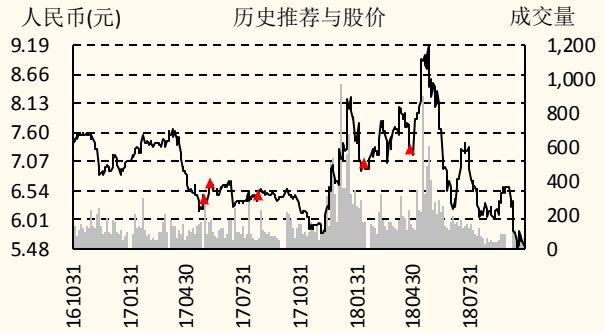
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-02	增持	6.42	7.00~7.00
2	2017-06-12	增持	6.72	7.00~7.00
3	2017-08-28	买入	6.43	7.00~7.00
4	2018-02-13	买入	7.02	10.00~12.00
5	2018-05-01	买入	7.33	N/A
6	2018-09-01	买入	6.05	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。

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH