

燕京啤酒 (000729)

公司研究/调研简报

基本面持续向好，盈利拐点有望确立

—燕京啤酒 (000729) 调研简报

调研简报/食品饮料

2021年03月12日

一、事件概述

近期我们调研了燕京啤酒，同公司管理层就公司系列改革动作及大单品战略等相关情况进行了沟通。

二、分析与判断

➤ 销售改革持续推进，大单品战略效果逐渐显现

公司去年成立北京、京北、冀南、西北和东北五个区域销售公司，开启销售端改革。市场端，区域销售公司防止部分子公司追求销量窜货，影响其他市场价盘稳定；生产端，实施产销分离政策，将生产任务集中到优质产能厂，提高产能利用率的同时发挥集中生产的规模效应，进一步提升利润水平。管理端，总部借助区域销售公司加大对区域内子公司的管理把控，确保总部战略及时传达并加快落地执行。以公司去年推出的核心大单品燕京 U8 为例，区域销售公司把控基地与外埠市场推广节奏一致、推广活动相互呼应，提高推广效率，并形成合力以强化推广效果。配合销售体制改革，U8 大单品战略正向效果正在快速显现。20Q4-21Q1 以来 U8 产能瓶颈凸显，公司 2021 年将继续坚定执行大单品战略，于今年起加开湖南、四川、内蒙赤峰等三家子公司生产 U8，叠加总部及漓泉，U8 生产基地增加至 5 个，预计将有效保障 2021 年 U8 销售规划的实施。

➤ 弱势子公司盈利能力显著提升，预计产能优化动作兑现只是时间问题

17 年底公司成立弱势企业帮扶办公室，针对弱势子公司进行针对性帮扶，以优势企业管理、销售输出叠加弱势企业自身改革动作双管齐下，提升弱势企业盈利能力，效果持续显现。20Q3 公司单季度净利润增速达 96.93%，归母净利润增速为 67.28%，两个增速指标差距明显，说明过去严重拖累公司整体盈利的弱势子公司的改善在 20Q3 业绩表现中起到关键作用。此外，经历 3 年帮扶工作后，改善成效不大的子公司未来被关停的可能性正持续上升。目前燕京产能利用率不足 50%，在行业需求平稳发展大背景下也不具备大幅提升空间，我们认为产能优化动作兑现只是时间问题。

三、投资建议

预计 20-22 年公司实现营业收入为 113.98 亿元/123.63 亿元/131.05 亿元，同比 -0.6%/+8.5%/+6.0%；实现归属上市公司净利润为 2.75 亿元/4.02 亿元/5.11 亿元，同比 +19.9%/46.1%/27.0%，折合 EPS 为 0.10 元/0.14 元/0.18 元，对应 PE 为 71X/48X/38X。公司估值略低于中信啤酒板块 2021 年 51XPE 的算术平均水平。我们判断公司将于今年迎来盈利拐点，盈利增长有望显著高于行业平均水平，维持“推荐”评级。

四、风险提示

大单品扩张效果不及预期、成本上涨幅度超预期、食品安全风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	11,468	11,398	12,363	13,105
增长率 (%)	1.1%	-0.6%	8.5%	6.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	230	275	402	511
增长率 (%)	27.8%	19.9%	46.1%	27.0%
每股收益 (元)	0.08	0.10	0.14	0.18
PE (现价)	84.1	70.6	48.3	38.0
PB	1.48	1.45	1.41	1.36

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

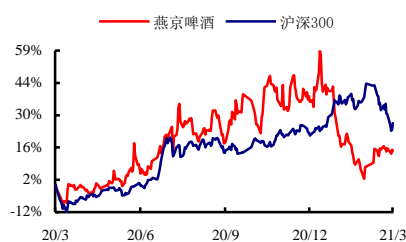
维持评级

当前价格： 6.90 元

交易数据 2021-3-11

近 12 个月最高/最低(元)	9.59/5.48
总股本 (百万股)	2,819
流通股本 (百万股)	2,509
流通股比例 (%)	89.03
总市值 (亿元)	194
流通市值 (亿元)	173

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

电话： 010-85127513

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

1. 燕京啤酒 (000729) 2020 年三季度报点评：20Q3 销量及业绩实现大幅增长，基本面持续向好
2. 燕京啤酒 (00729) 人事变动点评：人事变动不改公司基本面持续向好趋势

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	11,468	11,398	12,363	13,105
营业成本	6,989	6,896	7,433	7,847
营业税金及附加	1,118	1,111	1,205	1,277
销售费用	1,475	1,425	1,471	1,507
管理费用	1,295	1,311	1,360	1,376
研发费用	201	205	185	183
EBIT	391	451	709	914
财务费用	(27)	(41)	(62)	(77)
资产减值损失	(81)	0	0	0
投资收益	39	39	41	40
营业利润	421	553	809	1,028
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	422	554	810	1,029
所得税	158	208	304	386
净利润	263	346	506	643
归属于母公司净利润	230	275	402	511
EBITDA	1,215	1,258	1,494	1,676
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2770	4194	5203	7610
应收账款及票据	245	224	258	270
预付款项	149	151	160	169
存货	3924	3639	4559	4109
其他流动资产	63	63	63	63
流动资产合计	7179	8326	10270	12279
长期股权投资	288	327	368	408
固定资产	9410	9180	8884	8665
无形资产	930	898	859	820
非流动资产合计	10982	9921	8804	7726
资产合计	18160	18247	19073	20005
短期借款	50	50	50	50
应付账款及票据	1043	1047	1123	1183
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	4282	4004	4324	4613
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	64	64	64	64
非流动负债合计	64	64	64	64
负债合计	4346	4068	4388	4677
股本	2819	2819	2819	2819
少数股东权益	689	760	863	995
股东权益合计	13814	14179	14685	15328
负债和股东权益合计	18160	18247	19073	20005

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	1.1%	-0.6%	8.5%	6.0%
EBIT 增长率	5.6%	15.2%	57.3%	28.9%
净利润增长率	27.8%	19.9%	46.1%	27.0%
盈利能力				
毛利率	39.1%	39.5%	39.9%	40.1%
净利润率	2.0%	2.4%	3.3%	3.9%
总资产收益率 ROA	1.3%	1.5%	2.1%	2.6%
净资产收益率 ROE	1.8%	2.1%	2.9%	3.6%
偿债能力				
流动比率	1.7	2.1	2.4	2.7
速动比率	0.8	1.2	1.3	1.8
现金比率	0.6	1.0	1.2	1.6
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	7.7	6.8	7.1	7.2
存货周转天数	200.5	197.4	198.5	198.8
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.1	0.1	0.2
每股净资产	4.7	4.8	4.9	5.1
每股经营现金流	0.6	0.4	0.2	0.7
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	84.1	70.6	48.3	38.0
PB	1.48	1.45	1.41	1.36
EV/EBITDA	11.8	10.5	8.5	6.4
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	263	346	506	643
折旧和摊销	927	808	785	762
营运资金变动	(35)	(1)	(615)	687
经营活动现金流	1,075	1,113	636	2,052
资本开支	616	(313)	(373)	(356)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(559)	313	373	356
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(185)	(1)	(1)	(1)
现金净流量	332	1,425	1,008	2,407

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。