

燕京啤酒 (000729)

公司研究/点评报告

U8 实现超高速增长，产品结构优化持续演绎

——燕京啤酒 (000729) 2021 年一季报点评

调研简报/食品饮料

2021 年 04 月 30 日

一、事件概述

4 月 29 日燕京啤酒公布 2021 年一季报。报告期内公司实现收入 27.76 亿元，同比+38.49%，实现归母净利润-1.09 亿元，同比减亏 55.85%。

二、分析与判断

➢ 21Q1 业绩在同比低基数下恢复明显，U8 实现超高速增长

21Q1 公司实现收入 27.76 亿元，同比+38.49%，实现归母净利润-1.09 亿元，同比减亏 55.85%，均落于此前业绩预告披露数据的中值附近。21Q1 公司实现啤酒销售 82.43 万千升，同比+36.61%。由于 20Q1 疫情导致公司收入及利润下滑严重，21Q1 在超低基数下恢复明显，但相较于 19Q1 收入端仍下滑约 19.5%，销量下滑 30%，主要是去年年底至今年年初顺义区疫情导致本部生产及销售均受到明显影响，但预计 21Q2 将显著修复。考虑到 21Q1 收入增速仍高于销量增速，ASP 仍延续持续小幅提升态势。同比扭亏显著，主要由产品结构升级以及去年实施产能优化动作所贡献。公司去年推出的核心大单品 U8 在 21Q1 实现同比+560%的销量增长，于淡季的第一季度实现 2020 年全年约一半销量，大单品提速增长态势确定，预计将有效带动公司实现产品结构持续升级优化。

➢ 各项财务指标改善明显

21Q1 年公司毛利率 34.13%，同比+4.15ppt，预计主要是本期销量同比增长明显，部分成本项得到有效摊销。不过新会计准则下的 21Q1 毛利率水平仍高于 19Q1 的 32.48%，表现一方面得益于公司成本控制良好，另一方面公司产品结构优化对毛利率的正向贡献逐步显现。21Q1 期间费用率为 29.42%，同比-3.19ppt。销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.36ppt/-2.13ppt/-0.37ppt/-0.71ppt，各项费用得到全面优化。毛销差角度看，21Q1 年毛销差为 20.38%，同比+4.51ppt，是同比显著减亏的最重要因素。

➢ 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，叠加总部及滴泉，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。

三、投资建议

预计 21-23 年公司实现营业收入 123.63/131.05/138.25 亿元，同比+13.1%/+6.0%/+5.5%；实现归属上市公司净利润为 4.02/5.11/5.98 亿元，同比+104.1%/+27.1%/17.0%，折合 EPS 为 0.14 元/0.18/0.21 元，对应 PE 为 52X/41X/35X。公司估值略低于中信啤酒板块 2021 年 53XPE 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

推荐

维持评级

当前价格： 7.35 元

交易数据

2021-4-29

近 12 个月最高/最低(元)	9.46/5.94
总股本(百万股)	2818.54
流通股本(百万股)	2509.56
流通股比例(%)	89%
总市值(亿元)	207.16
流通市值(亿元)	184.45

该股与沪深 300 走势比较



分析师: 于杰

执业证号: S0100519010004

邮箱: yujie@mszq.com

相关研究

1. 燕京啤酒 (000729) 2020 年年报点评: 多轮疫情拖累销量, 产品结构优化持续演绎
2. 燕京啤酒 (000729) 2020 年业绩快报及 2021 年一季度业绩预告点评: 多轮疫情拖累去年业绩, 21Q1 减亏显著

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	10,928	12,363	13,105	13,825
增长率 (%)	-4.7%	13.1%	6.0%	5.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	197	402	511	598
增长率 (%)	-14.3%	104.4%	27.1%	17.0%
每股收益 (元)	0.07	0.14	0.18	0.21
PE (现价)	105.0	51.5	40.5	34.6
PB	1.56	1.52	1.46	1.40

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,928	12,363	13,105	13,825
营业成本	6,646	7,062	7,433	7,759
营业税金及附加	1,037	1,173	1,243	1,311
销售费用	1,383	1,385	1,324	1,383
管理费用	1,275	1,324	1,389	1,412
研发费用	214	223	197	194
EBIT	374	1,197	1,520	1,768
财务费用	(81)	(58)	(89)	(122)
资产减值损失	(74)	0	0	0
投资收益	39	41	40	40
营业利润	477	1,297	1,649	1,930
营业外收支	(17)	0	0	0
利润总额	460	1,298	1,650	1,931
所得税	175	495	629	736
净利润	285	803	1,021	1,195
归属于母公司净利润	197	402	511	598
EBITDA	1,182	1,955	2,244	2,458
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3855	5940	8139	10253
应收账款及票据	187	248	255	261
预付款项	136	149	156	162
存货	3828	4125	4315	4551
其他流动资产	52	52	52	52
流动资产合计	8079	10563	12935	15330
长期股权投资	295	336	376	416
固定资产	8846	8438	8070	7624
无形资产	906	859	810	762
非流动资产合计	10409	9267	8111	6958
资产合计	18488	19830	21046	22289
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1016	1069	1124	1178
其他流动负债	126	126	126	126
流动负债合计	4549	5088	5283	5330
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	62	62	62	62
非流动负债合计	63	63	63	63
负债合计	4612	5151	5345	5393
股本	2819	2819	2819	2819
少数股东权益	637	1038	1547	2144
股东权益合计	13876	14680	15701	16896
负债和股东权益合计	18488	19830	21046	22289

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-4.7%	13.1%	6.0%	5.5%
EBIT 增长率	-4.4%	219.9%	26.9%	16.3%
净利润增长率	-14.3%	104.4%	27.1%	17.0%
盈利能力				
毛利率	39.2%	42.9%	43.3%	43.9%
净利润率	1.8%	3.3%	3.9%	4.3%
总资产收益率 ROA	1.1%	2.0%	2.4%	2.7%
净资产收益率 ROE	1.5%	2.9%	3.6%	4.1%
偿债能力				
流动比率	1.8	2.1	2.4	2.9
速动比率	0.9	1.3	1.6	2.0
现金比率	0.8	1.2	1.5	1.9
资产负债率	0.2	0.3	0.3	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	7.1	7.2	7.3	7.2
存货周转天数	210.0	202.7	204.4	205.7
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.1	0.2	0.2
每股净资产	4.7	4.8	5.0	5.2
每股经营现金流	0.6	0.6	0.6	0.6
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	105.0	51.5	40.5	34.6
PB	1.56	1.52	1.46	1.40
EV/EBITDA	12.1	6.8	5.2	3.9
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	263	803	1,021	1,195
折旧和摊销	927	757	724	690
营运资金变动	(35)	140	21	(233)
经营活动现金流	1,075	1,659	1,726	1,612
资本开支	616	(426)	(473)	(503)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(2,326)	426	473	503
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(50)	0	0	0
筹资活动现金流	(259)	0	0	0
现金净流量	(1,509)	2,085	2,198	2,114

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。