

## 燕京啤酒 (000729)

公司研究/点评报告

# 产品结构优化进程提速，大单品战略效果持续显现

——燕京啤酒 (000729) 2021 年半年报点评

调研简报/食品饮料

2021 年 08 月 17 日

### 一、事件概述

8 月 16 日燕京啤酒公布 2021 年半年报。报告期内公司实现收入 63.17 亿元，同比+13.51%，实现归母净利润 2.88 亿元，同比减亏 7.12%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 21H1 收入实现两位数增长，产品结构升级态势显著

21H1 公司实现收入 63.17 亿元，同比+13.51%，其中啤酒主业实现收入 60.14 亿元，同比+16.14%；实现啤酒销量 213.16 万千升，同比+1.65%。21H1 公司 ASP 为 2821 元/千升，同比大增 14.26%，推动公司主业收入增速显著高于销量增速。公司 21H1 中高档产品实现收入 37.10 亿元，同比+29.88%；普通产品实现收入 23.03 亿元，同比-0.78%，U8、纯生、V10 等高端产品推广力度显著加大，公司产品结构升级动作取得显著成效。尤其是公司核心大单品 U8 上半年如期实现半年任务，预计全年任务完成无虞，将成为持续推动公司产品结构升级的核心力量。

分渠道看，21H1 公司传统渠道实现收入 58.38 亿元，同比+14.96%；KA 渠道实现收入 1.04 亿元，同比+141.30%；电商渠道实现收入 0.71 亿元，同比+26.86%。公司针对弱势的 KA 及电商渠道持续发力，取得积极进展，但占比收入总体仍然较小，仍有改善提升空间。线下传统渠道增长平稳，但 21Q2 因今年全国性雨水较多有一定负面影响。

#### ➤ 结构改善未推升毛利率及毛销差，预计下半年有望改善

21H1 公司毛利率 40.33%，同比-1.14ppt，未体现结构升级效果，主要是成本上涨较多及普通产品销量下滑致成本未能有效摊销，叠加去年疫情减免社保导致成本基数较低。21H1 期间费用率为 24.44%，同比-0.27ppt。销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.13ppt/+0.99ppt/+0.09ppt/-0.59ppt，费用率总体保持平稳。毛销差角度看，21H1 毛销差为 29.36%，同比-1.01ppt，主要是毛利率拖累。考虑到下半年公司产品结构升级趋势仍将持续，同时社保减免因素减弱，预计核心业务毛利率改善将有望于 21H2 体现。

#### ➤ 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厂，提高产能利用率同时提升生产规模效应，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，大单品战略正向效果正在快速显现。此外，公司下半年将配合 V10、新雪鹿等未来大单品积极开展营销活动，中高端产品矩阵收入规模扩大预计未来将有效激发公司未来潜在盈利能力。

### 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%；实现归母净利润为 4.02/5.11/5.98 亿元，同比+104.1%/+27.1%/+17.0%，折合 EPS 为 0.14/0.18/0.21 元，对应 PE 为 45/35/30X。公司估值略低于中信啤酒板块 2021 年 52 倍 PE 的算术平均水平（盈利对应 Wind 一致预期），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**

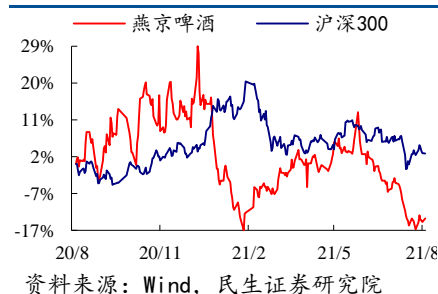
维持评级

当前价格： 6.38 元

交易数据 2021-8-16

近 12 个月最高/最低(元)	9.59/6.18
总股本(百万股)	2,819
流通股本(百万股)	2,510
流通股比例(%)	89.04
总市值(亿元)	180
流通市值(亿元)	160

该股与沪深 300 走势比较



分析师：于杰

执业证 S0100519010004

邮箱： yujie@mszq.com

相关研究

1. 燕京啤酒 (000729) 2021 年一季报点评：U8 实现超高速增长，产品结构优化持续演绎
2. 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

**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)	91.1	44.7	35.2	30.0
PB	1.36	1.32	1.27	1.22

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
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	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	18492	19834	21050	22293
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	13880	14684	15705	16899
负债和股东权益合计	18492	19834	21050	22293

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
<b>成长能力</b>				
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%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	39.2%	42.9%	43.3%	43.9%
净利率	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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>经营效率</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
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
<b>估值分析</b>				
PE	91.1	44.7	35.2	30.0
PB	1.36	1.32	1.27	1.22
EV/EBITDA	10.1	5.5	4.0	2.9
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
	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

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。