增持（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造
当前价格(元)：6.91

燕京啤酒（000729.SZ）三季报点评：经营效率或迎拐点，Q3 毛利率超预期

证券分析师

花小伟
资格编号：S0120521020001
邮箱：huaxw@tebon.com.cn

邓周贵
资格编号：S0120521030005
邮箱：dengzg@tebon.com.cn

研究助理

李文华
资格编号：S0120121070024
邮箱：liwh5@tebon.com.cn

市场表现

沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.74	10.72	18.16
相对涨幅(%)	12.24	8.95	16.50

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《燕京啤酒（000729.SZ）：U8 异军突起，燕京国潮复兴》，2021.9.26

投资要点

- **事件：**燕京啤酒发布三季报，前三季度实现营收 103.86 亿元，同比增长 5.28%；实现归母净利润 5.63 亿元，同比增长 16.98%。单三季度公司实现营收 40.69 亿元，同比下滑 5.38%；实现归母净利润 2.75 亿元，同比增长 29.48%。

- **业绩符合预期，毛利率提升超预期。**单 Q3 来看，燕京啤酒营收同比下滑 5.38%，主要受到南方疫情冲击和北方雨水天气影响。从量价拆分来看，前三季度营收增速 5.28%，整体销量小个位数下滑，预计吨价实现接近 10%增长，主要受益于产品结构升级以及部分产品/部分市场提价。单 Q3 来看，公司上半年销量下滑双位数，预计 Q3 销量有一定回补，全年销量或与上年持平。从毛利率来看，燕京啤酒单 Q3 毛利率同比提升 3pcts 至 45.4%，环比略有提升。Q3 啤酒成本压力环比加大，公司毛利率环比提升，预计燕京 U8、白啤 V10 等高档产品占比提升。从管理效率上来看，过去燕京啤酒盈利能力主要受限于产能利用率以及人效，预计到 2021 年底公司人员将会有一定程度优化，进而带来组织效率提升。从产能优化来看，公司后期或继续推进冗余产能的淘汰，短期或通过区域间的产能调配来缓解生产成本压力。

- **成本压力或进一步加大，公司或在基地市场采取提价。**2021 年公司成本相对可控，主要受益于前期的原材料储备。后续公司或在北京/广西等基地市场主动提价来缓解原材料压力，同时全力打造燕京 U8 大单品来实现产品结构升级，变相缓解成本压力。从行业来看，华润/青啤/百威/重啤相继宣布提价，后续 Q4 或打开集体性提价窗口。

- **冬奥会提升燕京品牌势能，布局精酿强化消费者培育。**2022 年北京冬奥会的召开预计将在很大程度上提升燕京啤酒品牌美誉度，公司新设北京狮王商业公司来布局精酿门店，借势进行品牌宣传与产品形象推介。中长期来看，燕京啤酒作为民族啤酒企业或在关厂提效、运营效率提升实现业绩的持续回升。

- **燕京啤酒经营管理效率边际改善，维持“增持”评级。**Q3 毛利率超预期，预计 2021~2023 年公司实现营收 126.6/140.8/154.2 亿元，同增 15.9%/11.2%/9.5%；实现归母净利润至 2.27/2.49/2.63 亿元，同增 15.3%.9.7%/5.7%，对应 PE 85.8/78.3/74.0X。考虑到公司关厂提效或超预期，维持“增持”评级。

- **风险提示：**燕京 U8 推广不及预期；啤酒竞争加剧；疫情反复

股票数据

总股本(百万股):	2,818.54
流通 A 股(百万股):	2,509.56
52 周内股价区间(元):	6.16-9.56
总市值(百万元):	19,476.11
总资产(百万元):	20,417.73
每股净资产(元):	4.88

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,468	10,928	12,662	14,081	15,423
(+/-)YOY(%)	1.1%	-4.7%	15.9%	11.2%	9.5%
净利润(百万元)	230	197	227	249	263
(+/-)YOY(%)	27.8%	-14.3%	15.3%	9.7%	5.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.08	0.07	0.08	0.09	0.09
毛利率(%)	39.1%	39.2%	37.8%	37.8%	38.0%
净资产收益率(%)	1.8%	1.5%	1.7%	1.8%	1.9%

资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.07	0.08	0.09	0.09
每股净资产	4.70	4.75	4.81	4.87
每股经营现金流	0.56	0.34	0.46	0.42
每股股利	0.02	0.03	0.03	0.03
价值评估(倍)				
P/E	121.98	85.82	78.27	74.03
P/B	1.81	1.45	1.44	1.42
P/S	1.78	1.54	1.38	1.26
EV/EBITDA	17.05	13.60	11.44	10.61
股息率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	39.2%	37.8%	37.8%	38.0%
净利润率	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%
净资产收益率	1.5%	1.7%	1.8%	1.9%
资产回报率	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
投资回报率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-4.7%	15.9%	11.2%	9.5%
EBIT 增长率	-4.4%	1.5%	4.8%	0.7%
净利润增长率	-14.3%	15.3%	9.7%	5.7%
偿债能力指标				
资产负债率	24.9%	27.1%	29.1%	30.3%
流动比率	1.8	1.8	1.9	2.0
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1
现金比率	0.8	0.9	0.9	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	6.2	7.0	6.6	6.8
存货周转天数	210.2	207.6	208.9	208.2
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	1.2	1.5	1.8	2.2

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	197	227	249	263
少数股东损益	88	101	111	118
非现金支出	884	721	829	836
非经营收益	-45	0	0	0
营运资金变动	446	-91	95	-19
经营活动现金流	1,570	958	1,284	1,198
资产	-297	-223	-280	-178
投资	0	0	0	0
其他	-2,029	0	0	0
投资活动现金流	-2,326	-223	-280	-178
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-259	-79	-87	-92
融资活动现金流	-259	-79	-87	-92
现金净流量	-1,015	656	917	928

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,928	12,662	14,081	15,423
营业成本	6,646	7,874	8,760	9,564
毛利率%	39.2%	37.8%	37.8%	38.0%
营业税金及附加	1,037	1,201	1,336	1,463
营业税金率%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
营业费用	1,383	1,519	1,690	1,928
营业费用率%	12.7%	12.0%	12.0%	12.5%
管理费用	1,275	1,454	1,630	1,778
管理费用率%	11.7%	11.5%	11.6%	11.5%
研发费用	214	235	268	290
研发费用率%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
EBIT	374	380	398	401
财务费用	-81	-104	-123	-146
财务费用率%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	-0.9%
资产减值损失	-74	0	0	0
投资收益	39	0	0	0
营业利润	477	531	582	615
营业外收支	-17	0	0	0
利润总额	460	531	582	615
EBITDA	1,182	1,101	1,228	1,237
所得税	175	202	222	234
有效所得税率%	38.1%	38.1%	38.1%	38.1%
少数股东损益	88	101	111	118
归属母公司所有者净利润	197	227	249	263

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,855	4,511	5,429	6,357
应收账款及应收票据	187	244	256	288
存货	3,828	4,478	5,013	5,456
其它流动资产	213	248	266	287
流动资产合计	8,083	9,480	10,964	12,389
长期股权投资	295	295	295	295
固定资产	8,846	8,298	7,780	7,155
在建工程	82	165	165	165
无形资产	906	874	841	809
非流动资产合计	10,409	9,912	9,362	8,704
资产总计	18,492	19,392	20,326	21,092
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,016	1,190	1,331	1,449
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,533	4,010	4,529	4,890
流动负债合计	4,549	5,200	5,861	6,339
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	63	63	63	63
非流动负债合计	63	63	63	63
负债总计	4,612	5,263	5,923	6,401
实收资本	2,819	2,819	2,819	2,819
普通股股东权益	13,244	13,391	13,553	13,724
少数股东权益	637	738	849	967
负债和所有者权益合计	18,492	19,392	20,326	21,092

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 01 日
资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管（IAMAC）最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名， Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类 别	评 级	说 明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**股票投资评级**	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。