

经营扎实稳健，改革之下利润高弹性

2024 年 01 月 02 日

► **事件:** 2024 年 1 月 1 日，公司发布 2023 年业绩预告。2023 年公司实现归母净利润 5.75-6.85 亿元，同增 63.22%-94.44%，取中值为 6.30 亿元，同增 78.83%；实现扣非后归母净利润 4.10-5.20 亿元，同增 50.98%-91.49%，取中值为 4.65 亿元，同增 71.24%。

► **Q4 归母净利润取中值同比基本持平，改革之下我们预计有望实现一定幅度减亏。** 经测算，23Q4 公司亏损 2.71-3.81 亿元，22Q4 亏损 3.20 亿元，较 22Q4 减亏 4916 万元-增亏 6084 万元，取中值亏损 3.26 亿元；扣非后亏损 3.46-4.56 亿元，22Q4 亏损 3.58 亿元，较 22Q4 减亏 1194 万元-增亏 9806 万元，取中值亏损 4.01 亿元，其中非经常性损益扰动预计主要为政府补助。此次业绩预告区间范围较大，取中值看，23Q4 归母净利润与 22Q4 基本持平，扣非后中值亏损扩大约 4300 万元。得益于 U8 大单品维持良好增长，同时公司不断强化绩效管理，我们预计四季度公司营收高基数下仍有望实现正增长，且在各项改革措施稳步推进的背景之下，预计 Q4 公司有望实现一定幅度减亏。

► **U8 维持良好势能，未来产品组合有望更趋良性发展，驱动公司量价齐升。** 在 2023 年整体消费弱复苏的背景下，公司核心大单品 U8 仍维持良好势能，且在细分价格带内份额持续提升。这一方面在于 U8 精准卡位本轮结构升级核心受益价格带，需求韧性相对强，更在于 U8 内部战略地位突出且公司经营思路正确。值得一提的是，在大单品高速发展阶段公司同样重视增长质量，坚持稳扎稳打、关注价格管理，我们预计后续在公司北方强势市场有望升级延续，其余省份则多点开花，渗透率提升潜力大，U8 全国化仍有较大空间。此外，公司产品线整合稳步推进，22 年推出“鲜啤 2022”、23 年推出清爽新品，持续整合中低档区域性产品，未来公司塔基产品有望得到夯实，产品组合有望更趋良性发展，整体增长势能有望延续，驱动公司量价齐升、份额恢复。

► **改革红利持续释放，看好公司利润率弹性。** 横向对比啤酒龙头财务数据，吨人工成本和管理费用率为公司两项核心可优化指标，其中 2022 年公司 1) 吨人工成本 267 元，同比 21 年-5%，高于重啤、珠啤、青啤的 204、159、114 元；2) 管理费用率 10.7%，同比 21 年下降 1.3pct，相比青啤 4.6%、重啤 3.8%、珠啤 6.9% 均仍有较大优化空间。2023 年以来公司改革成效持续兑现，H1 吨人工成本同比-16%，M9 管理费用同比-0.4pct (H1 公司通过定岗定编优化用工模式产生大额一次性安置费用，剔除该影响优化幅度更大)。未来公司将持续强化组织管理，加强总部职能建设，优化供应链降本，提升人效。后续弱勢子公司有望稳步减亏，盈利子公司有望强化，看好公司“十四五”期间利润率弹性。

► **投资建议:** 基于大单品持续全国化以及公司改革深化，我们预计 2023-2025 年公司营收 146.12/159.01/170.95 亿元，同比增长 10.7%/8.8%/7.5%；归母净利润分别为 6.76/9.48/12.63 亿元，同比增长 92.0%/40.1%/33.2%；当前市值对应 PE 分别为 36/26/19x，维持“推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	13,202	14,612	15,901	17,095
增长率 (%)	10.4	10.7	8.8	7.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	352	676	948	1,263
增长率 (%)	54.5	92.0	40.1	33.2
每股收益 (元)	0.12	0.24	0.34	0.45
PE	69	36	26	19
PB	1.8	1.8	1.7	1.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 12 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

8.63 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

电话: 021-80508452

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 张馨予

执业证书: S0100523060004

邮箱: zhangxinyu@mszq.com

相关研究

1. 燕京啤酒 (000729.SZ) 2023 年三季度报点评: Q3 利润环比提速, 改革推进降费延续-2023/10/27
2. 燕京啤酒 (000729.SZ) 2023 年半年报点评: 吨价环比提速, 改革红利持续释放-2023/08/22
3. 燕京啤酒 (000729.SZ) 2023 年半年度业绩预告点评: 改革成效持续兑现, 安置费用影响表观利润-2023/07/17
4. 燕京啤酒 (000729.SZ) 2023 年一季报点评: 23Q1 实现开门红, 改革成效加速释放-2023/04/21
5. 燕京啤酒 (000729.SZ) 2022 年年报点评: U8 势能强劲, 改革红利持续释放-2023/04/18

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13,202	14,612	15,901	17,095
营业成本	8,259	8,706	9,170	9,581
营业税金及附加	1,153	1,286	1,399	1,504
销售费用	1,634	1,849	1,978	2,100
管理费用	1,413	1,527	1,562	1,571
研发费用	236	258	281	301
EBIT	501	1,091	1,555	2,081
财务费用	-153	-172	-170	-177
资产减值损失	-90	-64	-66	-68
投资收益	42	35	35	35
营业利润	692	1,234	1,694	2,226
营业外收支	3	2	2	2
利润总额	695	1,236	1,696	2,228
所得税	146	241	322	423
净利润	549	995	1,374	1,804
归属于母公司净利润	352	676	948	1,263
EBITDA	1,242	1,861	2,350	2,880

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,110	7,131	8,064	9,202
应收账款及票据	194	225	234	238
预付款项	122	128	135	141
存货	4,141	4,229	4,331	4,473
其他流动资产	239	216	233	250
流动资产合计	10,806	11,928	12,998	14,304
长期股权投资	573	608	643	678
固定资产	8,050	8,108	8,265	8,465
无形资产	894	912	946	982
非流动资产合计	9,888	9,962	10,212	10,483
资产合计	20,695	21,890	23,210	24,787
短期借款	300	300	300	300
应付账款及票据	1,658	1,741	1,834	1,923
其他流动负债	4,274	4,621	4,883	5,174
流动负债合计	6,232	6,662	7,017	7,397
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	197	193	217	217
非流动负债合计	197	193	217	217
负债合计	6,429	6,855	7,234	7,614
股本	2,819	2,819	2,819	2,819
少数股东权益	840	1,159	1,584	2,126
股东权益合计	14,266	15,035	15,976	17,174
负债和股东权益合计	20,695	21,890	23,210	24,787

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.38	10.68	8.82	7.51
EBIT 增长率	51.54	117.94	42.52	33.86
净利润增长率	54.51	92.02	40.14	33.24
盈利能力 (%)				
毛利率	37.44	40.42	42.33	43.95
净利润率	2.67	4.63	5.96	7.39
总资产收益率 ROA	1.70	3.09	4.08	5.10
净资产收益率 ROE	2.62	4.87	6.59	8.39
偿债能力				
流动比率	1.73	1.79	1.85	1.93
速动比率	1.04	1.13	1.21	1.31
现金比率	0.98	1.07	1.15	1.24
资产负债率 (%)	31.06	31.32	31.17	30.72
经营效率				
应收账款周转天数	5.21	5.76	5.52	5.21
存货周转天数	183.00	180.00	175.00	173.00
总资产周转率	0.66	0.69	0.71	0.71
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.24	0.34	0.45
每股净资产	4.76	4.92	5.11	5.34
每股经营现金流	0.61	0.74	0.84	0.99
每股股利	0.08	0.15	0.22	0.29
估值分析				
PE	69	36	26	19
PB	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	13.37	8.92	7.07	5.76
股息收益率 (%)	0.93	1.78	2.49	3.32

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	549	995	1,374	1,804
折旧和摊销	741	770	795	799
营运资金变动	398	279	148	137
经营活动现金流	1,718	2,089	2,364	2,790
资本开支	-415	-819	-984	-1,033
投资	-249	0	0	0
投资活动现金流	-2,001	-785	-984	-1,033
股权募资	0	0	0	0
债务募资	300	-20	-1	0
筹资活动现金流	2	-283	-446	-619
现金净流量	-282	1,020	934	1,138

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026