

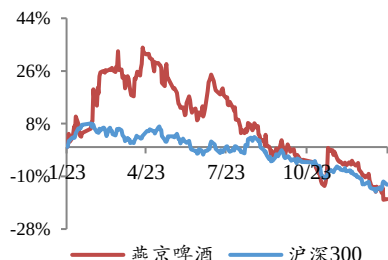
U8 引领高端化成长，利润弹性有望持续释放

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-01-03

收盘价（元）	8.65
近 12 个月最高/最低（元）	14.10/8.63
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）	244
流通市值（亿元）	217

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

邮箱：wanpengcheng@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 老树焕新芽，升级势能持续向上

燕京啤酒 1980 年发家于北京顺义，早期通过原始的深度分销模式在北京地区取得飞速发展。上市之后进入跑马圈地阶段，先后兼并控股了“雪鹿”、“漓泉”、“惠泉”三大品牌，成功入驻内蒙古、广西、福建等区域市场，“1+3”也成为了当前核心的战略结构。目前燕京啤酒依靠 U8 在中高档价格带持续放量，同时储备 V10、U8plus、鲜啤 2022 等产品承接持续的结构升级，势能向上趋势明显。业绩层面，公司 2023 年实现归母净利润 5.75~6.85 亿元，同比 2022 年增长 63.22%~94.44%，实现扣非后净利润 4.10~5.20 亿元，同比 2022 年增长 50.98%~91.49%。

● U8 高增引领结构升级，降本增效释放利润弹性

U8 放量引领结构升级，高端化战略清晰明确。2019 年公司首度推出“小度酒大滋味”的燕京 U8，定位差异化、高端化、年轻化，一经推出便依靠其独特的口感与创新的包装广受市场欢迎。2022 年 U8 已经实现销量 39 万千升，同比增长超 50%，带动中高档产品收入占比提升至 62.86%，较 2019 年占比提升 8.24 个百分点，23 年预计同增 45%至 55 万吨以上。根据公司十四五规划，燕京 U8 将冲刺百万千升目标，对应 CAGR 将达到 37%，我们认为 U8 在“空间大+优势足+势能高”的背景下有望延续快速增长。此外，公司还围绕 U8 在中高档价格带先后布局了 V10、U8plus、鲜啤 2022 等产品，用以承接后续 8 元升级与低档产品升级，高端化战略清晰明确。公司 2023 年前三季度综合毛利率为 44.03%，较过去四年同期实现稳步增长。

成本改善叠加管理优化，利润端弹性可期。公司持续强化总部职能，在产销分离、数字化管理、供应链转型、人才储备发展等多个维度实现了效率化经营；同时成本方面，2024 年大麦采购价格或将受益澳麦放开持续回落，同时包材价格持续低位。成本优化叠加费率压缩有望带来利润端弹性的持续释放。

● 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

预计 2023-2025 年收入分别为 147.19、161.73、175.85 亿元，对应增速分别为 11.5%、9.9%、8.7%，归母净利润分别为 6.53、9.19、11.59 亿元，对应增速分别为 85.3%、40.8%、26.0%。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

U8 销售不及预期，行业高端化进程受阻，消费复苏斜率放缓。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	13202	14719	16173	17585
收入同比（%）	10.4%	11.5%	9.9%	8.7%
归属母公司净利润	352	653	919	1159
净利润同比（%）	54.5%	85.3%	40.8%	26.0%
毛利率（%）	37.4%	39.9%	41.5%	42.4%
ROE（%）	2.6%	4.7%	6.4%	7.7%
每股收益（元）	0.13	0.23	0.33	0.41
P/E	84.96	37.35	26.52	21.04
P/B	2.23	1.76	1.69	1.61
EV/EBITDA	19.45	8.25	6.05	4.54

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 老树焕新芽，升级势能持续向上.....	5
2 U8 高增引领结构升级，降本增效释放利润弹性	5
3 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级.....	5
风险提示:	6
财务报表与盈利预测	7

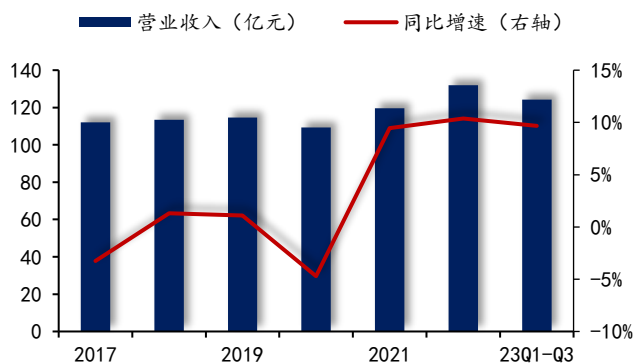
图表目录

图表 1 公司营收及增速.....	5
图表 2 公司归母净利润及增速	5

1 老树焕新芽，升级势能持续向上

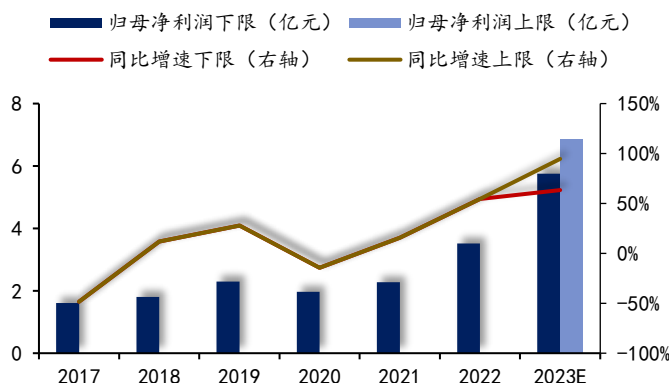
燕京啤酒 1980 年发家于北京顺义，早期通过原始的深度分销模式在北京地区取得飞速发展。上市之后进入跑马圈地阶段，先后兼并控股了“雪鹿”、“漓泉”、“惠泉”三大品牌，成功入驻内蒙古、广西、福建等区域市场，“1+3”也成为了当前核心的战略结构。目前燕京啤酒依靠 U8 在中高档价格带持续放量，同时储备 V10、U8plus、鲜啤 2022 等产品承接持续的结构升级，势能向上趋势明显。业绩层面，公司 2023 年实现归母净利润 5.75~6.85 亿元，同比 2022 年增长 63.22%~94.44%，实现扣非后净利润 4.10~5.20 亿元，同比 2022 年增长 50.98%~91.49%。

图表 1 公司营收及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司归母净利润及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

2 U8 高增引领结构升级，降本增效释放利润弹性

U8 放量引领结构升级，高端化战略清晰明确。2019 年公司首度推出“小度酒大滋味”的燕京 U8，定位差异化、高端化、年轻化，一经推出便依靠其独特的口感与创新的包装广受市场欢迎。2022 年 U8 已经实现销量 39 万千升，同比增长超 50%，带动中高档产品收入占比提升至 62.86%，较 2019 年占比提升 8.24 个百分点，23 年预计同增 45%至 55 万吨以上。根据公司十四五规划，燕京 U8 将冲刺百万千升目标，对应 CAGR 将达到 37%，我们认为 U8 在“空间大+优势足+势能高”的背景下有望延续快速增长。此外，公司还围绕 U8 在中高档价格带先后布局了 V10、U8plus、鲜啤 2022 等产品，用以承接后续 8 元升级与低档产品升级，高端化战略清晰明确。公司 2023 年前三季度综合毛利率为 44.03%，较过去四年同期实现稳步增长。

成本改善叠加管理优化，利润端弹性可期。公司持续强化总部职能，在产销分离、数字化管理、供应链转型、人才储备发展等多个维度实现了效率化经营；同时成本方面，2024 年大麦采购价格或将受益澳麦放开持续回落，同时包材价格持续低位。成本优化叠加费率压缩有望带来利润端弹性的持续释放。

3 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

行业层面，短期消费结构受制于经济暂时波动以及“疤痕效应”，出现一定升级放缓现象，但中长期维度我们仍旧看好经济内在动力与消费升级方向；同时，对比海外国家来看，啤酒的高端化进程远没有走完。公司层面来看，大单品 U8 尚处势能爬升阶段，未来有望冲击百万升目标，而 V10/U8plus 等升级单品亦为重点培育单品，未来有望协同助力产品结构升级。因此我们看好公司未来中高端啤酒量价齐升，其中关键假设为核心大单品 U8 的销量预测，2022 年 U8 销量为 39 万千升，十四五期间公司将把 U8 打造为百万千升的超级大单品，考虑到 23 年前三季度啤酒收入维持高个位数增长势头，结合渠道反馈我们判断 U8 动销依旧火爆，因此短期我们预计 23 年增速有望维持 50%及以上，长期看好公司百万千升目标实现。预计 23-25 年 U8 销量有望分别达到 60/80/100 万千升。预计中高档啤酒 2023-2025 年销量营收增速分别为 18.96%/14.87%/12.22%；普通啤酒部分，我们认为伴随公司资源逐步向 7 元以上集中，以及消费者偏好更高质量的啤酒，这部分业务将出现量减价增的现象，预计普通啤酒 2023-2025 年营收增速分别为 0.94%/1.92%/2.90%；公司其他业务品类包括矿泉水、茶饮料等，占公司整体收入比重较小，我们预计整体呈现稳定波动状态，预计其他业务合计 2023-2025 年营收增速分别为 2.22%/1.12%/-0.24%。

综合预计 2023-2025 年收入分别为 147.19、161.73、175.85 亿元，对应增速分别为 11.5%、9.9%、8.7%，归母净利润分别为 6.53、9.19、11.59 亿元，对应增速分别为 85.3%、40.8%、26.0%。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

U8 销售不及预期，行业高端化进程受阻，消费复苏斜率放缓。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10806	12886	15374	17988	营业收入	13202	14719	16173	17585
现金	6110	7520	9780	12053	营业成本	8259	8852	9465	10126
应收账款	189	210	231	251	营业税金及附加	1153	1245	1368	1488
其他应收款	178	198	217	236	销售费用	1634	1880	2065	2246
预付账款	122	164	169	172	管理费用	1413	1635	1797	1953
存货	4141	4746	4949	5267	财务费用	-153	-162	-199	-259
其他流动资产	67	48	28	8	资产减值损失	-90	0	0	0
非流动资产	9888	8680	7512	6341	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	573	573	573	573	投资净收益	42	0	0	1
固定资产	8050	6891	5728	4564	营业利润	692	1011	1435	1811
无形资产	894	882	875	873	营业外收入	5	15	13	11
其他非流动资产	371	334	336	330	营业外支出	2	1	5	3
资产总计	20695	21566	22887	24329	利润总额	695	1025	1444	1820
流动负债	6232	6544	7075	7580	所得税	146	236	332	419
短期借款	300	300	300	300	净利润	549	789	1112	1401
应付账款	1658	1602	1801	1931	少数股东损益	197	136	192	242
其他流动负债	4274	4642	4974	5349	归属母公司净利润	352	653	919	1159
非流动负债	197	195	195	195	EBITDA	1242	2080	2466	2781
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.13	0.23	0.33	0.41
其他非流动负债	197	195	195	195					
负债合计	6429	6739	7270	7775					
少数股东权益	840	977	1169	1411					
股本	2819	2819	2819	2819					
资本公积	4374	4374	4374	4374					
留存收益	6233	6657	7255	7950					
归属母公司股东权益	13426	13850	14448	15143					
负债和股东权益	20695	21566	22887	24329					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1718	1635	2606	2757	成长能力				
净利润	549	789	1112	1401	营业收入	10.4%	11.5%	9.9%	8.7%
折旧摊销	741	1216	1221	1221	营业利润	59.1%	46.3%	41.9%	26.2%
财务费用	22	0	0	0	归属于母公司净利	54.5%	85.3%	40.8%	26.0%
投资损失	-42	0	0	-1	获利能力				
营运资金变动	398	-357	282	144	毛利率(%)	37.4%	39.9%	41.5%	42.4%
其他经营现金流	200	1133	821	1250	净利率(%)	2.7%	4.4%	5.7%	6.6%
投资活动现金流	-2001	26	-24	-20	ROE(%)	2.6%	4.7%	6.4%	7.7%
资本支出	-415	-28	-44	-40	ROIC(%)	2.7%	4.4%	6.0%	7.1%
长期投资	-249	20	20	20	偿债能力				
其他投资现金流	-1337	33	0	0	资产负债率(%)	31.1%	31.2%	31.8%	32.0%
筹资活动现金流	2	-251	-322	-464	净负债比率(%)	45.1%	45.5%	46.6%	47.0%
短期借款	300	0	0	0	流动比率	1.73	1.97	2.17	2.37
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.04	1.21	1.44	1.65
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-223	0	0	0	总资产周转率	0.66	0.70	0.73	0.74
其他筹资现金流	-76	-251	-322	-464	应收账款周转率	69.60	73.81	73.30	72.94
现金净增加额	-282	1410	2260	2273	应付账款周转率	5.41	5.43	5.56	5.43

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	0.13	0.23	0.33	0.41	P/E	84.96	37.35	26.52	21.04
每股经营现金流(摊)	0.61	0.58	0.92	0.98	P/B	2.23	1.76	1.69	1.61
每股净资产	4.76	4.91	5.13	5.37	EV/EBITDA	19.45	8.25	6.05	4.54

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：万鹏程，中央财经大学本科，乌尔姆大学硕士。曾就职于公募基金、券商资管、境外券商研究所等机构。主要覆盖白酒。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。