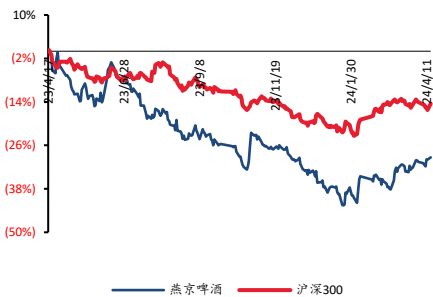




U8 延续高增长势能，改革红利有望持续兑现

走势比较



股票数据

总股本/流通股(亿股)	28.19/28.19
总市值/流通(亿元)	269.73/269.73
12个月内最高/最低价(元)	14.06/7.59

相关研究报告

- <<燕京啤酒: U8 势能强劲, 业绩表现亮眼>>--2022-09-03
- <<燕京啤酒半年报点评>>--2016-09-19
- <<燕京啤酒三季度报点评>>--2015-11-06

证券分析师: 郭梦婕

电话:

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

事件: 燕京啤酒发布 2023 年年报, 2023 年实现营收 142.13 亿元, 同比+7.66%, 归母净利润 6.45 亿元, 同比+83.02%, 扣非归母净利润 5.00 亿元, 同比+84.23%。2023Q4 实现营收 17.97 亿元, 同比-4.41%, 归母净利润-3.11 亿元, 去年同期-3.20 亿元, 扣非归母净利润为-3.66 亿元, 去年同期-3.58 亿元。

U8 保持高势能增长, 四季度结构升级略有放缓。2023 年公司业绩稳定增长, 处于前期业绩快报区间上沿, 2023Q4 营收端在去年同期较高基数下小幅下降。拆分量价来看, 2023 年公司销量/吨价分别为 394.2 万千升/3322 元/千升, 同比+4.6%/+2.8%, U8 全年销量同比增长超过 36%带动吨价上升。其中 2023Q4 啤酒销量/吨价分别为 51.1 千升/3514 元/千升、同比-2.4%/-2.1%, 四季度结构升级略有放缓。分价格带来看, 2023 年公司中高档/普通分别实现营收 86.79/44.20 亿元, 同比+13.3%/-2.3%, 其中公司核心大单品 U8 预计销量达 53 万千升, 同比增长超 36%。U8 精准卡位本轮高端化的核心价位升级区间并且在公司内部战略地位显著, 在整体消费弱复苏背景下需求韧性强, 公司十四五规划预计在 2025 年 U8 销量达 90 万千升, 对应 2023-2025 年 CAGR 达到 30%。分区域看, 华北/华东/华南/华中/西北分别实现营收 74.29/12.19/38.37/10.85/6.43 亿元, 同比 +7.5%/+35.6%/+6.8%/-10.5%/9.9%, 分别占比 52.3%/8.6%/27.0%/7.6%/4.5%, 华北强势市场延续稳定增长, 华东地区表现亮眼。分渠道看, 传统渠道/KA/电商渠道分别实现营收 123.53/4.95/2.51 亿元, 同比+7.7%/+4.6%/+4.8%, 传统渠道增速相对较快, 2023 年末经销商达 8534 家, 净增加 261 家。

吨人工成本优化明显, 改革提效下管理费用率优化空间将持续释放。2023 年公司啤酒业务毛利率 38.9%, 同比+0.45pct, 吨成本为 2030 元/千升, 同比+2.07%, 吨成本上升主因吨原辅材料成本同比增长 5%, 而吨人工成本下降 18%至 219 元/吨, 人员增效明显。2023 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.1%/11.4%/1.7%/-1.2%, 同比-1.29pct/+0.70pct/-0.06pct/-0.02pct, 管理费用率略微提升主因短期相关一次性费用增加, 改革提效下管理费用率将持续优化, 同期较华润啤酒 8.6%、青岛啤酒 4.5%、重庆啤酒 3.3%有较大优化空间, 净利率达 6.0%, 同比+1.85pct。2024 年公司将保持高质量发展, 持续推进九大变革, 在产品端坚持大单品战略并且丰富塔基产品, U8 在华北强势市场延续高增长势能, 在其余省份逐步提高渗透率, 全国化空间较大, 另外推出新清爽以及升级版鲜啤助力产品结构持续优化。成本端, 因取消澳麦的“双反”措施, 今年大麦价格有望持续下行推动成本改善。管理端, 公司持续推进产能和人员优化, 提升经营效率, 预计改革红利将持续释放。

投资建议: U8 高增长持续推升公司产品结构, 同时随着公司改革红利的释放叠加成本下降预期, 预计利润端将展现较大弹性。预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.33/0.41/0.49 元, 对应 PE 分别为 29x/23x/20x, 按照 2024 年业绩给予 35 倍, 目标价 11.55 元, 维持“增持”评级。

风险提示：食品安全风险、结构升级不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	14,213	15,196	16,186	17,121
营业收入增长率(%)	7.66%	6.92%	6.51%	5.78%
归母净利（百万元）	645	919	1,160	1,384
净利润增长率(%)	83.02%	42.62%	26.15%	19.28%
摊薄每股收益（元）	0.23	0.33	0.41	0.49
市盈率（PE）	37.69	29.34	23.25	19.50

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,110	7,212	8,329	11,165	12,886
应收和预付款项	316	354	374	388	409
存货	4,141	3,864	5,080	4,012	5,215
其他流动资产	239	125	230	212	265
流动资产合计	10,806	11,555	14,013	15,776	18,776
长期股权投资	573	576	670	789	861
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	8,050	7,664	7,268	6,879	6,487
在建工程	58	101	99	117	137
无形资产开发支出	894	1,002	1,034	1,086	1,150
长期待摊费用	2	2	2	2	2
其他非流动资产	11,120	11,885	14,316	16,055	19,038
资产总计	20,698	21,231	23,388	24,928	27,675
短期借款	300	540	540	540	540
应付和预收款项	1,658	1,239	1,841	1,403	1,913
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	4,474	4,674	4,854	5,099	5,342
负债合计	6,432	6,454	7,235	7,042	7,795
股本	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819
资本公积	4,374	4,374	4,374	4,374	4,374
留存收益	6,298	6,717	7,744	8,996	10,475
归母公司股东权益	13,426	13,845	14,872	16,124	17,602
少数股东权益	840	932	1,281	1,762	2,278
股东权益合计	14,266	14,777	16,153	17,886	19,880
负债和股东权益	20,698	21,231	23,388	24,928	27,675

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,718	1,408	1,184	2,913	1,811
投资性现金流	-2,001	-916	-66	-78	-90
融资性现金流	2	-164	0	0	0
现金增加额	-282	328	1,118	2,835	1,722

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,202	14,213	15,196	16,186	17,121
营业成本	8,259	8,865	8,944	9,351	9,770
营业税金及附加	1,153	1,221	1,342	1,411	1,492
销售费用	1,634	1,575	1,672	1,748	1,815
管理费用	1,413	1,620	1,520	1,570	1,627
财务费用	-153	-168	-153	-142	-152
资产减值损失	-90	-58	-90	-71	-76
投资收益	42	43	47	50	52
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	692	1,025	1,672	2,079	2,406
其他非经营损益	3	14	3	-2	-2
利润总额	695	1,039	1,675	2,077	2,404
所得税	146	184	407	436	505
净利润	549	855	1,269	1,641	1,899
少数股东损益	197	210	349	481	515
归母股东净利润	352	645	919	1,160	1,384

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	37.44%	37.63%	41.14%	42.23%	42.94%
销售净利率	2.67%	4.54%	6.05%	7.17%	8.08%
销售收入增长率	10.38%	7.66%	6.92%	6.51%	5.78%
EBIT 增长率	51.54%	57.82%	97.93%	24.69%	16.71%
净利润增长率	54.49%	83.02%	42.62%	26.15%	19.28%
ROE	2.62%	4.66%	6.18%	7.19%	7.86%
ROA	1.70%	3.04%	3.93%	4.65%	5.00%
ROIC	2.71%	4.24%	7.09%	8.36%	8.80%
EPS (X)	0.13	0.23	0.33	0.41	0.49
PE (X)	84.96	37.69	29.34	23.25	19.50
PB (X)	2.23	1.76	1.81	1.67	1.53
PS (X)	2.27	1.71	1.78	1.67	1.58
EV/EBITDA (X)	19.45	11.70	9.55	6.98	5.41

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。