

2024年04月18日
燕京啤酒(000729.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

啤酒

投资评级

买入-A
上调评级

6个月目标价

11.55元

股价(2024-04-17)

9.71元

交易数据

总市值(百万元) 27,368.02

流通市值(百万元) 24,367.83

总股本(百万股) 2,818.54

流通股本(百万股) 2,509.56

12个月价格区间 7.78/13.63元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-----|------|-------|
| 相对收益 | 6.1 | 6.9 | -14.7 |
| 绝对收益 | 6.0 | 17.3 | -28.8 |

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

胡家东

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523070001

hujd@essence.com.cn

相关报告

| | |
|----------------------|------------|
| 利润增速亮眼,看好 U8 放量带来的弹性 | 2023-10-26 |
| U8 带动产品结构升级,盈利改善显著 | 2023-08-23 |
| 盈利改善显著,业绩高增 | 2023-04-21 |
| 子公司减亏显著,盈利加速释放 | 2023-04-18 |
| 利润增速亮眼,看好 U8 放量带来的弹性 | 2022-10-28 |

改革红利加速释放,产品结构持续提升

事件:

公司披露 2023 年年报,全年实现营业收入 142.13 亿元,同比+7.66%;归母净利润 6.45 亿元,同比+83.02%。其中 23Q4 实现营业收入 17.97 亿元,同比-4.41%;归母净利润-3.11 亿元,同比+2.77%。

营销变革持续推进,品牌高端化提速。

收入端,公司持续加大中高端产品布局,坚定推进大单品战略,着力提升中高档产品占比,推动产品结构进一步升级。2023 年度公司实现啤酒销量 394.24 万千升,同比增长 4.57%,增速快于行业增速,其中燕京 U8 销量同比增长超 36%。营业收入创历史新高,实现 142.13 亿元,同比增长 7.66%,啤酒吨营收/吨成本同比+2.81%/2.07%至 3322.45/2030.29 元/千升,中高档/普通产品实现收入 86.8/44.2 亿元,同比+13.3%/-2.3%。2023 年度,公司持续推广燕京 U8、燕京 V10 等产品,焕新升级燕京清爽产品,发力高端产品市场,推出多款高端、超高端新品,搭建全国性产品矩阵。通过产品焕新升级,实现产品竞争力持续提升。U8 大单品维持良好增长,持续放量,助力产品结构优化。

成本和管理优化,盈利能力持续提升。

利润端,2023 年公司推动治理改革,通过持续强化组织建设、完善产销分离运营模式以及实施精细化管理等多项举措。2023 年实现归属于上市公司股东净利润 6.45 亿元,同比增长 83.02%。啤酒毛利率同比+0.45pct 至 38.89%,销售/管理/研发/财务费用率同比-1.29%/+0.70/-0.06/-0.02pct 至 11.08%/11.40%/1.73%/-1.18%,净利率同比+1.9pct 至 4.5%,盈利能力稳步提升。受益于结构升级、生产成本管理、加强弱势企业治理、加大低效资产盘活等多种举措共同作用,公司整体运营效率不断提升,成本及费用率控制下行,共同助推公司盈利弹性释放。

投资建议:

公司借助大单品燕京 U8 的迅速推广放量,产品结构持续优化升级,叠加经营管理效率提升,净利率稳步提升且仍存在较大上升空间,业绩弹性有望持续释放;上调至买入-A 的投资评级,6 个月目标价为 11.55 元,相当于 2024 年 35 倍的动态市盈率。

风险提示:

宏观经济下行、竞争格局恶化、食品安全风险

| (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入 | 13,202.1 | 14,212.9 | 15,650.6 | 16,923.6 | 18,097.2 |
| 净利润 | 352.3 | 644.7 | 934.8 | 1,206.3 | 1,703.2 |
| 每股收益(元) | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.6 |
| 每股净资产(元) | 4.8 | 4.9 | 5.1 | 5.4 | 5.9 |

| 盈利和估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 74.4 | 40.7 | 28.0 | 21.7 | 15.4 |
| 市净率(倍) | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.6 |
| 净利润率 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.6 |
| 净资产收益率 | 2.6% | 4.7% | 6.5% | 7.9% | 10.3% |
| 股息收益率 | 0.9% | 0.0% | 1.3% | 1.6% | 1.6% |
| ROIC | 4.9% | 8.5% | 15.1% | 20.0% | 37.8% |

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

单击或点击此处输入文字。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|------------------|----------|----------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入 | 13,202.1 | 14,212.9 | 15,650.6 | 16,923.6 | 18,097.2 | 成长性 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 8,259.5 | 8,864.9 | 9,418.4 | 9,963.3 | 10,593.8 | 营业收入增长率 | 10.4% | 7.7% | 10.1% | 8.1% | 6.9% |
| 营业税费 | 1,152.7 | 1,220.9 | 1,346.0 | 1,455.4 | 1,556.4 | 营业利润增长率 | 49.7% | 38.0% | 75.3% | 33.1% | 41.5% |
| 销售费用 | 1,633.6 | 1,575.1 | 1,799.8 | 1,692.4 | 1,447.8 | 净利润增长率 | 54.5% | 83.0% | 45.0% | 29.0% | 41.2% |
| 管理费用 | 1,412.8 | 1,619.9 | 1,565.1 | 1,692.4 | 1,628.7 | EBITDA 增长率 | -8.0% | 17.4% | 23.9% | 36.8% | 27.3% |
| 研发费用 | 236.5 | 246.2 | 258.2 | 253.9 | 181.0 | EBIT 增长率 | -14.1% | 66.2% | 60.9% | 67.1% | 47.7% |
| 财务费用 | -153.3 | -168.4 | -168.4 | -109.6 | -169.2 | NOPLAT 增长率 | 104.6% | 65.6% | 68.2% | 41.1% | 40.8% |
| 资产减值损失 | 90.1 | 57.7 | 57.7 | 57.7 | 57.7 | 投资资本增长率 | -5.4% | -4.7% | 6.7% | -25.6% | 10.9% |
| 加: 公允价值变动收益 | - | - | 6.7 | -4.5 | 0.7 | 净资产增长率 | 2.1% | 3.6% | 7.1% | 8.6% | 12.2% |
| 投资和汇兑收益 | 41.7 | 41.7 | 42.6 | 42.6 | 42.6 | | | | | | |
| 营业利润 | 665.0 | 917.9 | 1,609.0 | 2,142.0 | 3,030.2 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | 3.1 | 14.2 | 14.2 | 14.2 | 14.2 | 毛利率 | 37.4% | 37.6% | 39.8% | 41.1% | 41.5% |
| 利润总额 | 694.6 | 1,039.1 | 1,623.2 | 2,156.2 | 3,044.4 | 营业利润率 | 5.0% | 6.5% | 10.3% | 12.7% | 16.7% |
| 减: 所得税 | 145.5 | 184.2 | 287.8 | 382.3 | 539.7 | 净利润率 | 2.7% | 4.5% | 6.0% | 7.1% | 9.4% |
| 净利润 | 352.3 | 644.7 | 934.8 | 1,206.3 | 1,703.2 | EBITDA/营业收入 | 8.3% | 9.0% | 10.1% | 12.8% | 15.3% |
| | | | | | | 运营效率 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产负债表 | | | | | | EBIT/营业收入 | | | | | |
| (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 固定资产周转天数 | 225 | 199 | 169 | 142 | 119 |
| 货币资金 | 6,110.2 | 7,211.7 | 7,225.1 | 10,729.9 | 12,141.7 | 流动营业资本周转天数 | -30 | -33 | -18 | -19 | -18 |
| 交易性金融资产 | - | - | 6.7 | 2.2 | 3.0 | 流动资产周转天数 | 276 | 283 | 287 | 305 | 341 |
| 应收账款 | 366.1 | 241.4 | 395.7 | 323.3 | 436.4 | 应收账款周转天数 | 8 | 8 | 7 | 8 | 8 |
| 应收票据 | 5.5 | 1.8 | 3.1 | 3.9 | 3.5 | 存货周转天数 | 110 | 101 | 108 | 102 | 101 |
| 预付账款 | 121.6 | 147.0 | 172.6 | 149.7 | 191.4 | 总资产周转天数 | 547 | 531 | 501 | 488 | 497 |
| 存货 | 4,141.0 | 3,863.6 | 5,554.8 | 4,003.0 | 6,104.4 | 投资资本周转天数 | 231 | 204 | 187 | 155 | 131 |
| 其他流动资产 | 61.7 | 89.3 | 71.3 | 74.1 | 78.2 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 2.6% | 4.7% | 6.5% | 7.9% | 10.3% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 2.7% | 4.0% | 6.0% | 7.5% | 9.5% |
| 长期股权投资 | 573.5 | 576.0 | 576.0 | 576.0 | 576.0 | ROIC | 4.9% | 8.5% | 15.1% | 20.0% | 37.8% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 8,050.2 | 7,664.4 | 6,990.8 | 6,317.3 | 5,643.7 | 销售费用率 | 12.4% | 11.1% | 11.5% | 10.0% | 8.0% |
| 在建工程 | 58.0 | 101.3 | 101.3 | 101.3 | 101.3 | 管理费用率 | 10.7% | 11.4% | 10.0% | 10.0% | 9.0% |
| 无形资产 | 894.2 | 1,002.2 | 958.9 | 915.6 | 872.4 | 研发费用率 | 1.8% | 1.7% | 1.7% | 1.5% | 1.0% |
| 其他非流动资产 | 312.5 | 332.3 | 308.4 | 316.6 | 318.0 | 财务费用率 | -1.2% | -1.2% | -1.1% | -0.6% | -0.9% |
| 资产总额 | 20,694.5 | 21,230.9 | 22,364.7 | 23,512.9 | 26,470.0 | 四费/营业收入 | 23.7% | 23.0% | 22.1% | 20.9% | 17.1% |
| 短期债务 | 300.0 | 540.1 | - | - | - | 偿债能力 | | | | | |
| 应付账款 | 4,069.2 | 3,799.0 | 4,688.4 | 4,315.5 | 5,192.2 | 资产负债率 | 0.31 | 0.30 | 0.29 | 0.27 | 0.27 |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 负债权益比 | 0.45 | 0.44 | 0.41 | 0.37 | 0.37 |
| 其他流动负债 | 1,862.5 | 1,923.7 | 1,699.2 | 1,828.4 | 1,817.1 | 流动比率 | 1.73 | 1.85 | 2.10 | 2.49 | 2.70 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 速动比率 | 1.07 | 1.23 | 1.23 | 1.84 | 1.83 |
| 其他非流动负债 | 196.9 | 191.0 | 153.1 | 180.4 | 174.8 | 利息保障倍数 | -2.12 | -3.21 | -5.17 | -13.28 | -12.09 |
| 负债总额 | 6,428.6 | 6,453.8 | 6,540.7 | 6,324.3 | 7,184.1 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | 840.2 | 931.9 | 1,332.6 | 1,900.2 | 2,701.7 | DPS(元) | 8.0% | 0.0% | 12.5% | 14.5% | 14.5% |
| 股本 | 2,818.5 | 2,818.5 | 2,818.5 | 2,818.5 | 2,818.5 | | | | | | |
| 留存收益 | 10,672.2 | 11,091.7 | 11,672.9 | 12,469.8 | 13,765.6 | | | | | | |
| 股东权益 | 14,265.9 | 14,777.1 | 15,824.0 | 17,188.6 | 19,285.9 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 股息收益率 | 0.01 | - | 0.01 | 0.02 | 0.02 |
| 净利润 | 549.1 | 854.9 | 934.8 | 1,206.3 | 1,703.2 | 业绩和估值指标 | 2,022.00 | 2,023.00 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 加: 折旧和摊销 | 719.3 | 699.0 | 716.9 | 716.9 | 716.9 | EPS(元) | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.6 |
| 资产减值准备 | 90.1 | 57.7 | - | - | - | BVPS(元) | 4.8 | 4.9 | 5.1 | 5.4 | 5.9 |
| 公允价值变动损失 | - | - | 6.7 | -4.5 | 0.7 | PE(X) | 74.4 | 40.7 | 28.0 | 21.7 | 15.4 |
| 财务费用 | 22.4 | -115.5 | -168.4 | -109.6 | -169.2 | PB(X) | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.6 |
| 投资收益 | -41.7 | -42.6 | -42.6 | -42.6 | -42.6 | P/FCF | 23.4 | 20.9 | -226.3 | 7.8 | 25.7 |
| 少数股东损益 | 196.8 | 210.2 | 400.6 | 567.7 | 801.5 | P/S | 198.5% | 184.4% | 167.5% | 154.9% | 144.8% |
| 营运资金的变动 | 529.5 | 24.8 | -1,215.9 | 1,420.7 | -1,398.7 | EV/EBITDA | 22.7 | 14.3 | 12.7 | 7.9 | 6.0 |
| 经营活动产生现金流量 | 1,717.9 | 1,407.9 | 632.1 | 3,754.9 | 1,611.7 | CAGR(%) | 0.5 | 0.4 | 0.7 | 0.5 | 0.4 |
| 投资活动产生现金流量 | -2,001.0 | -915.9 | 29.1 | 51.6 | 41.1 | PEG | 1.6 | 0.9 | 0.4 | 0.5 | 0.4 |
| 融资活动产生现金流量 | 1.6 | -164.0 | -647.8 | -301.7 | -241.1 | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034