

燕京啤酒 (000729)

2023 年报点评: 业绩符合预期, 改革成效显著

买入 (维持)

2024 年 04 月 19 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 李昱哲

执业证书: S0600522090007

liyzzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	13,202	14,213	15,424	16,535	17,435
同比 (%)	10.38	7.66	8.52	7.20	5.44
归母净利润 (百万元)	352.26	644.71	899.83	1,170.95	1,427.03
同比 (%)	54.49	83.02	39.57	30.13	21.87
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.12	0.23	0.32	0.42	0.51
P/E (现价&最新摊薄)	78.09	42.67	30.57	23.49	19.28

关键词: #业绩符合预期 #产品结构变动带来利润率上升 #成本下降

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年报, 全年实现营收 142.1 亿元 (yoy+7.7%), 归母净利润 6.4 亿元 (yoy+83.0%), 扣非归母净利润 5.0 亿元 (yoy+84.2%), 非经常性损益波动主要为政府补助增加所致。23Q4 单季度营收 18.0 亿元 (yoy-4.4%), 归母净利润为-3.1 亿元 (上年同期为-3.2 亿元), 扣非归母净利润-3.7 亿元 (上年同期为-3.6 亿元), 公司业绩高于此前预告中枢, 减亏收效显著。
- **啤酒业务量价齐增, U8 保持高增长。** 2023 年公司啤酒业务收入同比增长 7.5%, 其中吨价同增 2.8% 至 3,322 元; 销量达 394 万千升, 同增 4.6%, 大单品 U8 同比增长超 36%, 销量达 53 万千升。分结构看, 2023 年公司中高端产品收入同比增长 13.3%, 收入占比啤酒整体达 66.3% (yoy+3.4pct), 毛利率 43.9% (yoy-1.9pct); 普通产品收入同增-2.3%, 毛利率 29.0% (yoy+3.0pct)。2023Q4 单季公司销量因淡季现饮市场需求走弱同比-2.4%, 预计吨价-2%, 预计 U8 延续良好增长势头。分区域看, 2023 年公司主力市场华北地区收入同比增长 7.5%, 华南/华东/华中地区收入分别+6.8%/35.6%/-10.5%, 全年经销商数量达 8,534 家 (同比 2022 年净增 261 家)。
- **改革成效持续兑现, 盈利表现亮眼。** 2023 年公司整体毛利率达 37.6% (yoy+0.2pct), 全年销售/管理/研发三项费用率分别同比-1.3/+0.7/-0.1pct。公司优化持续, 2023 年员工数量为 21,405 人 (同比减少 2,303 人), 辞退福利增加 1.38 亿元, 相关一次性费用增加致管理费用率同比提升。分子公司看, 桂林漓泉/福建惠泉收入同比增长 6.2%/持平, 净利率分别增长 2.9pct/1.4pct。2023 年公司整体净利润 8.55 亿元, 其中漓泉 & 惠泉净利润 7.41 亿, 其他子公司近年来首次转盈, 实现净利润 1.14 亿元。2023 年公司整体所得税率 17.7% (yoy-3.2pct), 减亏成效显著, 2023 年公司归母净利率达 4.5% (yoy+1.9pct)。
- **盈利预测与投资评级:** 展望 2024 年, 我们预计 U8 大单品保持良好增长, 燕京 V10、漓泉 1998、鲜啤 2022、新雪鹿等多元大单品矩阵带动公司量价齐升。公司将进一步推动产研销改革, 优化供应链, 改革减亏成效有望持续兑现。我们维持公司 2024-26 年归母净利润预测 9.0/11.7/14.3 亿元 (2024-26 年归母净利润增速为 40%/30%/22%, 对应净利率分别为 5.8%/7.1%/8.2%), 最新收盘价对应 2024-2026 年 PE 为 31/23/19 倍, 看好公司长期成长性, 盈利能力仍有较大提升空间, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧, 现饮场景复苏不及预期, 改革成效不及预期, 食品安全, 原材料成本波动。

股价走势



市场数据

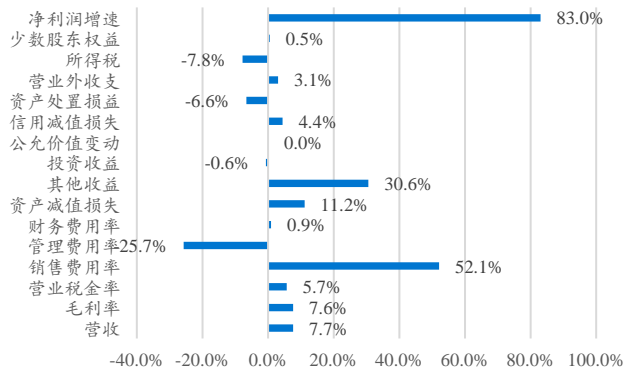
收盘价(元)	9.77
一年最低/最高价	7.59/13.75
市净率(倍)	1.99
流通 A 股市值(百万元)	24,518.40
总市值(百万元)	27,537.13

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.91
资产负债率(%,LF)	30.40
总股本(百万股)	2,818.54
流通 A 股(百万股)	2,509.56

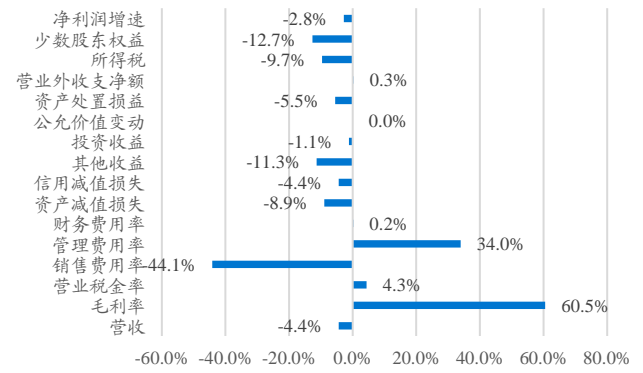
相关研究

图1: 燕京啤酒 2023 全年归母净利润增速贡献拆分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 燕京啤酒 2023Q4 归母净利润增速贡献拆分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

燕京啤酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,555	11,489	13,103	14,587	营业总收入	14,213	15,424	16,535	17,435
货币资金及交易性金融资产	7,212	6,821	8,162	9,422	营业成本(含金融类)	8,865	9,392	9,935	10,391
经营性应收款项	355	357	381	399	税金及附加	1,221	1,296	1,356	1,395
存货	3,864	4,174	4,416	4,618	销售费用	1,575	1,697	1,736	1,744
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,620	1,620	1,620	1,621
其他流动资产	125	137	145	147	研发费用	246	270	289	305
非流动资产	9,676	10,013	10,154	10,284	财务费用	(168)	(194)	(182)	(221)
长期股权投资	576	606	636	666	加:其他收益	160	50	50	50
固定资产及使用权资产	7,668	7,736	7,658	7,604	投资净收益	43	50	50	50
在建工程	101	271	390	473	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,002	1,072	1,142	1,212	减值损失	(56)	(1)	(1)	(7)
商誉	81	81	81	81	资产处置收益	24	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	1,025	1,444	1,879	2,292
其他非流动资产	246	246	246	246	营业外净收支	14	2	2	0
资产总计	21,231	21,502	23,257	24,871	利润总额	1,039	1,446	1,881	2,292
流动负债	6,263	6,724	7,101	7,460	减:所得税	184	246	320	390
短期借款及一年内到期的非流动负债	541	541	541	591	净利润	855	1,200	1,561	1,903
经营性应付款项	1,239	1,305	1,380	1,443	减:少数股东损益	210	300	390	476
合同负债	1,384	1,465	1,571	1,656	归属母公司净利润	645	900	1,171	1,427
其他流动负债	3,098	3,413	3,609	3,770	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.23	0.32	0.42	0.51
非流动负债	191	211	231	231	EBIT	790	1,251	1,699	2,071
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,509	1,773	2,217	2,648
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.63	39.11	39.91	40.40
租赁负债	3	23	43	43	归母净利率(%)	4.54	5.83	7.08	8.18
其他非流动负债	188	188	188	188	收入增长率(%)	7.66	8.52	7.20	5.44
负债合计	6,454	6,935	7,332	7,691	归母净利润增长率(%)	83.02	39.57	30.13	21.87
归属母公司股东权益	13,845	13,335	14,303	15,082					
少数股东权益	932	1,232	1,622	2,098					
所有者权益合计	14,777	14,567	15,925	17,179					
负债和股东权益	21,231	21,502	23,257	24,871					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,408	1,829	2,156	2,546	每股净资产(元)	4.91	4.73	5.07	5.35
投资活动现金流	(916)	(808)	(608)	(664)	最新发行在外股份(百万股)	2,819	2,819	2,819	2,819
筹资活动现金流	(164)	(452)	(588)	(687)	ROIC(%)	4.35	6.82	8.91	10.02
现金净增加额	328	569	960	1,194	ROE-摊薄(%)	4.66	6.75	8.19	9.46
折旧和摊销	719	522	518	577	资产负债率(%)	30.40	32.25	31.53	30.93
资本开支	(484)	(828)	(628)	(630)	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.67	30.57	23.49	19.28
营运资本变动	(2)	136	104	85	P/B(现价)	1.99	2.06	1.92	1.82

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>