

燕京啤酒 (000729.SZ) / 饮料制造

证券研究报告/公司点评

2024年4月16日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 9.57

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师: 熊欣慰

执业证书编号: S0740519080002

Email: xiongxiw@zts.com.cn

分析师: 晏诗雨

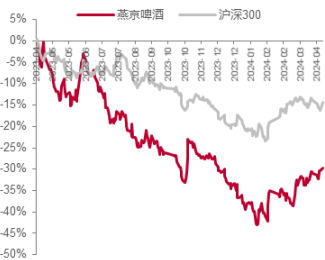
执业证书编号: S0740523070003

Email: yansy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,819
流通股本(百万股)	2,510
市价(元)	9.57
市值(百万元)	26,973
流通市值(百万元)	24,016

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 燕京啤酒(603317.SH)_点评报告: 业绩超预期, 降本增效成果初显
- 2 燕京啤酒(603317.SH)_点评报告: 吨酒营收环比加速, 降本增效持续推进
- 3 燕京啤酒(603317.SH)_点评报告: 坚守大单品放量逻辑, Q2 利润池市场修复可期

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,202	14,213	15,229	16,416	17,122
增长率 yoy%	10%	8%	7%	8%	4%
净利润(百万元)	352	645	927	1,275	1,565
增长率 yoy%	55%	83%	44%	38%	23%
每股收益(元)	0.12	0.23	0.33	0.45	0.56
每股现金流量	0.61	0.50	0.57	0.71	0.82
净资产收益率	2%	4%	6%	8%	8%
P/E	76.6	41.8	29.1	21.2	17.2
P/B	2.0	1.9	1.9	1.7	1.6

备注: 股价选取自 2024 年 4 月 15 日收盘价

投资要点

- **事件:** 2023 年公司实现收入 142.13 亿元, 同比增长 7.66%; 实现归母净利润 6.45 亿元, 同比增长 83.02%; 实现扣非后归母净利润 5.00 亿元, 同比增长 84.23%。2023Q4 公司实现收入 17.97 亿元, 同比增长-4.41%; 实现归母净利润-3.11 亿元, 去年同期为-3.20 亿元; 实现扣非后归母净利润-3.66 亿元, 去年同期为-3.58 亿元。
- **大单品 U8 持续高增, 人员数量持续优化。**2023 年公司实现啤酒收入 130.98 亿元, 同比增长 7.51%; 实现啤酒销量 394.24 万千升, 同比增长 4.57%; 吨酒收入同比提升 2.82%至 3322 元/千升。2023 年公司中高档收入为 86.79 亿元, 同比增长 13.32%, 毛利率下降 1.89 个 pct; 普通档收入为 44.20 亿元, 同比增长-2.33%, 毛利率提升 3.04 个 pct。2023 年大单品燕京 U8 销量同比增长超过 36%。2023 年公司吨酒成本同比增长 2.07%, 其中吨酒直接材料、吨酒燃料、吨酒人工、吨酒制造费用分别+5.00%、-1.10%、-18.01%、+10.99%。吨酒人工成本大幅下降主要系公司持续推进定岗定编, 2023 年公司人员减少 2303 人, 其中生产人员减少 1798 人。2023 年公司啤酒毛利率同比提升 0.45 个 pct 至 38.89%。2023 年公司销售、管理费用率同比分别-1.29、+0.70 个 pct, 其他收益/收入提升 0.76 个 pct, 推动归母净利率提升 1.87 个 pct。漓泉子公司全年收入增长 6.25%至 40.65 亿元, 净利润增长 28.38%至 6.92 亿元, 漓泉的净利率提升 2.93 个 pct。
- **Q4 需求疲软, 管理费用率大幅上升。**2023Q4 公司销量为 51.15 万千升, 同比下降 2.37%; 收入下降 4.41%, 吨酒营收下降 2.09%。四季度吨酒成本上升 8.94%, 导致毛利率下降 10.79 个 pct。2023H2 公司中高档收入为 41.01 亿元, 同比增长 13.90%, 毛利率下降 3.37 个 pct; 普通档收入为 19.37 亿元, 同比增长-9.30%, 毛利率提升 3.49 个 pct。2023Q4 公司销售、管理费用率同比分别-7.86、+7.43 个 pct, 归母净利率下降 0.29 个 pct。漓泉子公司 2023H2 收入下滑 2.65%至 20.31 亿元, 净利润增长 23.91%至 3.82 亿元, 漓泉净利率提升 4.03 个 pct。
- **盈利预测:** 燕京啤酒是区域啤酒龙头, 新董事长上任后, 公司加速改革, 追赶行业龙头, 吨酒收入和盈利能力具备显著提升空间。燕京 U8 大单品实现强劲增长, 推动均价提升从而驱动利润弹性释放, 且中高端产品矩阵日益丰富, 有望持续承接向上升级。公司内部通过产能优化等措施实现降本增效, 扭转子公司亏损。2023 年公司重点推进卓越管理体系建设, 短期带来成本上升, 但利好中长期管理效率提升。根据公司年报, 我们微调盈利预测, 预计公司 2024-2026 年收入分别为 152.29、164.16、171.22 亿元 (2024-2025 年原值为 157.42、168.82), 归母净利润分别为 9.27、12.75、15.65 亿元 (2024-2025 年原值为 9.67、12.30), EPS 分别为 0.

33、0.45、0.56 元，对应 PE 为 29.1 倍、21.2 倍、17.2 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示事件:** 全球经济增速放缓; 食品安全风险; 因不可抗要素带来销量的下滑; 市场竞争恶化带来超预期促销活动; 研报信息更新不及时的风险

图表 1：燕京啤酒三大财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,212	7,906	9,537	11,476	营业收入	14,213	15,229	16,416	17,122
应收票据	2	2	2	2	营业成本	8,865	9,109	9,488	9,714
应收账款	205	250	260	266	税金及附加	1,221	1,278	1,328	1,351
预付账款	147	151	157	161	销售费用	1,575	1,675	1,806	1,798
存货	3,864	3,970	4,135	4,234	管理费用	1,620	1,706	1,806	1,849
合同资产	0	0	0	0	研发费用	246	264	284	297
其他流动资产	125	134	145	151	财务费用	-168	-168	-168	-168
流动资产合计	11,555	12,413	14,235	16,291	信用减值损失	2	2	2	2
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-58	-60	-60	-60
长期股权投资	576	576	576	576	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	7,664	7,326	7,016	6,732	投资收益	43	40	40	40
在建工程	101	101	101	101	其他收益	160	50	50	50
无形资产	1,002	962	924	888	营业利润	1,025	1,398	1,904	2,313
其他非流动资产	332	332	332	331	营业外收入	19	20	20	20
非流动资产合计	9,676	9,298	8,949	8,628	营业外支出	5	5	5	5
资产合计	21,231	21,711	23,184	24,919	利润总额	1,039	1,413	1,919	2,328
短期借款	540	0	0	0	所得税	184	254	345	419
应付票据	0	0	0	0	净利润	855	1,159	1,574	1,909
应付账款	1,239	1,273	1,326	1,358	少数股东损益	210	232	299	344
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	645	927	1,275	1,565
合同负债	1,384	1,483	1,599	1,668	NOPLAT	716	1,021	1,436	1,771
其他应付款	2,560	2,560	2,560	2,560	EPS（按最新股本摊薄）	0.23	0.33	0.45	0.56
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	538	548	562	569	主要财务比率				
流动负债合计	6,263	5,866	6,048	6,155	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	7.7%	7.1%	7.8%	4.3%
其他非流动负债	191	191	191	191	EBIT增长率	60.9%	43.0%	40.6%	23.3%
非流动负债合计	191	191	191	191	归母公司净利润增长率	83.0%	43.8%	37.5%	22.8%
负债合计	6,454	6,057	6,239	6,346	获利能力				
归属母公司所有者权益	13,845	14,490	15,483	16,766	毛利率	37.6%	40.2%	42.2%	43.3%
少数股东权益	932	1,164	1,463	1,806	净利率	6.0%	7.6%	9.6%	11.1%
所有者权益合计	14,777	15,654	16,946	18,573	ROE	4.4%	5.9%	7.5%	8.4%
负债和股东权益	21,231	21,711	23,184	24,919	ROIC	5.9%	8.2%	10.7%	12.0%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	30.4%	27.9%	26.9%	25.5%
					债务权益比	5.0%	1.2%	1.1%	1.0%
					流动比率	1.8	2.1	2.4	2.6
					速动比率	1.2	1.4	1.7	2.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
					应收账款周转天数	5	5	6	6
					应付账款周转天数	59	50	49	50
					存货周转天数	163	155	154	155
					每股指标（元）				
					每股收益	0.23	0.33	0.45	0.56
					每股经营现金流	0.50	0.57	0.71	0.82
					每股净资产	4.91	5.14	5.49	5.95
					估值比率				
					P/E	41.8	29.1	21.2	17.2
					P/B	2	2	2	2

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。