

燕京啤酒 (000729.SZ) / 饮料制造

证券研究报告/公司点评

2023年05月17日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 11.91

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊欣慰

执业证书编号: S0740519080002

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

研究助理: 晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.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)	11.91
市值(百万元)	33,569
流通市值(百万元)	29,889

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: 销量增长强劲, 毛利率提升显著
- 2 燕京啤酒 (603317.SH)_点评报告: 高端化稳步推进, 降本增效成效显著
- 3 燕京啤酒 (603317.SH)_点评报告: 一季度实现开门红, 改革成果加速兑现

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,961	13,202	14,724	16,088	17,447
增长率 yoy%	9%	10%	12%	9%	8%
净利润(百万元)	228	352	585	926	1,225
增长率 yoy%	16%	55%	66%	58%	32%
每股收益(元)	0.08	0.12	0.21	0.33	0.43
每股现金流量	0.58	0.61	0.43	0.59	0.70
净资产收益率	2%	2%	4%	6%	8%
P/E	147.2	95.3	57.4	36.3	27.4
P/B	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3

备注: 股价选取自 2023 年 5 月 16 日收盘价

投资要点

- 大单品逻辑持续演绎, 高端化进程稳步推进。** 高端化是啤酒行业的核心投资逻辑, 其中具备中高端大单品放量的个股更是具备显著的 α 属性。燕京 U8 作为定位次高端价格带的产品, 保持了快速增长趋势, 在 8-10 元价格带的领先优势愈发明显。随着行业升级, 中期维度次高端价格带将成为主流, 燕京 U8 的体量有望向青岛经典、雪花勇闯天涯等当前主流价格带的大单品看齐, 中长期天花板有望打开。2023Q1 燕京 U8 的销量仍延续了 2022 年的强劲增长, 尽管 4 月受天气、库存等因素影响略有波动, 但年初至今预计仍保持了接近目标增速的水平。二季度公司在维持 U8 餐饮强势渠道的基础上, 加强流通渠道的终端覆盖, 公司也全面开启了旺季营销。同时, 2022 年 U8 进度前高后低, 今年下半年 U8 基数相对较低。我们预计 U8 有望加速增长, 尤其是下半年表现值得期待, 全年目标达成可期。U8 之下, 今年公司积极推动鲜啤 2022 的全国化, 对主流价格带的老鲜啤等产品进行优化, 有望实现大体量的升级转移; U8 之上, 公司继续培育 V10 白啤等高端产品, 不断丰富产品矩阵, 提升综合竞争力。
- 2022Q2 广西市场受损明显, 2023Q2 有望强劲修复。** 2022Q2 由于疫情、天气、竞争等多方面因素影响, 广西漓泉子公司基本面承压明显。2022H1 漓泉子公司收入同比下降 12%, 净利润同比下降 31%, 且下降主要集中在 Q2, 单季度下滑幅度大于上半年。今年以来漓泉子公司的经营稳步推进, 2023Q1 实现良性增长, 4 月低基数下预计实现强劲反弹, 整个 Q2 低基数下有望实现强劲复苏。漓泉作为燕京啤酒最优秀的子公司, 贡献了公司的主要利润, 有望带动二季度上市公司利润弹性大幅释放。
- 盈利预测:** 燕京啤酒是区域啤酒龙头, 新董事长上任后, 公司有望加速改革, 追赶行业脚步, 吨酒收入和盈利能力具备显著提升空间。2022 年燕京 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 年成本端压力减缓, 包材价格持续回落, 有望逐季兑现到报表端。大麦价格上涨, 但全年基本锁定, 2024 年大麦或存在较大回落空间。我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 147.24、160.88、174.47 亿元, 归母净利润分别为 5.85、9.26、12.25 亿元, EPS 分别为 0.21、0.33、0.43 元, 对应 PE 为 57 倍、36 倍、27 倍, 维持“买入”评级, 建议积极关注股价回调后的布局机会。
- 风险提示事件:** 全球疫情反复及全球经济增速放缓; 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

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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,110	6,341	7,330	8,610	营业收入	13,202	14,724	16,088	17,447
应收票据	6	6	7	7	营业成本	8,259	8,839	9,175	9,582
应收账款	189	228	244	261	税金及附加	1,153	1,222	1,287	1,361
预付账款	122	130	135	141	销售费用	1,634	1,914	2,172	2,443
存货	4,141	4,432	4,600	4,804	管理费用	1,413	1,576	1,722	1,867
合同资产	0	0	0	0	研发费用	236	264	288	312
其他流动资产	239	267	291	316	财务费用	-153	-148	-148	-148
流动资产合计	10,806	11,404	12,607	14,140	信用减值损失	-13	-2	-2	-2
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-90	-80	-80	-80
长期股权投资	573	573	573	573	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	8,050	7,681	7,343	7,033	投资收益	42	40	40	40
在建工程	58	58	58	58	其他收益	48	50	50	50
无形资产	894	859	826	795	营业利润	692	1,065	1,601	2,038
其他非流动资产	313	313	314	315	营业外收入	5	5	5	5
非流动资产合计	9,888	9,486	9,115	8,774	营业外支出	2	2	2	2
资产合计	20,695	20,889	21,722	22,914	利润总额	695	1,068	1,604	2,041
短期借款	300	0	0	0	所得税	146	288	417	510
应付票据	0	0	0	0	净利润	549	780	1,187	1,531
应付账款	1,658	1,774	1,842	1,923	少数股东损益	197	195	261	306
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	352	585	926	1,225
合同负债	1,212	1,352	1,477	1,602	NOPLAT	428	672	1,077	1,420
其他应付款	2,411	2,411	2,411	2,411	EPS (按最新股本摊薄)	0.12	0.21	0.33	0.43
一年内到期的非流动负债	21	21	21	21					
其他流动负债	629	652	669	687	主要财务比率				
流动负债合计	6,232	6,211	6,420	6,645	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
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	10.4%	11.5%	9.3%	8.4%
其他非流动负债	197	197	197	197	EBIT增长率	66.2%	69.9%	58.2%	30.1%
非流动负债合计	197	197	197	197	归母公司净利润增长率	54.5%	66.0%	58.3%	32.3%
负债合计	6,429	6,408	6,617	6,842	获利能力				
归属母公司所有者权益	13,426	13,447	13,809	14,470	毛利率	37.4%	40.0%	43.0%	45.1%
少数股东权益	840	1,035	1,296	1,602	净利率	4.2%	5.3%	7.4%	8.8%
所有者权益合计	14,266	14,482	15,105	16,072	ROE	2.5%	4.0%	6.1%	7.6%
负债和股东权益	20,695	20,889	21,722	22,914	ROIC	3.9%	6.6%	10.0%	12.3%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	31.1%	30.7%	30.5%	29.9%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	债务权益比	3.6%	1.5%	1.4%	1.4%
经营活动现金流	1,718	1,218	1,676	1,967	流动比率	1.7	1.8	2.0	2.1
现金收益	1,115	1,349	1,724	2,038	速动比率	1.1	1.1	1.2	1.4
存货影响	-230	-291	-168	-204	营运能力				
经营性应收影响	114	31	59	56	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
经营性应付影响	520	116	67	82	应收账款周转天数	5	5	5	5
其他影响	198	12	-5	-5	应付账款周转天数	67	70	71	71
投资活动现金流	-2,001	-271	-271	-271	存货周转天数	175	175	177	177
资本支出	-355	-314	-314	-314	每股指标 (元)				
股权投资	-263	0	0	0	每股收益	0.12	0.21	0.33	0.43
其他长期资产变化	-1,383	43	43	43	每股经营现金流	0.61	0.43	0.59	0.70
融资活动现金流	2	-716	-416	-416	每股净资产	4.76	4.77	4.90	5.13
借款增加	300	-300	0	0	估值比率				
股利及利息支付	-275	-1,268	-1,919	-2,470	P/E	95	57	36	27
股东融资	0	0	0	0	P/B	3	2	2	2
其他影响	-23	852	1,503	2,054					

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。