



# 百尺竿头更进一步

——燕京啤酒（000729.SZ）业绩点评

食品饮料/非白酒

## 事件：

近期，公司相继发布了22年年报及23年1季报，22全年实现营收132亿元（同比+10.4%），实现归母净利润3.5亿元（同比+54.5%），实现扣非归母净利润2.7亿元（同比+58.3%）；22Q4单季度实现营收18.8亿元（同比+19.4%），实现归母净利润-3.2亿元（同比-4.5%），实现扣非归母净利润-3.6亿元，较上年同期减亏0.15亿元，22年业绩符合公司此前的业绩预告。23Q1公司实现营收35.3亿元（同比+13.7%），实现归母净利润0.65亿元（同比+73.7倍）。

## 投资摘要：

**不利环境下，量价齐升推动收入增长，产品结构高端化仍在持续。**公司啤酒业务22年实现收入121.8亿元（同比+8.9%），其中Q4营收18.8亿元（同比+19.4%）。全年拆分来看：销量377万千升（同比+4.1%），吨价3231元（同比+4.6%）。在面临不利的外部环境下，公司仍实现量价齐升，拉动收入增长。产品结构进一步优化，中高档产品营收+13.8%至76.6亿元，普通产品营收+1.5%至45.3亿元。公司近年来的营收增长主要来自中高档产品放量带来的驱动，中高档产品占比进一步提升至62.9%。

**原辅材价格上涨，成本上行致毛利率降1pct。**22年公司啤酒业务毛利率38.4%，同比降低约0.5pct，其他业务毛利率下滑5.9pct但规模较小。公司整体毛利率下滑约1pct。啤酒毛利率下滑主要是由于原材料/包材/燃料动力的上涨，对应推算吨酒消耗价值分别+17.2%/+5.5%/+2.2%。原材料和包材在成本的占比分别提升至31%/33%。4季度是啤酒销售淡季，22Q4公司毛利0.8亿元，在不利的的外部环境下下滑60.9%。

**期间费用率降低，带动公司净利率提升。**尽管公司毛利率下降，但公司对期间费用加强管控，销售/管理/研发/财务费用率分别-0.7pct/-1.3pct/不变/-0.2pct，整体带动公司的营业利润率+1.6pct，净利率率（归母口径）+0.8pct。单22Q4来看，公司期间费用率大幅降低18.6pct至8.5%，为近年来历史最低，主要是销售/管理费用率分别减少11.3pct/8.7pct。预计主要因为Q4受外部条件所限，部分生产经营及销售活动停止，相应的费用大幅减少。

**渠道方面，传统渠道稳中有升，电商、KA渠道发力增长。**22年公司传统/KA/电商3大渠道收入占比分别为94%/4%/2%，未有明显变化，营收增速分别为7.7%/19.9%/66%，毛利增速分别为8.2%/-10.9%/16.7%，可以看到公司在突破KA和电商渠道的过程中，暂时让渡了部分利润予渠道。毛利率水平也说明了这一判断，3大渠道毛利率分别为38.9%/34.5%/25.5%，但是KA和电商渠道毛利率分别+11.9pct/+10.8pct，表现出很强的利润提升能力，传统渠道的毛利率亦小幅提升0.2pct。经销商数量全年-464家，单经销商的收入贡献进一步提升。

**23Q1量增驱动收入增长。**23Q1公司营收+13.7%，财报口径来看主要来自量的增长而非产品提价。当期啤酒销量96.31万千升（+12.8%），推算吨价3661元（+0.8%）。这与我们草根调研中发现的U8放量相悖，我们判断可能由于公司在23Q1部分区域面临外部不利环境时，延续了较大的销售折扣。**成本控制带动利润率提升，我们的具体判断及依据如下：精益生产+包材成本优化提振了毛利率：**23Q1的吨酒收入+0.8%，吨酒成本-2.6%，带动吨酒毛利同比+7.4%，毛利率+2.2pct至36.8%。**公司整体效率提升，费用投放优化：**期间费用率-0.9pct至25.2%，主要来自管理费用率-1.3pct（降至12%），而销售费用率略升0.6pct。相比公司竞争对手青啤、重啤，我们认为公司管理费用率可能仍有5pct以上的降低空间。净利率/扣非净利率分别+1.8pct/+2.4pct。叠加22Q1归母净利润的较低基数，23Q1归

评级

增持

2023年04月21日

汪冰洁

分析师

SAC执业证书编号：S1660522030003

张弛

研究助理

SAC执业证书编号：S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

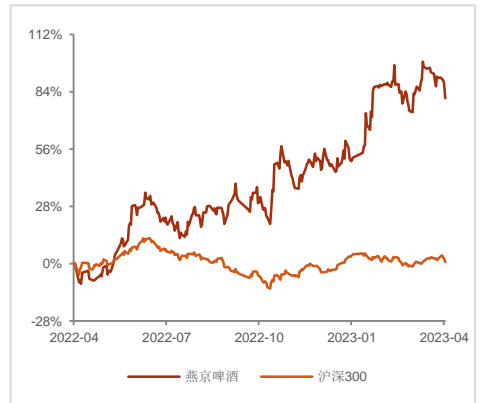
17621838100

## 交易数据

时间 2023.4.21

总市值/流通市值（亿元）	363.87/323.98
总股本（万股）	281,853.93
资产负债率（%）	35.82
每股净资产（元）	4.79
收盘价（元）	12.91
一年内最低价/最高价（元）	14.48/6.24

## 公司股价表现走势图



资料来源：ifind，申港证券研究所

母净利润实现约 73.7 倍的增长，达到 0.65 亿元，扣非净利润同比扭亏为盈，达到 0.56 亿元。

**短期货折冲刺激量增，中期关注盈利释放。**公司 23Q1 业绩表现出的量增大于价增，我们判断属于短期状态，主要是改革及推新初期为了迅速提升铺市率的促销策略。随着 U8 等大单品销量增长，公司中高端产品占比进一步提升，公司的吨价有望明显增长，叠加精益生产、管理水平提高等带来的成本、费用优化，公司利润有望在中期得到持续的增长。

**投资建议：百尺竿头更进一步。**我们认为公司改革释放了强大的活力，未来收入将维持增长，而净利率水平有望趋近于 10% 左右的行业水平。我们预计公司 2023-2025 年的营收分别为 146.5 亿元、159 亿元和 171.9 亿元，对应同比增长 11%、8.6%、8.1%，归母净利润分别为 6.5 亿元、9 亿元和 11.4 亿元，对应同比增长 83.7%、39.6%、26.1%，EPS 分别为 0.23 元、0.32 元和 0.4 元，对应报告日最新收盘价的 PE 分别为 56.2 倍、40.3 倍和 32 倍。尽管公司的估值高于行业平均水平，但我们认为公司当前净利率水平较低，国企改革释放出的强大动力、产品矩阵高端化、管理水平提升及降本增效等会带来利润率水平的提升，且该因素在 22 年业绩已经初步体现，因此应当给予高于行业平均的估值水平，或将目光看得更加长远一些来考虑估值。在此基础上，我们对对应公司的 23 年预测净利润，给予 65 倍 PE 的合理估值，对应目标价格 14.92 元，对该公司给予“增持”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、新产品推广不及预期、原材料价格上涨。

### 财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11,960.9	13,202.07	14,650.09	15,902.73	17,186.49
增长率 (%)	9.45%	10.38%	10.97%	8.55%	8.07%
归母净利润 (百万元)	228.01	352.29	647.01	903.12	1,138.87
增长率 (%)	15.82%	54.51%	83.66%	39.58%	26.10%
净资产收益率 (%)	1.70%	2.62%	5.20%	7.01%	8.46%
每股收益(元)	0.08	0.13	0.23	0.32	0.40
PE	159.38	103.28	56.24	40.29	31.95
PB	2.71	2.71	2.93	2.82	2.70

资料来源: ifind、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11961	13202	14650	15903	17186	流动资产合计	9418	10806	11083	11969	12908				
营业成本	7363	8259	9164	9854	10626	货币资金	5059	6110	6049	6566	7096				
营业税金及附加	1096	1153	1235	1309	1398	应收账款	191	189	60	65	71				
营业费用	1559	1634	1740	1809	1869	其他应收款	24	178	197	214	231				
管理费用	1438	1413	1319	1272	1203	预付款项	149	122	122	122	122				
研发费用	209	236	262	285	308	存货	3911	4141	4594	4940	5327				
财务费用	-119	-153	-164	-162	-186	其他流动资产	61	62	62	62	62				
资产减值损失	64	90	80	79	79	非流动资产合计	10002	9888	10075	10252	10267				
信用减值损失	4	13	1	1	2	长期股权投资	311	573	573	573	573				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	固定资产	8445	8050	7951	7928	7898				
投资净收益	36	42	39	39	39	无形资产	878	894	939	986	1035				
营业利润	435	692	1215	1656	2089	商誉	123	81	81	81	81				
营业外收入	20	5	0	0	0	其他非流动资产	134	172	172	172	172				
营业外支出	10	2	0	0	0	资产总计	19420	20695	21159	22221	23175				
利润总额	445	695	1215	1656	2089	流动负债合计	5376	6232	7294	7324	6996				
所得税	152	146	207	248	313	短期借款	0	300	1131	1018	531				
净利润	293	549	1009	1408	1775	应付账款	1394	1658	1814	1951	2103				
少数股东损益	65	197	362	505	636	预收账款	1176	1212	1212	1212	1212				
归属母公司净利润	228	352	647	903	1139	一年内到期的非流动负债	21	21	21	21	21				
EBITDA	1907	2122	1400	1855	2273	非流动负债合计	71	197	291	367	444				
EPS (元)	0.08	0.13	0.23	0.32	0.40	长期借款	0	0	0	0	0				
主要财务比率						应付债券	0	0	0	0	0				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	负债合计	5448	6429	7585	7691	7440				
成长能力						少数股东权益	564	840	1202	1706	2343				
营业收入增长	9.45%	10.38%	10.97%	8.55%	8.07%	实收资本(或股本)	2819	2819	2819	2819	2819				
营业利润增长	-8.90%	59.11%	75.71%	36.30%	26.10%	资本公积	4597	4374	3206	3206	3206				
归属于母公司净利润增长	83.66%	39.58%	83.66%	39.58%	26.10%	未分配利润	3796	3974	4103	4282	4507				
获利能力						归属母公司股东权益合计	13409	13426	12437	12889	13458				
毛利率(%)	38.44%	37.44%	37.45%	38.04%	38.17%	负债和所有者权益	19420	20695	21159	22221	23175				
净利率(%)	2.45%	4.16%	6.88%	8.85%	10.33%										
总资产净利润率(%)	1.17%	1.70%	3.06%	4.06%	4.91%	现金流量表									
ROE(%)	1.70%	2.62%	5.20%	7.01%	8.46%		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E				
偿债能力						经营活动现金流	1625	1718	1125	1422	1750				
资产负债率(%)	28%	31%	36%	35%	32%	净利润	293	549	1009	1408	1775				
流动比率						折旧摊销	1590.86	1583.42	0.00	267.75	271.58				
速动比率						财务费用	-119	-153	-164	-162	-186				
营运能力						应收账款减少	0	0	128	-5	-5				
总资产周转率	0.63	0.66	0.70	0.73	0.76	预收账款增加	0	0	0	0	0				
应收账款周转率	63	70	118	253	253	投资活动现金流	-1406	-2001	-577	-579	-426				
应付账款周转率	9.93	8.65	8.44	8.45	8.48	公允价值变动收益	0	0	0	0	0				
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0				
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.13	0.23	0.32	0.40	投资收益	36	42	39	39	39				
每股净现金流(最新摊薄)	0.00	-0.10	-0.02	0.18	0.19	筹资活动现金流	-227	2	-609	-326	-794				
每股净资产(最新摊薄)	4.76	4.76	4.41	4.57	4.77	应付债券增加	0	0	0	0	0				
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0				
P/E	159.38	103.28	56.24	40.29	31.95	普通股增加	0	0	0	0	0				
P/B	2.71	2.71	2.93	2.82	2.70	资本公积增加	0	-223	-1169	0	0				
EV/EBITDA	16.44	14.42	22.49	16.63	13.13	现金净增加额	-8	-282	-62	517	530				

资料来源: ifind, 申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上