

23Q1 实现开门红，改革成效加速释放

2023 年 04 月 21 日

► **事件：**公司发布 2023 年一季报，23Q1 公司实现营业总收入 35.26 亿元 (yoy+13.76%)，归母净利润 0.65 亿元 (yoy+7273.28%)，归母净利率 1.83% (yoy+1.80pct)；扣非归母净利润 0.56 亿元 (上年同期-0.25 亿元，扭亏为盈)。

► **23Q1 顺利实现开门红，期待旺季场景持续恢复。**23Q1 公司实现销量 96.31 万千升，同比+12.80%，一方面 22 年同期受疫情扰动基数不高，同时疫后现饮消费场景呈现逐步复苏态势。23Q1 每千升酒营收 3661 元/千升，同比+0.83%，我们预计 U8 仍维持高增态势，产品结构持续向好，吨酒价增速放缓预计系非酒业务占比提升导致。展望 23Q2，受疫情影响 22 年同期公司销量基数较低，且据国家气候中心，预计 23 年夏季我国大部分地区气温偏高，随餐饮&旅游需求回暖，公司 23Q2 增长势能有望延续。此外，4 月 7 日公司全资子公司燕京啤酒 (山东) 已收到政府补助 6091 万元，预计提升 23Q2 及全年损益。

► **毛利率提升显著，盈利能力恢复至疫情前水平。**23Q1 公司毛利率 36.78% (yoy+2.24pct)，吨成本为 2315 元/千升 (yoy-2.61%)，主要系原料及包材成本压力略下行，以及公司经营效率、产能利用率逐步提升后规模效应显现。期间费用率 25.25% (yoy-0.94 pct)，其中销售费用率 12.49%，同比+0.58pct，主要系公司营销推广力度持续加强；管理费用率 11.97%，同比-1.33pct，体现公司持续精益管理、提升效率。23Q1 公司归母净利率 1.83%，同比+1.80pct；扣非净利润实现扭亏，盈利能力已恢复至疫情前水平。

► **U8 仍在成长期，改革红利持续释放，看好公司“十四五”期间利润率弹性。**展望 23 年，我们认为 U8 仍处于成长期，一方面现饮场景复苏有望提振销量，同时伴随餐饮渠道教育逐渐显效，公司流通渠道建设有望加强。U8 卡位本轮啤酒结构升级周期中核心受益价格带，自推出以来内部战略地位突出，同时经营思路正确，品牌推广高举高打、渠道分销稳扎稳打。目前 U8 已在优势市场实现较好升级效果，我们预计后续结构改善仍有空间；其余省份则多点开花，渗透率提升潜力大。十四五期间公司以“二次创业、复兴燕京”为主基调，新管理层上任后团队战斗力增强，后续公司有望持续强化组织管理，加强总部职能建设，优化供应链降本，提升人效，稳步释放改革红利。后续弱势子公司有望稳步减亏，盈利子公司有望强化，看好公司“十四五”期间利润率弹性。

► **投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司营收 146.13/158.54/170.42 亿元，同比增长 10.7%/8.5%/7.5%；归母净利润分别为 6.25/8.53/11.02 亿元，同比增长 77.5%/36.3%/29.2%；当前市值对应 PE 分别为 61/44/34x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格上涨超预期、啤酒高端竞争加剧、食品安全问题等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	13202	14613	15854	17042
增长率 (%)	10.4	10.7	8.5	7.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	352	625	853	1102
增长率 (%)	54.5	77.5	36.3	29.2
每股收益 (元)	0.12	0.22	0.30	0.39
PE	108	61	44	34
PB	2.8	2.7	2.6	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 4 月 20 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

13.45 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 李啸

执业证书：S0100521100002

电话：021-80508453

邮箱：lixiao@mszq.com

研究助理 杜山

执业证书：S0100122100005

电话：021-80508452

邮箱：dushan@mszq.com

相关研究

1. 燕京啤酒 (000729.SZ) 2022 年年报点评：U8 势能强劲，改革红利持续释放-2023/04/18
2. 燕京啤酒 (000729.SZ) 深度报告：国货啤酒龙头，二次改革焕发新机-2023/03/23
3. 燕京啤酒 (000729) 2021 年半年报点评：产品结构优化进程提速，大单品战略效果持续显现-2021/08/16
4. 燕京啤酒 (000729) 2021 年一季报点评：U8 实现超高速增长，产品结构优化持续演绎-2021/04/29
5. 燕京啤酒 (000729) 2020 年年报点评：多轮疫情拖累销量，产品结构优化持续演绎-2021/04/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13202	14613	15854	17042
营业成本	8259	8823	9277	9803
营业税金及附加	1153	1271	1379	1483
销售费用	1634	1856	2014	2096
管理费用	1413	1508	1617	1670
研发费用	236	248	270	273
EBIT	501	979	1377	1803
财务费用	-153	-158	-184	-216
资产减值损失	-90	-47	-48	-48
投资收益	42	48	52	63
营业利润	692	1181	1612	2084
营业外收支	3	4	4	4
利润总额	695	1185	1616	2088
所得税	146	296	404	522
净利润	549	889	1212	1566
归属于母公司净利润	352	625	853	1102
EBITDA	1242	1737	2181	2680

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6110	7060	8163	9515
应收账款及票据	194	232	252	271
预付款项	122	163	171	181
存货	4141	4380	4529	4653
其他流动资产	239	114	127	139
流动资产合计	10806	11949	13243	14759
长期股权投资	573	823	833	843
固定资产	8050	8081	8129	8160
无形资产	894	893	892	891
非流动资产合计	9888	10226	10403	10558
资产合计	20695	22175	23646	25316
短期借款	300	400	350	300
应付账款及票据	1658	1886	2084	2256
其他流动负债	4274	4716	5116	5524
流动负债合计	6232	7002	7551	8080
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	197	192	212	209
非流动负债合计	197	192	212	209
负债合计	6429	7194	7763	8289
股本	2819	2819	2819	2819
少数股东权益	840	1103	1462	1926
股东权益合计	14266	14980	15883	17027
负债和股东权益合计	20695	22175	23646	25316

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.38	10.69	8.50	7.49
EBIT 增长率	51.54	95.57	40.69	30.88
净利润增长率	54.51	77.53	36.34	29.22
盈利能力 (%)				
毛利率	37.44	39.62	41.49	42.48
净利润率	2.67	4.28	5.38	6.47
总资产收益率 ROA	1.70	2.82	3.61	4.35
净资产收益率 ROE	2.62	4.51	5.91	7.30
偿债能力				
流动比率	1.73	1.71	1.75	1.83
速动比率	1.04	1.05	1.13	1.22
现金比率	0.98	1.01	1.08	1.18
资产负债率 (%)	31.06	32.44	32.83	32.74
经营效率				
应收账款周转天数	5.21	5.76	5.76	5.76
存货周转天数	183.00	183.00	180.00	175.00
总资产周转率	0.66	0.68	0.69	0.70
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.22	0.30	0.39
每股净资产	4.76	4.92	5.12	5.36
每股经营现金流	0.61	0.73	0.83	0.98
每股股利	0.08	0.11	0.15	0.19
估值分析				
PE	108	61	44	34
PB	2.8	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	25.87	18.00	13.81	10.71
股息收益率 (%)	0.59	0.82	1.11	1.44

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	549	889	1212	1566
折旧和摊销	741	758	804	877
营运资金变动	398	438	378	368
经营活动现金流	1718	2050	2353	2754
资本开支	-415	-725	-807	-839
投资	-249	-90	-115	-130
投资活动现金流	-2001	-1003	-880	-916
股权募资	0	0	0	0
债务募资	300	90	-46	-53
筹资活动现金流	2	-97	-369	-487
现金净流量	-282	950	1104	1351

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026