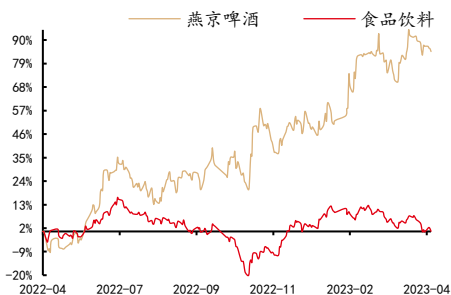


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	13.45
总股本/流通股本(亿股)	28.19 / 25.10
总市值/流通市值(亿元)	379 / 338
52周内最高/最低价	14.19 / 6.47
资产负债率(%)	31.1%
市盈率	107.60
第一大股东	北京燕京啤酒投资有限公司
持股比例(%)	57.4%

研究所

分析师:蔡雪昱  
SAC 登记编号:S1340522070001  
Email:caixueyu@cnpsec.com

燕京啤酒(000729)

U8 带动收入较好双位数增长，改革红利有望加速释放

● 事件

公司发布2023年一季度报，公司2023年一季度实现营业收入35.26亿元，同增13.7%；归母净利润0.65亿元，同增7373.3%；扣非归母净利润0.56亿元，去年同期为-0.25亿元，业绩处于此前预告中枢靠上，收入录得较好双位数，符合此前预期。

● 核心观点

**U8 持续放量，带动公司量价齐升。**渠道反馈，U8 一季度销量同增约50%，公司借助U8势能持续开拓市场，推动整体销量同增13%至96.31万千升，同时带动公司吨价同增0.8%至3661.3元/千升。此外，漓泉品牌23年通过加强营销、产品创新等方式进行品牌焕新，随着疫后消费场景的复苏，叠加去年低基数，渠道反馈23Q1已获得较好修复回升。

**改革红利释放，盈利提升持续兑现。**毛利率方面，受益于公司持续推动改革、关厂减员提效等措施，叠加原材料、包材等成本下行陆续在报表端兑现，公司吨成本同降2.6%至2314.7元/千升，毛利率同增2.2pcts至36.8%。费用率方面，销售费用率同增0.6pct至12.5%，管理费用率同降1.3pcts至12.0%，期间费用控制良好。综合来看，公司23Q1归母净利润率同增1.8pcts至1.83%，扣非后归母净利率为1.6%，去年同期为-0.8%。

**旺季销售有望持续增长，改革红利有望加速释放。**展望二季度，随着现饮等消费场景修复陆续修复，公司亦对非现饮渠道开拓，叠加气温升高、旺季来临，同时考虑到去年同期低基数等因素，预计二季度U8等大单品销量或将持续增长，公司产品结构升级可持续，进而持续推动公司量价齐升。此外，公司组织架构改革加速落地，市场化机制变革进展顺利，队伍活力得到充分激发，降本提质增效等效果有望加速兑现。

● 盈利预测与投资建议

公司改革措施加速落地进一步提升公司运营效率，市场化机制改革充分激发队伍活力，同时公司通过全链路营销进行品牌重塑，叠加消费场景复苏，改革红利有望加快释放，且后续潜力仍大。我们预计2023-25年归母净利润分别为5.5/7.4/10.1亿元，对应23-25年EPS分别为0.19/0.26/0.36元，对应当前股价PE为70/51/37倍，采用FCFF估值法，维持公司权益价值为486.99亿元，对应目标价为17.28

元，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

市场竞争加剧风险；原材料成本变动风险；政策超预期风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	13202	14688	16255	17943
增长率(%)	10.4	11.3	10.7	10.4
EBITDA（百万元）	1261	1881	2277	2811
归属母公司净利润（百万元）	352	545	744	1012
增长率(%)	54.5	54.7	36.6	36.0
EPS(元/股)	0.12	0.19	0.26	0.36
市盈率(P/E)	107.61	69.57	50.94	37.47
市净率(P/B)	2.82	2.71	2.58	2.41
EV/EBITDA	28.23	18.52	14.73	11.38

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	13202	14688	16255	17943	营业收入	10.4%	11.3%	10.7%	10.4%
营业成本	8259	8790	9422	9957	营业利润	0.0%	59.5%	0.0%	0.0%
税金及附加	1153	1283	1419	1567	归属于母公司净利润	54.5%	54.7%	36.6%	36.0%
销售费用	1634	1752	1955	2193	<b>获利能力</b>				
管理费用	1413	1510	1671	1862	毛利率	37.4%	40.2%	42.0%	44.5%
研发费用	236	255	282	312	净利率	4.2%	5.3%	6.5%	8.0%
财务费用	-153	-16	-28	-35	ROE	2.6%	3.9%	5.1%	6.4%
资产减值损失	-90	-93	-103	-113	ROIC	3.5%	6.8%	9.4%	13.6%
<b>营业利润</b>	692	1103	1512	2055	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	5	14	10	10	资产负债率	31.1%	30.0%	30.1%	29.6%
营业外支出	2	11	11	11	流动比率	1.73	1.98	2.18	2.41
<b>利润总额</b>	695	1106	1511	2054	<b>营运能力</b>				
所得税	146	332	453	616	应收账款周转率	70.01	62.77	62.77	62.77
<b>净利润</b>	549	774	1057	1438	存货周转率	1.99	1.87	1.87	1.87
<b>归母净利润</b>	352	545	744	1012	总资产周转率	0.64	0.68	0.71	0.72
<b>每股收益(元)</b>	0.12	0.19	0.26	0.36	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.12	0.19	0.26	0.36
货币资金	6110	7084	9013	11328	每股净资产	4.76	4.96	5.22	5.58
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	194	236	261	288	PE	107.61	69.57	50.94	37.47
预付款项	122	167	185	204	PB	2.82	2.71	2.58	2.41
存货	4141	4713	5052	5339	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	10806	12353	14681	17348	净利润	549	710	996	1376
固定资产	8074	7358	6638	5890	折旧和摊销	719	791	794	793
在建工程	58	29	0	0	营运资本变动	398	-271	100	107
无形资产	894	849	805	760	其他	17	-16	-28	-35
<b>非流动资产合计</b>	9888	9118	8346	7576	<b>经营活动现金流净额</b>	1684	1214	1862	2240
<b>资产总计</b>	20695	21471	23027	24923	资本开支	-367	0	0	0
短期借款	300	0	0	0	其他	-1634	43	40	40
应付票据及应付账款	1658	1591	1705	1802	<b>投资活动现金流净额</b>	-2001	43	40	40
其他流动负债	4274	4644	5028	5389	股权融资	-223	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	6232	6234	6733	7191	债务融资	284	-300	0	0
其他	197	197	197	197	其他	-60	16	28	35
<b>非流动负债合计</b>	197	197	197	197	<b>筹资活动现金流净额</b>	2	-284	28	35
<b>负债合计</b>	6429	6431	6930	7388	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	-316	973	1929	2316
股本	2819	2819	2819	2819					
资本公积金	4374	4374	4374	4374					
未分配利润	6233	6778	7522	8534					
少数股东权益	840	1070	1383	1809					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	14266	15040	16098	17535					
<b>负债和所有者权益总计</b>	20695	21471	23027	24923					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048