

燕京啤酒（000729）2023年一季报点评

复兴在途，正循环延展

事项:

- ❖ 公司发布 2023 年一季报，2023 年 Q1 公司实现营业总收入 35.26 亿元，同增 13.74%；实现归母净利润 6456.4 万元，去年同期约 86 万元；实现扣非归母净利润 5648.6 万元，去年同期-2484.6 万元。

评论:

- ❖ **U8销量高增约50%，吨价微增预计系货折延续等因素所致。**量价拆分看，2023 年Q1公司实现啤酒销量96.31万千升，同增12.80%，结合渠道反馈预计其中U8销量同增约50%，放量势能保持强劲。但公司23Q1吨价约同增0.83%至3661元/千升，我们认为原因有二，一是23Q1公司延续此前货折政策，二是一季报公布的总营收中含“其他业务收入”（但不披露具体数据），其占比下滑也可能导致以总营收口径计算的啤酒吨价涨幅偏低。
- ❖ **吨成本下行、管理费用率优化、有效税率降低，改革效果继续显现。**成本端，23Q1燕京吨价成本同降2.61%至约2315元/千升，预计主要受益于生产端精实运营以及包材成本优化，毛利率随之同增2.24pcts至36.78%。费用端，管理效率继续提升，管理费用率同降1.33pcts至11.97%，同时销售费用率同增0.58pcts至12.49%，主要系增加投放塑造品牌高度、把握消费复苏。此外，受益于弱勢子公司继续减亏，有效税率同降16.1pcts至28.7%。综上，公司改革势能持续释放，23Q1实现扣非归母净利润5648.6万元（去年同期-2484.6万元），扣非归母净利率同增2.4pcts至1.6%。
- ❖ **期货货折强化渠道推力、经营正循环延展，后续费用收缩盈利可进一步释放。**22Q3至今公司U8持续强劲增长，但公司吨价增幅多在低个位数。除热夏刺激中低档消费、疫情扰动等外部因素外，我们认为对当下处于改革初期、U8正在起势的燕京而言，货折也是公司保障渠道推力的主动行为。大单品U8作为改革核心抓手，放量可带动品牌势能提升（更多高端单品发展）、产能利用率优化、队伍积极性增加的正循环转动。而公司通过管控好渠道，保障U8终端调性稳定，脚跟站稳后即可逐步收缩货折、提升盈利。
- ❖ **投资建议：复兴在途，正循环延展，维持“强推”评级与目标价 18 元。**燕京改革势能强劲，23 年 U8 有望保持高增，旺季现饮复苏吨价增长加速可期，叠加效率提升释放盈利，具备强 alpha 潜力。中长期看，潜在净利率看保守看至 10%。维持 23-25 年 EPS 预测 0.21/0.31/0.42 元，对应 P/E 估值 65/44/32 倍。当前公司处于盈利改善初期，按燕京净利率提升至 10%时对应中性潜在净利润 17 亿，给予 30 倍 PE，重申 23 年目标市值 510 亿元、目标价 18 元。
- ❖ **风险提示：**行业竞争加剧，新品销售不及预期，食品安全风险。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万)	13,202	14,867	16,383	17,887
同比增速(%)	10.4%	12.6%	10.2%	9.2%
归母净利润(百万)	352	584	860	1,197
同比增速(%)	54.5%	65.7%	47.4%	39.1%
每股盈利(元)	0.12	0.21	0.31	0.42
市盈率(倍)	108	65	44	32
市净率(倍)	2.8	2.8	2.6	2.5

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 20 日收盘价

强推（维持）

目标价：18 元

当前价：13.45 元

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

证券分析师：范子盼

邮箱：fanzipan@hcyjs.com

执业编号：S0360520090001

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

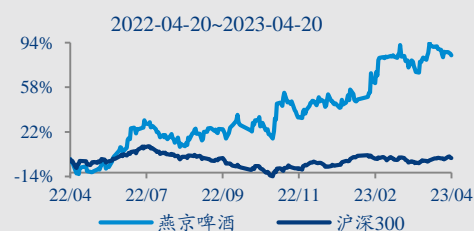
联系人：严晓思

邮箱：yanxiaosi@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	281,853.93
已上市流通股(万股)	250,956.01
总市值(亿元)	379.09
流通市值(亿元)	337.54
资产负债率(%)	35.82
每股净资产(元)	4.79
12个月内最高/最低价	14.19/6.47

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《燕京啤酒（000729）2022 年报点评：子公司大幅改善，改革成效彰显》

2023-04-18

《燕京啤酒（000729）2023 年一季度业绩预告点评：业绩再超预期，复兴势能强劲》

2023-04-13

《燕京啤酒（000729）2022 年业绩快报点评：22 盈利高增，23 复兴加速》

2023-04-11

图表 1 燕京啤酒分季度财务情况 (单位: 百万元, %)

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业总收入	2,776.4	3,540.6	4,068.8	1,575.2	3,100.2	3,807.3	4,414.5	1,880.1	3,526.2
营业总成本	2,888.6	2,996.2	3,690.2	1,971.3	3,097.0	3,373.1	3,947.0	2,124.7	3,410.0
其中: 营业成本	1,828.8	1,940.4	2,221.4	1,372.3	2,029.3	2,122.4	2,307.0	1,800.9	2,229.2
营业税金及附加	243.0	328.9	352.5	172.1	255.9	342.7	390.2	164.0	290.5
销售费用	381.9	311.2	573.1	292.9	369.4	422.6	704.9	136.8	440.5
管理费用	399.8	341.9	465.1	231.2	412.4	414.8	473.5	112.2	422.2
研发费用	60.6	101.9	112.4	-66.0	63.2	108.5	123.5	-58.8	69.3
财务费用	-25.5	-28.2	-34.3	-31.0	-33.1	-37.8	-52.0	-30.3	-41.6
加: 其他收益	15.5	10.8	4.6	23.6	9.1	17.0	7.8	14.4	9.3
投资收益	0.0	0.5	0.7	35.2	0.0	0.9	0.4	40.3	0.4
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
信用减值损失	0.0	0.1	0.0	-3.6	0.0	0.0	0.0	-12.6	0.0
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	-63.9	0.0	0.0	0.0	-90.1	0.0
资产处置收益	-0.3	0.8	-2.7	-1.3	44.9	-7.5	-0.5	7.1	-0.3
营业利润	-97.0	556.6	381.0	-406.0	57.2	444.6	475.2	-285.5	125.6
加: 营业外收入	0.6	3.1	0.5	15.9	0.4	2.2	0.7	2.2	1.1
减: 营业外支出	1.3	0.4	2.6	5.8	0.6	0.4	0.7	0.6	0.5
利润总额	-97.7	559.3	378.9	-395.9	57.1	446.3	475.2	-284.0	126.1
减: 所得税	13.7	87.8	61.9	-11.7	25.6	65.0	72.0	-17.1	36.2
净利润	-111.5	471.5	317.1	-384.2	31.5	381.3	403.2	-266.9	89.9
减少数股东损益	-2.9	74.5	42.1	-48.9	30.6	31.6	81.3	53.3	25.4
归母净利润	-108.6	397.0	275.0	-335.3	0.864	349.8	321.9	-320.2	64.6
EPS	-0.04	0.14	0.10	-0.12	0.00	0.12	0.11	-0.11	0.02
主要比率									
毛利率	34.1%	45.2%	45.4%	12.9%	34.5%	44.3%	47.7%	4.2%	36.8%
营业税金率	8.8%	9.3%	8.7%	10.9%	8.3%	9.0%	8.8%	8.7%	8.2%
销售费用率	13.8%	8.8%	14.1%	18.6%	11.9%	11.1%	16.0%	7.3%	12.5%
管理费用率	14.4%	9.7%	11.4%	14.7%	13.3%	10.9%	10.73%	6.0%	12.0%
研发费用率	2.2%	2.9%	2.8%	-4.2%	2.0%	2.8%	2.8%	-3.1%	2.0%
营业利润率	-3.5%	15.7%	9.4%	-25.8%	1.8%	11.7%	10.8%	-15.2%	3.6%
实际税率	-14.1%	15.7%	16.3%	2.9%	44.8%	14.6%	15.1%	6.0%	28.7%
净利率	-4.0%	13.3%	7.8%	-24.4%	1.0%	10.0%	9.1%	-14.2%	2.6%
归母净利率	-3.9%	11.2%	6.8%	-21.3%	0.0%	9.2%	7.3%	-17.0%	1.8%
毛销差	20.4%	36.4%	31.3%	-5.7%	22.6%	33.2%	31.8%	-3.1%	24.3%
YoY									
营业总收入	38.5%	-0.6%	-5.4%	48.2%	11.66%	7.5%	8.5%	19.4%	13.74%
营业利润	-57.6%	-14.4%	22.2%	58.4%	扭亏	-20.1%	24.7%	-29.7%	119.40%
归母净利润	-55.8%	-22.9%	29.5%	17.8%	扭亏	-11.9%	17.1%	-4.5%	7373.28%
毛利率	4.2 pct	-2.7 pct	3.0 pct	-1.2 pct	0.41 pct	-0.9 pct	2.3 pct	-8.7 pct	2.24 pct
销售费用率	-0.4 pct	-0.6 pct	-0.5 pct	5.8 pct	-1.84 pct	2.3 pct	1.9 pct	-11.3 pct	0.58 pct
管理费用率	-1.8 pct	0.9 pct	-0.7 pct	3.4 pct	-1.10 pct	1.2 pct	-0.71 pct	-8.7 pct	-1.33 pct
营业利润率	7.9 pct	-2.5 pct	2.1 pct	-1.7 pct	5.34 pct	-4.0 pct	1.4 pct	10.6 pct	1.71 pct
净利率	8.8 pct	-2.9 pct	1.9 pct	2.8 pct	5.03 pct	-3.3 pct	1.3 pct	10.2 pct	1.53 pct

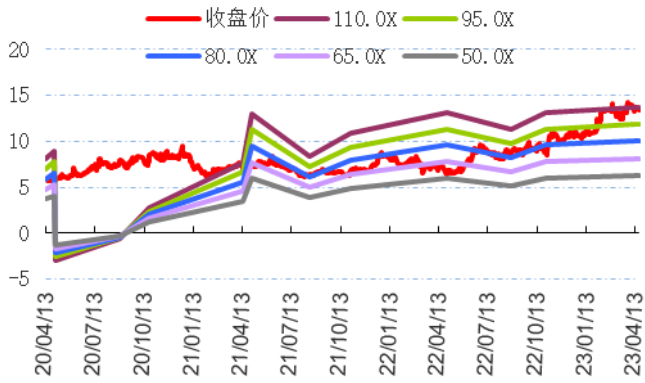
资料来源: Wind, 华创证券

图表 2 啤酒业务收入、总营收口径计算的吨价增速之差 (②-①), 与其他业务收入占比的 YoY 呈反向变动, 拟合度较高

	20H1	20H2	20 全年	21H1	21H2	21 全年	22H1	22H2	22 全年
其他收入占总营收比	7.0%	8.6%	7.8%	4.8%	8.3%	6.5%	6.7%	8.9%	7.7%
① 总营收计算的吨价 YoY	5.9%	-8.1%	2.8%	11.7%	1.7%	6.9%	8.3%	2.6%	6.0%
② 啤酒业务收入计算的吨价 YoY	6.2%	-11.3%	1.2%	14.2%	2.0%	8.4%	6.2%	1.9%	4.6%
其他收入占比 YoY	-0.3%	3.3%	1.4%	-2.2%	-0.3%	-1.3%	1.8%	0.6%	1.3%
②-①	0.3%	-3.2%	-1.5%	2.6%	0.3%	1.5%	-2.1%	-0.6%	-1.4%

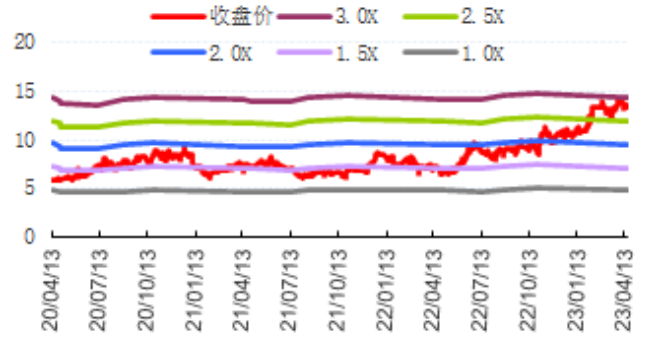
资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 PE-Band



资料来源: Wind, 华创证券

图表 4 PB-Band



资料来源: Wind, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,110	8,189	10,437	13,013
应收票据	6	2	2	3
应收账款	189	240	248	271
预付账款	122	172	178	186
存货	4,141	4,072	4,076	4,141
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	238	169	197	227
流动资产合计	10,806	12,844	15,138	17,841
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	573	311	311	311
固定资产	8,050	7,629	7,269	6,941
在建工程	58	88	108	118
无形资产	894	825	762	706
其他非流动资产	314	348	348	349
非流动资产合计	9,889	9,201	8,798	8,425
资产合计	20,695	22,045	23,936	26,266
短期借款	300	600	900	1,200
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1,658	1,956	2,238	2,540
预收款项	0	0	0	0
合同负债	1,212	1,576	1,786	2,003
其他应付款	2,411	2,300	2,300	2,300
一年内到期的非流动负债	21	21	21	21
其他流动负债	630	577	669	800
流动负债合计	6,232	7,030	7,914	8,864
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	197	116	116	116
非流动负债合计	197	116	116	116
负债合计	6,429	7,146	8,030	8,980
归属母公司所有者权益	13,426	13,784	14,440	15,354
少数股东权益	840	1,115	1,466	1,932
所有者权益合计	14,266	14,899	15,906	17,286
负债和股东权益	20,695	22,045	23,936	26,266

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,718	1,943	2,291	2,688
现金收益	1,115	1,486	1,798	2,214
存货影响	-230	69	-4	-64
经营性应收影响	114	-27	54	39
经营性应付影响	520	187	281	303
其他影响	198	228	162	197
投资活动现金流	-2,001	-88	-293	-287
资本支出	-355	-279	-297	-291
股权投资	-263	263	0	0
其他长期资产变化	-1,383	-72	4	4
融资活动现金流	2	224	250	175
借款增加	300	300	300	300
股利及利息支付	-275	-306	-404	-503
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-23	230	354	378

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	13,202	14,867	16,383	17,887
营业成本	8,259	8,933	9,562	10,202
税金及附加	1,153	1,264	1,360	1,449
销售费用	1,634	1,977	2,228	2,361
管理费用	1,413	1,516	1,606	1,681
研发费用	236	253	279	286
财务费用	-153	-112	-114	-114
信用减值损失	-13	-4	-4	-4
资产减值损失	-90	-70	-70	-70
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	42	38	40	45
其他收益	48	42	42	42
营业利润	692	1,087	1,515	2,079
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	695	1,087	1,515	2,079
所得税	146	228	303	416
净利润	549	859	1,212	1,663
少数股东损益	197	275	352	466
归属母公司净利润	352	584	860	1,197
NOPLAT	428	770	1,121	1,572
EPS(摊薄) (元)	0.12	0.21	0.31	0.42

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	10.4%	12.6%	10.2%	9.2%
EBIT 增长率	66.2%	80.1%	43.8%	40.2%
归母净利润增长率	54.5%	65.7%	47.4%	39.1%
获利能力				
毛利率	37.4%	39.9%	41.6%	43.0%
净利率	4.2%	5.8%	7.4%	9.3%
ROE	2.6%	4.2%	6.0%	7.8%
ROIC	3.9%	6.5%	8.6%	10.9%
偿债能力				
资产负债率	31.1%	32.4%	33.5%	34.2%
债务权益比	3.6%	4.9%	6.5%	7.7%
流动比率	1.7	1.8	1.9	2.0
速动比率	1.1	1.2	1.4	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	5	5	5	5
应付账款周转天数	67	73	79	84
存货周转天数	175	165	153	145
每股指标(元)				
每股收益	0.12	0.21	0.31	0.42
每股经营现金流	0.61	0.69	0.81	0.95
每股净资产	4.76	4.89	5.12	5.45
估值比率				
P/E	108	65	44	32
P/B	3	3	3	3
EV/EBITDA	31	23	19	15

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，6年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020年加入华创证券。2021-2022年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

组长、高级分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，4年食品饮料研究经验，2019年加入华创证券研究所。

分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

研究员：刘旭德

北京大学硕士，2021年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，4年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020年加入华创证券研究所。

研究员：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

助理研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，3年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020年加入华创证券研究所。

华创证券总裁助理、研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士，14年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自2013至2022年，获得新财富最佳分析师六届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续四届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522