

燕京啤酒 (000729.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
 证券研究报告

Q4 亏损收窄，销量或好于预期

业绩简评

1月30日公司发布业绩预告,预计22年归母净利3.45-3.70亿元,同比+51.31%-62.27%;扣非净利2.68-2.93亿元,同比+56.25%-70.83%。其中,22Q4归母净利亏损3.03-3.28亿元(21Q4亏损3.35亿元),扣非净利亏损3.36-3.61亿元(21Q4亏损3.72亿元)。

经营分析

Q4 销量或超预期, U8 延续高增。预计22年销量实现376万吨(同比+4%左右),22H2销量同比+8%(考虑Q3销量同比+5%,测算Q4量增或在中双位数以上,跑赢全行业)。分产品看,22年U8实现销量40万吨(超8亿瓶),同比+50%多,预计贡献Q4整体销量增长小个位数。漓泉8月表现不错、9月正常、10月下滑,其他产品Q4预估也有较好表现。我们认为,市场化用人导向下,考核机制更完善,人员主动性提升,且春节备货节奏有前移。

Q4 持续减亏,提效逻辑应验。Q4亏损同比收窄0.07-0.32亿元(测算归母净利率提升中个位数左右),主要系:1)U8延续优异表现,成为利润抬升的重要支撑;2)生产端推进卓越管理体系,全面深化预算管理(22Q3吨成本已逆势下滑1%),预计销量增长也可带来规模效应;3)子公司主动调整人员、产能配置,除新疆外,子公司基本都在减亏,广东较明显。

展望23年, U8 将持续推进百县工程,渠道反馈目标60万吨(增速50%),新推的鲜啤22、U8plus、S12、狮王精酿等也将丰富中高端产品矩阵。此外,1+5+n组织架构将使职责更清晰(1:党建;5:生产、营销、供应链、核算评估、技术研发中心;n:其他),人员定岗定编定则计划也将在23年见效。短期行业将面临餐饮需求向好、旺季来临催化、成本改善的贝塔性机会;中长期U8放量+降本增效逻辑兑现将保障公司业绩的高弹性。

盈利预测、估值与评级

预计22-24年收入增速为10%/9%/8%,利润增速为+54%/58%/37%,对应EPS为0.12/0.20/0.27元,当前股价对应PE为88/56/41X,维持“增持”评级。

风险提示

原材料上涨过快风险;疫情反复风险;U8全国化不及预期风险。

食品饮料组

分析师:刘宸倩(执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人:李本媛

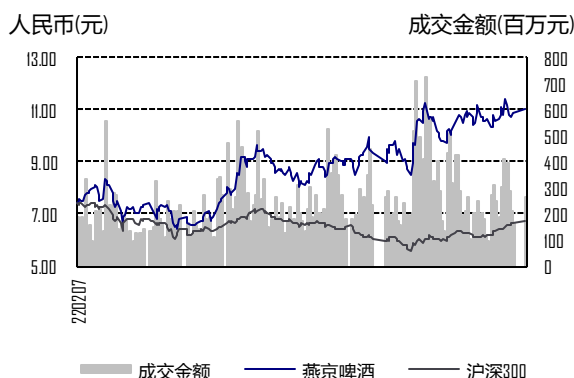
libenyuan@gjzq.com.cn

市价(人民币):11.00元

相关报告:

1.《U8放量延续,成本显著改善-燕京啤酒三季报点评》, 2022.10.28

2.《U8起势+提效加速,燕京复兴正当时-燕京啤酒首次覆盖报告》, 2022.9.21



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,928	11,961	13,134	14,357	15,557
营业收入增长率	-4.71%	9.45%	10%	9%	8%
归母净利润(百万元)	197	228	352	554.6	761.3
归母净利润增长率	-14.32%	15.8%	54%	58%	37%
摊薄每股收益(元)	0.07	0.08	0.12	0.20	0.27
每股经营性现金流净额	0.28	0.58	0.62	0.61	0.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.49%	1.70%	2.58%	3.96%	5.22%
P/E	121.98	104.70	88	56	41
P/B	1.81	1.78	2.28	2.21	2.13

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	11,468	10,928	11,961	13,134	14,357	15,557
增长率	-4.7%	9.4%	9.8%	9.3%	8.4%	
主营业务成本	-6,989	-6,646	-7,363	-7,962	-8,380	-8,796
%销售收入	60.9%	60.8%	61.6%	60.6%	58.4%	56.5%
毛利	4,480	4,283	4,598	5,172	5,977	6,760
%销售收入	39.1%	39.2%	38.4%	39.4%	41.6%	43.5%
营业税金及附加	-1,118	-1,037	-1,096	-1,151	-1,256	-1,361
%销售收入	9.7%	9.5%	9.2%	8.8%	8.8%	8.8%
销售费用	-1,475	-1,383	-1,559	-1,799	-1,970	-2,131
%销售收入	12.9%	12.7%	13.0%	13.7%	13.7%	13.7%
管理费用	-1,295	-1,275	-1,438	-1,537	-1,651	-1,781
%销售收入	11.3%	11.7%	12.0%	11.7%	11.5%	11.5%
研发费用	-201	-214	-209	-217	-230	-246
%销售收入	1.7%	2.0%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	391	374	296	469	870	1,241
%销售收入	3.4%	3.4%	2.5%	3.6%	6.1%	8.0%
财务费用	27	81	119	118	140	165
%销售收入	-0.2%	-0.7%	-1.0%	-0.9%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	-79	-76	-67	-75	-80	-84
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	39	39	36	36	36	36
%税前利润	9.3%	8.5%	8.2%	5.6%	3.4%	2.5%
营业利润	421	477	435	629	1,046	1,438
%营业利润率	3.7%	4.4%	3.6%	4.8%	7.3%	9.2%
营业外收支	1	-17	10	10	10	10
税前利润	422	460	445	639	1,056	1,448
利润率	3.7%	4.2%	3.7%	4.9%	7.4%	9.3%
所得税	-158	-175	-152	-192	-306	-405
所得税率	37.5%	38.1%	34.1%	30.0%	29.0%	28.0%
净利润	263	285	293	447	750	1,042
少数股东损益	34	88	65	95	195	281
归属于母公司的净利润	230	197	228	352	555	761
净利率	2.0%	1.8%	1.9%	2.7%	3.9%	4.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	263	285	293	447	750	1,042
少数股东损益	34	88	65	95	195	281
非现金支出	903	109	834	787	805	843
非经营收益	-27	-45	-30	-85	-85	-85
营运资金变动	435	446	528	605	250	276
经营活动现金净流	1,574	794	1,625	1,754	1,720	2,077
资本开支	-585	-297	-393	-439	-470	-560
投资	0	0	0	-200	-100	-100
其他	26	-2,029	-1,013	36	36	36
投资活动现金净流	-559	-2,326	-1,406	-603	-534	-624
股权募资	0	0	2	0	0	0
债权募资	0	-50	0	-6	5	5
其他	-185	-209	-229	-142	-170	-184
筹资活动现金净流	-185	-259	-227	-149	-165	-179
现金净流量	831	-1,791	-8	1,003	1,021	1,274

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,770	3,855	5,059	6,056	7,073	8,344
应收款项	273	212	217	260	281	300
存货	3,924	3,828	3,911	3,955	4,034	4,078
其他流动资产	213	188	231	191	199	207
流动资产	7,180	8,083	9,418	10,463	11,587	12,929
%总资产	39.5%	43.7%	48.5%	51.2%	54.0%	56.8%
长期投资	306	295	311	511	611	711
固定资产	9,515	8,928	8,489	8,217	7,975	7,799
%总资产	52.4%	48.3%	43.7%	40.2%	37.1%	34.2%
无形资产	1,094	1,072	1,003	1,058	1,105	1,141
非流动资产	10,982	10,409	10,002	9,985	9,887	9,846
%总资产	60.5%	56.3%	51.5%	48.8%	46.0%	43.2%
资产总计	18,162	18,492	19,420	20,447	21,474	22,775
短期借款	50	0	21	11	11	11
应付款项	3,052	3,118	3,633	4,400	4,577	4,772
其他流动负债	1,180	1,431	1,722	1,689	1,957	2,202
流动负债	4,282	4,549	5,376	6,100	6,545	6,985
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	64	63	71	69	70	72
负债	4,346	4,612	5,448	6,169	6,615	7,057
普通股股东权益	13,126	13,244	13,409	13,620	14,005	14,584
其中：股本	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819
未分配利润	3,654	3,699	3,796	4,007	4,393	4,971
少数股东权益	689	637	564	659	854	1,135
负债股东权益合计	18,162	18,492	19,420	20,447	21,474	22,775

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.082	0.070	0.081	0.125	0.197	0.270
每股净资产	4.657	4.699	4.757	4.832	4.969	5.174
每股经营现金净流	0.559	0.282	0.577	0.622	0.610	0.737
每股股利	0.022	0.022	0.040	0.050	0.060	0.065
回报率						
净资产收益率	1.75%	1.49%	1.70%	2.58%	3.96%	5.22%
总资产收益率	1.27%	1.06%	1.17%	1.72%	2.58%	3.34%
投入资本收益率	1.76%	1.67%	1.39%	2.30%	4.15%	5.68%
增长率						
主营业务收入增长率	1.10%	-4.71%	9.45%	9.81%	9.31%	8.35%
EBIT 增长率	5.61%	-4.37%	-20.99%	58.61%	85.47%	42.66%
净利润增长率	27.76%	-14.32%	15.82%	54.37%	57.56%	37.27%
总资产增长率	2.67%	1.82%	5.02%	5.29%	5.02%	6.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.8	7.2	5.8	5.7	5.6	5.5
存货周转天数	203.3	212.9	191.8	185.0	183.0	180.0
应付账款周转天数	54.9	56.5	59.7	75.0	71.5	69.0
固定资产周转天数	299.5	295.4	257.7	223.9	197.5	177.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.69%	-27.78%	-36.20%	-42.48%	-47.66%	-53.15%
EBIT 利息保障倍数	-14.7	-4.6	-2.5	-4.0	-6.2	-7.5
资产负债率	23.93%	24.94%	28.05%	30.17%	30.80%	30.99%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-21	增持	9.18	10.52~10.52
2	2022-10-28	增持	8.81	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402