# 燕京啤酒（000729）

公司研究/点评报告

# Q2 业绩显著改善，基本面拐点基本确立

## ——燕京啤酒（000729）2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 08 月 28 日

### 一、事件概述

8 月 27 日公司发布 2020 年半年报，20H1 公司实现营业收入 55.65 亿元，同比-13.88%；实现归母净利润 2.69 亿元，同比-47.46%；基本 EPS 为 0.0955 元。20Q2 公司实现营业收入 35.6 亿元，同比+18.14%；实现净利润 5.15 亿元，同比+13.6%。

### 二、分析与判断

#### ➢ Q2 收入、利润取得双位数增长，吨价持续上行

**Q2 营收增速环比大幅改善。**20Q1 单季度公司营收同比-41.86%，20Q2 营收同比+18.14%。**从销量看，公司把握旺季动销实现 Q2 销量正增长。**20H1 公司啤酒销量为 209.69 万千升，同比-18.68%，但 20Q2 单季度公司实现销量 149.35 万千升，同比+6.83%。尽管 6 月北京地区出现疫情反复造成短期影响，但得益于 4-5 月销量端的出色表现，公司 Q2 仍实现销量正增长。**从吨价看，20H1 吨价保持正增长。**20H1 吨价为 2469 元/千升，同比+6.2%，公司持续引导产品结构升级，推出多款高品质产品，尤其是公司今年着力打造燕京 U8 为全国化大单品，吨价有望持续上行。**从现金流来看，公司现金流大幅改善。**公司 20Q2 公司销售商品受到的现金为 42.36 亿元，同比+21.81%，经营净现金流为 17.05 亿元，同比+63.75%。**从区域收入情况看，华北地区恢复较好。**20H1 华北/华东/华南/华中/西北地区分别实现销售收入 24.89/4.68/17.04/5.44/3.6 亿元，分别同比-8.34%/-18.64%/-19.25%/-14.58%-15.09%，华北地区收入下滑幅度最小，Q2 北京地区疫情反弹并未造成重大影响，我们认为主要是得益于公司去年下半年在北方地区推行的区域销售制度改革（设立五大区域型销售公司统领区域销售）取得良好效果。

#### ➢ 销量下滑致毛利率承压，盈利能力改善空间巨大

**从毛利率来看，**20H1 公司啤酒业务毛利率为 41.77%，同比-1.44ppt，吨价上涨未能反映在毛利率上的主要原因预计为上半年销量下行未能较好地摊薄固定成本，未来产品结构持续优化叠加动销正常化，毛利率仍具备较大上行空间。**从期间费用率来看，**20H1 期间费用率同比提高 3.18ppt 至 24.71%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.1%/11.4%/2.48%/-0.26%，分别同比+0.41ppt/+2.25ppt/+0.69ppt/-0.16ppt，主要是管理费用率上升加多，主要是受折旧及摊销费用同比增加较多影响（金额+64.78%），折旧费上升或为公司上半年实施产销分离政策从而关闭了部分工厂的生产功能导致折旧提速所致。**从净利率来看，**20H1 公司销售净利率同比下降 3.06ppt 至 5.74%，其中 20Q2 公司销售净利率同比微降 0.4ppt 至 16.18%，随着动销完全恢复后，中高端产品占比持续提升叠加规模效应，盈利能力改善空间仍然巨大。

#### ➢ Q2 优良业绩印证先前判断，基本面拐点基本确立

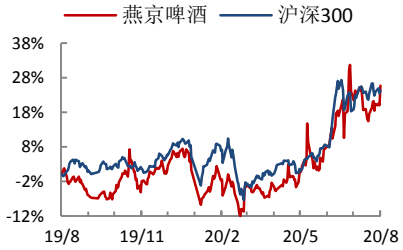
公司注重由“量”转“质”，学习漓泉子公司的超级大单品“漓泉 1998”推出燕京 U8，签约王一博为代言人主打年轻化产品，市场反响良好，大单品成长可期。**公司降本增效措施效果显著，**公司近年来实施地区帮扶，总部成立帮扶办公室，改变过去总部全权交由地方工厂自主运营的方式，各地工厂增效减亏甚至扭亏为盈，边际改善显著。近期公司成立五大区域销售公司，将统筹生产任务淘汰落后产能，团结区域内各公司以形成合力，成效可期。**Q2 优良业绩印证我们此前关于燕京啤酒存在两点市场预期差的判断，我们看好公司大单品战略和降本增效措施对未来盈利能力的积极作用，认为公司基本面拐点已基本确立，看好燕京啤酒未来发展。**

**推荐**　维持评级

**当前价格：　7.81 元**

| 交易数据 | 2020-8-27 |
|---|---|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 8.09/5.47 |
| 总股本（百万股） | 2,818.54 |
| 流通股本（百万股） | 2,509.41 |
| 流通股比例（%） | 89.03 |
| 总市值（亿元） | 220.13 |
| 流通市值（亿元） | 195.98 |

**该股与沪深 300 走势比较**




资料来源：Wind，民生证券研究院

**分析师：于杰**

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

**相关研究**

1.燕京啤酒（000729）20 年一季报点评：疫情冲击短期业绩承压，吨价显著提升成亮点

2.燕京啤酒（000729）19 年年报点评：19Q4 减亏推动盈利改善，三大副品牌持续高增

3.燕京啤酒（000729）19 年三季报点评：盈利超预期，产品结构升级持续推进

## 三、投资建议

预计 20-22 年公司实现营业收入为 113.98 亿元/123.63 亿元/131.05 亿元，同比-0.6%/+8.5%/+6.0%；实现归属上市公司净利润为 2.75 亿元/4.02 亿元/5.11 亿元，同比+19.9%/46.1%/27.0%，折合 EPS 为 0.1 元/0.14 元/0.18 元，对应 PE 为 80X/55X/43X。当前啤酒板块整体市净率为 4.7 倍，公司仅为 1.6 倍显著低于行业，考虑到深耕优势市场推进产品升级，预计未来公司利润增速将快于行业平均水平。综上，维持“推荐”评级。

## 四、风险提示

疫情冲击超预期、市场竞争加剧超预期、成本上涨超预期、食品安全风险

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 11,468 | 11,398 | 12,363 | 13,105 |
| 增长率（%） | 1.1% | -0.6% | 8.5% | 6.0% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 230 | 275 | 402 | 511 |
| 增长率（%） | 27.8% | 19.9% | 46.1% | 27.0% |
| 每股收益（元） | 0.08 | 0.10 | 0.14 | 0.18 |
| PE（现价） | 95.2 | 79.9 | 54.7 | 43.1 |
| PB | 1.68 | 1.64 | 1.59 | 1.54 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | 11,468 | 11,398 | 12,363 | 13,105 |
| 营业成本 | 6,989 | 6,896 | 7,433 | 7,847 |
| 营业税金及附加 | 1,118 | 1,111 | 1,205 | 1,277 |
| 销售费用 | 1,475 | 1,425 | 1,471 | 1,507 |
| 管理费用 | 1,295 | 1,311 | 1,360 | 1,376 |
| 研发费用 | 201 | 205 | 185 | 183 |
| EBIT | 391 | 451 | 709 | 914 |
| 财务费用 | (27) | (41) | (62) | (77) |
| 资产减值损失 | (81) | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 39 | 39 | 41 | 40 |
| **营业利润** | 421 | 553 | 809 | 1,028 |
| 营业外收支 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| **利润总额** | 422 | 554 | 810 | 1,029 |
| 所得税 | 158 | 208 | 304 | 386 |
| 净利润 | 263 | 346 | 506 | 643 |
| **归属于母公司净利润** | 230 | 275 | 402 | 511 |
| EBITDA | 1,215 | 1,258 | 1,494 | 1,676 |

| 资产负债表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 2770 | 4194 | 5203 | 7610 |
| 应收账款及票据 | 245 | 224 | 258 | 270 |
| 预付款项 | 149 | 151 | 160 | 169 |
| 存货 | 3924 | 3639 | 4559 | 4109 |
| 其他流动资产 | 63 | 63 | 63 | 63 |
| **流动资产合计** | 7179 | 8326 | 10270 | 12279 |
| 长期股权投资 | 288 | 327 | 368 | 408 |
| 固定资产 | 9410 | 9180 | 8884 | 8665 |
| 无形资产 | 930 | 898 | 859 | 820 |
| **非流动资产合计** | 10982 | 9921 | 8804 | 7726 |
| **资产合计** | 18160 | 18247 | 19073 | 20005 |
| 短期借款 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 应付账款及票据 | 1043 | 1047 | 1123 | 1183 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **流动负债合计** | 4282 | 4004 | 4324 | 4613 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 64 | 64 | 64 | 64 |
| **非流动负债合计** | 64 | 64 | 64 | 64 |
| **负债合计** | 4346 | 4068 | 4388 | 4677 |
| 股本 | 2819 | 2819 | 2819 | 2819 |
| 少数股东权益 | 689 | 760 | 863 | 995 |
| **股东权益合计** | 13814 | 14179 | 14685 | 15328 |
| **负债和股东权益合计** | 18160 | 18247 | 19073 | 20005 |

| 主要财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入增长率 | 1.1% | -0.6% | 8.5% | 6.0% |
| EBIT 增长率 | 5.6% | 15.2% | 57.3% | 28.9% |
| 净利润增长率 | 27.8% | 19.9% | 46.1% | 27.0% |
| **盈利能力** | | | | |
| 毛利率 | 39.1% | 39.5% | 39.9% | 40.1% |
| 净利润率 | 2.0% | 2.4% | 3.3% | 3.9% |
| 总资产收益率 ROA | 1.3% | 1.5% | 2.1% | 2.6% |
| 净资产收益率 ROE | 1.8% | 2.1% | 2.9% | 3.6% |
| **偿债能力** | | | | |
| 流动比率 | 1.7 | 2.1 | 2.4 | 2.7 |
| 速动比率 | 0.8 | 1.2 | 1.3 | 1.8 |
| 现金比率 | 0.6 | 1.0 | 1.2 | 1.6 |
| 资产负债率 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| **经营效率** | | | | |
| 应收账款周转天数 | 7.7 | 6.8 | 7.1 | 7.2 |
| 存货周转天数 | 200.5 | 197.4 | 198.5 | 198.8 |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 |
| 每股净资产 | 4.7 | 4.8 | 4.9 | 5.1 |
| 每股经营现金流 | 0.6 | 0.4 | 0.2 | 0.7 |
| 每股股利 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **估值分析** | | | | |
| PE | 95.2 | 79.9 | 54.7 | 43.1 |
| PB | 1.68 | 1.64 | 1.59 | 1.54 |
| EV/EBITDA | 13.6 | 12.2 | 10.0 | 7.8 |
| 股息收益率 | 0.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

| 现金流量表（百万元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 263 | 346 | 506 | 643 |
| 折旧和摊销 | 927 | 808 | 785 | 762 |
| 营运资金变动 | (35) | (1) | (615) | 687 |
| **经营活动现金流** | 1,075 | 1,113 | 636 | 2,052 |
| 资本开支 | 616 | (313) | (373) | (356) |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | (559) | 313 | 373 | 356 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流** | (185) | (1) | (1) | (1) |
| **现金净流量** | 332 | 1,425 | 1,008 | 2,407 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 分析师简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
| --- | --- | --- |
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5%以上 |
| **行业评级标准** | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上 |

**民生证券研究院：**

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。