

扣非后利润高增，改革成效加速释放

2024 年 07 月 13 日

► **事件:** 2024 年 7 月 11 日, 公司发布 2024 年半年度业绩预告。预计 24H1 公司归母净利润达 7.19-7.97 亿元, 同比+40%-55%, 取中值同比+47%; 扣非归母净利润达 7.00-7.75 亿元, 同比+60%-77%, 取中值同比+68%。经测算, 24Q2 公司归母净利润达 6.17-6.94 亿元, 同比+37%-54%, 取中值同比+46%; 扣非归母净利润达 5.97-6.72 亿元, 同比+57%-76%, 取中值同比+66%。

► **预计 24Q2 收入环比提速, 成本下行叠加改革持续显效驱动业绩高增。** 我们预计 Q2 收入环比提速, 一方面进入旺季公司积极开展市场开拓及销售推广工作, 叠加销量基数回落 (23Q1/Q2 销量增速分别为 13%/2%), 预计销量环比提速, 量增跑赢行业大盘 (根据统计局, 24 年 4、5 月我国啤酒产量分别同比-10%、-6%), 同时预计 U8 维持前期增势, 驱动产品结构稳步提升。利润端, 得益于大麦等原材料价格下行及一系列改革持续显效, 预计 Q2 吨成本降幅较为明显, 叠加吨价贡献带动毛利率显著提升, 且改革之下预计各项费率亦有一定程度优化。

► **扣非后利润增速更反应公司经营情况, 业绩质量高。** 24Q2 公司扣非后归母净利润增速差异主要系 23Q2 确认较大金额补助 (23Q2 非经约 0.68 亿元, 24Q2 非经仅 0.2 亿元左右), 因此扣非后增速更能反应公司经营真实情况。此外, 23Q2 公司集中确认大额员工安置费 (23H1 管理费用职工薪酬增 1.11 亿元, 应付职工薪酬中辞退福利增 0.86 亿元)。考虑到公司持续优化用工模式, 预计 24 年全年维度亦将产生相关费用, 其对 Q2 单季度业绩增速扰动幅度目前尚未可知, 但扣非后利润增速中值高达 66%, 因此无论是否对此进行还原, 公司此次业绩质量都非常高。此外, 此类费用均为一次性, 人效提升后将利好后续持续释放业绩红利。

► **结构不断改善+改革红利释放, 持续看好公司利润率弹性。** 近几年燕京通过推出 U8 大单品抓住 8-10 元升级红利+通过改革提升经营效率, 利润弹性在板块内具备明显阿尔法, 无论是 U8 的成长速度还是改革落地后财务指标在报表层面的显著优化都在持续兑现其改善和成长逻辑。展望未来, U8 全国化仍有较大空间, 我们预计后续在公司北方强势市场有望升级延续, 其余省份则多点开花, 渗透率提升潜力大, 且公司整合中低档产品线夯实塔基, 整体产品组合有望更趋良性发展, 驱动公司量价齐升, 份额恢复。同时, 公司还将坚持卓越管理, 强化组织、优化供应链、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:** 基于大单品持续全国化以及公司改革深化, 我们预计 2024-2026 年公司营收 151.67/160.54/169.12 亿元, 同比增长 6.7%/5.8%/5.4%; 归母净利润分别为 10.29/13.98/17.67 亿元, 同比增长 59.6%/35.8%/26.5%; 当前市值对应 PE 分别为 26/19/15x, 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	14,213	15,167	16,054	16,912
增长率 (%)	7.7	6.7	5.8	5.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	645	1,029	1,398	1,767
增长率 (%)	83.0	59.6	35.8	26.5
每股收益 (元)	0.23	0.37	0.50	0.63
PE	42	26	19	15
PB	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 7 月 12 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

9.53 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 张馨予

执业证书: S0100523060004

邮箱: zhangxinyu@mszq.com

相关研究

1. 燕京啤酒 (000729.SZ) 2024 年一季报点评: 改革逻辑不断兑现, 单季利润创新高-2024/04/25
2. 燕京啤酒 (000729.SZ) 2023 年年报点评: U8 高增延续, 卓越管理制胜-2024/04/17
3. 燕京啤酒 (000729.SZ) 2023 年业绩预告点评: 经营扎实稳健, 改革之下利润高弹性-2024/01/02
4. 燕京啤酒 (000729.SZ) 2023 年三季报点评: Q3 利润环比提速, 改革推进降费延续-2023/10/27
5. 燕京啤酒 (000729.SZ) 2023 年半年报点评: 吨价环比提速, 改革红利持续释放-2023/08/22

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14,213	15,167	16,054	16,912
营业成本	8,865	9,088	9,393	9,702
营业税金及附加	1,221	1,304	1,381	1,454
销售费用	1,575	1,636	1,685	1,742
管理费用	1,620	1,555	1,530	1,488
研发费用	246	269	284	300
EBIT	790	1,393	1,855	2,301
财务费用	-168	-152	-157	-167
资产减值损失	-58	-67	-68	-69
投资收益	43	46	45	47
营业利润	1,025	1,553	2,020	2,476
营业外收支	14	2	2	2
利润总额	1,039	1,555	2,022	2,478
所得税	184	261	327	392
净利润	855	1,294	1,694	2,087
归属于母公司净利润	645	1,029	1,398	1,767
EBITDA	1,509	2,114	2,581	3,035

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,212	9,453	10,808	11,758
应收账款及票据	207	220	225	238
预付款项	147	151	156	161
存货	3,864	4,477	4,499	4,594
其他流动资产	125	273	285	297
流动资产合计	11,555	14,574	15,972	17,047
长期股权投资	576	576	576	576
固定资产	7,664	7,698	7,821	7,936
无形资产	1,002	1,002	1,002	1,002
非流动资产合计	9,676	9,676	9,775	9,875
资产合计	21,231	24,249	25,747	26,923
短期借款	540	1,553	1,553	1,553
应付账款及票据	1,239	1,843	1,905	1,375
其他流动负债	4,483	4,871	5,063	5,292
流动负债合计	6,263	8,267	8,521	8,221
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	191	193	193	193
非流动负债合计	191	193	193	193
负债合计	6,454	8,460	8,714	8,413
股本	2,819	2,819	2,819	2,819
少数股东权益	932	1,197	1,494	1,813
股东权益合计	14,777	15,789	17,034	18,509
负债和股东权益合计	21,231	24,249	25,747	26,923

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.66	6.72	5.84	5.35
EBIT 增长率	57.82	76.35	33.17	24.02
净利润增长率	83.02	59.58	35.85	26.45
盈利能力 (%)				
毛利率	37.63	40.08	41.49	42.63
净利润率	4.54	6.78	8.71	10.45
总资产收益率 ROA	3.04	4.24	5.43	6.56
净资产收益率 ROE	4.66	7.05	8.99	10.59
偿债能力				
流动比率	1.85	1.76	1.87	2.07
速动比率	1.19	1.20	1.32	1.49
现金比率	1.15	1.14	1.27	1.43
资产负债率 (%)	30.40	34.89	33.84	31.25
经营效率				
应收账款周转天数	4.99	5.05	4.99	4.93
存货周转天数	162.53	165.19	171.99	168.68
总资产周转率	0.68	0.67	0.64	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	0.23	0.37	0.50	0.63
每股净资产	4.91	5.18	5.51	5.92
每股经营现金流	0.50	0.78	0.93	0.84
每股股利	0.10	0.16	0.22	0.27
估值分析				
PE	42	26	19	15
PB	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	12.91	9.22	7.55	6.42
股息收益率 (%)	1.05	1.67	2.27	2.88

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	855	1,294	1,694	2,087
折旧和摊销	719	720	726	734
营运资金变动	-2	145	137	-501
经营活动现金流	1,408	2,194	2,610	2,372
资本开支	-484	-668	-773	-781
投资	0	-20	0	0
投资活动现金流	-916	-642	-728	-734
股权募资	20	0	0	0
债务募资	240	1,029	0	0
筹资活动现金流	-164	690	-528	-689
现金净流量	328	2,242	1,354	950

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