

# 燕京啤酒 (000729.SZ)

## 全面改革成效显著，盈利能力明显改善

优于大市

### 核心观点

燕京啤酒公布 2024 年半年度业绩，2024 年上半年实现营业总收入 80.46 亿元，同比+5.52%；实现归母净利润 7.58 亿元，同比+47.54%；实现扣非归母净利润 7.41 亿元，同比+69.12%。第二季度实现营业总收入 44.59 亿元，同比+8.79%；实现归母净利润 6.56 亿元，同比+45.91%；实现扣非归母净利润 6.38 亿元，同比+67.26%。实际利润落在业绩预告区间中值附近。

**上半年啤酒业务量价齐升，U8 延续较快增长带动产品结构升级。**上半年啤酒业务收入 73.88 亿元，同比+4.6%。拆分量价来看，销量同比+0.6%，销量表现优于行业整体，吨价同比+4.0%，主因以 U8 为代表的中高档产品销量较快增长，不仅带来销量同比增长，更推动产品结构升级。上半年中高档产品/普通产品收入分别同比+10.6%/-6.4%，中高档产品收入占比提升至 68.5%，同比+3.7pct。

**成本下行、降本增效举措推动费用节省，盈利能力大幅提升。**上半年毛利率 43.36%，同比+1.8pct，主要系啤酒业务产品结构升级叠加成本下行的共振作用所致，啤酒业务毛利率同比+2.9pct。上半年啤酒吨成本同比-1.1%，这主要受益于今年啤酒行业原材料成本下行，也与公司自身降本增效红利释放、产品结构升级有关。2024 年公司麦芽采购均价同比-15%，玻璃新瓶采购均价同比-6%，易拉罐采购均价同比-6%。此外，公司采购策略优化以及供应链效率提升对成本下行亦有贡献。费用方面，上半年销售费用率基本持平，但管理费用率同比-1.0pct，研发费用率同比-0.8pct，反映公司降本效果显著。上半年扣非归母净利率同比大幅提升 3.5pct，而因政府补助同比减少，上半年归母净利率提升幅度略低于扣非归母净利率提升幅度（同比+2.7pct）。

**坚定深化改革，红利仍将释放。**展望未来，公司将继续推动生产端卓越管理体系全面落地、构建数智化供应链体系、加强市场建设，为燕京啤酒实现持续较快发展打下坚实的基础。大单品燕京 U8 仍是改革的核心抓手，2023 年 U8 销量已突破 53 万吨，目前产品美誉度仍高，公司将继续倾注营销资源、加快市场开拓、丰富产品矩阵来助力 U8 迈向百万吨级大单品。综合来看，我们认为公司现阶段改革正在全面强基础锻长板，改革红利将持续释放。

**风险提示：**宏观经济增长超预期放缓；中高端啤酒需求增长不及预期；公司核心产品渠道拓展结果不及预期；行业竞争加剧；成本超预期上涨。

**盈利预测与投资建议：**维持盈利预测：预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 150.3/159.0/168.2 亿元，同比+5.8%/+5.8%/+5.8%；实现归母净利润 10.2/12.6/14.6 亿元，同比+57.5%/+23.7%/+16.5%；EPS 分别为 0.36/0.45/0.52 元；当前股价对应 PE 分别为 27/22/19 倍。维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,202	14,213	15,034	15,900	16,820
(+/-%)	10.4%	7.7%	5.8%	5.8%	5.8%
归母净利润(百万元)	352	645	1016	1257	1463
(+/-%)	54.5%	83.0%	57.5%	23.7%	16.5%
每股收益(元)	0.12	0.23	0.36	0.45	0.52
EBIT Margin	3.8%	4.8%	8.6%	10.6%	12.0%
净资产收益率(ROE)	2.6%	4.7%	7.6%	9.8%	12.1%
市盈率(PE)	78.6	43.0	27.3	22.0	18.9
EV/EBITDA	27.8	24.7	16.0	13.2	11.5
市净率(PB)	2.06	2.00	2.07	2.17	2.28

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·非白酒

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523090003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	9.83 元
总市值/流通市值	27706/24669 百万元
52 周最高价/最低价	10.77/7.59 元
近 3 个月日均成交额	182.35 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《燕京啤酒 (000729.SZ) - 上半年归母净利润同比增长 40%-55%，改革红利延续释放》——2024-07-14

《燕京啤酒 (000729.SZ) - 改革决心彰显，业绩弹性将持续释放》——2024-06-12

《燕京啤酒 (000729.SZ) - 高基数压制收入增速，费效提升助力利润释放》——2024-04-25

《燕京啤酒 (000729.SZ) - 2023 年 U8 销量增速超 36%，改革势能强劲》——2024-04-17

《燕京啤酒 (000729.SZ) - 核心单品 U8 延续高增速，改革红利逐步释放》——2024-01-03

**燕京啤酒公布 2024 年半年度业绩**，2024 年上半年实现营业总收入 80.46 亿元，同比+5.52%；实现归母净利润 7.58 亿元，同比+47.54%；实现扣非归母净利润 7.41 亿元，同比+69.12%。第二季度实现营业总收入 44.59 亿元，同比+8.79%；实现归母净利润 6.56 亿元，同比+45.91%；实现扣非归母净利润 6.38 亿元，同比+67.26%。实际利润落在业绩预告区间中值附近。

**上半年啤酒业务量价齐升，U8 延续较快增长带动产品结构升级。**上半年啤酒业务收入 73.88 亿元，同比+4.6%。拆分量价来看，销量同比+0.6%，销量表现优于行业整体，吨价同比+4.0%，主因以 U8 为代表的中高档产品销量较快增长，不仅带来销量同比增长，更推动产品结构升级。上半年中高档产品/普通产品收入分别同比+10.6%/-6.4%，中高档产品收入占比提升至 68.5%，同比+3.7pct。上半年其他业务合并收入占比约 8%，其中饮料（+31.2%）及其他产品（+17.7%）收入增速领先。分地区看，上半年华北/华东/华南/华中/西北地区收入分别同比+10.9%/+21.4%/-4.7%/-8.4%/-5.5%，华北基地市场收入增速提升至双位数，华东地区高速增长反映公司市场拓展进程显著。

**成本下行、降本增效举措推动费用节省，盈利能力大幅提升。**上半年毛利率 43.36%，同比+1.8pct，主要系啤酒业务产品结构升级叠加成本下行的共振作用所致，啤酒业务毛利率同比+2.9pct。上半年啤酒吨成本同比-1.1%，这主要受益于今年啤酒行业原材料成本下行，也与公司自身降本增效红利释放、产品结构升级有关。2024 年公司麦芽采购均价同比-15%，玻璃新瓶采购均价同比-6%，易拉罐采购均价同比-6%。此外，公司采购策略优化以及供应链效率提升对成本下行亦有贡献。费用方面，上半年销售费用率基本持平，但管理费用率同比-1.0pct，研发费用率同比-0.8pct，反映公司降本效果显著。上半年扣非归母净利率同比大幅提升 3.5pct，而因政府补助同比减少，上半年归母净利率提升幅度略低于扣非归母净利率提升幅度（同比+2.7pct）。

**坚定深化改革，红利仍将释放。**上半年业绩高速增长，反映公司啤酒业务增长动力强化，且内部深化改革的成效正在释放。第二季度费用率下降幅度及盈利能力提升幅度有所扩大，或表明改革红利在加速释放中。展望未来，公司将继续推动生产端卓越管理体系全面落地、构建数智化供应链体系、加强市场建设，为燕京啤酒实现持续较快发展打下坚实的基础。大单品燕京 U8 仍是改革的核心抓手，2023 年 U8 销量已突破 53 万吨，目前产品美誉度仍高，公司将继续倾注营销资源、加快市场开拓、丰富产品矩阵来助力 U8 迈向百万吨级大单品。综合来看，我们认为公司现阶段改革正在全面强基础锻长板，改革红利仍将持续释放。

**盈利预测与投资建议：**维持盈利预测：预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 150.3/159.0/168.2 亿元，同比 +5.8%/+5.8%/+5.8%；实现归母净利润 10.2/12.6/14.6 亿元，同比+57.5%/+23.7%/+16.5%；EPS 分别为 0.36/0.45/0.52 元；当前股价对应 PE 分别为 27/22/19 倍。维持“优于大市”评级。

## 风险提示

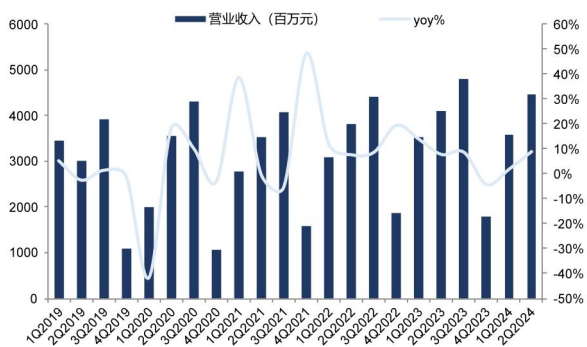
宏观经济增长超预期放缓；中高端啤酒需求增长不及预期；公司核心产品渠道拓展结果不及预期；行业竞争加剧；成本超预期上涨。

表1: 可比公司估值表 (2024年8月19日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
000729.SZ	燕京啤酒	40.6	9.83	0.36	0.45	27.3	22.0	277	优于大市
0291.HK	华润啤酒	13.6	21.99	1.69	1.80	13.0	12.2	714	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	19.7	63.85	3.73	4.36	17.1	14.6	871	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	20.0	56.75	2.87	3.07	19.8	18.5	275	优于大市

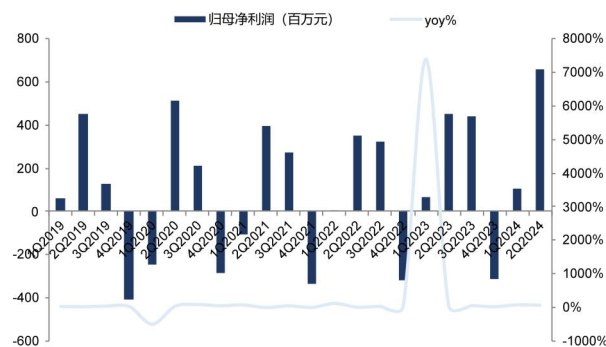
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理; 华润啤酒股价及总市值以换算成以 RMB 计

图1: 单季度营业收入及增速



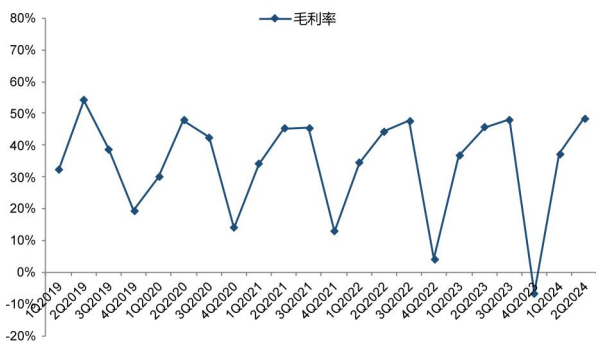
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



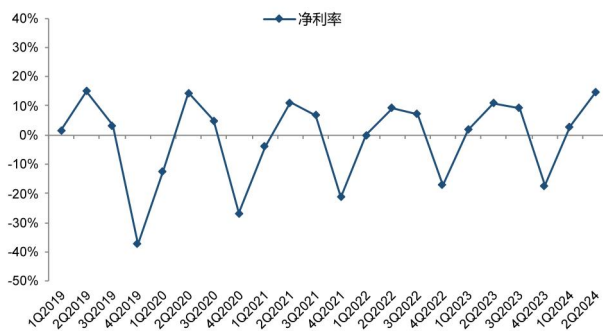
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利润率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6110	7212	6358	5849	5763	营业收入	13202	14213	15034	15900	16820
应收款项	372	243	330	348	369	营业成本	8259	8865	8854	9208	9626
存货净额	4141	3864	4124	4289	4483	营业税金及附加	1153	1221	1291	1366	1445
其他流动资产	183	236	195	207	219	销售费用	1634	1575	1684	1701	1749
<b>流动资产合计</b>	<b>10806</b>	<b>11555</b>	<b>11007</b>	<b>10693</b>	<b>10834</b>	管理费用	1413	1620	1657	1686	1713
固定资产	8108	7766	7946	7868	7446	研发费用	236	246	256	254	269
无形资产及其他	894	1002	969	936	905	财务费用	(153)	(168)	(180)	(173)	(175)
投资性房地产	313	332	351	356	360	投资收益	23	20	20	20	20
长期股权投资	573	576	601	629	659	资产减值及公允价值变动	(103)	(56)	(40)	(40)	(40)
<b>资产总计</b>	<b>20695</b>	<b>21231</b>	<b>20874</b>	<b>20481</b>	<b>20204</b>	其他收入	(126)	(40)	(76)	(64)	(80)
短期借款及交易性金融负债	321	541	141	(259)	(659)	营业利润	692	1025	1631	2027	2362
应付款项	1658	1239	1674	1741	1820	营业外净收支	3	14	15	10	10
其他流动负债	4253	4482	4406	4551	4730	<b>利润总额</b>	<b>695</b>	<b>1039</b>	<b>1646</b>	<b>2037</b>	<b>2372</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6232</b>	<b>6263</b>	<b>6221</b>	<b>6033</b>	<b>5891</b>	所得税费用	146	184	292	361	420
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	197	210	339	419	488
其他长期负债	197	191	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>352</b>	<b>645</b>	<b>1016</b>	<b>1257</b>	<b>1463</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>197</b>	<b>191</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>6429</b>	<b>6454</b>	<b>6221</b>	<b>6033</b>	<b>5891</b>	净利润	352	645	1016	1257	1463
少数股东权益	840	932	1270	1689	2177	资产减值准备	26	(32)	(14)	(1)	(2)
股东权益	13426	13845	13383	12759	12136	折旧摊销	719	698	827	872	915
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20695</b>	<b>21231</b>	<b>20874</b>	<b>20481</b>	<b>20204</b>	公允价值变动损失	103	56	40	40	40
						财务费用	(153)	(168)	(180)	(173)	(175)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	362	106	(153)	16	29
每股收益	0.12	0.23	0.36	0.45	0.52	其它	156	(64)	202	269	339
每股红利	0.10	0.14	0.23	0.29	0.33	<b>经营活动现金流</b>	<b>1718</b>	<b>1408</b>	<b>1918</b>	<b>2453</b>	<b>2785</b>
每股净资产	4.76	4.91	4.75	4.53	4.31	资本开支	(509)	(533)	(1000)	(800)	(500)
ROIC	3.94%	5.12%	11%	20%	24%	其它投资现金流	(1492)	(383)	(893)	(896)	(898)
ROE	2.62%	4.66%	8%	10%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2001)</b>	<b>(916)</b>	<b>(1893)</b>	<b>(1696)</b>	<b>(1398)</b>
毛利率	37%	38%	41%	42%	43%	权益性融资	0	20	0	0	0
EBIT Margin	4%	5%	9%	11%	12%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	10%	14%	16%	17%	支付股利、利息	(275)	(403)	(478)	(867)	(1072)
收入增长	10%	8%	6%	6%	6%	其它融资现金流	277	218	(400)	(400)	(400)
净利润增长率	55%	83%	58%	24%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2</b>	<b>(164)</b>	<b>(878)</b>	<b>(1267)</b>	<b>(1472)</b>
资产负债率	35%	35%	36%	38%	40%	<b>现金净变动</b>	<b>1051</b>	<b>1101</b>	<b>(853)</b>	<b>(510)</b>	<b>(85)</b>
股息率	1.0%	1.5%	2.3%	2.9%	3.4%	货币资金的期初余额	5059	6110	7212	6358	5849
P/E	78.6	43.0	27.3	22.0	18.9	货币资金的期末余额	6110	7212	6358	5849	5763
P/B	2.1	2.0	2.1	2.2	2.3	企业自由现金流	973	835	737	1474	2104
EV/EBITDA	27.8	24.7	16.0	13.2	11.5	权益自由现金流	1525	1597	485	1215	1848

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032