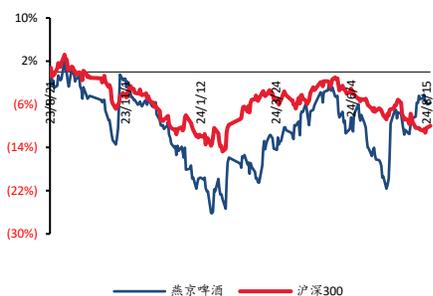


燕京啤酒：量价逆势齐升，改革红利持续兑现

走势比较



股票数据

总股本/流通股(亿股)	28.19/28.19
总市值/流通(亿元)	277.06/277.06
12个月内最高/最低价(元)	10.77/7.59

相关研究报告

- <<改革提效成果显著，利润端实现高弹性增长>>--2024-04-26
- <<U8 延续高增长势能，改革红利有望持续兑现>>--2024-04-17
- <<燕京啤酒：U8 势能强劲，业绩表现亮眼>>--2022-09-03

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523080002

研究助理：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124030019

事件：燕京啤酒发布 2024 半年报，2024H1 实现营收 80.46 亿元，同比+5.52%，归母净利润 7.58 亿元，同比+47.54%，扣非归母净利润 7.41 亿元，同比+69.12%。2024Q2 实现营收 44.59 亿元，同比+8.79%，归母净利润 6.56 亿元，同比+45.91%，扣非归母净利润 6.38 亿元，同比+67.26%。

弱市之下量价齐升，U8 高增驱动结构升级。二季度啤酒行业受到雨水天气以及餐饮走弱影响销量有所下滑，据国家统计局数据显示，2024 年 1-6 月中国规模以上啤酒企业累计产量 1908.8 万吨，同比增长 0.1%。2024H1 公司销量/吨价分别为 230.49 万吨/3205 元/吨，同比+0.7%/+3.9%，销量增速好于行业，U8 势能持续释放带动公司产品结构进一步提升。分结构看，2024H1 公司中高档/普通产品分别实现收入 50.6/23.2 亿元、同比+10.6%/-6.4%，中高档产品占比提升 3.7pct 至 69%，预计 U8 上半年增速达 30%。公司将通过以下举措为抓手打造 U8 百万吨级全国大单品：1) 持续巩固传统优势区域：北京、河北、内蒙市场；2) 加大成长型市场建设：东三省、四川、山东，这三个市场目前贡献最大增速，超过 30%；3) 加大弱势市场华中、华东、华南区域开拓进度；4) 推出 U8 迭代升级新产品，研发中心已经在开展这项工作；5) 下半年加快布局 256ml 规格，将会推向全国夜场以提高夜场市场份额；6) 逐步统一易拉罐装销售策略和政策，加大 U8 在流通领域的铺货，提高流通领域市占率。分区域看，2024H1 华北/华东/华南/华中/西北分别实现收入 45.9/7.5/18.3/5.5/3.4 亿元，同比+10.9%/+21.4%/-4.7%/-8.4%/-5.5%，华北大本营保持稳定增长，主要拓展流通渠道，华东区域公司积极布局，小基数下实现快速增长。分渠道，2024H1 传统/KA/电商分别实现收入 70.64/2.20/1.04 亿元，同比+5.5%/-23.4%/+28.1%。截至 2024H1 末经销商达 8392 家，环比 2023 年末净减少 142 家，经销体系不断优化。2024H1 子公司桂林漓泉/福建惠泉分别实现营收 19.98/3.48 亿元，同比-1.8%/+0.3%，实现净利润 3.18/0.3 亿元，同比+2.5%/+40.7%。

改革提效稳步推进，利润实现高弹性增长。成本端，吨成本下降 1.2%至 1774 元/吨，公司已经搭建完成首套数字化智能采购平台，今年麦芽、玻璃瓶、易拉罐采购均价预计同比下滑。2024H1 公司毛利率达 43.36%，同比+1.8pct，2024Q2 公司毛利率达 48.33%，同比+2.7pct，毛利率上升预计主因产品结构升级、原材料成本下降以及降本增效下吨人工成本降低。2024Q2 税金及附加/销售/管理费用率分别为 8.53%/10.01%/11.13%，同比-0.1/+0.1/-1.0pct，公司费用率优化明显，改革成效逐渐显现。2024Q2 归母净利率达 14.7%，同比+3.7pct，扣非归母净利润 14.3%，在去年同期有较高政府补助影响下同比+5.0pct，利润端充分释放弹性。公司持续推进产能和人员优化，提升

经营效率，预计改革红利将持续释放。

投资建议：U8 高增长持续推升公司产品结构，同时随着公司改革红利的释放叠加成本下降预期，预计利润端将展现较大弹性。预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.33/0.41/0.49 元，对应 PE 分别为 30x/24x/20x，按照 2024 年业绩给予 35 倍，目标价 11.55 元，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险、结构升级不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	14,213	15,196	16,186	17,121
营业收入增长率(%)	7.66%	6.92%	6.51%	5.78%
归母净利润（百万元）	645	919	1,160	1,384
净利润增长率(%)	83.02%	42.62%	26.15%	19.28%
摊薄每股收益（元）	0.23	0.33	0.41	0.49
市盈率（PE）	37.69	30.13	23.89	20.03

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,110	7,212	8,329	11,165	12,886
应收和预付款项	316	354	374	388	409
存货	4,141	3,864	5,080	4,012	5,215
其他流动资产	239	125	230	212	265
流动资产合计	10,806	11,555	14,013	15,776	18,776
长期股权投资	573	576	670	789	861
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	8,050	7,664	7,268	6,879	6,487
在建工程	58	101	99	117	137
无形资产开发支出	894	1,002	1,034	1,086	1,150
长期待摊费用	2	2	2	2	2
其他非流动资产	11,120	11,885	14,316	16,055	19,038
资产总计	20,698	21,231	23,388	24,928	27,675
短期借款	300	540	540	540	540
应付和预收款项	1,658	1,239	1,841	1,403	1,913
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	4,474	4,674	4,854	5,099	5,342
负债合计	6,432	6,454	7,235	7,042	7,795
股本	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819
资本公积	4,374	4,374	4,374	4,374	4,374
留存收益	6,298	6,717	7,744	8,996	10,475
归母公司股东权益	13,426	13,845	14,872	16,124	17,602
少数股东权益	840	932	1,281	1,762	2,278
股东权益合计	14,266	14,777	16,153	17,886	19,880
负债和股东权益	20,698	21,231	23,388	24,928	27,675

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,718	1,408	1,184	2,913	1,811
投资性现金流	-2,001	-916	-66	-78	-90
融资性现金流	2	-164	0	0	0
现金增加额	-282	328	1,118	2,835	1,722

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,202	14,213	15,196	16,186	17,121
营业成本	8,259	8,865	8,944	9,351	9,770
营业税金及附加	1,153	1,221	1,342	1,411	1,492
销售费用	1,634	1,575	1,672	1,748	1,815
管理费用	1,413	1,620	1,520	1,570	1,627
财务费用	-153	-168	-153	-142	-152
资产减值损失	-90	-58	-90	-71	-76
投资收益	42	43	47	50	52
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	692	1,025	1,672	2,079	2,406
其他非经营损益	3	14	3	-2	-2
利润总额	695	1,039	1,675	2,077	2,404
所得税	146	184	407	436	505
净利润	549	855	1,269	1,641	1,899
少数股东损益	197	210	349	481	515
归母股东净利润	352	645	919	1,160	1,384

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	37.44%	37.63%	41.14%	42.23%	42.94%
销售净利率	2.67%	4.54%	6.05%	7.17%	8.08%
销售收入增长率	10.38%	7.66%	6.92%	6.51%	5.78%
EBIT 增长率	51.54%	57.82%	97.93%	24.69%	16.71%
净利润增长率	54.49%	83.02%	42.62%	26.15%	19.28%
ROE	2.62%	4.66%	6.18%	7.19%	7.86%
ROA	1.70%	3.04%	3.93%	4.65%	5.00%
ROIC	2.71%	4.24%	7.09%	8.36%	8.80%
EPS (X)	0.13	0.23	0.33	0.41	0.49
PE (X)	84.96	37.69	30.13	23.89	20.03
PB (X)	2.23	1.76	1.86	1.72	1.57
PS (X)	2.27	1.71	1.82	1.71	1.62
EV/EBITDA (X)	19.45	11.70	9.92	7.30	5.68

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。