



增持(维持)

所属行业: 食品饮料/非白酒
当前价格(元): 9.64

证券分析师

熊鹏

资格编号: S0120522120002

邮箱: xiongpeng@tebon.com.cn

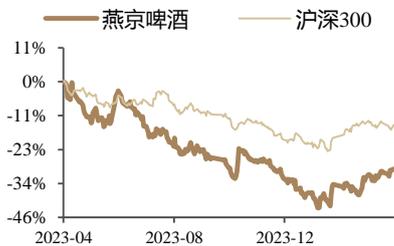
韦香怡

资格编号: S0120522080002

邮箱: weixy@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.48	7.89	13.53
相对涨幅(%)	5.06	2.42	5.36

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《燕京啤酒(000729.SZ): 高端化进程延续, 改革红利稳步兑现》, 2023.10.26
- 《燕京啤酒(000729.SZ): 改革成效充分显现, 盈利能力持续改善》, 2023.8.22
- 《燕京啤酒(000729.SZ): 改革成效显著, 盈利改善逐步兑现》, 2023.4.21
- 《燕京啤酒: U8 销量稳步攀升, 改革取得积极成效》, 2023.4.18

燕京啤酒(000729.SZ): 量价齐升, 提质增效

投资要点

- 公司发布 2024H1 半年度报告。**2024H1 公司实现营业收入 80.46 亿元, 同比+5.52%; 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%。2024Q2 单季度实现营业收入 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%。
- 量价齐升趋势延续, U8 带引领产品结构升级。**(1) 量价拆分来看, 2024H1 公司啤酒业务收入为 73.88 亿元, 同比+4.63%, 销量实现 230.49 万吨, 同比+0.63%, 吨酒价格同比+3.97%至 3205 元。(2) 从产品结构来看, 2024H1 中高档/普通产品收入分别为 50.64/23.24 亿元, 分别同比+10.61%/-6.41%, 我们预计主要系大单品 U8 的增长带动中高档收入占比提升(同比+3.7pct 至 68.5%)。(3) 分地区和子公司来看, 2024H1 华北/华南/华东/华中/西北地区收入分别同比+10.9%/-4.7%/+21.4%/-8.4%/-5.5%, 华北地区收入占比同比+2.8pct 至 57.1%, 基地市场稳健发展, 我们预计华南地区收入下滑或受 Q2 雨水较多影响。公司华南地区的子公司桂林漓泉/福建惠泉 2024H1 收入分别同比-1.8%/+0.33%, 净利润同比+2.5%/+40.7%, 净利率不断提升。
- 内部管理持续优化, 盈利能力稳步提升。**2024H1 公司吨酒价格/吨酒成本分别同比+4.0%/-1.1%, 营业成本中原材料/人工工资成本分别同比-3.4%/-4.2%, 带动整体毛利率同比+1.8pct 至 43.4%。2024H1 公司销售/管理/研发费用率分别同比+0.1/-1.0/-0.8pct, 管理费用中率下降主因职工薪酬和折旧摊销费用同比降低, 24H1 应付职工薪酬中辞退福利本期增加 0.54 亿元, 公司内部降本增效持续推进; 综合影响下 2024H1 归母净利率同比+2.7pct 至 9.4%, 24Q2 单季度归母净利率同比+3.7pct 至 14.7%。
- 投资建议:**近年来 U8 大单品带动中高档产品占比加速提升, 公司在新兴市场和高端产品领域展现出积极的市场拓展和产品升级趋势, 渠道覆盖率和渗透率不断提升, 兼顾全国化与区域化。同时, 公司各项财务指标不断改善, 内部变革的成效不断显现, 我们认为在内部改革红利逐步兑现与 U8 大单品高速成长的背景下公司吨酒价格与盈利能力均有较大提升空间。我们依据公司业绩调整盈利预测, 预计公司 2024-2026 年分别实现营收 151.7/160.9/170.1 亿元, 同比+6.8%/+6.0%/+5.7%, 实现归母净利润 9.7/12.6/15.5 亿元, 同比+50.7%/+29.3%/+23.1%, 对应 PE 为 28x/22x/18x, 维持“增持”评级。
- 风险提示:**产品结构升级不及预期; 市场高端化竞争加剧; 原材料成本持续上涨; 改革成效不及预期等。

股票数据

总股本(百万股):	2,818.54
流通 A 股(百万股):	2,509.61
52 周内股价区间(元):	7.71-10.66
总市值(百万元):	24,468.87
总资产(百万元):	25077.55
每股净资产(元):	5.18

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,202	14,213	15,174	16,087	17,010
(+/-)YOY(%)	10.4%	7.7%	6.8%	6.0%	5.7%
净利润(百万元)	352	645	971	1,256	1,546
(+/-)YOY(%)	54.5%	83.0%	50.7%	29.3%	23.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.12	0.23	0.34	0.45	0.55
毛利率(%)	37.4%	37.6%	39.7%	40.8%	41.8%
净资产收益率(%)	2.6%	4.7%	6.7%	8.3%	9.6%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.23	0.34	0.45	0.55
每股净资产	4.91	5.12	5.39	5.72
每股经营现金流	0.50	0.55	0.80	0.83
每股股利	0.10	0.14	0.18	0.22
价值评估(倍)				
P/E	37.69	27.97	21.64	17.58
P/B	1.76	1.88	1.79	1.69
P/S	1.91	1.79	1.69	1.60
EV/EBITDA	11.70	11.08	8.20	6.28
股息率%	1.2%	1.4%	1.8%	2.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	37.6%	39.7%	40.8%	41.8%
净利润率	6.0%	8.4%	10.2%	11.8%
净资产收益率	4.7%	6.7%	8.3%	9.6%
资产回报率	3.0%	4.0%	5.1%	5.7%
投资回报率	4.2%	6.7%	8.2%	9.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	7.7%	6.8%	6.0%	5.7%
EBIT 增长率	57.8%	76.8%	30.8%	22.8%
净利润增长率	83.0%	50.7%	29.3%	23.1%
偿债能力指标				
资产负债率	30.4%	34.8%	31.9%	32.8%
流动比率	1.8	1.8	2.0	2.1
速动比率	1.2	1.2	1.4	1.5
现金比率	1.2	1.1	1.4	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	5.0	5.4	5.4	5.4
存货周转天数	162.5	168.0	165.0	162.0
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.6
固定资产周转率	1.9	2.0	2.2	2.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	645	971	1,256	1,546
少数股东损益	210	307	386	462
非现金支出	775	375	372	369
非经营收益	-220	-1	-34	-38
营运资金变动	-2	-108	273	-2
经营活动现金流	1,408	1,544	2,252	2,336
资产	-484	-229	-78	-56
投资	0	-60	-50	-40
其他	-432	46	48	51
投资活动现金流	-916	-243	-80	-45
债权募资	240	1,000	0	0
股权募资	20	0	0	0
其他	-424	-430	-564	-680
融资活动现金流	-164	569	-564	-680
现金净流量	328	1,871	1,609	1,612

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 20 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14,213	15,174	16,087	17,010
营业成本	8,865	9,157	9,531	9,894
毛利率%	37.6%	39.7%	40.8%	41.8%
营业税金及附加	1,221	1,290	1,367	1,437
营业税金率%	8.6%	8.5%	8.5%	8.5%
营业费用	1,575	1,593	1,609	1,616
营业费用率%	11.1%	10.5%	10.0%	9.5%
管理费用	1,620	1,639	1,641	1,701
管理费用率%	11.4%	10.8%	10.2%	10.0%
研发费用	246	258	273	289
研发费用率%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
EBIT	790	1,396	1,827	2,243
财务费用	-168	-67	-75	-99
财务费用率%	-1.2%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-58	0	0	0
投资收益	43	46	48	51
营业利润	1,025	1,539	1,982	2,427
营业外收支	14	16	15	15
利润总额	1,039	1,555	1,997	2,442
EBITDA	1,509	1,772	2,199	2,612
所得税	184	277	355	435
有效所得税率%	17.7%	17.8%	17.8%	17.8%
少数股东损益	210	307	386	462
归属母公司所有者净利润	645	971	1,256	1,546

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,212	9,082	10,691	12,303
应收账款及应收票据	207	250	233	278
存货	3,864	4,683	4,054	4,851
其它流动资产	272	504	419	623
流动资产合计	11,555	14,519	15,397	18,054
长期股权投资	576	576	576	576
固定资产	7,664	7,521	7,355	7,154
在建工程	101	176	123	86
无形资产	1,002	978	955	933
非流动资产合计	9,676	9,526	9,279	9,015
资产总计	21,231	24,046	24,676	27,069
短期借款	540	1,540	1,540	1,540
应付票据及应付账款	1,239	2,067	1,374	2,199
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,483	4,581	4,765	4,945
流动负债合计	6,263	8,188	7,680	8,684
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	191	191	191	191
非流动负债合计	191	191	191	191
负债总计	6,454	8,379	7,870	8,874
实收资本	2,819	2,819	2,819	2,819
普通股股东权益	13,845	14,428	15,181	16,109
少数股东权益	932	1,239	1,624	2,086
负债和所有者权益合计	21,231	24,046	24,676	27,069

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。