

## 结构升级、原材料成本降低，盈利水平超预期提升

### 核心观点

- 公司近期发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 80.5 亿元，同比+5.5%；实现归母净利润 7.6 亿元，同比+47.5%，净利率同比提升 2.9pct 至 10.8%。单二季度来看，公司实现营业收入 44.6 亿元（+8.8%），实现归母净利润 6.6 亿元（+45.9%）。
- **预计 U8 增速较快，漓泉增速放缓。**分档次，24H1 中高档啤酒实现收入 50.6 亿（yoy+10.6%），普通档啤酒实现收入 23.2 亿（yoy-6.4%），中高档啤酒收入占比提升 3.7pct 至 68.5%。24H1 啤酒销量、吨价分别同比提升 0.6%、4.0%，预计大单品燕京 U8 保持较快增速，同时引领结构升级、吨价提升，同时部分货折收缩或起到贡献。分地区，24H1 华北/华南两个核心市场分别实现收入 46/18 亿，分别同比增长 11%/-5%，预计分别因 U8 高增、漓泉 1998 增速放缓；华东/华中/西北低基数市场收入分别同比+21%/-8%/-6%。根据公司，对于 U8，下一阶段将持续巩固北京、河北、内蒙优势市场，加大东三省、四川、山东等成长型市场建设，并加速华中、华东、华南弱势市场开发。预计市场开拓将成为 U8 持续增长的核心驱动力。
- **毛利率高增，子公司减亏，盈利水平向好。**24H1，公司毛利率为 43.4%（yoy+1.8pct），预计主要受益于结构升级、进口大麦等原材料成本下降；公司销售/管理费用率分别同比+0.1pct/-1.0pct；销售净利率为 10.8%（yoy+2.9pct），盈利水平明显提升。除漓泉、惠泉外净利润率由 22 年-0.3%提升至 23 年 1.2%，预计子公司继续减亏。

### 盈利预测与投资建议

- 根据 24 年中报，对 24-25 年略下调收入，对 24 年下调费用率。我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 0.32、0.42、0.50 元（原预测 24-25 年为 0.31、0.43 元）。长周期来看公司啤酒业务向好，现金流充沛，我们采用 FCFF 估值法，得到公司权益价值为 373 亿元，对应目标价 13.25 元，维持买入评级。

**风险提示：**U8 放量不及预期、降本增效不及预期、相关费用超预期、食品安全事件风险。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,202	14,213	15,413	16,506	17,683
同比增长(%)	10.4%	7.7%	8.4%	7.1%	7.1%
营业利润(百万元)	692	1,025	1,395	1,916	2,363
同比增长(%)	59.1%	48.2%	36.1%	37.3%	23.3%
归属母公司净利润(百万元)	352	645	890	1,173	1,408
同比增长(%)	54.5%	83.0%	38.0%	31.8%	20.1%
每股收益(元)	0.12	0.23	0.32	0.42	0.50
毛利率(%)	37.4%	37.6%	41.1%	43.2%	44.8%
净利率(%)	2.7%	4.5%	5.8%	7.1%	8.0%
净资产收益率(%)	2.6%	4.7%	6.3%	7.9%	8.9%
市盈率	77.1	42.1	30.5	23.2	19.3
市净率	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月22日）	9.53 元
目标价格	13.25 元
52 周最高价/最低价	10.66/7.51 元
总股本/流通 A 股（万股）	281,854/250,961
A 股市值（百万元）	26,861
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024 年 08 月 23 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.35	-0.92	-4.37	-7.93
相对表现%	-2.49	4.82	5.71	3.91
沪深 300%	-0.86	-5.74	-10.08	-11.84



### 证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001

### 联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn

### 相关报告

结构优化明显，盈利持续改善	2023-08-24
结构升级降本提效，老牌燕京重振旗鼓	2023-04-05

## 投资建议

根据 24 年中报，对 24-25 年略下调收入，对 24 年下调费用率。我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 0.32、0.42、0.50 元（原预测 24-25 年为 0.31、0.43 元）。长周期来看公司啤酒业务向好，现金流充沛，我们采用 FCFF 估值法，得到公司权益价值为 373 亿元，对应目标价 13.25 元，维持买入评级。

WACC 计算：以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 9.44%。

表 1：公司 WACC 计算主要参数设定

参数	数值
所得税率	25%
目标债务比率	10%
剔除杠杆调整 Beta	1.05
无风险收益率 Rf	2.17%
市场风险溢价 Rm-Rf	7.03%
市场回报率 Rm	9.20%
债务成本 Kd	3.85%
股权投资成本 Ke	10.17%
<b>WACC</b>	<b>9.44%</b>

资料来源：Wind、东方证券研究所

**股权价值计算结果：**我们假设公司永续增长率为 3.0%，计算得出公司每股权益价值为 13.25 元。

表 2：股权价值计算结果

项目	数值
永续增长值率	3.00%
预测期自由现金流现值（百万元）	13,603.66
永续自由现金流现值（百万元）	17,559.60
企业价值（百万元）	31,163.26
<b>权益价值（百万元）</b>	<b>37,331.94</b>
<b>每股权益价值（人民币）</b>	<b>13.25</b>

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 3：FCFF 目标价敏感性分析表

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	7.44%	14.63	16.03	18.07	21.30	27.18
	7.94%	13.73	14.88	16.50	18.94	23.05
	8.44%	12.95	13.91	15.22	17.12	20.12
	8.94%	12.27	13.08	14.15	15.66	17.93
	9.44%	11.68	12.36	13.25	14.46	16.23
	9.94%	11.15	11.72	12.47	13.47	14.87
	10.44%	10.67	11.17	11.80	12.63	13.76
	10.94%	10.24	10.67	11.21	11.91	12.84
11.44%	9.86	10.23	10.70	11.29	12.06	

资料来源：Wind、东方证券研究所（目标价单位：元/股）

## 风险提示

**U8 放量不及预期风险。**我们对公司业绩的预测建立在 U8 保持较高增速的基础上，如果 U8 销量增长不及预期，可能拖累公司业绩增速，影响估值结果。

**降本增效不及预期风险。**如果公司关厂、子公司扭亏或人员配置优化进度较慢，将导致降本增效速度不及预期，可能对公司盈利和估值造成不利影响。

**相关费用超预期风险。**如果关厂等相关费用超过预期，可能对估值造成影响。

**食品安全事件风险。**如果啤酒行业出现食品安全黑天鹅事件，可能对公司造成不利影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,110	7,212	8,073	9,564	11,080	营业收入	13,202	14,213	15,413	16,506	17,683
应收票据、账款及款项融资	194	208	225	241	258	营业成本	8,259	8,865	9,075	9,370	9,761
预付账款	122	147	159	171	183	营业税金及附加	1,153	1,221	1,325	1,419	1,521
存货	4,141	3,864	3,864	3,896	3,962	销售费用	1,634	1,575	1,678	1,797	1,908
其他	239	125	228	151	154	管理费用及研发费用	1,649	1,866	2,025	2,158	2,295
<b>流动资产合计</b>	<b>10,806</b>	<b>11,555</b>	<b>12,550</b>	<b>14,023</b>	<b>15,637</b>	财务费用	(153)	(168)	(55)	(67)	(82)
长期股权投资	573	576	550	600	600	资产、信用减值损失	103	56	114	41	48
固定资产	8,050	7,664	7,526	7,395	7,298	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	58	101	135	167	233	投资净收益	42	43	40	40	40
无形资产	894	1,002	965	929	895	其他	92	184	105	90	90
其他	316	332	247	247	247	<b>营业利润</b>	<b>692</b>	<b>1,025</b>	<b>1,395</b>	<b>1,916</b>	<b>2,363</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,892</b>	<b>9,676</b>	<b>9,424</b>	<b>9,339</b>	<b>9,273</b>	营业外收入	5	19	20	20	20
<b>资产总计</b>	<b>20,698</b>	<b>21,231</b>	<b>21,974</b>	<b>23,362</b>	<b>24,910</b>	营业外支出	2	5	8	8	8
短期借款	300	540	540	540	540	<b>利润总额</b>	<b>695</b>	<b>1,039</b>	<b>1,407</b>	<b>1,928</b>	<b>2,375</b>
应付票据及应付账款	1,658	1,239	1,269	1,310	1,365	所得税	146	184	236	386	522
其他	4,274	4,483	4,381	4,573	4,726	<b>净利润</b>	<b>549</b>	<b>855</b>	<b>1,171</b>	<b>1,543</b>	<b>1,852</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,232</b>	<b>6,263</b>	<b>6,190</b>	<b>6,423</b>	<b>6,631</b>	少数股东损益	197	210	281	370	445
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>352</b>	<b>645</b>	<b>890</b>	<b>1,173</b>	<b>1,408</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.12	0.23	0.32	0.42	0.50
其他	200	191	53	53	53						
<b>非流动负债合计</b>	<b>200</b>	<b>191</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>6,432</b>	<b>6,454</b>	<b>6,243</b>	<b>6,476</b>	<b>6,684</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	840	932	1,213	1,583	2,028	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819	营业收入	10.4%	7.7%	8.4%	7.1%	7.1%
资本公积	4,374	4,374	4,374	4,374	4,374	营业利润	59.1%	48.2%	36.1%	37.3%	23.3%
留存收益	6,298	6,717	7,325	8,109	9,005	归属于母公司净利润	54.5%	83.0%	38.0%	31.8%	20.1%
其他	(65)	(65)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>14,266</b>	<b>14,777</b>	<b>15,731</b>	<b>16,885</b>	<b>18,226</b>	毛利率	37.4%	37.6%	41.1%	43.2%	44.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20,698</b>	<b>21,231</b>	<b>21,974</b>	<b>23,362</b>	<b>24,910</b>	净利率	2.7%	4.5%	5.8%	7.1%	8.0%
						ROE	2.6%	4.7%	6.3%	7.9%	8.9%
						ROIC	3.0%	4.7%	7.1%	8.8%	9.8%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	31.1%	30.4%	28.4%	27.7%	26.8%
净利润	549	855	1,171	1,543	1,852	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	295	474	475	497	522	流动比率	1.73	1.85	2.03	2.18	2.36
财务费用	(153)	(168)	(55)	(67)	(82)	速动比率	1.06	1.21	1.39	1.56	1.75
投资损失	(42)	(43)	(40)	(40)	(40)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	175	147	(152)	166	108	应收账款周转率	69.6	72.2	67.3	63.0	63.0
其它	893	143	126	41	48	存货周转率	2.0	2.2	2.3	2.4	2.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,718</b>	<b>1,408</b>	<b>1,525</b>	<b>2,140</b>	<b>2,409</b>	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	116	(196)	(370)	(400)	(500)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(263)	(3)	26	(50)	0	每股收益	0.12	0.23	0.32	0.42	0.50
其他	(1,854)	(717)	(108)	120	40	每股经营现金流	0.61	0.50	0.54	0.76	0.85
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,001)</b>	<b>(916)</b>	<b>(451)</b>	<b>(330)</b>	<b>(460)</b>	每股净资产	4.76	4.91	5.15	5.43	5.75
债权融资	1	(19)	14	3	(2)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(223)	0	0	0	0	市盈率	77.1	42.1	30.5	23.2	19.3
其他	223	(145)	(227)	(322)	(430)	市净率	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2</b>	<b>(164)</b>	<b>(212)</b>	<b>(319)</b>	<b>(432)</b>	EV/EBITDA	24.1	15.1	11.1	8.6	7.2
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	37.3	23.4	15.0	10.9	8.8
<b>现金净增加额</b>	<b>(282)</b>	<b>328</b>	<b>862</b>	<b>1,491</b>	<b>1,516</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。