

销量跑赢大盘，盈利稳步提升

2024 年 10 月 26 日

► **事件:** 2024 年 10 月 25 日，公司披露三季报。2024 年前三季度公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 128.46/12.88/12.61 亿元，同比 +3.47%/+34.73%/+45.68%。经测算，24Q3 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 48.00/5.30/5.20 亿元，同比+0.19%/+19.84%/+21.68%。

► **销量跑赢大盘，U8 维持良好态势。**2024 年前三季度，公司营收同比增 3.5%，量/价分别同比+0.48%/+2.97%，单三季度，公司营收同比持平微增，其中啤酒销量达 114.2 万千升，同比+0.17%，千升酒收入 4202 元，同比+0.03%。24Q3 公司量增延续 H1 趋势，跑赢行业大盘（24Q3 我国啤酒总产量合计 1007.50 万千升，同比-5.26%），同时吨价保持稳健，我们预计主要系公司非现渠道占比相对较高，因此销量受餐饮、夜场等现饮场景需求疲软影响较小，同时 U8 全国化战略持续推进，包括漓泉 1998 在广西基地市场外抢夺份额，驱动公司产品结构持续改善。Q3 公司吨价增幅不明显，我们预计或与需求较弱背景下，啤酒销售旺季公司积极投入，货折有所增加有关。

► **费效比提升驱动毛销差改善，盈利能力稳步提升。**24Q3，公司千升酒成本同比-0.04%（24H1 同比+1.62%），成本压力环比进一步改善，考虑到大麦等原材料价格下行及改革持续显效，预计啤酒业务吨成本改善幅度更大。24Q3 公司毛利率基本持平，同比+0.04pct 至 47.99%，销售费用率同比-2.03pct 至 13.86%，体现出公司改革后精益管理带来的费效比提升，毛销差同比+1.99pct；管理/研发/财务费用率同比+1.81/-1.16/-0.15pct，整体保持平稳，税率同比-2.99pct。综上，公司 24Q3 扣非归母净利率 10.84%，同比+1.91pct。

► **结构不断改善+改革红利释放，持续看好公司利润率弹性。**展望四季度，23Q4 公司利润受一次性费用干扰较大，同时改革有望持续显效，预计公司有望实现减亏。近几年燕京通过推出 U8 大单品+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各项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 全国化战略仍有较大空间，漓泉 1998 凭借产品力和较好的渠道推力在广西基地市场周边亦积极拓展份额，且公司整合中低档产品线夯实塔基，产品组合有望更趋良性发展，驱动公司量价齐升、份额恢复。同时公司还将坚持强化组织、提升人效、优化供应链，看好公司利润率弹性。

► **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 10.55/14.17/17.77 亿元，同比增长 63.7%/34.3%/25.4%；当前市值对应 PE 分别为 28/21/17x，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	1,055	1,417	1,777
增长率 (%)	83.0	63.7	34.3	25.4
每股收益 (元)	0.23	0.37	0.50	0.63
PE	46	28	21	17
PB	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

10.50 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 年半年报点评: H1 量价齐升, 扣非利润高增-2024/08/20
- 2.燕京啤酒 (000729.SZ) 2024 年半年度业绩预告点评: 扣非后利润高增, 改革成效加速释放-2024/07/13
- 3.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
- 4.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
- 5.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

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	1,593	1,654	1,725
管理费用	1,620	1,555	1,530	1,488
研发费用	246	269	284	300
EBIT	790	1,437	1,887	2,318
财务费用	-168	-148	-153	-163
资产减值损失	-58	-67	-68	-69
投资收益	43	46	45	47
营业利润	1,025	1,593	2,048	2,490
营业外收支	14	2	2	2
利润总额	1,039	1,595	2,050	2,492
所得税	184	268	332	394
净利润	855	1,327	1,718	2,098
归属于母公司净利润	645	1,055	1,417	1,777
EBITDA	1,509	2,157	2,613	3,052

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,212	9,659	11,025	11,979
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	285	298	310
流动资产合计	11,555	14,792	16,202	17,281
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	9,664	9,764	9,864
资产合计	21,231	24,456	25,966	27,145
短期借款	540	1,758	1,758	1,758
应付账款及票据	1,239	1,843	1,905	1,375
其他流动负债	4,483	4,836	5,028	5,258
流动负债合计	6,263	8,437	8,691	8,390
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	191	197	197	197
非流动负债合计	191	197	197	197
负债合计	6,454	8,633	8,887	8,587
股本	2,819	2,819	2,819	2,819
少数股东权益	932	1,204	1,505	1,826
股东权益合计	14,777	15,823	17,079	18,558
负债和股东权益合计	21,231	24,456	25,966	27,145

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	81.84	31.33	22.84
净利润增长率	83.02	63.68	34.29	25.41
盈利能力 (%)				
毛利率	37.63	40.08	41.49	42.63
净利润率	4.54	6.96	8.83	10.51
总资产收益率 ROA	3.04	4.31	5.46	6.55
净资产收益率 ROE	4.66	7.22	9.10	10.62
偿债能力				
流动比率	1.85	1.75	1.86	2.06
速动比率	1.19	1.20	1.33	1.49
现金比率	1.15	1.14	1.27	1.43
资产负债率 (%)	30.40	35.30	34.23	31.63
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	0.66	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	5.19	5.53	5.94
每股经营现金流	0.50	0.79	0.94	0.85
每股股利	0.10	0.16	0.22	0.28
估值分析				
PE	46	28	21	17
PB	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	13.63	9.54	7.87	6.74
股息收益率 (%)	0.95	1.56	2.09	2.63

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	855	1,327	1,718	2,098
折旧和摊销	719	720	726	734
营运资金变动	-2	138	137	-501
经营活动现金流	1,408	2,224	2,641	2,392
资本开支	-484	-668	-773	-781
投资	0	-60	0	0
投资活动现金流	-916	-671	-728	-734
股权募资	20	0	0	0
债务募资	240	1,233	0	0
筹资活动现金流	-164	894	-547	-705
现金净流量	328	2,447	1,367	953

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