

燕京啤酒 (000729.SZ)

第三季度收入同比增长 0.2%，盈利能力延续改善

优于大市

核心观点

燕京啤酒公布 2024 年三季度报告，2024 年前三季度实现营业总收入 128.46 亿元，同比+3.47%；实现归母净利润 12.88 亿元，同比+34.73%；实现扣非归母净利润 12.61 亿元，同比+45.68%。2024 年第三季度实现营业总收入 48.00 亿元，同比+0.19%；实现归母净利润 5.30 亿元，同比+19.84%；实现扣非归母净利润 5.20 亿元，同比+21.68%。

第三季度销量同比+0.2%，千升酒收入同比持平。第三季度公司收入同比+0.2%，环比第二季度增速有所放缓。拆分量价来看，第三季度公司销量同比+0.2%，据国家统计局数据，第三季度全国规模以上企业啤酒产量同比-4.1%，反映啤酒行业需求仍偏弱，但公司销量表现优于行业。第三季度千升酒收入同比持平，公司千升酒收入季度之间波动较大，预计与货折确认节奏有关。

第三季度销售及研发费用节省，盈利能力延续改善。第三季度毛利率同比持平，预计系货折集中确认稀释均价后，成本下行红利弱化所致。第三季度销售费用率/研发费用率同比-2.0pct/-1.2pct，尽管管理费用率同比+1.8pct，期间费用率整体下行，归母净利率同比+1.8pct 至 11.0%。第三季度管理费用率同比转为上行，预计与费用确认节奏有关，实际上公司持续精益管理能力，后续管理费用率仍有较大优化空间。

改革举措持续推进，促进效益释放。虽然经营节奏变化导致公司收入存在季度间波动，前三季度累计来看公司结构升级及降本增效的趋势未变。目前卓越管理体系建设、数智化供应链体系建设、市场建设等改革举措持续推进，燕京啤酒的发展基础得以夯实。且大单品燕京 U8 仍在成长期，可持续拉动产品结构提升。综合来看，我们认为公司改革红利将持续释放。

盈利预测与投资建议：考虑到今年啤酒需求偏弱，我们小幅下调 2024-2026 年收入预测，因公司改革持续深化促进降本增效，我们小幅上调 2025-2026 年利润预测。预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 148.7/158.4/168.6（前预测值 150.3/159.0/168.2 亿元），同比+4.6%/+6.5%/+6.4%；实现归母净利润 10.1/12.9/15.3（前预测值 10.2/12.6/14.6 亿元），同比+56.1%/+28.0%/+18.5%；EPS 分别为 0.36/0.46/0.54 元。当前股价对应 PE 分别为 29/23/19 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。

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	14,869	15,840	16,857
(+/-%)	10.4%	7.7%	4.6%	6.5%	6.4%
归母净利润(百万元)	352	645	1006	1288	1526
(+/-%)	54.5%	83.0%	56.1%	28.0%	18.5%
每股收益(元)	0.12	0.23	0.36	0.46	0.54
EBIT Margin	3.8%	4.8%	8.6%	11.0%	12.6%
净资产收益率 (ROE)	2.6%	4.7%	7.5%	10.1%	12.5%
市盈率 (PE)	84.0	45.9	29.4	23.0	19.4
EV/EBITDA	29.4	26.0	19.5	15.5	13.2
市净率 (PB)	2.20	2.14	2.21	2.31	2.43

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	10.50 元
总市值/流通市值	29595/26351 百万元
52 周最高价/最低价	12.33/7.59 元
近 3 个月日均成交额	204.94 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) - 全面改革成效显现，盈利能力明显改善》——2024-08-21

《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

燕京啤酒公布 2024 年三季度报告, 2024 年前三季度实现营业总收入 128.46 亿元, 同比+3.47%; 实现归母净利润 12.88 亿元, 同比+34.73%; 实现扣非归母净利润 12.61 亿元, 同比+45.68%。2024 年第三季度实现营业总收入 48.00 亿元, 同比+0.19%; 实现归母净利润 5.30 亿元, 同比+19.84%; 实现扣非归母净利润 5.20 亿元, 同比+21.68%。

第三季度销量同比+0.2%, 千升酒收入同比持平。第三季度公司收入同比+0.2%, 环比第二季度增速有所放缓。拆分量价来看, 第三季度公司销量同比+0.2%, 据国家统计局数据, 第三季度全国规模以上企业啤酒产量同比-4.1%, 反映啤酒行业需求仍偏弱, 但公司销量表现优于行业。第三季度千升酒收入同比持平, 公司千升酒收入季度之间波动较大, 预计与货折确认节奏有关。

第三季度销售及研发费用节省, 盈利能力延续改善。第三季度毛利率同比持平, 预计系货折集中确认稀释均价后, 成本下行红利弱化所致。第三季度销售费用率/研发费用率同比-2.0pct/-1.2pct, 尽管管理费用率同比+1.8pct, 期间费用率整体下行, 归母净利率同比+1.8pct 至 11.0%。第三季度管理费用率同比转为上行, 预计与费用确认节奏有关, 实际上公司持续精益管理能力, 后续管理费用率仍有较大优化空间。

改革举措持续推进, 促进效益释放。虽然经营节奏变化导致公司收入存在季度间波动, 前三季度累计来看公司结构升级及降本增效的趋势未变。目前卓越管理体系建设、数智化供应链体系建设、市场建设等改革举措持续推进, 燕京啤酒的发展基础得以夯实。且大单品燕京 U8 仍在成长期, 可持续拉动产品结构提升。综合来看, 我们认为公司改革红利仍将持续释放。

盈利预测与投资建议:考虑到今年啤酒需求偏弱, 我们小幅下调 2024-2026 年收入预测, 因公司改革持续深化促进降本增效, 我们小幅上调 2025-2026 年利润预测。预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 148.7/158.4/168.6 (前预测值 150.3/159.0/168.2 亿元), 同比+4.6%/+6.5%/+6.4%; 实现归母净利润 10.1/12.9/15.3 (前预测值 10.2/12.6/14.6 亿元), 同比+56.1%/+28.0%/+18.5%; EPS 分别为 0.36/0.46/0.54 元。当前股价对应 PE 分别为 29/23/19 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: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15,034	15,900	16,820	14,869	15,840	16,857	-165	-60	37
收入同比增速%	5.8%	5.8%	5.8%	4.6%	6.5%	6.4%	-1.2%	0.8%	0.6%
毛利率%	41.1%	42.1%	42.8%	40.9%	42.6%	43.5%	-0.2%	0.5%	0.7%
销售费用率%	11.2%	10.7%	10.4%	11.1%	10.8%	10.5%	-0.1%	0.1%	0.1%
归母净利率%	6.8%	7.9%	8.7%	6.8%	8.1%	9.1%	0.0%	0.2%	0.4%
归母净利润（百万元）	1,016	1,257	1,463	1,006	1,288	1,526	-9	32	63
归母净利润同比增速%	57.5%	23.7%	16.5%	56.1%	28.0%	18.5%	-1.4%	4.3%	2.0%
EPS（元）	0.36	0.45	0.52	0.36	0.46	0.54	0.00	0.01	0.02

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2024年10月27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	30.3	10.50	0.36	0.46	29.4	23.0	296	优于大市
0291.HK	华润啤酒	17.1	27.49	1.69	1.80	16.2	15.3	892	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	21.1	69.33	3.73	4.36	18.6	15.9	946	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	21.1	59.80	2.87	3.07	20.8	19.5	289	优于大市

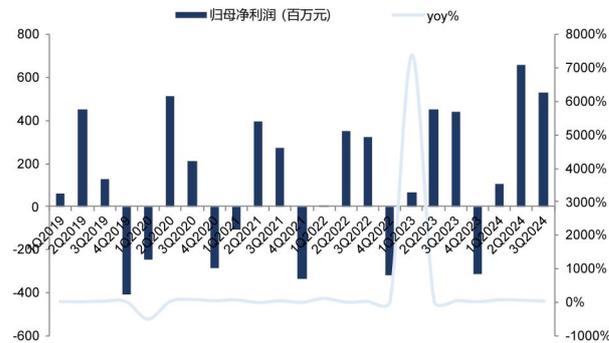
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；华润啤酒股价及总市值以换算成以RMB计

图1: 单季度营业收入及增速



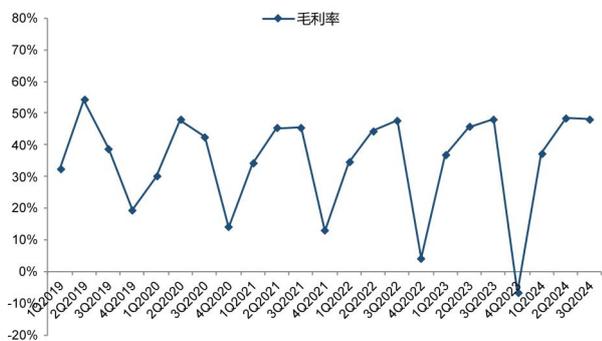
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



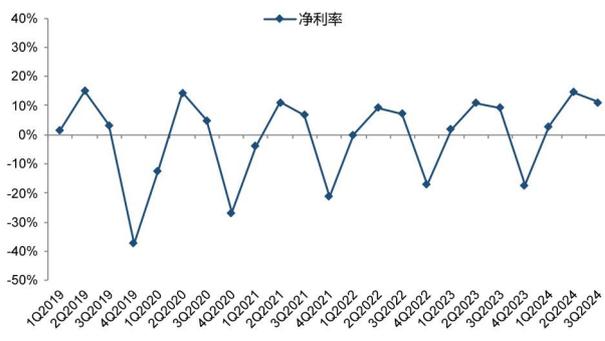
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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	6453	6314	6381	营业收入	13202	14213	14869	15840	16857
应收款项	372	243	326	347	369	营业成本	8259	8865	8786	9092	9522
存货净额	4141	3864	4092	4235	4435	营业税金及附加	1153	1221	1277	1361	1448
其他流动资产	183	236	193	206	219	销售费用	1634	1575	1650	1711	1770
流动资产合计	10806	11555	11065	11102	11405	管理费用	1413	1620	1624	1664	1700
固定资产	8108	7766	7814	7827	7714	研发费用	236	246	257	269	287
无形资产及其他	894	1002	969	936	905	财务费用	(153)	(168)	(182)	(175)	(174)
投资性房地产	313	332	348	354	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)
资产总计	20695	21231	20797	20849	21044	其他收入	(126)	(40)	(76)	(89)	(108)
短期借款及交易性金融负债	321	541	141	141	141	营业利润	692	1025	1616	2078	2463
应付款项	1658	1239	1661	1719	1800	营业外净收支	3	14	15	10	10
其他流动负债	4253	4482	4357	4504	4695	利润总额	695	1039	1631	2088	2473
流动负债合计	6232	6263	6159	6364	6636	所得税费用	146	184	289	370	438
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	197	210	335	429	509
其他长期负债	197	191	0	0	0	归属于母公司净利润	352	645	1006	1288	1526
非流动负债合计	197	191	0	0	0	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6429	6454	6159	6364	6636	净利润	352	645	1006	1288	1526
少数股东权益	840	932	1267	1697	2205	资产减值准备	26	(32)	(14)	(0)	(1)
股东权益	13426	13845	13370	12788	12202	折旧摊销	719	698	558	580	605
负债和股东权益总计	20695	21231	20797	20849	21044	公允价值变动损失	103	56	40	40	40
关键财务与估值指标						财务费用	(153)	(168)	(182)	(175)	(174)
每股收益	0.12	0.23	0.36	0.46	0.54	营运资本变动	362	106	(177)	28	36
每股红利	0.10	0.14	0.23	0.29	0.35	其它	156	(64)	199	279	359
每股净资产	4.76	4.91	4.74	4.54	4.33	经营活动现金流	1718	1408	1613	2216	2565
ROIC	3.94%	5.12%	11%	21%	25%	资本开支	(509)	(533)	(600)	(600)	(500)
ROE	2.62%	4.66%	8%	10%	13%	其它投资现金流	(1492)	(383)	(893)	(896)	(898)
毛利率	37%	38%	41%	43%	44%	投资活动现金流	(2001)	(916)	(1493)	(1496)	(1398)
EBIT Margin	4%	5%	9%	11%	13%	权益性融资	0	20	0	0	0
EBITDA Margin	9%	10%	12%	15%	16%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
收入增长	10%	8%	5%	7%	6%	支付股利、利息	(275)	(403)	(478)	(859)	(1099)
净利润增长率	55%	83%	56%	28%	18%	其它融资现金流	277	218	(400)	0	0
资产负债率	35%	35%	36%	39%	42%	融资活动现金流	2	(164)	(878)	(859)	(1099)
股息率	0.9%	1.4%	2.2%	2.8%	3.3%	现金净变动	1051	1101	(758)	(139)	67
P/E	84.0	45.9	29.4	23.0	19.4	货币资金的期初余额	5059	6110	7212	6453	6314
P/B	2.2	2.1	2.2	2.3	2.4	货币资金的期末余额	6110	7212	6453	6314	6381
EV/EBITDA	29.4	26.0	19.5	15.5	13.2	企业自由现金流	973	835	829	1442	1893
						权益自由现金流	1525	1597	579	1586	2036

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±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±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