

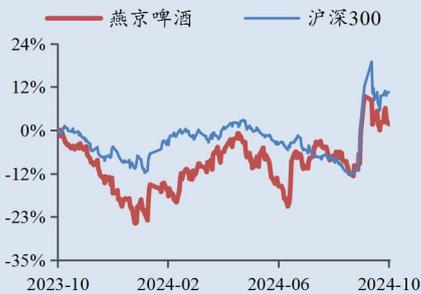
## 吨价提升，盈利能力改善

### ——燕京啤酒（000729.SZ）2024年三季度报点评报告

#### 华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

#### 最近一年走势



#### 市场数据

2024年10月28日

当前价格（元）	10.46
52周价格区间（元）	7.59-12.33
总市值（百万元）	29,481.92
流通市值（百万元）	26,250.49
总股本（万股）	281,853.93
流通股（万股）	250,960.67
近一月换手（%）	23.30

分析师：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzqgs.com

#### 相关阅读

#### 事件：

2024年10月26日，公司发布2024年三季度报告。

2024Q3公司实现营业收入48.00亿元，同比增长0.19%；归母净利润5.30亿元，同比增长19.84%；扣非后归母净利润5.20亿元，同比增长21.68%。

2024Q1-Q3，公司实现营业收入128.46亿元，同比增长3.47%；归母净利润12.88亿元，同比增长34.73%；扣非后归母净利润12.61亿元，同比增长45.68%。

#### 观点：

➤ **吨价和销量同比提升，公司延续稳健增长趋势。**2024年1-9月，公司实现销量344.73万千升，同比增长0.48%，啤酒吨价3726.44元/吨，同比提升2.97%。2024Q3公司实现销量114.24万千升，同比增长0.17%，啤酒吨价4201.98元/吨，同比提升0.03%。公司持续推进变革，坚持高端化战略和全渠道布局，推出的大单品燕京U8销量快速增长，以燕京U8为代表的中高档产品持续带动公司销售结构优化。在需求相对较疲软的环境下，公司依然实现了稳健增长的态势。

➤ **受益于产品结构优化和降本增效，公司毛利率和净利率提升，盈利能力改善。**2024Q3公司毛利率47.99%，同比提升0.04pct。销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为13.86%/10.91%/-1.28%/1.73%，同比变化分别为-2.03%/+1.81%/-0.15%/-1.16%，管理费用率提升，其他费用率均呈下降态势。在成本控制和效率提升方面，公司通过深化管理体系、优化供应链管理、强化精细化管理等措施，有效提升了运营效率。2024Q3公司净利率13.37%，同比提升1.95pct，盈利能力提升。

➤ **高端化战略成效初显，改革红利有望延续。**公司通过持续深化生产、市场和供应链等在内的九大变革，大力提升管理质效，持续推动经营成果的增强、运营效能的优化以及发展模式的转型升级，在大单品的带动下，实现收入和利润稳步增长。我们认为公司在改革和创新的驱动下，有望实现更高质量的可持续发展。

➤ **盈利预测及投资评级：**我们预计公司2024/2025/2026营业收入分别为147.51亿元/154.43亿元/160.97亿元，同比增长

3.79%/4.69%/4.24%；归母净利润分别为 9.57 亿元/12.39 亿元/14.57 亿元，同比增长 48.45%/29.43%/17.66%；对应 2024 年 10 月 28 日收盘价，PE 分别为 30.8X/23.8X/20.2X，参考可比公司的平均估值，考虑到公司在改革预期下，具备一定的溢价空间，我们看好公司盈利能力持续改善，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

- **风险提示：**食品安全风险；消费复苏不及预期；新品推广不及预期风险；市场竞争加剧的风险；原材料成本上行导致毛利率和利润下降的风险；第三方数据统计偏差风险。

**表 1：盈利预测简表**

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13,202	14,213	14,751	15,443	16,097
增长率（%）	10.38	7.66	3.79	4.69	4.24
归母净利润（百万元）	352	645	957	1,239	1,457
增长率（%）	54.51	83.01	48.45	29.43	17.66
ROE（%）	3.85	5.79	8.05	9.59	10.29
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.12	0.23	0.34	0.44	0.52
市盈率（P/E）	83.7	45.7	30.8	23.8	20.2
市净率（P/B）	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8

数据来源：Wind，华龙证券研究所

**表 2：可比公司盈利预测**

证券代码	证券简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS（元/股）					PE				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
600132.SH	重庆啤酒	60.75	294.01	2.61	2.76	2.91	3.13	3.35	23.3	22.0	20.9	19.4	18.2
600600.SH	青岛啤酒	70.56	834.77	2.74	3.14	3.46	3.83	4.19	25.9	22.6	20.4	18.4	16.9
002461.SZ	珠江啤酒	9.31	206.06	0.27	0.28	0.36	0.42	0.47	34.4	33.0	25.6	22.4	19.8
行业平均		46.87	444.95	1.87	2.06	2.24	2.46	2.67	27.9	25.9	22.3	20.1	18.3
000729.SZ	燕京啤酒	10.46	294.82	0.12	0.23	0.34	0.44	0.52	83.7	45.7	30.8	23.8	20.2

数据来源：iFinD,华龙证券研究所（截至 2024 年 10 月 28 日，燕京啤酒盈利预测来自华龙证券研究所，其余可比公司盈利预测来自 iFinD 一致预期）

表 3：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	10,806	11,555	12,710	14,677	16,431	<b>营业收入</b>	13,202	14,213	14,751	15,443	16,097
现金	6,110	7,212	7,975	9,955	11,605	营业成本	8,259	8,865	8,510	8,944	9,297
应收票据及应收账款	194	207	194	226	212	税金及附加	1,153	1,221	1,267	1,327	1,383
其他应收款	178	36	111	74	102	销售费用	1,634	1,575	1,696	1,699	1,658
预付账款	122	147	132	160	144	管理费用	1,413	1,620	1,711	1,583	1,561
存货	4,141	3,864	4,208	4,172	4,279	研发费用	236	246	264	247	225
其他流动资产	62	89	89	89	89	财务费用	-153	-168	-166	-248	-255
<b>非流动资产</b>	9,888	9,676	9,454	9,295	9,064	资产和信用减值损失	-103	-56	-65	-69	-69
长期股权投资	573	576	596	615	635	其他收益	48	160	80	86	94
固定资产	8,050	7,664	7,466	7,321	7,094	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	894	1,002	977	956	943	投资净收益	42	43	39	38	40
其他非流动资产	371	434	416	403	391	资产处置收益	44	24	16	20	26
<b>资产总计</b>	20,695	21,231	22,164	23,972	25,495	<b>营业利润</b>	692	1,025	1,539	1,968	2,318
<b>流动负债</b>	6,232	6,263	6,209	6,656	6,529	营业收入	5	19	12	16	14
短期借款	300	540	540	540	540	营业外支出	2	5	4	5	4
应付票据及应付账款	1,658	1,239	1,542	1,381	1,657	<b>利润总额</b>	695	1,039	1,548	1,979	2,328
其他流动负债	4,274	4,483	4,127	4,734	4,332	所得税	146	184	279	336	396
<b>非流动负债</b>	197	191	191	191	191	<b>净利润</b>	549	855	1,269	1,643	1,933
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	197	210	312	404	475
其他非流动负债	197	191	191	191	191	<b>归属母公司净利润</b>	352	645	957	1,239	1,457
<b>负债合计</b>	6,429	6,454	6,400	6,847	6,720	EBITDA	1,614	1,998	2,234	2,704	3,096
少数股东权益	840	932	1,244	1,648	2,123	EPS (元)	0.12	0.23	0.34	0.44	0.52
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	7,432	8,356	9,444						
归属母公司股东权益	13,426	13,845	14,520	15,477	16,653						
<b>负债和股东权益</b>	20,695	21,231	22,164	23,972	25,495						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1,718	1,408	1,235	2,461	2,081
净利润	549	855	1,269	1,643	1,933
折旧摊销	719	699	631	665	701
财务费用	-153	-168	-166	-248	-255
投资损失	-42	-43	-39	-38	-40
营运资金变动	398	-2	-510	391	-300
其他经营现金流	247	67	49	49	43
<b>投资活动现金流</b>	-2,001	-916	-354	-447	-404
资本支出	509	533	390	486	450
长期投资	-249	0	-20	-20	-20
其他投资现金流	-1,243	-383	55	58	66
<b>筹资活动现金流</b>	2	-164	-117	-33	-27
短期借款	300	240	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-223	0	0	0	0
其他筹资现金流	-76	-404	-117	-33	-27
<b>现金净增加额</b>	-282	328	763	1,980	1,650

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入同比增速(%)	10.38	7.66	3.79	4.69	4.24
营业利润同比增速(%)	59.11	48.21	50.16	27.84	17.83
归属于母公司净利润同比增速(%)	54.51	83.01	48.45	29.43	17.66
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.44	37.63	42.31	42.08	42.24
净利率(%)	4.16	6.01	8.60	10.64	12.01
ROE(%)	3.85	5.79	8.05	9.59	10.29
ROIC(%)	5.07	7.33	8.62	10.45	11.44
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	31.06	30.40	28.87	28.56	26.36
净负债比率(%)	-39.24	-43.89	-45.99	-53.90	-57.95
流动比率	1.73	1.85	2.05	2.21	2.52
速动比率	1.04	1.19	1.33	1.54	1.83
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.66	0.68	0.68	0.67	0.65
应收账款周转率	69.60	72.16	75.00	75.00	75.00
应付账款周转率	5.41	6.12	6.12	6.12	6.12
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.23	0.34	0.44	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.50	0.44	0.87	0.74
每股净资产(最新摊薄)	4.76	4.91	5.15	5.49	5.91
<b>估值比率</b>					
P/E	83.7	45.7	30.8	23.8	20.2
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	15.32	11.98	10.51	8.10	6.69

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 免责及评级说明部分

### 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并注册为证券分析师,以勤勉尽责的职业态度,独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时,已按要求进行相应的信息披露,在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市,风险自担。

### 投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中:A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好,行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定,行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡,行业指数落后沪深300指数

### 免责声明:

本报告仅供华龙证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,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。同时,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。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用,并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议,也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下,本公司仅承诺以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告以供投资者参考,但不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失,本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下,本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易,也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。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。

### 版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本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。

### 华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址:北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编:100033	地址:兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编:730030 电话:0931-4635761	地址:上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编:200000	地址:深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编:518046