

Q3 利润环比提速，改革推进降费延续

2023 年 10 月 27 日

➤ **事件：**2023 年 10 月 25 日，公司发布 2023 年三季度报，2023 年 1-9 月实现营业收入 124.16 亿元，同比+9.66%，归母净利润 9.56 亿元，同比+42.16%，扣非归母净利润 8.66 亿元，同比+37.58%。经测算，23Q3 实现营业收入 47.91 亿元，同比+8.53%，归母净利润 4.42 亿元，同比+37.37%，扣非归母净利润 4.28 亿元，同比+35.09%。

➤ **Q3 销量逆势增长，吨价提升趋势延续。**23Q3 公司在北方主销区受多雨天气、现饮场景弱复苏的背景下，销量逆势增长，M9/Q3 分别同比增 5.69%/4.21%，Q3 表现显著领先行业（行业啤酒产量 23Q3 增速为-3.48%）。23M9/Q3 吨价分别同比增 3.76%/4.14%，我们判断主要系 U8 维持较快增长，产品结构升级趋势持续。

➤ **毛利率稳步提升，改革推进管理费用优化显著。**23M9/Q3 公司吨成本分别同比+3.71%/1.81%，毛利率分别达到 44.03%/47.96%，同比+1.07/0.22pct，主要系产品结构持续优化，吨价提升带动毛利率改善。Q3 销售费用率及研发费用率基本保持稳定。Q3 管理费用率 9.10%，同比下降 1.62pct，优化幅度较大，对当期利润弹性贡献显著，主要系改革持续推进降费趋势延续。2022 年公司管理费用率 10.70%，同比 21 年下降 1.32pct，已有较为明显改善，但相比 22 年其他龙头管理费用率如青啤 4.58%、重啤 3.81%、珠啤 6.90%均仍有较大优化空间，伴随改革进一步深化落地，后续有望持续驱动公司利润率提升。综上，公司 23Q3 归母净利润率达到了 9.23%，同比提升 1.94pct。

➤ **U8 仍在成长期，改革红利持续释放，看好公司“十四五”期间利润率弹性。**我们认为 U8 目前仍处于成长期，一方面现饮场景持续温和复苏，同时伴随餐饮渠道教育逐渐显效，公司流通渠道建设有望不断加强。8-10 元系本轮啤酒结构升级核心受益价格带，在今年宏观背景下呈现突出的需求韧性，U8 精准卡位该价格带且份额持续提升。U8 内部战略地位突出且经营思路正确，目前已在优势市场实现较好升级效果，我们预计后续结构改善仍有空间，其余省份则多点开花，渗透率提升潜力大，全国化仍有较大空间。同时公司产品线整合稳步推进，塔基产品有望得到夯实，伴随产品结构进一步完善，整体增长势能有望延续。“十四五”期间公司目标“二次创业、复兴燕京”，公司有望持续强化组织管理，加强总部职能建设，优化供应链降本，提升人效。后续弱势子公司有望稳步减亏，盈利子公司有望强化，看好公司“十四五”期间利润率弹性。

➤ **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 2023-2025 年公司营收 146.12/159.01/170.95 亿元，同比增长 10.7%/8.8%/7.5%；归母净利润分别为 6.76/9.48/12.63 亿元，同比增长 92.0%/40.1%/33.2%；当前市值对应 PE 分别为 44/31/23x，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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	13202	14612	15901	17095
增长率 (%)	10.4	10.7	8.8	7.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	352	676	948	1263
增长率 (%)	54.5	92.0	40.1	33.2
每股收益 (元)	0.12	0.24	0.34	0.45
PE	84	44	31	23
PB	2.2	2.1	2.1	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

10.49 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

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) 2023 年半年报点评：吨价环比提速，改革红利持续释放-2023/08/22
2. 燕京啤酒 (000729.SZ) 2023 年半年度业绩预告点评：改革成效持续兑现，安置费用影响表观利润-2023/07/17
3. 燕京啤酒 (000729.SZ) 2023 年一季报点评：23Q1 实现开门红，改革成效加速释放-2023/04/21
4. 燕京啤酒 (000729.SZ) 2022 年年报点评：U8 势能强劲，改革红利持续释放-2023/04/18
5. 燕京啤酒 (000729.SZ) 深度报告：国资啤酒龙头，二次改革焕发新机-2023/03/23

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	13202	14612	15901	17095
营业成本	8259	8706	9170	9581
营业税金及附加	1153	1286	1399	1504
销售费用	1634	1849	1978	2100
管理费用	1413	1527	1562	1571
研发费用	236	258	281	301
EBIT	501	1091	1555	2081
财务费用	-153	-172	-170	-177
资产减值损失	-90	-64	-66	-68
投资收益	42	35	35	35
营业利润	692	1234	1694	2226
营业外收支	3	2	2	2
利润总额	695	1236	1696	2228
所得税	146	241	322	423
净利润	549	995	1374	1804
归属于母公司净利润	352	676	948	1263
EBITDA	1242	1861	2350	2880

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6110	7131	8064	9202
应收账款及票据	194	225	234	238
预付款项	122	128	135	141
存货	4141	4229	4331	4473
其他流动资产	239	216	233	250
流动资产合计	10806	11928	12998	14304
长期股权投资	573	608	643	678
固定资产	8050	8108	8265	8465
无形资产	894	912	946	982
非流动资产合计	9888	9962	10212	10483
资产合计	20695	21890	23210	24787
短期借款	300	300	300	300
应付账款及票据	1658	1741	1834	1923
其他流动负债	4274	4621	4883	5174
流动负债合计	6232	6662	7017	7397
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	197	193	217	217
非流动负债合计	197	193	217	217
负债合计	6429	6855	7234	7614
股本	2819	2819	2819	2819
少数股东权益	840	1159	1584	2126
股东权益合计	14266	15035	15976	17174
负债和股东权益合计	20695	21890	23210	24787

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.38	10.68	8.82	7.51
EBIT 增长率	51.54	117.94	42.52	33.86
净利润增长率	54.51	92.02	40.14	33.24
盈利能力 (%)				
毛利率	37.44	40.42	42.33	43.95
净利润率	2.67	4.63	5.96	7.39
总资产收益率 ROA	1.70	3.09	4.08	5.10
净资产收益率 ROE	2.62	4.87	6.59	8.39
偿债能力				
流动比率	1.73	1.79	1.85	1.93
速动比率	1.04	1.13	1.21	1.31
现金比率	0.98	1.07	1.15	1.24
资产负债率 (%)	31.06	31.32	31.17	30.72
经营效率				
应收账款周转天数	5.21	5.76	5.52	5.21
存货周转天数	183.00	180.00	175.00	173.00
总资产周转率	0.66	0.69	0.71	0.71
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.24	0.34	0.45
每股净资产	4.76	4.92	5.11	5.34
每股经营现金流	0.61	0.74	0.84	0.99
每股股利	0.08	0.15	0.22	0.29
估值分析				
PE	84	44	31	23
PB	2.2	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	17.60	11.74	9.30	7.58
股息收益率 (%)	0.76	1.46	2.05	2.73

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	549	995	1374	1804
折旧和摊销	741	770	795	799
营运资金变动	398	279	148	137
经营活动现金流	1718	2089	2364	2790
资本开支	-415	-819	-984	-1033
投资	-249	0	0	0
投资活动现金流	-2001	-785	-984	-1033
股权募资	0	0	0	0
债务募资	300	-20	-1	0
筹资活动现金流	2	-283	-446	-619
现金净流量	-282	1020	934	1138

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