

燕京啤酒（000729.SZ）

核心单品 U8 延续高增速，改革红利逐步释放

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 非白酒

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090001

证券分析师：杨苑

021-60933124

yangyuan4@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090003

事项：

公司发布 2023 年业绩预告，全年实现归母净利润 5.75-6.85 亿元，同增 63.2%-94.4%；实现扣非归母净利润 4.10-5.20 亿元，同增 51.0%-91.5%。其中 4Q23 公司实现归母净利润亏损 2.71-3.81 亿元（4Q22 为亏损 3.2 亿元）；实现扣非归母净利润亏损 3.46-4.56 亿元（4Q22 为亏损 3.58 亿元）。

国信食饮观点：4Q23 公司销量维持前三季度增势，核心中高档产品较快增长，带动公司产品结构继续优化。此外，公司继续深入推进在生产、营销、市场和供应链等业务领域的变革，实现经营效率、运营效率和发展质量的提升。展望 2024 年，在产品结构升级、降本增效叠加成本改善共振作用下，2024 年公司有望展现较强业绩弹性。我们维持盈利预测：预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 144.9/159.3/174.6 亿元，实现归母净利润 6.3/9.0/11.4 亿元，当前股价对应 PE 分别为 38/27/21 倍。考虑到目前公司处于改革红利期，业绩成长性与确定性兼备，当前股价对应的 2024/2025 年估值水平合理偏低，维持“买入”评级。

评论：

◆ 事件：公司发布 2023 年业绩预告

公司发布 2023 年业绩预告，全年实现归母净利润 5.75-6.85 亿元，同增 63.2%-94.4%；实现扣非归母净利润 4.10-5.20 亿元，同增 51.0%-91.5%。其中 4Q23 公司实现归母净利润亏损 2.71-3.81 亿元（4Q22 为亏损 3.20 亿元）；实现扣非归母净利润亏损 3.46-4.56 亿元（4Q22 为亏损 3.58 亿元）。本次业绩预告范围较大，取中值看，4Q23 公司归母净利润为亏损 3.26 亿元，与 4Q22 基本持平。考虑到 4Q22 收入基数较高，预计 4Q23 收入稳健增长。

◆ 4Q23 维持前三季度销量增势，核心单品 U8 延续高增速

销量方面，第三季度维持前三季度销量增势（1-3Q23 销量同比+5.7%），预计 4Q23 公司销量同比增长中个位数，全年销量同比增长中个位数。结构方面，公司核心单品 U8 延续高增速，预计全年销量可实现强劲的双位数增长；漓泉 1998 在低基数上实现恢复式增长。核心中高档产品较快增长带动公司产品结构继续优化。

◆ 持续推进市场化改革，改革红利逐步释放

今年以来，公司深入推进在生产、营销、市场和供应链等业务领域的变革，实现经营效率、运营效率和发展质量的提升。一方面，得益于各区域市场降本增效改革与产品结构优化工作全面推进，2023 年公司实现弱势子公司全线减亏，促进公司盈利能力修复；另一方面，公司持续强化总部职能，人员编制改革顺利进行，且供应链进行数字化改造，短期费用节省空间受制于相关的一次性费用支出，但中长期来看，效率提升有望带来更大程度的费用节省。

◆ 强化产品组合，深化改革，2024 年业绩弹性可期

展望 2024 年，预计 U8 仍是公司改革的核心抓手，目前 U8 在公司强势市场维持高增长势能，并在非强势市场逐步提升渗透率。U8 卡位 8-10 元价格带，可享受价格带扩容红利。除 U8 外，2024 年公司将借

助升级版鲜啤、清爽对中低档产品进行整合，核心产品矩阵更趋完善，燕京品牌的市场竞争力有望强化。改革方面，公司将深化生产、营销、供应链等方面的改革，继续推行卓越管理体系，预计降本增效红利将更大程度释放。此外，由于大麦主产地丰产以及我国取消澳麦双反关税，预计 2024 年公司大麦采购价格回落，成本端改善将增厚公司利润。综合来看，在产品结构升级、降本增效叠加成本改善共振作用下，2024 年公司有望展现较强业绩弹性。

◆ **投资建议：燕京啤酒目前处于改革红利期，业绩成长性与确定性兼备，维持“买入”评级**

燕京啤酒目前处于改革红利期，业绩成长性与确定性兼备。我们维持盈利预测：预计 2023-2025 年公司实现营业收入总收入 144.9/159.3/174.6 亿元，同比+9.8%/+9.9%/+9.6%；实现归母净利润 6.3/9.0/11.4 亿元，同比+79.5%/+42.8%/+26.4%；EPS 分别为 0.22/0.32/0.41 元；当前股价对应 PE 分别为 38/27/21 倍。考虑到公司业绩成长性与确定性，当前股价对应的 2024/2025 年估值水平合理偏低，维持“买入”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；燕京 U8 渠道拓展结果不及预期；行业竞争加剧；成本超预期上涨。

相关研究报告：

《燕京啤酒（000729.SZ）-2023 年三季度报点评：燕京 U8 延续高增速，费用节省增强盈利能力》——2023-10-27

《燕京啤酒（000729.SZ）-四季度减亏逻辑不断兑现，2023 年进入利润释放周期》——2023-02-06

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 5059 | 6110 | 7199 | 6873 | 6795 | 营业收入 | 11961 | 13202 | 14493 | 15932 | 17457 |
| 应收款项 | 215 | 372 | 318 | 349 | 383 | 营业成本 | 7363 | 8259 | 8861 | 9567 | 10324 |
| 存货净额 | 3911 | 4141 | 4315 | 4687 | 5086 | 营业税金及附加 | 1096 | 1153 | 1232 | 1354 | 1484 |
| 其他流动资产 | 212 | 183 | 188 | 207 | 227 | 销售费用 | 1559 | 1634 | 1783 | 1816 | 1920 |
| 流动资产合计 | 9418 | 10806 | 12020 | 12116 | 12490 | 管理费用 | 1438 | 1413 | 1552 | 1590 | 1669 |
| 固定资产 | 8489 | 8108 | 7965 | 7549 | 7004 | 研发费用 | 209 | 236 | 267 | 271 | 279 |
| 无形资产及其他 | 878 | 894 | 864 | 836 | 808 | 财务费用 | (119) | (153) | (158) | (154) | (160) |
| 投资性房地产 | 325 | 313 | 1518 | 2617 | 3825 | 投资收益 | 36 | 42 | 40 | 40 | 40 |
| 长期股权投资 | 311 | 573 | 598 | 626 | 656 | 资产减值及公允价值变动 | (64) | (90) | (60) | (60) | (60) |
| 资产总计 | 19420 | 20695 | 22966 | 23744 | 24783 | 其他收入 | (162) | (157) | (118) | (142) | (171) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 21 | 321 | 1721 | 1321 | 921 | 营业利润 | 435 | 692 | 1086 | 1597 | 2028 |
| 应付款项 | 1394 | 1658 | 1751 | 1902 | 2064 | 营业外净收支 | 10 | 3 | 17 | 15 | 10 |
| 其他流动负债 | 3961 | 4253 | 4553 | 4868 | 5245 | 利润总额 | 445 | 695 | 1103 | 1612 | 2038 |
| 流动负债合计 | 5376 | 6232 | 8026 | 8092 | 8231 | 所得税费用 | 152 | 146 | 221 | 322 | 408 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 65 | 197 | 250 | 387 | 489 |
| 其他长期负债 | 71 | 197 | 197 | 197 | 197 | 归属于母公司净利润 | 228 | 352 | 633 | 903 | 1142 |
| 非流动负债合计 | 71 | 197 | 197 | 197 | 197 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 5448 | 6429 | 8223 | 8289 | 8428 | 净利润 | 228 | 352 | 633 | 903 | 1142 |
| 少数股东权益 | 564 | 840 | 1090 | 1477 | 1966 | 资产减值准备 | (10) | 26 | (45) | (3) | (3) |
| 股东权益 | 13409 | 13426 | 13653 | 13979 | 14389 | 折旧摊销 | 746 | 719 | 858 | 887 | 917 |
| 负债和股东权益总计 | 19420 | 20695 | 22966 | 23744 | 24783 | 公允价值变动损失 | 64 | 90 | 60 | 60 | 60 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | (119) | (153) | (158) | (154) | (160) |
| 每股收益 | 0.08 | 0.12 | 0.22 | 0.32 | 0.41 | 营运资本变动 | 649 | 362 | 224 | 42 | 84 |
| 每股红利 | 0.07 | 0.10 | 0.14 | 0.21 | 0.26 | 其它 | (51) | 169 | 282 | 377 | 479 |
| 每股净资产 | 4.76 | 4.76 | 4.84 | 4.96 | 5.11 | 经营活动现金流 | 1625 | 1718 | 2011 | 2266 | 2678 |
| ROIC | 2.16% | 3.94% | 7% | 14% | 16% | 资本开支 | (397) | (509) | (700) | (500) | (400) |
| ROE | 1.70% | 2.62% | 5% | 6% | 8% | 其它投资现金流 | (1010) | (1492) | (1125) | (1128) | (1130) |
| 毛利率 | 38% | 37% | 39% | 40% | 41% | 投资活动现金流 | (1406) | (2001) | (1825) | (1628) | (1530) |
| EBIT Margin | 2% | 4% | 6% | 8% | 10% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 9% | 9% | 11% | 14% | 15% | 长期贷款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 9% | 10% | 10% | 10% | 10% | 支付股利、利息 | (207) | (275) | (497) | (565) | (826) |
| 净利润增长率 | 16% | 55% | 80% | 43% | 26% | 其它融资现金流 | (20) | 277 | 1400 | (400) | (400) |
| 资产负债率 | 31% | 35% | 41% | 41% | 42% | 融资活动现金流 | (227) | 2 | 903 | (965) | (1226) |
| 股息率 | 0.9% | 1.1% | 1.7% | 2.4% | 3.0% | 现金净变动 | 1204 | 1051 | 1089 | (326) | (78) |
| P/E | 106.7 | 69.0 | 38.5 | 26.9 | 21.3 | 货币资金的期初余额 | 3855 | 5059 | 6110 | 7199 | 6873 |
| P/B | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 货币资金的期末余额 | 5059 | 6110 | 7199 | 6873 | 6795 |
| EV/EBITDA | 28.6 | 25.1 | 19.6 | 14.7 | 12.1 | 企业自由现金流 | 1193 | 973 | 1021 | 1497 | 2025 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 1379 | 1525 | 2547 | 1220 | 1753 |

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 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 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 |
| | | 低配 | 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