

2024年04月16日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 结构升级趋势显著，业绩落于预告区间上沿

—燕京啤酒（000729.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

分析师：廖望州 S1050523100001

liaowz@cfsc.com.cn

2024年04月15日，燕京啤酒发布2023年度业绩公告。

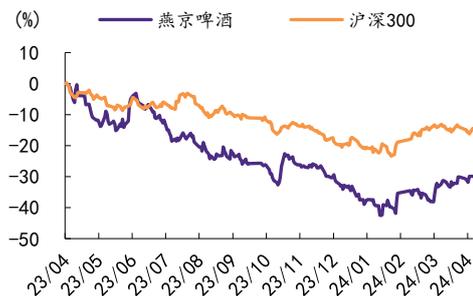
## 投资要点

## 基本数据

2024-04-15

当前股价（元）	9.57
总市值（亿元）	270
总股本（百万股）	2819
流通股本（百万股）	2510
52周价格范围（元）	7.78-13.63
日均成交额（百万元）	182.59

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《燕京啤酒（000729）：改革如期推进，业绩符合预期》2024-01-02
- 《燕京啤酒（000729）：结构升级明显，盈利水平稳提升》2023-10-26
- 《燕京啤酒（000729）：业绩符合预期，继续量价齐升》2023-08-22

## U8 快速放量，结构升级明显

公司2023年营收实现142.13亿元（+7.7%），归母净利润实现6.45亿元（+83.0%）。单四季度看，公司2023Q4营收实现17.97亿元（-4.4%），归母净利润为-3.11亿元，同比基本持平。拆分量价来看，公司2023啤酒销量实现394.24万千升，同比增长4.57%，其中U8同比增速超36%。公司在U8为首的核心中高端单品快速放量带领下，销售结构持续升级，全年吨酒价格升至3605.16元/千升，高端化趋势显著。

## 费率控制得当，盈利水平提升

得益于U8及其他中高档产品营收同比增长13.32%，销售产品的结构升级有效对冲成本上涨压力，公司2023年毛利率平稳增长至37.63%（+0.2pct）。公司持续推进包含供应链建设、信息化建设等九大变革，统筹资源配置，有效提升管理质效，费率管控得当。公司2023销售费率缩减约1.3pcts至11.1%，管理费率微增至11.4%（+0.7pct），推动公司2023净利率实现6.01%（+1.9pcts），扣非归母净利润实现5.00亿元（+84.2%）。

## 盈利预测

我们看好公司以U8为首的中高端产品持续放量高增，带动公司销售结构的持续优化；以及随着公司九大变革的持续推进，费控提效与子公司减亏有望共同推升公司的盈利能力，利润有望维持较高增速。预计2024-2025年EPS为0.32/0.40元，当前股价对应PE分别为29.9/23.8倍，维持“买入”投资评级。

## 风险提示

宏观经济下行风险、旺季销售不及预期、原材料上涨风险、高端化进程受阻等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	14,213	15,644	17,198	18,877
增长率（%）	7.7%	10.1%	9.9%	9.8%
归母净利润（百万元）	645	903	1,133	1,359
增长率（%）	83.0%	40.0%	25.5%	19.9%
摊薄每股收益（元）	0.23	0.32	0.40	0.48
ROE（%）	4.4%	5.9%	7.1%	8.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	7,212	8,078	9,154	10,373
应收款	243	386	400	414
存货	3,864	4,554	4,652	4,716
其他流动资产	236	203	206	227
流动资产合计	11,555	13,222	14,412	15,729
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	7,664	7,214	6,758	6,317
在建工程	101	41	16	6
无形资产	1,002	952	902	854
长期股权投资	576	576	576	576
其他非流动资产	332	332	332	332
非流动资产合计	9,676	9,115	8,584	8,086
资产总计	21,231	22,337	22,996	23,815
<b>流动负债:</b>				
短期借款	540	580	600	610
应付账款、票据	1,239	1,793	1,706	1,684
其他流动负债	3,099	3,099	3,099	3,099
流动负债合计	6,263	6,801	6,771	6,790
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	191	191	191	191
非流动负债合计	191	191	191	191
负债合计	6,454	6,992	6,962	6,981
<b>所有者权益</b>				
股本	2,819	2,819	2,819	2,819
股东权益	14,777	15,345	16,034	16,834
负债和所有者权益	21,231	22,337	22,996	23,815

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	855	1290	1596	1887
少数股东权益	210	387	463	528
折旧摊销	698	561	529	496
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-356	-302	-165	-89
经营活动现金净流量	1408	1936	2422	2822
投资活动现金净流量	-916	511	481	451
筹资活动现金净流量	375	-682	-886	-1077
现金流量净额	867	1,764	2,017	2,195

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>14,213</b>	<b>15,644</b>	<b>17,198</b>	<b>18,877</b>
营业成本	8,865	9,060	9,857	10,711
营业税金及附加	1,221	1,330	1,462	1,586
销售费用	1,575	1,877	1,978	2,171
管理费用	1,620	1,658	1,806	1,963
财务费用	-168	-203	-232	-266
研发费用	246	266	292	321
费用合计	3,273	3,599	3,844	4,189
资产减值损失	-58	-80	-70	-60
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	43	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>1,025</b>	<b>1,617</b>	<b>1,996</b>	<b>2,358</b>
加:营业外收入	19	4	3	2
减:营业外支出	5	3	2	1
<b>利润总额</b>	<b>1,039</b>	<b>1,618</b>	<b>1,997</b>	<b>2,359</b>
所得税费用	184	328	401	472
<b>净利润</b>	<b>855</b>	<b>1,290</b>	<b>1,596</b>	<b>1,887</b>
少数股东损益	210	387	463	528
<b>归母净利润</b>	<b>645</b>	<b>903</b>	<b>1,133</b>	<b>1,359</b>

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	7.7%	10.1%	9.9%	9.8%
归母净利润增长率	83.0%	40.0%	25.5%	19.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	37.6%	42.1%	42.7%	43.3%
四项费用/营收	23.0%	23.0%	22.3%	22.2%
净利率	6.0%	8.2%	9.3%	10.0%
ROE	4.4%	5.9%	7.1%	8.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.4%	31.3%	30.3%	29.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	58.5	40.6	42.9	45.6
存货周转率	2.3	2.3	2.4	2.6
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.23	0.32	0.40	0.48
P/E	41.8	29.9	23.8	19.9
P/S	1.9	1.7	1.6	1.4
P/B	1.9	1.9	1.9	1.9

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**廖望州：**香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。