

## 燕京啤酒(000729)

### U8 持续推进高端化，降本增效稳步兑现

#### 事件：

公司发布2023年年报，公司2023年营收142.13亿元，同增7.66%；归母净利润6.45亿元，同增83.02%；扣非净利润5.00亿元，同增84.23%。其中2023年第四季度营收17.97亿元，同比下滑4.41%；归母净利润-3.11亿元，同比改善2.77%；扣非净利润-3.66亿元，同比下滑2.19%。

#### U8 推进高端化，公司销量与吨价稳步提升

2023年公司啤酒收入130.98亿元，同比增长7.51%，占总收入92.16%。拆分量价看，公司2023年实现销量394.24万千升，同比增长4.57%，吨价3322.45元，同比增长2.82%。分价格带看，我们估算2023年U8销量同比增长超36%至超53万千升，收入在中高档产品中占比过半，带动中高档产品收入同比增长13.32%至86.79亿元，占啤酒收入比同比提升3.4pct至66.26%，而普通产品收入44.20亿元，同比下滑2.33%。漓泉子公司2023年收入同比增长6.25%至40.65亿元，净利率同比提升2.93pct至17.03%。

#### 降本增效持续推进，归母净利率达八年新高

2023年公司持续推进人员优化，员工数量减少2303人至21405人，激励加强、人效提升，销售人员人均年薪同比提升7.37%至12.28万元，生产人员人均产量同比提升24.4%至422.99千升、产能利用率同比提升3.16pct至71.16%。公司实现毛利率/销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率/归母净利率37.63%/11.08%/11.40%/1.73%/-1.18%/4.54%，分别同比+0.19%/-1.29%/+0.70%/-0.06%/-0.02%/+1.87pct。销售费用率下滑主要系广告投放减少、营销效率提升，管理费用率提升主要系一次性辞退福利等增加。

#### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为153.47/163.94/172.16亿元，同比增速分别为7.98%/6.83%/5.01%，归母净利润分别为9.42/12.45/15.62亿元，同比增速分别为46.13%/32.17%/25.48%，EPS分别为0.33/0.44/0.55元/股，3年CAGR为34.32%。鉴于公司大单品U8增长势头仍快、降本增效下24年利润释放潜力仍高，参照可比公司估值，我们给予公司2024年40倍PE，目标价13.37元，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动；高端品推广不及预期；降本增效不及预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13202	14213	15347	16394	17216
增长率(%)	10.38%	7.66%	7.98%	6.83%	5.01%
EBITDA(百万元)	1261	1570	2996	3560	4137
归母净利润(百万元)	352	645	942	1245	1562
增长率(%)	54.51%	83.01%	46.13%	32.17%	25.48%
EPS(元/股)	0.12	0.23	0.33	0.44	0.55
市盈率(P/E)	76.6	41.8	28.6	21.7	17.3
市净率(P/B)	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	20.9	12.7	7.1	5.5	4.2

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年04月15日收盘价

行业：	食品饮料/非白酒
投资评级：	买入(维持)
当前价格：	9.57元
目标价格：	13.37元

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,818.54/2,509.56
流通A股市值(百万元)	24,016.49
每股净资产(元)	4.91
资产负债率(%)	37.22
一年内最高/最低(元)	14.06/7.59

#### 股价相对走势



#### 作者

分析师：刘景瑜  
 执业证书编号：S0590524030005  
 邮箱：jyl@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 《燕京啤酒(000729)：高端趋势明确，盈利表现亮眼》2023.10.26
- 《燕京啤酒(000729)：改革成效显著，高端升级明确》2023.08.22

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6110	7212	8577	10938	13800	营业收入	13202	14213	15347	16394	17216
应收账款+票据	194	208	232	248	260	营业成本	8259	8865	8959	9389	9690
预付账款	122	147	164	175	184	营业税金及附加	1153	1221	1355	1448	1520
存货	4141	3864	4385	4596	4743	营业费用	1634	1575	1657	1721	1722
其他	239	125	174	186	195	管理费用	1649	1866	1881	1845	1766
<b>流动资产合计</b>	<b>10806</b>	<b>11555</b>	<b>13532</b>	<b>16143</b>	<b>19183</b>	财务费用	-153	-168	-16	-34	-43
长期股权投资	573	576	598	620	642	资产减值损失	-90	-58	-83	-89	-93
固定资产	8074	7668	6734	5750	4633	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	58	101	84	68	51	投资净收益	42	43	40	40	40
无形资产	894	1002	898	843	743	其他	80	186	103	103	103
其他非流动资产	289	329	403	402	377	<b>营业利润</b>	<b>692</b>	<b>1025</b>	<b>1571</b>	<b>2079</b>	<b>2611</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>9888</b>	<b>9676</b>	<b>8717</b>	<b>7683</b>	<b>6444</b>	营业外净收益	3	14	9	9	9
<b>资产总计</b>	<b>20695</b>	<b>21231</b>	<b>22249</b>	<b>23826</b>	<b>25628</b>	<b>利润总额</b>	<b>695</b>	<b>1039</b>	<b>1580</b>	<b>2088</b>	<b>2620</b>
短期借款	300	540	0	0	0	所得税	146	184	280	370	465
应付账款+票据	1658	1239	1582	1658	1711	<b>净利润</b>	<b>549</b>	<b>855</b>	<b>1300</b>	<b>1718</b>	<b>2156</b>
其他	4274	4483	4756	5012	5197	少数股东损益	197	210	358	473	593
<b>流动负债合计</b>	<b>6232</b>	<b>6263</b>	<b>6339</b>	<b>6670</b>	<b>6908</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>352</b>	<b>645</b>	<b>942</b>	<b>1245</b>	<b>1562</b>
长期带息负债	4	3	2	0	-1	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0	0	0	0	0		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他	193	188	188	188	188	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>197</b>	<b>191</b>	<b>189</b>	<b>188</b>	<b>187</b>	营业收入	10.38%	7.66%	7.98%	6.83%	5.01%
<b>负债合计</b>	<b>6429</b>	<b>6454</b>	<b>6528</b>	<b>6858</b>	<b>7095</b>	EBIT	66.24%	60.85%	79.65%	31.32%	25.46%
少数股东权益	840	932	1290	1763	2356	EBITDA	17.62%	24.52%	90.83%	18.85%	16.20%
股本	2819	2819	2819	2819	2819	归属于母公司净利润	54.51%	83.01%	46.13%	32.17%	25.48%
资本公积	4374	4374	4374	4374	4374	<b>获利能力</b>					
留存收益	6233	6652	7238	8013	8984	毛利率	37.44%	37.63%	41.63%	42.73%	43.71%
<b>股东权益合计</b>	<b>14266</b>	<b>14777</b>	<b>15721</b>	<b>16968</b>	<b>18533</b>	净利率	4.16%	6.01%	8.47%	10.48%	12.52%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20695</b>	<b>21231</b>	<b>22249</b>	<b>23826</b>	<b>25628</b>	ROE	2.62%	4.66%	6.53%	8.19%	9.66%
						ROIC	3.87%	7.00%	13.24%	19.18%	27.32%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	31.06%	30.40%	29.34%	28.78%	27.68%
						流动比率	1.7	1.8	2.1	2.4	2.8
						速动比率	1.0	1.2	1.4	1.7	2.1
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	70.0	69.1	66.9	66.9	66.9
						存货周转率	2.0	2.3	2.0	2.0	2.0
						总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6
						每股经营现金流	0.6	0.5	1.0	1.1	1.3
						每股净资产	4.8	4.9	5.1	5.4	5.7
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	76.6	41.8	28.6	21.7	17.3
						市净率	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7
						EV/EBITDA	20.9	12.7	7.1	5.5	4.2
						EV/EBIT	48.6	23.0	13.6	9.5	6.7

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 15 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼