

燕京啤酒 (000729.SZ)

2023年U8销量增速超36%，改革势能强劲

买入

核心观点

事件：燕京啤酒公布2023年年报，全年实现营业总收入142.13亿元，同比+7.66%；实现归母净利润6.45亿元，同比+83.01%。第四季度实现营业总收入17.97亿元，同比-4.41%；实现归母净利润-3.11亿元，同比小幅减亏。

量价表现稳健，核心单品U8销量增速超36%。全年啤酒业务收入130.1亿元，同比+7.5%。拆分量价来看，全年销量同比+4.6%，销量表现优于行业；全年啤酒吨价同比+2.8%。啤酒业务量价齐升主要系公司核心大单品U8延续高增速，带动产品结构升级，全年U8实现销量53.24万千升，同比增速超36%。中高档产品收入占比进一步提升至66.3%（同比+3.4pct），反映产品结构优化。

产品结构优化，费用控制良好，盈利能力提升。公司全年毛利率小幅提升0.19pct，主因产品结构优化可充分对冲成本上行对利润的影响。千升酒成本同比+2.6%，这与大麦成本上涨以及公司的卓越管理体系建设、数字化改造等改革项目在前期产生一定的成本费用有关。费用率方面，全年销售费用率同比-1.3pct，主要系广宣费用、装卸运输费用节省所致；管理费用率同比+0.7pct，主要系公司优化激励机制，职工薪酬费用同比增长所致。在产品结构优化带动毛利率提升、销售费用率下降、政府补助增加的综合作用下，全年归母净利率4.54%，同比+1.9pct。

强化产品组合，深化改革，2024年业绩弹性可期。展望2024年，核心大单品U8仍将是公司业绩成长的核心增长引擎，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。除U8外，2024年公司借助升级版鲜啤、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，2024年成本压力减轻有助于增厚公司利润。综合来看，2024年公司盈利能力预计将继续提升，从而展现业绩弹性。

盈利预测与投资建议：考虑到当前消费力偏弱，啤酒消费场景尚未完全修复，同时2024年大麦成本同比下行较多、公司降本增效成效显著有助于盈利能力提升，我们小幅下调2024-2025年收入预测、维持2024-2025年利润预测，并新增2026年盈利预测：预计2024-2026年公司营业总收入152.5/163.2/174.8亿元（2024-2025年前预测值为159.3/174.6亿元），归母净利润9.0/11.5/13.5亿元。当前股价对应2024-2025年PE分别为30/23倍。考虑到公司业绩成长性与确定性兼备，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。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,202	14,213	15,251	16,317	17,479
(+/-%)	10.4%	7.7%	7.3%	7.0%	7.1%
归母净利润(百万元)	352	645	904	1151	1354
(+/-%)	54.5%	83.0%	40.2%	27.4%	17.7%
每股收益(元)	0.12	0.23	0.32	0.41	0.48
EBIT Margin	3.8%	4.8%	7.3%	9.5%	10.7%
净资产收益率(ROE)	2.6%	4.7%	6.8%	9.1%	11.3%
市盈率(PE)	76.6	41.8	29.9	23.4	19.9
EV/EBITDA	27.3	24.1	17.3	13.8	11.9
市净率(PB)	2.01	1.95	2.03	2.13	2.25

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·非白酒

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

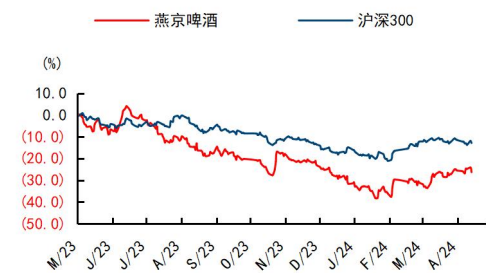
S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	9.30元
总市值/流通市值	26212/23339百万元
52周最高价/最低价	14.06/7.59元
近3个月日均成交额	193.68百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《燕京啤酒(000729.SZ)-核心单品U8延续高增速，改革红利逐步释放》——2024-01-03
- 《燕京啤酒(000729.SZ)-2023年三季度点评：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

事件：燕京啤酒公布 2023 年年报，全年实现营业总收入 142.13 亿元，同比+7.66%；实现归母净利润 6.45 亿元，同比+83.01%。第四季度实现营业总收入 17.97 亿元，同比-4.41%；实现归母净利润-3.11 亿元，同比小幅减亏。

量价表现稳健，核心单品 U8 销量增速超 36%。全年啤酒业务收入 130.1 亿元，同比+7.5%。拆分量价来看，全年销量 394.24 万千升，同比+4.6%，销量表现优于行业；全年啤酒吨价 3222 元/千升，同比+2.8%。啤酒业务量价齐升主要系公司核心大单品 U8 延续高增速，带动产品结构升级。全年 U8 实现销量 53.24 万千升，同比增速超 36%。中高档产品/普通产品收入分别同比+13.3%/-2.3%，中高档产品收入占比进一步提升至 66.3%（同比+3.4pct），反映产品结构优化。核心大单品 U8 也带动公司在非强势市场加速扩张，全年华东区域实现收入 12.2 亿元，同比+36%。公司强势市场华北区域、华南区域收入稳健增长，全年收入同比增速分别为+7.5%/+6.8%。

产品结构优化充分对冲成本上行影响，费用控制良好，盈利能力提升。公司全年毛利率仅小幅提升 0.19pct，主要系成本同比上涨所致，全年千升酒成本同比+2.6%，这与公司的卓越管理体系建设、数字化改造等改革项目在前期产生一定的成本费用有关。但今年以来，公司毛利率始终维持同比提升趋势，反映产品结构优化可充分对冲成本上行对利润的影响。费用率方面，全年销售费用率同比-1.3pct，主要系广宣费用、装卸运输费用节省所致，反映公司费用控制良好；管理费用率同比+0.7pct，主要系公司优化激励机制，职工薪酬费用同比增长所致；研发费用及财务费用变化不大。在产品结构优化带动毛利率提升、销售费用率下降、政府补助增加的综合作用下，全年归母净利率 4.54%，同比+1.9pct。

渠道价盘健康、品牌营销发力，燕京 U8 产品势能持续向上，销量有望维持较快增长。公司本轮改革以燕京 U8 为核心抓手，2022 年以来燕京 U8 在北京、河北、天津等燕京啤酒强势市场的销售终端渗透顺利，产品开始进入快速成长期，有力拉动公司产品结构提升。目前公司继续推动燕京 U8 在强势市场渠道下沉，同时加大力度在基地市场以外的区域进行渠道扩张。燕京 U8 依然维持健康的渠道价格体系，渠道毛利及返利相较于同价格带竞品仍有优势，渠道积极性稳中有升。同时公司的营销资源继续向燕京 U8 倾斜，线上直播、流量明星代言品牌等创新营销方式配合地面品牌推广活动，使得燕京 U8 品牌影响力持续提升。鉴于此，我们认为燕京 U8 正处于产品势能向上阶段，且其所在的 8-10 元细分价格带扩容明显，燕京 U8 销量有望维持较快增长。

强化产品组合，深化改革，2024 年业绩弹性可期。展望 2024 年，核心大单品 U8 仍将是公司业绩成长的核心增长引擎，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。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，2024 年大麦采购价格同比降幅较大，包材成本整体稳定，成本压力减轻有助于增厚公司利润。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。

盈利预测与投资建议：考虑到当前消费力偏弱，啤酒消费场景尚未完全修复，同时 2024 年大麦成本同比下行较多、公司降本增效成效显著有助于盈利能力提升，我们小幅下调 2024-2025 年收入预测、维持 2024-2025 年利润预测，并新增 2026 年盈利预测：预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 152.5/163.2/174.8 亿元（2024-2025 年前预测值为 159.3/174.6 亿元），同比+7.3%/+7.0%/+7.1%；实现归母净利润 9.0/11.5/13.5 亿元，同比+40.2%/+27.4%/+17.7%；EPS 分别为 0.32/0.41/0.48 元。当前股价对应 2024-2025 年 PE 分别为 30/23 倍。考虑到公司业绩成长性与确定性兼备，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。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	15,932	17,457	-	15,251	16,317	17,479	-681	-1,140	-
收入同比增速%	9.9%	9.6%	-	7.3%	7.0%	7.1%	-2.63%	-2.58%	-
毛利率%	40.0%	40.9%	-	40.5%	41.7%	42.2%	0.51%	0.83%	-
销售费用率%	11.4%	11.0%	-	11.3%	10.8%	10.5%	-0.10%	-0.20%	-
归母净利率%	5.7%	6.5%	-	5.9%	7.1%	7.7%	0.26%	0.51%	-
归母净利润（百万元）	903	1,142	-	904	1,151	1,354	1	9	-
归母净利润同比增速%	42.8%	26.4%	-	40.2%	27.4%	17.7%	-2.59%	0.93%	-
EPS（元）	0.32	0.41	-	0.32	0.41	0.48	0.00	0.00	-

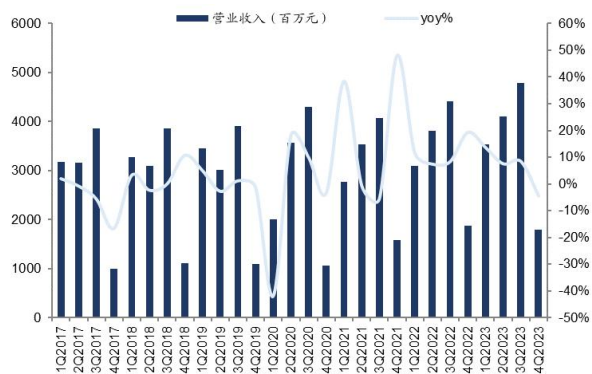
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价 (元)	EPS（元）		PE		总市值 (亿元)	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
000729.SZ	燕京啤酒	42.4	9.57	0.32	0.41	29.9	23.4	270	买入
0291.HK	华润啤酒	19.0	30.79	1.88	2.18	16.4	14.1	979	买入
600600.SH	青岛啤酒	24.7	77.12	3.73	4.36	20.7	17.7	1,052	买入
600132.SH	重庆啤酒	24.2	66.97	3.02	3.28	22.2	20.4	324	买入

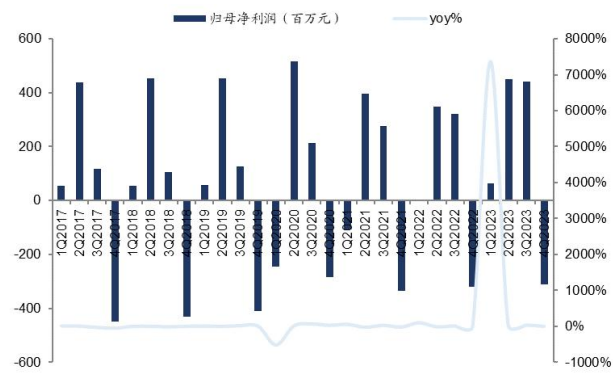
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图1: 燕京啤酒分季度营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



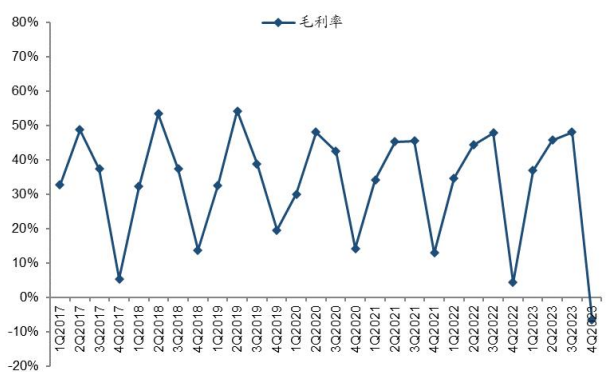
资料来源: 公司公告, Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 燕京啤酒分季度归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



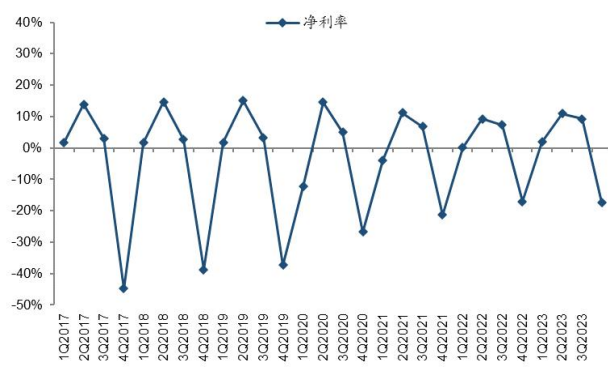
资料来源: 公司公告, Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 燕京啤酒分季度毛利率变化



资料来源: 公司公告, Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 燕京啤酒分季度净利率变化



资料来源: 公司公告, Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6110	7212	6277	5742	5627	营业收入	13202	14213	15251	16317	17479
应收款项	372	243	334	358	383	营业成本	8259	8865	9079	9515	10099
存货净额	4141	3864	4229	4431	4704	营业税金及附加	1153	1221	1310	1402	1501
其他流动资产	183	236	198	212	227	销售费用	1634	1575	1723	1762	1835
流动资产合计	10806	11555	11038	10743	10941	管理费用	1413	1620	1772	1835	1893
固定资产	8108	7766	7946	7868	7446	研发费用	236	246	259	261	280
无形资产及其他	894	1002	969	936	905	财务费用	(153)	(168)	(179)	(170)	(172)
投资性房地产	313	332	357	365	374	投资收益	23	20	20	20	20
长期股权投资	573	576	601	629	659	资产减值及公允价值变动	(103)	(56)	(40)	(40)	(40)
资产总计	20695	21231	20910	20541	20325	其他收入	(126)	(40)	(78)	(101)	(121)
短期借款及交易性金融负债	321	541	141	(259)	(659)	营业利润	692	1025	1447	1852	2182
应付款项	1658	1239	1716	1799	1909	营业外净收支	3	14	15	10	10
其他流动负债	4253	4482	4543	4738	4997	利润总额	695	1039	1462	1862	2192
流动负债合计	6232	6263	6401	6278	6248	所得税费用	146	184	257	328	386
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	197	210	301	384	451
其他长期负债	197	191	0	0	0	归属于母公司净利润	352	645	904	1151	1354
非流动负债合计	197	191	0	0	0	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6429	6454	6401	6278	6248	净利润	352	645	904	1151	1354
少数股东权益	840	932	1233	1617	2068	资产减值准备	26	(32)	(14)	(1)	(2)
股东权益	13426	13845	13276	12646	12009	折旧摊销	719	698	827	872	915
负债和股东权益总计	20695	21231	20910	20541	20325	公允价值变动损失	103	56	40	40	40
关键财务与估值指标						财务费用	(153)	(168)	(179)	(170)	(172)
每股收益	0.12	0.23	0.32	0.41	0.48	营运资本变动	362	106	(85)	37	55
每股红利	0.10	0.14	0.21	0.26	0.31	其它	156	(64)	165	234	303
每股净资产	4.76	4.91	4.71	4.49	4.26	经营活动现金流	1718	1408	1836	2332	2665
ROIC	3.94%	5.12%	10%	19%	23%	资本开支	(509)	(533)	(1000)	(800)	(500)
ROE	2.62%	4.66%	7%	9%	11%	其它投资现金流	(1492)	(383)	(893)	(896)	(898)
毛利率	37%	38%	40%	42%	42%	投资活动现金流	(2001)	(916)	(1893)	(1696)	(1398)
EBIT Margin	4%	5%	7%	9%	11%	权益性融资	0	20	0	0	0
EBITDA Margin	9%	10%	13%	15%	16%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
收入增长	10%	8%	7%	7%	7%	支付股利、利息	(275)	(403)	(478)	(771)	(982)
净利润增长率	55%	83%	40%	27%	18%	其它融资现金流	277	218	(400)	(400)	(400)
资产负债率	35%	35%	37%	38%	41%	融资活动现金流	2	(164)	(878)	(1171)	(1382)
股息率	1.0%	1.5%	2.1%	2.7%	3.2%	现金净变动	1051	1101	(935)	(535)	(115)
P/E	76.6	41.8	29.9	23.4	19.9	货币资金的期初余额	5059	6110	7212	6277	5742
P/B	2.0	1.9	2.0	2.1	2.2	货币资金的期末余额	6110	7212	6277	5742	5627
EV/EBITDA	27.3	24.1	17.3	13.8	11.9	企业自由现金流	973	835	654	1379	2011
						权益自由现金流	1525	1597	402	1119	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