

**事件：**公司发布 2023 年年报。2023 年公司营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 142.13/6.45/5.00 亿元，分别同比+7.66%/+83.0%/+84.2%；经测算，23Q4 营收 17.97 亿元，同比-4.41%，归母净利润-3.11 亿元，同比 22Q4 实现减亏 891 万元；扣非后归母净利润-3.66 亿元，22Q4 为-3.58 亿元，非经方面主要系政府补助影响。

**销量增速跑赢行业，U8 维持强劲势能。**2023 年公司销量同比增 4.57%至 394 万千升，显著优于行业水平，其中 U8 销量同比增超 36%，在 23 年整体消费弱复苏的背景下仍维持良好势能，公司中高档产品收入占比提升 3.4pct，驱动吨价增 2.82%至 3322 元。单 23Q4，营收高基数下公司量、每千升营收分别同比-2.4%/-2.1%。子公司层面，2023 年漓泉净利率同比+2.93pct 至 17.03%，表现亮眼，展望未来预计作为省内超高市占率企业盈利能力仍有上升空间。

**改革之下利润高弹性，人员结构持续优化，一次性事项影响表观管理费用。**2023 年公司员工结构持续优化，全年公司总员工数量下降 2303 人，其中生产/销售/技术/财务&后勤分别下降 1798/240/23/242 人，驱动多项财务指标改善，如 1) 生产成本中人工工资总额 8.62 亿元 (vs 22 年 10 亿元+)，吨人工成本同比-18%；2) 人均薪酬提升，尤其销售团队同比+7%，激励机制加强。23 年公司啤酒吨成本同比+2.1%，主要系原材料价格压力较大 (吨原料成本同比+5%)，展望 24 年澳麦双反政策取消后成本压力有望缓解。得益于吨价提升，全年公司啤酒毛利率同比改善 0.45pct 至 38.89%。费用端，23 年销售/管理费用率同比-1.3pct/+0.7pct，其中销售费用中广宣费节约较多，体现使用效率提升；管理费率抬头主要是一次性员工安置费用 (应付职工薪酬中辞退福利同比 22 年增加 8500 万元) + 非生产设施费 (同比 22 年增加 7735 万元) 影响，若还原扰动则优化显著。此外，公司所得税率同比-3.2pct 至 17.7%，系子公司减亏显效。综上，公司 23 年扣非后归母净利率同比+1.5pct 至 3.52%。

**结构持续改善+改革红利释放，看好公司利润率弹性。**近几年燕京通过推出 U8 抓住 8-10 元升级红利+通过改革提升经营效率，利润弹性在板块内具备明显阿尔法，无论是 U8 的成长速度还是改革落地后财务指标在报表层面的显著优化都在持续兑现其改善和成长逻辑。展望未来，U8 全国化仍有较大空间，且公司整合中低档产品线夯实塔基，产品组合有望更趋良性发展，驱动公司量价齐升。同时，公司将坚持卓越管理，强化组织、优化供应链、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 2024-2026 年公司营收 152.71/162.04/170.71 亿元，同比增长 7.4%/6.1%/5.4%；归母净利润分别为 9.49/12.81/15.52 亿元，同比增长 47.2%/35.1%/21.1%；当前市值对应 PE 分别为 28/20/17x，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	14,213	15,271	16,204	17,071
增长率 (%)	7.7	7.4	6.1	5.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	645	949	1,281	1,552
增长率 (%)	83.0	47.2	35.1	21.1
每股收益 (元)	0.23	0.34	0.45	0.55
PE	41	28	20	17
PB	1.9	1.8	1.7	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 4 月 16 日收盘价)

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**9.30 元**

**分析师 王言海**

执业证书：S0100521090002

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 年业绩预告点评：经营扎实稳健，改革之下利润高弹性-2024/01/02
- 2.燕京啤酒 (000729.SZ) 2023 年三季报点评：Q3 利润环比提速，改革推进降费延续-2023/10/27
- 3.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
- 4.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
- 5.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

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14,213	15,271	16,204	17,071
营业成本	8,865	9,288	9,656	10,004
营业税金及附加	1,221	1,313	1,394	1,468
销售费用	1,575	1,695	1,782	1,878
管理费用	1,620	1,536	1,507	1,502
研发费用	246	271	287	302
EBIT	790	1,246	1,658	1,996
财务费用	-168	-182	-189	-190
资产减值损失	-58	-69	-69	-71
投资收益	43	46	49	51
营业利润	1,025	1,436	1,858	2,201
营业外收支	14	2	2	2
利润总额	1,039	1,438	1,860	2,203
所得税	184	244	307	355
净利润	855	1,193	1,553	1,848
归属于母公司净利润	645	949	1,281	1,552
EBITDA	1,509	1,972	2,433	2,776

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,212	8,060	8,984	9,294
应收账款及票据	207	222	227	240
预付款项	147	154	160	166
存货	3,864	4,512	4,560	4,670
其他流动资产	125	298	311	323
流动资产合计	11,555	13,245	14,242	14,694
长期股权投资	576	622	670	722
固定资产	7,664	7,740	7,898	8,098
无形资产	1,002	1,019	1,052	1,087
非流动资产合计	9,676	9,834	10,074	10,361
资产合计	21,231	23,080	24,316	25,054
短期借款	540	540	540	540
应付账款及票据	1,239	1,858	1,931	1,399
其他流动负债	4,483	4,913	5,129	5,373
流动负债合计	6,263	7,311	7,601	7,311
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	191	211	211	211
非流动负债合计	191	211	211	211
负债合计	6,454	7,522	7,812	7,523
股本	2,819	2,819	2,819	2,819
少数股东权益	932	1,177	1,448	1,744
股东权益合计	14,777	15,558	16,504	17,532
负债和股东权益合计	21,231	23,080	24,316	25,054

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	7.66	7.44	6.11	5.35
EBIT 增长率	57.82	57.78	32.99	20.41
净利润增长率	83.02	47.15	35.07	21.15
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	37.63	39.18	40.41	41.40
净利润率	4.54	6.21	7.91	9.09
总资产收益率 ROA	3.04	4.11	5.27	6.20
净资产收益率 ROE	4.66	6.60	8.51	9.83
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.85	1.81	1.87	2.01
速动比率	1.19	1.16	1.24	1.34
现金比率	1.15	1.10	1.18	1.27
资产负债率 (%)	30.40	32.59	32.13	30.03
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	5.27	5.44	5.24	5.27
存货周转天数	159.08	180.00	175.00	173.00
总资产周转率	0.68	0.69	0.68	0.69
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.23	0.34	0.45	0.55
每股净资产	4.91	5.10	5.34	5.60
每股经营现金流	0.50	0.73	0.88	0.76
每股股利	0.10	0.22	0.29	0.35
<b>估值分析</b>				
PE	41	28	20	17
PB	1.9	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	12.95	9.91	8.03	7.04
股息收益率 (%)	1.08	2.32	3.13	3.79

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	855	1,193	1,553	1,848
折旧和摊销	719	726	775	780
营运资金变动	-2	131	143	-508
经营活动现金流	1,408	2,067	2,485	2,131
资本开支	-484	-786	-932	-979
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-916	-786	-932	-979
股权募资	20	0	0	0
债务募资	240	0	-1	0
筹资活动现金流	-164	-433	-629	-841
现金净流量	328	848	924	311

## 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