

2024年04月17日

# 燕京啤酒 (000729.SZ)

## 公司快报

### U8 增势延续，利润表现亮眼

#### 事件：

公司发布 2023 年年报，2023 全年公司实现营业收入 142.13 亿元，同比+7.7%，实现归母净利润 6.45 亿元，同比+83.02%，实现扣非归母净利润 5 亿元，同比+84.23%。单季度来看，23Q4 公司实现营业收入 17.97 亿元，同比-4.41%，实现归母净利润-3.11 亿元，同比+2.78%，实现扣非归母净利润-3.66 亿元，同比-2.19%。

#### 投资要点

◆ **收入分析：U8 维持高增，结构升级趋势延续。**2023 年公司实现营收 142.13 亿元，同比+7.7%（其中 Q1：+13.74%；Q2：+7.65%；Q3：+8.53%；Q4：-4.41%）。公司啤酒业务实现收入 130.1 亿元，同比+7.51%，销量 394.2 万千升，同比+4.57%，对应吨价 3322 元，同比+2.82%，吨价提升主要系中高档产品中 U8 全国放量带动结构升级趋势延续。燕京 U8 23 年表现亮眼，销量实现 53 万千升，同比增长超 36%。

1) **产品结构：**2023 年公司中高档产品实现营收 86.79 亿元，同比增长 13.32%，占比提升 3.4pct 至 66.26%；普通产品实现营收 44.20 亿元，同比下降 2.33%。公司持续加大中高端产品布局，坚定推进大单品战略，在稳固 U8 核心战略地位的基础上，着力稳固塔基产品，加快提高中高档产品结构。

2) **区域拆分：**2023 年华北、华东、华南、华中、西北分别实现营收 74.29、12.19、38.37、10.85、6.43 亿元，同比+7.45%、+35.61%、+6.84%、-10.53%、+9.85%。华北强势市场延续较强增势，华东市场表现相对亮眼。

◆ **利润分析：产品结构升级、改革成效显现，带动全年归母净利率提升。**2023 年公司实现归母净利润 5 亿元，同比增长 84.23%（其中 Q1：+7373.28%；Q2：+28.47%；Q3：+37.37%；Q4：+2.78%）。

1) **成本上，**公司 23 年吨成本同比+2.1%，其中原材料、包装材料、燃料动力、人工工资和制造费用分别同比+11.1%、+9.76%、+6.59%、-12.56%、+12.83%。人工成本大幅下降，主要系公司持续推进定岗定编优化用工模式。23 年公司人员总数减少 2303 人，其中生产人员减少 1798 人。公司 23 年毛利率为 37.63%，同比提升 0.19pct，主要系公司产品结构升级带动毛利率的提升。

2) **费用上，**23 年公司期间费用率为 23.03%，同比下降 0.68pct。其中销售费用率同比-1.3pct，主要系伴随 U8 起量后，公司减少广宣费用所致；管理费用率同比+0.7pct，主要系员工薪酬增加以及在职员工减少导致应付辞退福利增加额同比+159%至 1.38 亿元所致。此外，公司大部分子公司实现利润增长或减亏，其中漓泉 23 年实现净利润 6.9 亿元，同比+28%，净利率 17%，同比+2.93pct；惠泉实现净利润 0.49 亿元，同比+22%，净利率 7.95%，同比+1.42pct。综合来看，23 年归母净利率为 4.54%，同比提升 1.87pct。

◆ **展望 2024 年，改革持续推进下，公司继续聚焦 U8 大单品放量，且盈利水平和经营效率的改善有望进一步释放利润弹性。**展望 2024 年，我们认为：

食品饮料 | 啤酒III

投资评级

**增持-A(首次)**

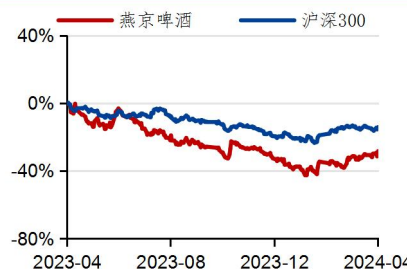
股价(2024-04-17)

9.71 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	27,368.02
流通市值 (百万元)	24,367.83
总股本 (百万股)	2,818.54
流通股本 (百万股)	2,509.56
12 个月价格区间	13.46/7.87

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.13	6.49	-15.43
绝对收益	6.0	14.5	-28.3

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号：S0910523120001  
 lixinxin@huajinsec.com

#### 相关报告



- 1) **产品端**: 公司继续聚焦 U8 产品放量, 我们预计 U8 有望延续强劲势能, 或将带动公司吨价持续提升;
- 2) **渠道端**: 公司重点拓展餐饮渠道, 深化 KA 市场管理, 加强全域电商布局、发力新渠道、加大夜场渠道布局;
- 3) **成本端**: 大麦双反政策取消或将直接带动啤酒企业原料成本改善。
- 4) **费用端**: 公司持续深化九大变革, 数字化转型以及供应链体系的完善将有利于公司实现降本增效;
- 5) **利润端**: 伴随改革持续推进, 公司盈利水平、经营效率的改善以及高端化趋势延续有望进一步释放利润弹性。

◆ **投资建议**: 十四五规划期间, 公司“二次创业、复兴燕京”主基调明确, 通过五大战略途径助力大单品持续放量。中长期来看, 改革推进下, 公司产品端 U8 大单品持续放量, 有望带动公司产品结构持续升级, 管理端多措并举实现降本增效, 利润弹性可期。我们预测公司 2024 年至 2026 年营业收入分别为 152.52/162.86/173.29 亿元, 同比增长 7.3%/6.8%/6.4%, 归母净利润 9.03/11.42/14.01 亿元, 同比增长 40.1%、26.5%、22.7%, EPS 分别为 0.32、0.41、0.50 元, 对应 PE 分别为 30.3x、24.0x、19.5x, 首次覆盖, 给予“增持-A”建议。

◆ **风险提示**: 行业竞争加剧、原材料成本上涨风险、食品安全问题、消费复苏进度不及预期等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,202	14,213	15,252	16,286	17,329
YoY(%)	10.4	7.7	7.3	6.8	6.4
归母净利润(百万元)	352	645	903	1,142	1,401
YoY(%)	54.5	83.0	40.1	26.5	22.7
毛利率(%)	37.4	37.6	39.5	41.0	42.2
EPS(摊薄/元)	0.12	0.23	0.32	0.41	0.50
ROE(%)	3.8	5.8	7.9	9.0	10.2
P/E(倍)	77.7	42.4	30.3	24.0	19.5
P/B(倍)	2.0	2.0	1.9	1.7	1.6
净利率(%)	2.7	4.5	5.9	7.0	8.1

数据来源: 聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

分产品来看：

**1) 中高档啤酒产品：**考虑到公司燕京 U8 中高端产品持续放量，我们预计中高档啤酒产品将呈现量价齐升的增长态势。我们预计中高档啤酒产品 2024-2026 年营收分别为 97.64、108.38、119.21 亿元，同比增长 12.5%、11.0%、10.0%。

**2) 普通档啤酒产品：**考虑到公司产品结构升级稳步推进，以及产品端聚焦中高档啤酒，我们预计普通档啤酒产品 2024-2026 年营收分别为 42.96、41.84、40.80 亿元，同比-2.8%、-2.6%、-2.5%。

**3) 其他业务收入：**公司其他主营业务包括矿泉水、茶饮料、饲料、燕京纳豆等，目前在整体营收中占比较小，我们预计 2024-2026 年公司营收增速分别为 7%、6%、5%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 152.52、162.86、173.29 亿元，同比增长 7.31%、6.78%、6.40%，预计 2024-2026 年毛利率分别为 39.48%、41.01%、42.18%。

表 1：公司业务拆分（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中高档产品	6731.54	7658.40	8678.82	9763.67	10837.68	11921.44
yoy	11.67%	13.77%	13.32%	12.5%	11.00%	10.00%
毛利率 (%)	45.45%	45.82%	43.93%	45.53%	46.93%	47.93%
普通产品	4456.46	4524.60	4419.62	4295.87	4184.18	4079.58
yoy	10.03%	1.53%	-2.32%	-2.80%	-2.60%	-2.50%
毛利率 (%)	26.05%	25.96%	29.00%	30.30%	31.10%	31.60%
其他收入	773.00	1019.07	1114.86	1192.90	1264.47	1327.70
yoy	-9.06%	31.83%	9.40%	7.00%	6.00%	5.00%
毛利率 (%)	31.30%	25.47%	22.79%	23.00%	23.00%	23.00%
总收入 (百万元)	11961.00	13202.07	14212.86	15252.45	16286.33	17328.72
yoy	9.45%	10.38%	7.66%	7.31%	6.78%	6.40%
毛利率 (%)	38.44%	37.44%	37.63%	39.48%	41.01%	42.18%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、可比公司估值

燕京啤酒 U8 大单品增势延续，高端化路径清晰，降本增效成效渐显，利润弹性较大，可比公司选择时，我们选取同为啤酒行业龙头公司作为可比公司，具体标的包括重庆啤酒、青岛啤酒、珠江啤酒。

估值来看，三家啤酒企业 2024-2026 年估值平均分别为 22、19、18 倍，相较于其他三家啤酒企业，燕京啤酒在改革推进下，产品端 U8 大单品持续放量，有望带动公司产品结构持续升级，管理端多措并举实现降本增效，利润弹性可期，因此享受更高的估值溢价。从 PEG 角度看，三家啤酒企业 2024-2026 年平均 PEG 分别为 1.46、1.55、2.15 倍，相较于其他三家啤酒企业，燕京啤酒 2024 年 PEG 为 0.76 倍，低于可比公司均值。

表 2：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			PEG		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600132.S H	重庆啤酒	317	13	15	16	17	21	20	19	2.07	2.03	3.27
600600.S H	青岛啤酒	859	43	51	58	65	21	18	16	1.13	1.25	1.42
002461.S Z	珠江啤酒	174	6	7	9	9	23	20	18	1.18	1.37	1.77
	平均	-	21	24	28	30	22	19	18	1.46	1.55	2.15
000729.S Z	燕京啤酒	274	6	4	5	6	30	24	20	0.76	0.91	0.86

资料来源：Wind 一致预期，华金证券研究所，燕京啤酒盈利预测来自华金证券研究所，截止日期为 2024 年 4 月 17 日

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	10806	11555	13224	14578	17045	<b>营业收入</b>	13202	14213	15252	16286	17329
现金	6110	7212	8105	9830	11489	营业成本	8259	8865	9231	9608	10020
应收票据及应收账款	194	207	223	236	253	营业税金及附加	1153	1221	1372	1445	1524
预付账款	122	147	141	167	161	营业费用	1634	1575	1586	1694	1768
存货	4141	3864	4472	4204	4844	管理费用	1413	1620	1556	1629	1629
其他流动资产	239	125	282	141	298	研发费用	236	246	244	261	277
<b>非流动资产</b>	9888	9676	9797	9839	9811	财务费用	-153	-168	-167	-155	-166
长期投资	573	576	599	623	647	资产减值损失	-103	-56	-60	-64	-68
固定资产	8050	7664	7803	7853	7825	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	894	1002	977	956	943	投资净收益	42	43	40	40	41
其他非流动资产	371	434	419	406	396	<b>营业利润</b>	692	1025	1517	1897	2376
<b>资产总计</b>	20695	21231	23021	24417	26856	营业外收入	5	19	12	14	13
<b>流动负债</b>	6232	6263	6792	6707	7278	营业外支出	2	5	9	7	6
短期借款	300	540	540	540	540	<b>利润总额</b>	695	1039	1519	1904	2382
应付票据及应付账款	1658	1239	1777	1363	1912	所得税	146	184	258	324	405
其他流动负债	4274	4483	4474	4804	4826	<b>税后利润</b>	549	855	1261	1581	1977
<b>非流动负债</b>	197	191	191	191	191	少数股东损益	197	210	358	438	576
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	352	645	903	1142	1401
其他非流动负债	197	191	191	191	191	<b>EBITDA</b>	1249	1554	1967	2369	2850
<b>负债合计</b>	6429	6454	6983	6898	7469	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	840	932	1290	1728	2304	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	2819	2819	2819	2819	2819	<b>成长能力</b>					
资本公积	4374	4374	4374	4374	4374	营业收入(%)	10.4	7.7	7.3	6.8	6.4
留存收益	6298	6717	7521	8511	9808	营业利润(%)	59.1	48.2	48.0	25.1	25.2
归属母公司股东权益	13426	13845	14749	15791	17083	归属于母公司净利润(%)	54.5	83.0	40.1	26.5	22.7
<b>负债和股东权益</b>	20695	21231	23021	24417	26856	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	37.4	37.6	39.5	41.0	42.2
						净利率(%)	2.7	4.5	5.9	7.0	8.1
						ROE(%)	3.8	5.8	7.9	9.0	10.2
						ROIC(%)	3.0	4.8	7.1	8.4	9.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	31.1	30.4	30.3	28.3	27.8
						流动比率	1.7	1.8	1.9	2.2	2.3
						速动比率	1.0	1.2	1.3	1.5	1.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	68.6	70.9	70.9	70.9	70.9
						应付账款周转率	5.4	6.1	6.1	6.1	6.1
						<b>估值比率</b>					
						P/E	77.7	42.4	30.3	24.0	19.5
						P/B	2.0	2.0	1.9	1.7	1.6
						EV/EBITDA	18.1	14.0	10.8	8.4	6.6

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)