

# 燕京啤酒（000729.SZ）

## 改革决心彰显，业绩弹性将持续释放

优于大市

## ◆ 公司研究 · 公司快评

## ◆ 食品饮料 · 非白酒

## ◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090001

证券分析师：杨苑

021-60933124

yangyuan4@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090003

### 事项：

公司公告：2024年06月06日，燕京啤酒召开2024年度投资者交流会。公司董事长、总经理、常务副总经理等高管出席会议。

**国信食品饮料观点：**公司改革的决心与信心十足，管理层着眼长远，现阶段改革重在全面强基础，目前公司在生产、供应链、运营、市场、人才体系等方面已有不同程度的改善，但改革成效还未充分释放，后续随着生产体系、供应链体系的升级优化完成、核心产品组合进一步完善，未来改革红利还将有更大程度释放，公司有望持续展现较强业绩弹性。维持盈利预测，预计2024-2025年公司实现营业总收入152.5/163.2亿元，同比+7.3%/+7.0%；实现归母净利润9.2/11.7亿元，同比+42.2%/+28.0%。当前股价对应PE分别为30/24倍，维持“优于大市”评级。

### 评论：

## ◆ 全面改革红利正释放，2023年业绩表现佳

本次投资者交流大会以“践行变革的力量”为主题，公司向投资者展示了近年来的改革成果，如各地分公司、子公司的组织架构优化、劳动生产率明显提升、产品结构优化、重点产品U8销量快速增长、员工激励机制优化、市场管控能力显著强化等。在深化改革的促进作用下，公司2023年实现营业总收入142.13亿元，同比+7.66%，其中啤酒总销量同比+4.6%，销量表现优于行业，啤酒销售均价同比+2.8%，持续受益于产品结构优化。2023年公司归母净利率4.54%，同比+1.9pct，盈利能力显著提升主要系产品结构改善、降本增效所致，充分反映公司深化改革后业绩成长能力强化。

## ◆ 彰显改革决心与信心，公司业绩增长潜力预计将有更大程度的释放

2024年进入“十四五”的第四年，公司管理层表示将继续坚定不移向既定的“十四五”发展目标迈进，目标实现的方式主要在于三个方面：1）推动生产端卓越管理体系全面落地；2）继续推进市场建设；3）构建数智化供应链体系。其中管理层特别强调了生产体系、供应链体系升级优化的重要性，认为这是公司在中长期赶超国内、国际头部啤酒公司的重要基础。预计生产端卓越管理体系的全面落地与供应链数智化建设将给公司带来更大的降本增效成效，最终将体现在盈利能力的显著改善。市场建设方面，公司要求所有分公司、子公司建立起各自的基地市场，作为未来利润稳定增长的重要基点。得益于以U8为核心的产品矩阵打造成熟，以及考核、激励机制改革后各地销售人员、管理人员的工作积极性显著提升，我们认为公司的市场开拓能力明显增强。

## ◆ 核心单品U8产品力提升，积极拓展渠道、突破弱势市场与成长性市场

2023年公司核心大单品U8销量已突破53万吨，目前产品美誉度仍高，且公司继续向其倾注营销资源。为促进U8品牌的进一步成长，公司将新增U8品规并适时开发U8新品来丰富U8产品矩阵，也将加大U8在流通渠道的渗透。市场方面，目前U8已在北京、河北、内蒙三大优势市场具备较强基础，公司正加大成长性市场建设，如东三省、四川、山东地区，同时加快弱势市场开发，如华中、华东、华南地区。因此我们认为U8正处于全国化发展初期，渠道渗透及市场扩展能力亦在持续强化，未来有望成为百万吨级大单

品。

◆ **投资建议：改革红利将持续释放，维持“优于大市”评级**

综上所述，我们认为公司现阶段改革重在全面强基础，改革成效还未充分释放，后续随着生产体系、供应链体系的升级优化完成、核心产品组合进一步完善，未来公司业绩弹性还将持续展现。维持盈利预测，预计 2024-2025 年公司实现营业总收入 152.5/163.2 亿元，同比+7.3%/+7.0%；实现归母净利润 9.2/11.7 亿元，同比+42.2%/+28.0%；EPS 分别为 0.33/0.42 元。当前股价对应 PE 分别为 30/24 倍，维持“优于大市”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：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	40.9	9.91	0.33	0.42	30.5	23.8	279	优于大市
0291.HK	华润啤酒	17.1	27.85	1.88	2.18	14.8	12.7	903	优于大市
600600.SH	青岛啤酒	24.3	78.59	3.73	4.36	21.0	18.0	1,072	优于大市
600132.SH	重庆啤酒	23.7	68.57	3.02	3.28	22.7	20.9	332	优于大市

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）-高基数压制收入增速，费效提升助力利润释放》——2024-04-25
- 《燕京啤酒（000729.SZ）-2023 年 U8 销量增速超 36%，改革势能强劲》——2024-04-17
- 《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 年三季度报点评：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

## 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	6290	5772	5678	营业收入	13202	14213	15251	16317	17479
应收款项	372	243	334	358	383	营业成本	8259	8865	9064	9484	10055
存货净额	4141	3864	4222	4417	4683	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	1716	1754	1827
<b>流动资产合计</b>	<b>10806</b>	<b>11555</b>	<b>11044</b>	<b>10759</b>	<b>10972</b>	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)	(171)	(173)
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)
<b>资产总计</b>	<b>20695</b>	<b>21231</b>	<b>20916</b>	<b>20557</b>	<b>20356</b>	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	1470	1891	2235
应付款项	1658	1239	1713	1793	1901	营业外净收支	3	14	15	10	10
其他流动负债	4253	4482	4535	4724	4978	<b>利润总额</b>	<b>695</b>	<b>1039</b>	<b>1485</b>	<b>1901</b>	<b>2245</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6232</b>	<b>6263</b>	<b>6389</b>	<b>6258</b>	<b>6220</b>	所得税费用	146	184	263	337	398
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	197	210	305	391	462
其他长期负债	197	191	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>352</b>	<b>645</b>	<b>916</b>	<b>1173</b>	<b>1385</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>197</b>	<b>191</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>6429</b>	<b>6454</b>	<b>6389</b>	<b>6258</b>	<b>6220</b>	净利润	352	645	916	1173	1385
少数股东权益	840	932	1237	1629	2090	资产减值准备	26	(32)	(14)	(1)	(2)
股东权益	13426	13845	13289	12671	12045	折旧摊销	719	698	827	872	915
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20695</b>	<b>21231</b>	<b>20916</b>	<b>20557</b>	<b>20356</b>	公允价值变动损失	103	56	40	40	40
						财务费用	(153)	(168)	(179)	(171)	(173)
关键财务与估值指标						营运资本变动	362	106	(89)	35	54
每股收益	0.12	0.23	0.33	0.42	0.49	其它	156	(64)	169	242	313
每股红利	0.10	0.14	0.21	0.27	0.31	<b>经营活动现金流</b>	<b>1718</b>	<b>1408</b>	<b>1849</b>	<b>2361</b>	<b>2705</b>
每股净资产	4.76	4.91	4.71	4.50	4.27	资本开支	(509)	(533)	(1000)	(800)	(500)
ROIC	3.94%	5.12%	10%	19%	24%	其它投资现金流	(1492)	(383)	(893)	(896)	(898)
ROE	2.62%	4.66%	7%	9%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2001)</b>	<b>(916)</b>	<b>(1893)</b>	<b>(1696)</b>	<b>(1398)</b>
毛利率	37%	38%	41%	42%	42%	权益性融资	0	20	0	0	0
EBIT Margin	4%	5%	7%	10%	11%	长期贷款增加	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	10%	13%	15%	16%	支付股利、利息	(275)	(403)	(478)	(782)	(1001)
收入增长	10%	8%	7%	7%	7%	其它融资现金流	277	218	(400)	(400)	(400)
净利润增长率	55%	83%	42%	28%	18%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2</b>	<b>(164)</b>	<b>(878)</b>	<b>(1182)</b>	<b>(1401)</b>
资产负债率	35%	35%	36%	38%	41%	<b>现金净变动</b>	<b>1051</b>	<b>1101</b>	<b>(922)</b>	<b>(518)</b>	<b>(94)</b>
股息率	1.0%	1.4%	2.1%	2.7%	3.2%	货币资金的期初余额	5059	6110	7212	6290	5772
P/E	79.3	43.3	30.5	23.8	20.2	货币资金的期末余额	6110	7212	6290	5772	5678
P/B	2.1	2.0	2.1	2.2	2.3	企业自由现金流	973	835	667	1407	2051
EV/EBITDA	28.0	24.8	17.5	13.9	12.0	权益自由现金流	1525	1597	415	1148	1793

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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